

The Impact of Leading Institutional Investors on Investment and Capital Structure in Initial Public Offerings of Startup Companies Listed on the Tehran Stock Exchange

Saeed Azizi¹ Hossein Eslami Mofid Abadi^{2*}

Received: 2025/04/01

Accepted: 2025/08/09

Research Paper

Extended Abstract

Objective: This study aims to examine the role of leading institutional investors in shaping investment decisions and capital structure in initial public offerings (IPOs) of startup companies listed on the Tehran Stock Exchange. Given the importance of startups in economic growth, financing, and employment, the study seeks to clarify how institutional monitoring and information advantages can reduce information asymmetry, optimize financial decision-making, and enhance long-term firm performance in Iran's primary equity market.

Method: The research adopts an applied and descriptive–correlational design. Following the framework of Sharma et al. (2024), two regression models were developed to test the impact of leading institutional ownership on (1) corporate investment and (2) capital structure. The statistical population included all IPO firms listed between 2017 and 2023 (1396–1402). Using systematic elimination, 37 firms were selected, yielding 259 firm-year observations. Data were extracted from audited financial statements, the Rahavard Novin database, and official exchange disclosures. Multivariate regression analysis with panel data (fixed-effects model) was conducted using EViews 8, with control variables such as firm age, size, profitability, sales growth, asset tangibility, and macroeconomic growth incorporated.

Results: The findings reveal that greater ownership by leading institutional investors has a dual effect: it significantly increases corporate investment ($\beta = 0.169$; $p < 0.001$), while simultaneously decreasing financial leverage ($\beta = -0.240$; $p < 0.001$). This indicates that institutional investors promote resource allocation toward productive projects while discouraging excessive reliance on debt financing. Additional analyses confirmed the robustness of these results after controlling for firm- and market-level factors. These outcomes suggest that institutional involvement reduces financing constraints and enhances firm-level efficiency.

Conclusion: The study concludes that leading institutional investors play a crucial governance role in Iran's IPO market. Their active presence improves the quality of financial decision-making, mitigates information asymmetry, and strengthens market confidence. Firms supported by institutional investors not only secure financing more efficiently but also adopt healthier capital structures with lower leverage. This dynamic underscores the importance of

۱. Masters Student in Financial Management, Department of Financial Management, CT.C., Islamic Azad University, Tehran, Iran saeedazizian57123@gmail.com

۲. Department of Accounting and Management, Shahr.C., Islamic Azad University, Shahryar, Iran. (Corresponding Author) hossein.eslamimofidabadi@iau.ac.ir

institutional participation for the sustainable growth of startups and the stability of capital markets.

Value of the Article: This research provides one of the first empirical examinations of the causal relationship between institutional investor ownership, investment, and capital structure in IPO firms in Iran. It contributes to the literature by adapting international findings to an emerging market context and updating theories of capital structure and institutional monitoring within the specific environment of the Tehran Stock Exchange. For policymakers, the study highlights the need to encourage institutional participation in IPO allocations as a mechanism for reducing information asymmetry and strengthening investor protection. For practitioners, it offers evidence that institutional backing enhances both short-term financing quality and long-term firm value, serving as a strategic advantage in competitive capital markets.

Keywords: Leading institutional investors, investment, capital structure, companies with initial public offerings.

تأثیر سرمایه‌گذاران نهادی پیشرو بر سرمایه‌گذاری و ساختار سرمایه در عرضه عمومی اولیه سهام شرکت‌های نوپا پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران

سعید عزیزی^۱ حسین اسلامی مفیدآبادی^۲*

مقاله پژوهشی

تاریخ دریافت: ۱۴۰۴/۰۱/۱۲

تاریخ پذیرش: ۱۴۰۴/۰۵/۱۸

چکیده

در پژوهش حاضر به بررسی تأثیر سرمایه‌گذاران نهادی پیشرو بر سرمایه‌گذاری و ساختار سرمایه در عرضه عمومی اولیه سهام شرکت‌های نوپا پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداخته شده است. برای این منظور با پیروی از مطالعه شارما و همکاران (۲۰۲۴) دو مدل جداگانه اثر سرمایه‌گذاران نهادی پیشرو بر میزان سرمایه‌گذاری و ساختار سرمایه شرکت‌ها مورد بررسی قرار گرفته است. پژوهش حاضر از نظر هدف کاربردی و از نظر روش گردآوری داده‌ها نیز در گروه پژوهش‌های توصیفی-همبستگی قرار دارد. همچنین، به منظور انتخاب حجم نمونه از روش نمونه‌گیری حذف منظم (غربال‌گری) استفاده شده است. به‌طوری‌که با توجه به شروط در نظر گرفته شده است. در نهایت نیز تعداد ۳۷ شرکت در دوره زمانی هفت‌ساله بین سال‌های ۱۳۹۶ تا ۱۴۰۲ (در مجموع ۲۵۹ سال-شرکت) مورد تجزیه و تحلیل قرار گرفته‌اند. برای بررسی فرضیه‌های پژوهش از روش رگرسیون چندمتغیره، روش داده‌های پانلی (تابلویی) - اثرات ثابت و نرم افزار اقتصاد سنجی ایویوز نسخه هشتم (Eviews8) استفاده شده است. بنابراین، یافته‌های پژوهش نشان می‌دهد که افزایش مالکیت سرمایه‌گذاران نهادی پیشرو به‌طور معنادار موجب افزایش سطح سرمایه‌گذاری شرکت‌ها می‌شود ((ضریب (۰/۱۶۹) و سطح معناداری (۰/۰۰۰))؛ و هم‌زمان نیز ساختار سرمایه شرکت‌ها را به سمت کاهش اتکای مالی (اهرم) سوق می‌دهد ((ضریب (-۰/۲۴۰) و سطح معناداری (۰/۰۰۰)). نتایج حاصل از این پژوهش حاکی از آن است که ایفای نقش نظارتی و اطلاعاتی سرمایه‌گذاران نهادی پیشرو به کاهش عدم تقارن اطلاعاتی و بهبود تصمیمات مالی در شرکت‌های نوپا منجر می‌شود. از این‌رو، یافته‌های این پژوهش حاکی از آن است که نقش فعال سرمایه‌گذاران نهادی در ارتقاء کیفیت تأمین مالی و تخصیص بهینه منابع مالی در بازار اولیه سهام ایران دارای اهمیت قابل توجهی است.

واژگان کلیدی: سرمایه‌گذاران نهادی پیشرو، سرمایه‌گذاری، ساختار سرمایه، عرضه عمومی اولیه سهام.

۱- مقدمه

رشد شرکت‌ها، نیاز به منابع مالی دارد، لذا تعیین ساختار سرمایه مطلوب یکی از اصلی‌ترین مسائلی است که مدیران با آن روبرو هستند. ساختار سرمایه یک مفهوم بسیار مهم در دنیای شرکت‌های بزرگ است و مدیران روزانه

۱. دانشجوی کارشناسی‌ارشد مدیریت مالی، گروه مدیریت مالی، واحد تهران مرکزی، دانشگاه آزاد اسلامی، تهران، ایران saeedazizian57123@gmail.com

۲. گروه حسابداری و مدیریت، واحد شهریار، دانشگاه آزاد اسلامی، شهریار، ایران (نویسنده مسئول) hossein.eslamimofidabadi@iaau.ac.ir

در مورد ساختار سرمایه مطلوب شرکت‌هایی که ثروت سهام‌داران را به حداکثر می‌رسانند، تصمیم می‌گیرند. به‌طوری‌که ساختار سرمایه به‌عنوان مهم‌ترین عامل مؤثر بر ارزش‌گذاری و جهت‌گیری شرکت‌ها در بازار سرمایه مطرح شده است (حاجی بیگی، ۱۳۹۷). مشکلات کوچک و بزرگ و محدودیت‌های مختلف در حوزه‌های مختلف به ویژه در حوزه اقتصاد سبب شد تا مفهومی جدید در ایجاد یک کسب و کار بوجود آید. مفهومی که امروزه به شرکت‌های نوپا شهرت یافته است. کسب و کارهای نوپا یا همان شرکت‌های نوپا به دلیل اهمیتشان در اقتصاد کشورها و ایجاد اشتغال و حتی تسهیل بسیاری از امور امروزه به عنوان موضوعات مهم در کشورهای مختلف دنیا تبدیل شده‌اند و در بسیاری از کشورهای توسعه یافته و یا در حال توسعه، ظرفیت‌ها و فرصت‌های شرکت‌های نوپا در اختیار سایر بخش‌های اقتصادی و غیر اقتصادی در نظر گرفته شده است (شارما و همکاران، ۲۰۲۴).

نتایج پژوهش‌های تجربی شارما و همکاران (۲۰۲۴)، نشان می‌دهد که سرمایه‌گذاران نهادی در عرضه‌های عمومی اولیه (IPO) نقش‌های مفید متعددی را ایفا می‌کنند. شواهد قابل‌توجهی در مورد اهمیت سرمایه‌گذاران نهادی در قیمت‌گذاری عرضه‌های اولیه عمومی وجود دارد. سرمایه‌گذاران نهادی پیشرو به دلیل سهم مالکیتی بالا، توان تجزیه و تحلیل مالی قوی و دسترسی به اطلاعات خصوصی، معمولاً نقش فعالی در تصمیم‌گیری‌های راهبردی شرکت دارند. آن‌ها می‌توانند از طریق اعمال نظارت مؤثر بر مدیران، زمینه را برای افزایش بهره‌وری سرمایه‌گذاری فراهم آورند و تخصیص منابع را بهینه کنند. همچنین، این سرمایه‌گذاران با ارسال علامت‌های مثبت به بازار درباره کیفیت شرکت، باعث کاهش هزینه تأمین مالی و در نتیجه بهبود ساختار سرمایه می‌شوند. به عبارت دیگر، حضور آن‌ها ممکن است شرکت را از اتکای بیش از حد به بدهی دور کرده و ساختار تأمین مالی را متعادل‌تر نماید. از این رو، می‌توان انتظار داشت که شرکت‌های دارای حمایت نهادی پیشرو، سرمایه‌گذاری بیشتری داشته باشند و از ساختار سرمایه‌ای کاراتر برخوردار شوند (شارما و همکاران، ۲۰۲۴).

راک^۲ (۱۹۸۶) دریافت که تخصیص سهام به سرمایه‌گذاران نهادی مشکل انتخاب نامطلوب را که سرمایه‌گذاران خرد با آن مواجه هستند کاهش می‌دهد و تضمین می‌کند که سرمایه‌گذاران خرد از بازار عرضه‌های عمومی اولیه خارج نمی‌شوند. بنونست و اسپیندت^۳ (۱۹۸۹) پیشنهاد می‌کنند که سرمایه‌گذاران نهادی در ارائه اطلاعات مرتبط با ارزش لازم برای قیمت‌گذاری عرضه‌های عمومی اولیه کمک می‌کنند (شارما و همکاران، ۲۰۲۴). به روشی مشابه، آگاروال^۴ و همکاران (۲۰۰۲) شواهد تجربی ارائه می‌کنند مبنی بر اینکه تخصیص‌های سازمانی به پذیرهنویسان در استخراج اطلاعات تقاضای مطلوب قبل از بازار برای تعدیل قیمت پیشنهادی کمک می‌کنند. مطابق با این دیدگاه، چمنور^۵ (۱۹۹۳) دریافت که این سرمایه‌گذاران آگاه به کمک فعالیت‌های تجاری پس از عرضه اولیه سهام، به نزدیک تر کردن ارزش بازار سهام شرکت به ارزش ذاتی آن کمک می‌کنند (شارما و همکاران، ۲۰۲۴).

تخصیص یک بلوک بزرگ از سهام به سرمایه‌گذاران نهادی ممکن است برای سرمایه‌گذاران خرد مفید باشد، زیرا به‌عنوان علامت‌دهی از کیفیت انتشار عمل می‌کند و عدم تقارن اطلاعات را از قبل کاهش می‌دهد؛ بنابراین، تخصیص به سرمایه‌گذاران نهادی، مزایای اطلاعاتی را برای شرکت‌های صادرکننده و سرمایه‌گذاران خرد فراهم می‌کند. زمانی که میزان مالکیت نهادی بالا باشد، انگیزه نظارت بر عملکرد شرکت را برای سرمایه‌گذاران نهادی فراهم می‌کند (شارما و همکاران، ۲۰۲۴). بنابراین، عرضه‌های عمومی اولیه که توسط سرمایه‌گذاران نهادی حمایت می‌شوند ممکن است

1. Sharma
2. Rock
3. Benonist & Spindt
4. Agarwal
5. Chamnur

عملکرد بلندمدت برتری داشته باشند. فیلد و لوری^۱ (۲۰۰۹) نشان می‌دهند که مالکیت نهادی ممکن است توانایی پیش‌بینی عملکرد بلندمدت تعدیل‌شده با خطر را داشته باشد. بومرو همکاران^۲ (۲۰۰۶) نشان می‌دهند که سرمایه‌گذاران نهادی تخصیص‌های بیشتری را در عرضه‌های عمومی اولیه با عملکرد بلندمدت بهتر به دست می‌آورند (شارما و همکاران، ۲۰۲۴). در عرضه‌های عمومی اولیه در بورس اوراق بهادار تهران تاثیر سرمایه‌گذاری نهادی بر عملکرد بلندمدت عرضه‌های عمومی اولیه را تحلیل کرده‌اند. شرکت‌های عرضه‌های عمومی اولیه در بورس اوراق بهادار تهران با سرمایه‌گذاری نهادی بالاتر از شرکت‌هایی با سرمایه‌گذاری نهادی کمتر عملکرد بهتری دارند. سرمایه‌گذار نهادی به دقت از اطلاعات در دسترس عموم برای شناسایی عرضه‌های عمومی اولیه استفاده می‌کند که احتمالاً عملکرد بهتری دارند. بنابراین، مسئله اصلی در تحقیق حاضر «تأثیر سرمایه‌گذاران نهادی پیشرو بر سرمایه‌گذاری و ساختار سرمایه در عرضه عمومی اولیه سهام شرکت‌های نوپا پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران» می‌باشد.

۲- مبانی نظری و پیشینه پژوهش

۲-۱- سرمایه‌گذاران نهادی

سرمایه‌گذاران نهادی به نهادهایی اطلاق می‌شود که منابع مالی عمده‌ای را به نمایندگی از افراد یا سازمان‌های مختلف جمع‌آوری و مدیریت می‌کنند و در بازارهای مالی سرمایه‌گذاری می‌نمایند. این نهادها نقش مهمی در تأمین مالی بازار، کاهش هزینه‌های معاملاتی، و افزایش نقدشوندگی دارایی‌ها دارند و معمولاً دارای تخصص و ساختار سازمانی پیچیده‌تری نسبت به سرمایه‌گذاران خرد هستند. سرمایه‌گذاران نهادی به دلیل ایجاد فضای رقابت بین مشارکت‌کنندگان اقتصادی (خانوارها، بنگاه‌ها، دولت و خارجی‌ان) و ایجاد ظرفیت سرمایه‌گذاری بالا و تأثیرگذاری در مدیریت شرکت‌ها، به‌عنوان بازیگران کلیدی بازارهای مالی شناخته می‌شوند (شارما و همکاران، ۲۰۲۴؛ اقتباس مؤلفان از مبانی نظری و پیشینه تجربی پژوهش، ۱۴۰۴).

اصطلاح «سرمایه‌گذار نهادی»^۳ بر اساس مبانی نظری (ادبیات موضوعی) مالی به سازمان یا نهادی اطلاق می‌شود که اوراق بهادار را در تعداد عمده و یا ارزش دلاری بالا معامله می‌کند و از منافع کارمزد کمتر بهره می‌برد (مجلس شورای اسلامی، قانون بازار سرمایه، مصوب ۱۳۸۴). براساس قانون بازار سرمایه، سرمایه‌گذاران نهادی به یکی از نهادهای شش‌گانه زیر اطلاق می‌شود:

۱- بانک‌ها و بیمه‌ها.

۲- شرکت‌های مادر (هلدینگ‌های بزرگ)، شرکت‌های سرمایه‌گذاری، صندوق بازنشستگی، شرکت تأمین سرمایه و صندوق‌های سرمایه‌گذاری ثبت شده نزد سازمان بورس و اوراق بهادار.

۳- هر شخص حقیقی یا حقوقی که بیش از ۵ درصد یا بیش از ۵ میلیارد ریال از ارزش اسمی اوراق بهادار در دست انتشار ناشر را خریداری کند.

۴- سازمان‌ها و نهادهای دولتی و عمومی.

۵- شرکت‌های دولتی.

1. Field & Lowry
2. Boehmer
3. Institutional Investor

۶- اعضای هیأت مدیره و مدیران ناشر یا اشخاصی که کارکرد مشابه دارند (سازمان بورس و اوراق بهادار، دستورالعمل سرمایه‌گذار نهادی موضوع بند ۲۷ ماده یک قانون بازار اوراق بهادار ج.ا.ا. ۱۳۸۴).

مالکیت نهادی درواقع مالکیت سهام‌داران نهادی یا بزرگ‌ترین سهام‌داران است. در نوشته‌های دانشگاهی بر اهمیت نقش سرمایه‌گذاران نهادی، تأکید شده است. وجود میانجی بزرگ، مانند یک سرمایه‌گذار نهادی، می‌تواند مشکلات کارگزاری را به دلیل توانایی برخورداری از مزیت صرفه اقتصادی ناشی از مقیاس و تنوع‌بخشی حل‌وفصل نماید (دیامند^۱ و همکاران ۲۰۱۹). مطابق با تعریف بوش^۲ (۱۹۹۸) سرمایه‌گذاران نهادی، سرمایه‌گذاران بزرگ نظیر بانک‌ها، شرکت‌های بیمه، شرکت‌های سرمایه‌گذاری و غیره هستند که در این تحقیق شرکت‌های سرمایه‌گذاری نهادی پیشرو به‌عنوان نمونه عملیاتی این گروه در نظر گرفته شده‌اند. عموماً این‌گونه تصور می‌شود که حضور سرمایه‌گذاران نهادی ممکن است به تغییر رفتار و رویه‌های شرکت‌ها منجر شود. این امر از فعالیت‌های نظارتی که این سرمایه‌گذاران انجام می‌دهند، نشأت می‌گیرد (ولوری و جنکینز^۳، ۲۰۰۶).

نقش مالکان نهادی و ارتباط آنها باکیفیت سود شرکت‌های تحت تملکشان (شامل محافظه‌کاری سود) مبهم و ناشناخته است. از حیث نظریه، نهادها ممکن است انگیزه‌هایی برای نظارت فعال بر مدیریت داشته باشند. از جمله این انگیزه‌ها، آن است که به دلیل حجم ثروت سرمایه‌گذاری شده، نهادها احتمالاً سرمایه‌گذاری خود را به طور فعال مدیریت می‌کنند. حساس یگانه، مرادی و اسکندر (۱۳۹۷) نشان دادند که سرمایه‌گذاران نهادی، ناظرانی فعال بر تصمیمات و رویه‌های اتخاذ شده از سوی مدیریت هستند و توان تنبیه مدیرانی را که در جهت منافعشان حرکت نمی‌کنند نیز دارا هستند (حساس یگانه و همکاران، ۱۳۹۷). ماگ^۴ (۱۹۹۸) به این نتیجه رسید که استفاده سرمایه‌گذاران نهادی از توانایی‌های خود برای نظارت بر مدیریت، تابعی از میزان سرمایه‌گذاری آنها است. هرچه سطح مالکیت نهادی بیشتر باشد، نظارت بر مدیریت بهتر انجام می‌شود و این یک ارتباط مستقیم است. بوش (۱۹۹۸) نیز بیان می‌دارد که سرمایه‌گذاران نهادی از طریق جمع‌آوری اطلاعات و قیمت‌گذاری تصمیمات مدیریت به طور ضمنی و از طریق اداره نحوه عمل شرکت به‌طور صریح بر شرکت نظارت می‌کنند. بر اساس این نگرش سرمایه‌گذاران نهادی، سهام‌دارانی متبحر هستند که دارای مزیت نسبی در جمع‌آوری و پردازش اطلاعات هستند (کردستانی و همکاران، ۱۴۰۰).

در نیمه دوم قرن بیستم در بسیاری از شرکت‌ها سرمایه‌گذاران نهادی یکی از مهم‌ترین اجزای بازار سرمایه شدند. برای مثال در امریکا سرمایه‌گذاران نهادی از ۶/۱٪ از کل مالکیت شرکت‌ها در سال ۱۹۵۰ به بیش از ۵۰٪ در سال ۲۰۰۲ میلادی رسیده است.^۵ دارایی‌هایی که در اختیار سرمایه‌گذاران نهادی در سایر بازارها قرار دارند نیز رشد یافته است. برای مثال کل دارایی‌های مالی در اختیار سازمان‌های اتحادیه اروپا بیش از ۱۵۰٪ در بین سال‌های ۹۲ تا ۹۹ رشد داشته است. هرچند در کشورهای با بازارهای سرمایه نو ظهور نقش سرمایه‌گذاران نهادی خیلی برجسته نمی‌باشد. از این‌رو، خصوصی‌سازی برای تأثیرگذاری بر دارایی‌های مالی نهادها شروع شده است و لذا بر بازار سرمایه این اقتصادها نیز تأثیر خواهد گذاشت. با توجه به تفاوت‌های موجود در مالکیت نهادی بین بازارها، نقش نظارتی سهام‌داران نهادی، در اقصادهای مالکیت غیرمتمرکز، در مقایسه با اقصادهایی با حضور سهام‌داران کنترل‌کننده (عمده)، متفاوت است. نقش مناسب سهام‌داران نهادی در هر اقصادی یک موضوع بحث‌برانگیز است. سهام‌دار به

1. Diamond

2. Bushee

3. Velury & Jenkins

4. Maug

5. Board of governors of the federal Reserve

عنوان مالکین شرکت‌ها دارای حقوق مشخص همانند انتخاب هیئت‌مدیره، هستند، که آنان نیز به عنوان نماینده سهام‌داران، مسئولیت نظارت بر مدیران شرکت و عملکرد آنان را دارند. اگر سهام‌داران همانند سرمایه‌گذاران نهادی از عملکرد هیئت‌مدیره (و احتمالاً عملکرد شرکت) راضی نباشند آنان سه انگیزه دارند: سهام خود را بفروشند، سهام خود را نگه‌دارند لیکن نارضایتی خود را اعلام کنند و یا سهام خود را نگه‌دارند ولی هیچ اقدامی نکنند. سؤالی که مطرح هست این است که تحت چه شرایطی سهام‌داران گزینه دوم را انتخاب نموده و در نظارت وارد می‌شوند (ابراهیمی کردلر، ۱۳۸۶).

دراکر^۱ (۱۹۷۶) بیان می‌کند که: «صندوق‌های بازنشستگی به‌عنوان بزرگترین سهام‌داران نهادی مالک نیستند، سرمایه‌گذارند. آن‌ها کنترل شرکت را نمی‌خواهند؛ بلکه فقط به دنبال سودآوری در کوتاه‌ترین زمان ممکن هستند» (شارما و همکاران، ۲۰۲۴). سرمایه‌گذاران نهادی منفعل دارای گردش سبد سرمایه‌گذاری سهام (پرتفوی) بالایی بوده و راهبرد معاملاتی لحظه‌ای دارند. برای مثال، با یک خبر خوب سهام می‌خرند و با خبر بد سهام را می‌فروشند. برای این مالکان، قیمت جاری سهام بسیار مهم بوده، دارای دیدگاه کوتاه‌مدت و گذرا هستند و عملکرد جاری را به عملکرد بلندمدت شرکت ترجیح می‌دهند؛ بنابراین، انگیزه زیادی برای نظارت بر مدیریت و داشتن نماینده‌ای در هیئت‌مدیره شرکت‌های سرمایه‌پذیر ندارند، زیرا بعید است که منافع این نظارت در کوتاه‌مدت نصیب آن‌ها شود (پوتر^۲، ۲۰۱۹). تمرکز بیش از حد این سهام‌داران بر عملکرد و سود جاری، ممکن است انگیزه‌هایی را برای خوش‌بینی مدیریت در ارائه سود حسابداری جهت نیل به اهداف کوتاه‌مدت، فراهم آورد؛ بنابراین، به نظر می‌رسد این مالکان علاقه‌ای به استفاده از رویه‌های محافظه‌کارانه سود ندارند (ولته^۳، ۲۰۲۴).

اهمیت بررسی نقش سرمایه‌گذاران نهادی به این دلیل است که به علت هزینه بالای نظارت بر مدیریت شرکت، تنها سهام‌داران عمده شرکت از قبیل سرمایه‌گذاران نهادی، از انگیزه کافی برای اعمال چنین نظارتی برخوردارند. در واقع سرمایه‌گذاران نهادی از انگیزه بالاتری نسبت به سایر اعضای هیئت‌مدیره که منافع کمی در سهام شرکت دارند، برای نظارت بر مدیران اجرایی شرکت برخوردارند. علاوه بر این، سرمایه‌گذاران نهادی بزرگ دارای فرصت، منابع و توانایی نظارت، هدایت و اعمال نفوذ بر مدیران اجرایی شرکت هستند (کرن^۴ و همکاران، ۲۰۱۷).

۲-۲- ساختار سرمایه

بلکویی (۱۹۹۹) ساختار سرمایه را ادعای کلی برای دارایی‌های شرکت معرفی می‌کند. او ساختار سرمایه را شامل؛ اوراق بهادار منتشره شده عمومی، سرمایه‌گذاری خصوصی، بدهی بانکی، بدهی تجاری، قراردادهای اجاره، بدهی‌های مالیاتی، بدهی‌های حقوق بازنشستگی، پاداش معوق برای مدیریت و کارکنان، سپرده‌های حسن انجام کار، تضمین‌های کالا و دیگر بدهی‌های احتمالی می‌داند. باتوجه به تعاریف پیش‌گفته، ساختار سرمایه بیانگر طرف چپ ترازنامه است. عده‌ای ساختار سرمایه را معادل ساختار مالی می‌دانند. تلاش در جهت یافتن ساختار بهینه سرمایه از اواخر دهه ۱۹۵۰ در دنیا آغاز شده اما مدلی برای آن ارائه نشده است. ساختار سرمایه، منابع تأمین مالی بلندمدت شرکت‌ها می‌باشد. از آنجائی که بدهی جاری صرف امور جاری شرکت می‌شود، تأثیر بسزایی بر بازده حقوق صاحبان سهام و در نتیجه ارزش شرکت ندارد. به تعبیری، ساختار سرمایه شرکت معرف وجوه بلندمدت مورد استفاده می‌باشد (مشایخ و شاهرخی، ۱۳۹۵).

1. Drucker
2. Potter
3. Velte
4. Cornett

ساختار سرمایه میزان استفاده از بدهی و سهام عادی برای تأمین دارایی‌های شرکت می‌باشد و کلاً شامل قسمت چپ ترازنامه می‌شود. ارتباط بین بدهی و سرمایه در تأمین دارایی‌های یک شرکت را اهرم مالی گویند. اکثر مدیران مالی به این قول توافق دارند که مفهوم اهرمی از مهم‌ترین مفاهیم مالی می‌باشد. این مفهوم دارای استفاده و جایگاه ویژه‌ای در ساختار سرمایه می‌باشد. شرکتی که هیچ‌گونه بدهی نداشته باشد یک شرکت با ساختار کلی سرمایه‌ای است. اما در عالم واقعیت چنین شرکتی وجود ندارد و تمام شرکت‌ها نسبت‌های مختلفی از اهرم را مورد استفاده قرار می‌دهند (قالیباف اصل، ۱۴۰۰).

ساختار سرمایه ترکیبی از بدهی و حقوق صاحبان سهام است که ارزش بازاری واحد انتفاعی را حداکثر می‌کند (انواری رستمی، ۱۴۰۰). تصمیم‌گیری در این رابطه که ساختار سرمایه یک شرکت چه ترکیبی داشته باشد، از وظایف اصلی مدیران است. مهمترین موضوع در ساختار سرمایه، تعیین یک نسبت مناسب و مطلوب برای میزان بدهی‌ها و سهام است. انتخاب بین میزان بدهی و یا سرمایه مورد استفاده در شرکت‌ها بستگی به عوامل مختلفی دارد که از آن جمله، تحت تأثیر قرار گرفتن ساختار سرمایه بر اساس عوامل داخلی است که به طور کلی در جهت افزایش ارزش شرکت انجام می‌شود (احمد^۱ و همکاران، ۲۰۲۴).

به‌طور کلی منابع تأمین مالی و عناصر ساختار سرمایه شرکت‌ها از نظر محل تأمین سرمایه مورد نیاز به دو دسته منابع داخلی (درون‌سازمانی) و منابع خارجی (برون‌سازمانی) تقسیم می‌شود. منظور از منابع تأمین مالی داخلی، منابعی است که از محل وجوه داخلی شرکت تأمین می‌شود که عبارت‌اند از سود انباشته و اندوخته‌ها. منظور از منابع تأمین مالی خارجی، منابعی است که از محل وجوه نقد خارج از شرکت تأمین می‌شود. این موارد عبارت‌اند از سهام عادی، سهام ممتاز و منابع استقراضی (محمد^۲ و همکاران، ۲۰۲۴). بر اساس نظریه سنتی، ساختار سرمایه بهینه وجود دارد و هزینه سرمایه بر ساختار سرمایه متکی است. همچنین، به دلیل اینکه ریسک اوراق بدهی کمتر از سهام است، بازده مورد توقع اعتباردهندگان نیز کمتر از بازده مورد توقع سهام‌داران می‌باشد. در نتیجه، تا سقف معینی هر چه میزان استفاده از بدهی برای تأمین مالی بیشتر باشد هزینه سرمایه کل شرکت کمتر می‌شود. با این وجود، با افزایش بدهی ریسک مالی شرکت افزایش می‌یابد و با افزایش ریسک، اعتباردهندگان نرخ بهره بالاتری را مطالبه می‌کنند. در این وضعیت هزینه سرمایه کل شرکت افزایش می‌یابد. در نتیجه، نسبت بدهی به سهام بهینه با کمترین هزینه باید بین دو حد تأمین مالی (سهام و بدهی) وجود داشته باشد. بنابراین، بر اساس این نظریه ساختار سرمایه بهینه نقطه‌ای است که در آن هزینه کل شرکت به حداقل ممکن می‌رسد (کردستانی و نجفی عمران، ۱۴۰۰).

اگر ساختار سرمایه شرکت تغییر کند، ممکن است کل ارزش شرکت تغییر نماید. تغییر در ساختار سرمایه بر ارزش کل شرکت و هزینه سرمایه آن اثر خواهد گذاشت. ساختار سرمایه‌ای که در آن میانگین موزون هزینه سرمایه به حداقل برسد، عین ساختار سرمایه‌ای است که در آن ارزش کل شرکت به حداکثر برسد. این ساختار سرمایه را که منجر به حداکثر شدن ارزش کل شرکت یا به حداقل رسیدن هزینه سرمایه می‌شود، ساختار مطلوب سرمایه می‌نامند. این دو نتیجه کاربردهای مهمی دارد. مدیریتی که بتواند هزینه سرمایه خود را کاهش دهد شاهد افزایش ارزش بازار شرکت خواهد بود. از آنجایی که شرکت می‌تواند ساختار سرمایه خود را تغییر دهد و در نتیجه هزینه سرمایه خود را تا حدی کنترل کند، این قدرت را دارد که به صورتی غیرمستقیم (از طریق تغییر دادن ساختار سرمایه)، ارزش بازار شرکت را تحت تأثیر قرار دهد. از آنجایی که ساختار مطلوب سرمایه باعث می‌شود ارزش کل شرکت به بالاترین حد ممکن برسد، ثروت سهام‌داران نیز به حداکثر می‌رسد؛ بنابراین اهداف شرکت مبنی بر به حداقل رسانیدن هزینه سرمایه

1. Ahmed

2. Muhammed

باهدف مبنی بر حداکثر رسانیدن ثروت سهامداران منافات ندارد. اگر هدف تعیین ساختار مطلوب سرمایه باشد، برای محاسبه میانگین موزون هزینه سرمایه شرکت می‌توان از ضریب ارزش دفتری یا ضریب ارزش بازار استفاده کرد (نو، ۱۳۹۹).

۲-۳- عرضه عمومی اولیه سهام

عرضه عمومی اولیه سهام یکی از رویدادهای مهم بازار سرمایه می‌باشد و چنانچه به‌درستی و با شناخت کامل از بازار سرمایه و سرمایه‌گذاران بالقوه، برنامه‌ریزی نگردد، می‌تواند عواقب ناخوشایندی برای شرکت‌ها و بازار سرمایه داشته باشد. اصطلاح عرضه عمومی اولیه از اواخر دهه ۱۹۷۰ میلادی در متن سخنرانی‌ها و ادبیات بازار سرمایه رواج یافت. به‌طور کلی اولین فروش سهام یک شرکت به عموم مردم را عرضه عمومی اولیه سهام می‌نامند. عمده تحقیقات عرضه اولیه حول بررسی سه پدیده متمرکز هستند. این پدیده‌ها عبارت‌اند از: بازده کوتاه‌مدت بیشتر از بازده بازار؛ بازده بلندمدت کمتر از بازده بازار؛ بازار پر رونق در عرضه‌های عمومی اولیه (حق‌بین، ۱۳۹۵).

یکی از پدیده‌های موردتوجه، بازده کوتاه‌مدت بیشتر از بازده بازار (قیمت‌گذاری کمتر از حد) است. معمولاً شرکت‌ها برای ترغیب سرمایه‌گذاران بالقوه و ایجاد عرضه‌ای موفق، سهام خود را با قیمتی کمتر از قیمت ذاتی به بازار عرضه می‌کنند، این پدیده به‌عنوان "قیمت‌گذاری کمتر از حد" شناخته می‌شود. شواهد تجربی فراوان در دست است که نشان می‌دهد پدیده قیمت‌گذاری کمتر از حد سهام در عرضه‌های عمومی اولیه، پدیده‌های جهان شمول است و تقریباً در بورس اوراق بهادار همه کشورها عمومیت دارد (مدرس، ۱۴۰۰).

توانایی یک شرکت شرکت‌های عرضه عمومی اولیه برای رشد و بالندگی وابسته به چگونگی فعالیت‌های مدیریتی کلیدی آن شرکت است. این فعالیت‌ها را می‌توان به حوزه‌های مدیریت مالی، بازاریابی، منابع انسانی و عملیاتی تقسیم کرد (کوتی و مردیث^۱، ۲۰۱۹). علاوه بر این، حوزه‌های سنتی، در این بررسی، تعداد دیگری از اقدامات مدیریتی مورد توجه قرار گرفته‌اند که باید در رابطه با شرکت‌های عرضه عمومی اولیه مدنظر باشند. این اقدامات عبارت‌اند از: توانایی در جهت‌گیری خدمت به مشتری، توانایی استفاده اثربخش از فن‌آوری، ظرفیت مدیریتی شکل‌دهی و توسعه تصویر بیرونی شرکت و قابلیت به‌کارگیری بودجه‌بندی مالی به‌عنوان ابزاری در برنامه‌ریزی (حیدری و ابراهیمی، ۱۴۰۲).

توانایی مدیریت مؤثر منابع کلیدی عاملی تعیین‌کننده در عملکرد مناسب شرکت‌هاست اگرچه عوامل و منابع مختلفی نظیر افراد، فناوری و دارایی‌های مادی در شرکت‌های عرضه عمومی اولیه وجود دارند، اما سرمایه مالی مهم‌ترین عاملی است که دسترسی به آن در طی مراحل اولیه شروع به کار شرکت‌ها و توانایی مدیر یا مالک شرکت در دستیابی به منابع مالی و بودجه‌ای می‌تواند به‌عنوان محرک مهم رشد به‌حساب آید. این عامل وابسته به وجود شکل‌های مختلف تأمین مالی است که در اختیار شرکت‌ها قرار می‌گیرند. درعین‌حال توجه به برداشت‌های مختلف از توان بالقوه بازار، تجربیات کاری قبلی، الزامات وثیقه‌گذاری یا سیاست‌های تجاری که تعیین‌کننده سطح مخاطره‌پذیری هستند نیز اهمیت زیادی دارد (لیو^۲ و همکاران، ۲۰۲۳). توجه به این نکته مهم است که شرکت‌هایی که توان مالی آنها محدود به توان سرمایه‌گذاری مالک و امکان بهره‌گیری از سرمایه‌های خانوادگی است، نه‌تنها محکوم به حرکت به‌سوی اقتصاد محلی یا صنایع مربوطه هستند بلکه وسعت عمل اندکی برای استفاده از فرصت‌های رشد در مراحل اولیه فعالیت خود دارند (کردستانی و همکاران، ۱۴۰۰).

1. Kotey & Meredith

2. Liu

۲-۴- پیشینه تجربی پژوهش

در این قسمت به بیان برخی از پژوهش‌های داخلی و خارجی مرتبط با موضوع نقش سرمایه‌گذاران نهادی پیشرو بر سرمایه‌گذاری و ساختار سرمایه در عرضه عمومی اولیه سهام اشاره گردیده است.

باغانی و سبزه‌ئی (۱۴۰۲)، به بررسی رابطه بین تصمیمات سرمایه‌گذاران نهادی باکیفیت شرکت در عرضه‌های اولیه عمومی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداخته‌اند. نتایج این تحقیق نشان داد که بین در صد خریداران حقوقی باکیفیت شرکت (نسبت مالکانه، سرمایه شرکت، سود شرکت)، در عرضه‌های اولیه رابطه مثبت و معناداری وجود دارد و کیفیت شرکت رابطه مثبت و معناداری با نسبت قیمت/ارزش دفتری آن دارد. و در آخر می‌توان نتایج حاصل از این آزمون را با اطمینان ۹۵٪ (در صد)، به کل جامعه آماری تحقیق حاضر یعنی سرمایه‌گذاران فعال بورس اوراق بهادار تهران تعمیم داد.

پاپی (۱۴۰۲)، به بررسی سرمایه‌گذاران نهادی و سرمایه‌گذاری در سهام بانکی پرداخته‌اند. نتایج نشان داد سرمایه‌گذاری در سهام بانکی می‌تواند شرکت‌ها را به یک منبع اضافی سرمایه برساند. سرمایه‌گذاران نهادی بدلیل تخصص و ثروت بیشتر، موجب توسعه شرکت‌ها می‌شوند. سرمایه‌گذاران نهادی می‌توانند درک سرمایه‌گذاران از موقعیت مالی یک شرکت، تغییرات در موقعیت مالی و نتایج عملیات را تقویت کنند. از این رو سرمایه‌گذاران نهادی می‌توانند باعث سرمایه‌گذاری شرکت‌ها در سهام بانکی شوند، زیرا از این طریق راهی برای بدست آوردن یک منبع اضافی، نقدینگی بیشتر و در نتیجه تقویت عملیات برای شرکت‌های سرمایه‌گذار در سهام بانکی پیدا نمایند.

مهری‌نژاد و سپهر (۱۴۰۲)، به شناسایی راهبردهای تامین مالی شرکت‌های نوپا مبتنی بر فناوری از منظر سرمایه‌گذاری‌های خطرپذیر پرداخته‌اند. نتایج نشان داد یکی از مسائل کلیدی کسب و کارهای نوپا در عصر حاضر چالش تامین مالی است و تامین مالی فعالیت‌های مخاطره آمیز کسب و کارهای نوپا موضوعی بحث برانگیز و مورد توجه پژوهشگران و محققان است. به طور سنتی، تامین مالی عمدتاً مبتنی بر بدهی و از طریق بانک‌ها ارائه می‌شود و محدودیت‌های تامین مالی خصوصاً در مراحل کسب و کار نوپا یا برای کسب و کارهای کوچک که مدل کسب و کارشان بر دارایی‌های ناملموس استوار است سخت تر است. بنابراین تدوین سیاستها جهت گسترش طیف ابزارهای تامین مالی در دسترس برای کارآفرینان و کسب و کارهای نوپا امری ضروری بوده تا قادر به اشتغالزایی، ادامه فعالیت، رشد و نوآوری باشند.

حیدری و ابراهیمی (۱۴۰۲)، به بررسی تاثیر عرضه عمومی و اولیه سهام (IPO) بر عملکرد مالی شرکت‌ها پرداخته‌اند. با استفاده از نتایج به دست آمده می‌توان اظهار نمود که عرضه عمومی تاثیر منفی اما غیر معنی دار بر نسبت سود خالص به کل دارایی‌ها دارد به طوری که با افزایش هر واحد در عرضه عمومی، نسبت سود خالص به کل دارایی‌ها به اندازه ۰,۰۲۳- واحد کاهش می‌یابد و با توجه به اینکه احتمال این متغیر بزرگ تر از ۰/۰۵ است. بنابراین، عرضه عمومی تاثیر معنی دار بر نسبت سود خالص به کل دارایی‌ها ندارد؛ اما متغیر لگاریتم خالص درآمدها تاثیر مثبت معنی دار بر نسبت سود خالص به کل دارایی‌ها دارد. در حالت کلی نتایج نشان می‌دهد که ضریب متغیر برابر ۰,۰۱۷- بوده که نشان دهنده تاثیر منفی عرضه عمومی بر عملکرد مالی شرکت‌ها می‌باشد که با توجه به آماره t ضریب متغیر معنی دار می‌باشد (۲,۳۷-). با توجه به موارد فوق می‌توان فرضیه پژوهش را تأیید شده تلقی نمود. اصالت/ارزش افزوده علمی: سرمایه‌گذاران ممکن است عرضه‌های جدید را به دلیل گزارش‌های دست کاری شده با نمایش درآمد بالا در زمان عرضه، بیش از ارزش واقعی، قیمت گذاری کنند و نسبت به مدیریت سودی که حاکی از یک افزایش موقتی در درآمد می‌باشد، غافل می‌شوند. به همین دلیل سرمایه‌گذاران احتمالاً با مشاهده کاهش

عملکرد عملیاتی بعد از عرضه، ناامید می شوند و قیمت گذاری خود را رو به پایین تعدیل می کنند که در عوض باعث کاهش عملکرد بازار سهام می شود.

کردستانی و همکاران (۱۴۰۰)، به بررسی نقش دوگانه سرمایه گذاران نهادی در مدیریت سود قبل و بعد از عرضه اولیه سهام پرداخته اند. یافته های پژوهش نشان می دهد که بین سرمایه گذاران نهادی و مدیریت سود قبل از عرضه اولیه رابطه مثبتی وجود دارد، در حالی که این ارتباط بعد از عرضه اولیه یافت نشده است. بر این اساس می توان ادعا کرد که سرمایه گذاران نهادی قبل از عرضه اولیه به منظور فروش سهام به قیمتی بیش از ارزش ذاتی آن به عموم تمایل به مدیریت سود دارند، اما بعد از عرضه اولیه انگیزه ای برای انجام این فعالیت ندارند.

شارما و همکاران (۲۰۲۴)، به بررسی تأثیر سرمایه گذاران نهادی پیشرو بر سرمایه گذاری و ساختار سرمایه شرکت های نوپا (شرکت های عرضه عمومی اولیه در بازار بورس کشور هند) پرداخته اند. نتایج نشان داد مقرراتی که به شرکت های عرضه عمومی اولیه اجازه می دهد از سرمایه گذاران نهادی اصلی در هند سرمایه گذاری کنند. آنها افزایش قابل توجهی در حجم شرکت های عرضه عمومی اولیه را در نتیجه مقررات ثبت کردند. پس از مقررات، شرکت های تحت حمایت سرمایه گذار کاهش در هزینه انتشار، افزایش سرمایه گذاری و کاهش اهرم را تجربه می کنند. اثرات روی سرمایه گذاری و اهرم برای شرکت های با رشد بالا و محدودیت مالی قابل توجه است. شرکت های دارای محدودیت مالی که توسط سرمایه گذاران اصلی حمایت می شوند، ۲۶٫۴ درصد سهام بیشتری نسبت به شرکت های بدون محدودیت افزایش می دهند. آنها شواهدی را ارائه می دهد که تخصیص اختیاری سهام به سرمایه گذاران نهادی پیشرو می تواند محدودیت های سرمایه را کاهش دهد.

هاراشه^۱ و همکاران (۲۰۲۴)، به بررسی ساختار سرمایه در شرکت های خانوادگی: نقش فعالیت های نوآورانه و سرمایه گذاران نهادی پرداخته اند. نتایج نشان می دهد که سرمایه گذاران نهادی هیچ رابطه ای با معیارهای اهرم مالی ندارند، مگر زمانی که یک متغیر تعاملی را مهار می کنند (سرمایه گذاران نهادی × منطقه لومباردی). ارزش ثبت اختراع با بدهی همبستگی مثبت دارد. با این حال، نسبت حق ثبت اختراع به دارایی رابطه منفی با اهرم مالی دارد که نشان دهنده قرار گرفتن در معرض خطر بالاتر است. آزمون غیرخطی یک نقطه عطف را نشان می دهد که رابطه بین ارزش ثبت اختراع و بدهی وارونه می شود.

چادا و وارداراجان^۲ (۲۰۲۳)، به بررسی کیفیت سود، سرمایه گذاران نهادی و نگهداری وجوه نقد (دارایی نقدی) شرکت: شواهدی از هند پرداخته اند. تحلیل تجربی تأیید می کند که شرکت هایی با کیفیت سود بالاتر دارایی نقدی را کاهش می دهند. علاوه بر این، سرمایه گذاران نهادی میزان دارایی نقدی را در شرکت هایی با کیفیت سود بالاتر کاهش می دهند. سرمایه گذاران نهادی به طور موثر تنها در شرکت هایی که حداقل ۱۰ درصد سهام دارند، دارایی نقدی را کاهش می دهند. نتایج بر اساس معیارهای جایگزین کیفیت سود و مسائل درون زایی معتبر هستند.

لیو و همکاران (۲۰۲۳)، به بررسی کمبود نقدینگی در شرکت های عرضه اولیه عمومی سهام پرداخته اند. نتایج نشان داد در صورتی که شرکت های عرضه اولیه عمومی درآمد حاصل از فروش سهام اولیه را دریافت نکنند، اکثر آنها به زودی نقدینگی خود را از دست خواهند داد. کسری نقدی ناشی از افزایش در مخارج سرمایه، تحقیق و توسعه^۳ ادغام و اکتساب^۴ یا بازپرداخت بدهی نیست و در طول ۵ سال پس از عرضه اولیه سهام باقی می ماند. جریان های نقدی خالص منفی به توضیح کمبودهای نقدی مداوم کمک می کنند. این نتایج با نظریه افق تامین مالی

1. Harasheh

2. Chada & Varadharajan

3. Research and development (R&D)

4. Mergers and acquisitions (M&A)

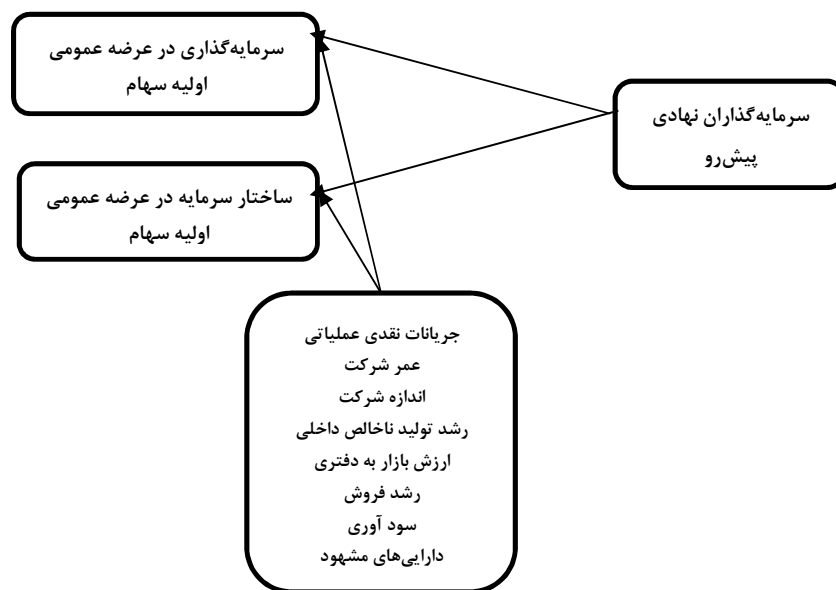
سازگار هستند. شرکت‌های عرضه اولیه عمومی با کسری‌های نقدی اولیه بیشتر نیز جریان‌های نقدی کمتری در ۵ سال آینده دارند که نشان می‌دهد کسری‌های نقدی اولیه را می‌توان برای پیش‌بینی عملکرد عملیاتی آینده شرکت‌های عرضه اولیه عمومی استفاده نمود.

کوئوواس^۱ و همکاران (۲۰۲۲)، به بررسی تأثیر ساختار سرمایه و نوآوری بر عملکرد شرکت. اثرات مستقیم و غیرمستقیم ساختار سرمایه پرداخته‌اند. نتایج حاکی از آن است که ساختار سرمایه بر نوآوری تأثیر معناداری دارد و تنها تأثیر غیرمستقیم بر عملکرد شرکت دارد. باتوجه به نوآوری که نشان داده شده است که نقش میانجی کامل قابل توجهی در این رابطه دارد، اگر بنگاه‌های کوچک و متوسط^۲ بخواهند عملکرد شرکت بهتری داشته باشند، باید سطح نوآوری خود را افزایش دهند؛ بنابراین تصمیم‌گیرندگان باید توجه ویژه‌ای به سرمایه‌گذاری مجدد سود خود برای افزایش سطوح نوآوری و عملکرد شرکت داشته باشند.

بنابراین، با توجه به مبانی نظری پژوهش و پژوهش‌های تجربی صورت گرفته می‌توان این‌گونه نتیجه‌گیری نمود که سرمایه‌گذاران نهادی پیشرو بر سرمایه‌گذاری و ساختار سرمایه در عرضه عمومی اولیه سهام شرکت‌های نوپا پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تأثیر معناداری دارد.

۵-۲- چارچوب نظری و فرضیه‌های پژوهش

باتوجه به اینکه تحقیق حاضر به دنبال «تأثیر سرمایه‌گذاران نهادی پیشرو بر سرمایه‌گذاری و ساختار سرمایه در عرضه عمومی اولیه سهام شرکت‌های نوپا» است، می‌توان مدل مفهومی و فرضیه‌های تحقیق حاضر را به صورت زیر ارائه نمود:



نمودار (۱): چارچوب مفهومی پژوهش

منبع: **شارما و همکاران (۲۰۲۴)**

1. Cuevas

2. Small and Midsize Enterprise (SME)

با توجه به چارچوب مفهومی (نظری)، مدل رگرسیونی تحقیق به صورت زیر می‌باشد:

در مطالعه حاضر به بررسی اثر سرمایه‌گذاران نهادی پیشرو بر سرمایه‌گذاری و ساختار سرمایه شرکت‌های دارای عرضه اولیه عمومی پرداخته شده است. برای این منظور و به پیروی از [شارما و همکاران \(۲۰۲۴\)](#) از مدل‌های رگرسیونی زیر بهره گرفته می‌شود. در صورتی که ضرایب متغیرهای مستقل (β_1) در مدل‌های رگرسیون تجربی برآورد شده معنادار باشند، می‌توان نتیجه گرفت که فرضیه‌های پژوهش مورد تأیید قرار گرفته اند. به این ترتیب داریم:

رابطه (۱)

$$INV_{it} = \beta_0 + \beta_1 INST_{it} + \beta_2 OCF_{it} + \beta_3 AGE_{it} + \beta_4 SIZE_{it} + \beta_5 GDPG_{it} + \beta_6 MB_{it} + \beta_7 GROW_{it} + \beta_8 ROA_{it} + \beta_9 TANG_{it} + \varepsilon_{it}$$

رابطه (۲)

$$CS_{it} = \beta_0 + \beta_1 INST_{it} + \beta_2 OCF_{it} + \beta_3 AGE_{it} + \beta_4 SIZE_{it} + \beta_5 GDPG_{it} + \beta_6 MB_{it} + \beta_7 GROW_{it} + \beta_8 ROA_{it} + \beta_9 TANG_{it} + \varepsilon_{it}$$

باتوجه به مدل‌های بیان شده، روش‌های اندازه‌گیری (محاسبه) متغیرهای استفاده‌شده در مدل رگرسیونی به‌صورت زیر تعریف شده است:

متغیر وابسته:

سرمایه‌گذاری شرکت‌های نوپا: برای بررسی و اندازه‌گیری (محاسبه) این متغیر وابسته از اطلاعات درج شده در صورت‌های مالی اساسی (ترازنامه/ صورت و وضعیت مالی، سود و زیان، صورت جریان وجوه نقد و یادداشتهای توضیحی همراه صورت‌های مالی) استفاده شده است. به‌طوری‌که با محاسبه نسبت میزان تغییر در دارایی‌های ثابت یا میزان سرمایه‌گذاری کل به کل دارایی‌ها متغیر وابسته سرمایه‌گذاری شرکت‌های نوپا در دوره زمانی بین سال‌های ۱۳۹۶ تا ۱۴۰۲ مورد بررسی و اندازه‌گیری (محاسبه) قرار گرفته است.

ساختار سرمایه شرکت‌های نوپا: برای بررسی و اندازه‌گیری (محاسبه) این متغیر وابسته از اطلاعات درج شده در صورت‌های مالی اساسی (ترازنامه/ صورت و وضعیت مالی، سود و زیان، صورت جریان وجوه نقد و یادداشتهای توضیحی همراه صورت‌های مالی) استفاده شده است. به‌طوری‌که با محاسبه نسبت میزان نسبت بدهی به کل دارایی‌ها (نسبت بدهی به حقوق صاحبان سهام) متغیر وابسته ساختار سرمایه شرکت‌های نوپا در دوره زمانی بین سال‌های ۱۳۹۶ تا ۱۴۰۲ خورشیدی بررسی و اندازه‌گیری (محاسبه) قرار گرفته است.

متغیرهای مستقل:

سرمایه‌گذاران نهادی پیشرو: برای بررسی و اندازه‌گیری (محاسبه) این متغیر مستقل سهم یا درصد مالکیت شرکت‌های سرمایه‌گذاری نهادی در شرکت نوپا که از گزارش‌های رسمی بورس استخراج شده است.

متغیرهای کنترلی:

در این پژوهش برای بررسی و اندازه‌گیری (محاسبه) متغیرهای کنترلی؛ اندازه شرکت از طریق محاسبه (لگاریتم اندازه کل دارایی‌ها یا درآمد)، سودآوری از طریق محاسبه (نرخ بازده دارایی‌ها)، رشد فروش و غیره از اطلاعات درج شده در صورت‌های مالی اساسی (ترازنامه/ صورت وضعیت مالی، سود و زیان، صورت جریان وجوه نقد و یادداشتهای توضیحی همراه صورت‌های مالی) استفاده شده است.

۳- روش‌شناسی پژوهش

۳-۱- روش پژوهش

پژوهش حاضر از نظر هدف کاربردی، از نظر گردآوری داده‌ها و اطلاعات و روش تجزیه و تحلیل داده‌ها و اطلاعات نیز یک پژوهش توصیفی و غیرآزمایشی است. در این پژوهش یک مسئله و پرسش واقعی در خصوص تأثیر سرمایه‌گذاران نهادی پیشرو بر سرمایه‌گذاری و ساختار سرمایه در عرضه عمومی اولیه سهام شرکت‌های نوپا پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران که در عمل وجود دارد، طی یک فرایند پژوهش علمی پاسخ فراهم شده است. در ضمن هیچ‌گونه تغییری بر روی متغیرهای مستقل انجام نشده است. از این رو بر حسب نحوه گردآوری داده‌ها طرح پژوهش جزو پژوهش‌های توصیفی - پس‌رویدادی طبقه‌بندی می‌شود.

۳-۲- جامعه و نمونه آماری پژوهش

جامعه مطالعاتی این پژوهش شامل کلیه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران برای دوره زمانی سال‌های ۱۳۹۶ تا ۱۴۰۲ می‌باشد. حجم نمونه بر مبنای نرم افزار ره‌آورد نوین ۷۱۶ شرکت می‌باشد که براساس شرایط مشخصی انتخاب شده‌اند که شامل: ۱- موجود بودن اطلاعات کامل هر یک از شرکت‌های مورد مطالعه طی قلمرو زمانی پژوهش، ۲- عدم تغییر سال مالی شرکت‌ها در طی دوره پژوهش و منتهی به ۲۹ سفندماه هر سال؛ ۳- و این که شرکت‌های مورد بررسی جزء شرکت‌های واسطه‌گری، بانک‌ها، سرمایه‌گذاری‌ها و شرکت‌های هلدینگ و بیمه نبوده‌اند و وقفه معاملاتی بیش از سه‌ماه نداشته‌اند. از این رو، در این پژوهش روش نمونه‌گیری حذفی منظم می‌باشد. بر این اساس، در فرایند غربالگری، شرکت‌هایی که با معیارهای تعیین‌شده مطابقت نداشتند، از نمونه حذف شدند، که در نهایت ۳۷ شرکت در دوره زمانی هفت ساله بین سال‌های ۱۳۹۶ الی ۱۴۰۲ (در مجموع ۲۵۹ سال- شرکت) مورد تجزیه و تحلیل قرار گرفته است.

۳-۳- ابزار گردآوری و تجزیه و تحلیل داده‌های پژوهش

جهت جمع‌آوری داده‌های مربوط به متغیرهای پژوهش از منابع موجود و معتبر استفاده شده است. در این پژوهش داده‌های اولیه با استفاده از متن صورت‌های مالی، یادداشت‌های همراه آن‌ها، اطلاعات موجود در نرم‌افزار اطلاعاتی ره‌آورد نوین و بانک اطلاعاتی سازمان بورس اوراق بهادار استخراج شده است و سایت اینترنتی مدیریت پژوهش، توسعه و مطالعات اسلامی، سازمان بورس اوراق بهادار و وب‌سایت سایت کدال (www.codal.ir) مراجعه شد. اطلاعات مربوط به مبانی نظری و پیشینه تجربی پژوهش، به صورت کتابخانه‌ای و با استفاده از کتب و مقالات فارسی و انگلیسی جمع‌آوری شده است. همچنین، به منظور آزمون فرضیه‌ها و در نهایت تجزیه و تحلیل داده‌ها از نرم‌افزار اکسل (Excel) جهت طبقه‌بندی و محاسبه متغیرهای پژوهش استفاده گردیده است. در نهایت نیز اطلاعات حاصل با استفاده از نرم‌افزار اقتصادسنجی ایویوز نسخه هشتم (Eviews8) مورد تجزیه و تحلیل قرار گرفته است.

۴- یافته‌های پژوهش

۴-۱- یافته‌های آمار توصیفی متغیرهای پژوهش

جدول شماره (۲)، آماره‌های توصیفی متغیرهای تحقیق در طی دوره موردبررسی را نشان می‌دهد. با توجه به اینکه تعداد ۳۷ شرکت در دوره زمانی ۷ ساله بین سال‌های ۱۳۹۶ الی ۱۴۰۲ مورد تجزیه و تحلیل قرار گرفت. بنابراین، تعداد کل مشاهدات در پژوهش حاضر شامل ۲۵۹ سال- شرکت می‌باشد. در ادامه خلاصه یافته‌های پژوهش در بخش آمار توصیفی ارائه شده است.

جدول (۲): آمار توصیفی متغیرهای پژوهش

متغیرهای پژوهش	نماد متغیرهای پژوهش	ضریب مقدار میانگین	ضریب مقدار میانه	ضریب مقدار حداکثر (بیشینه)	ضریب مقدار حداقل (کمینه)	ضریب مقدار انحراف معیار
سرمایه‌گذاری شرکت	$INV_{i,t}$	۰/۰۴۲۰۸۰	۰/۰۳۱۶۷۲	۰/۳۴۵۲۹۳	-۰/۸۰۴۸۴۴	۰/۱۷۵۰۵۳
ساختار سرمایه	$CS_{i,t}$	۰/۵۰۲۹۹۹۱	۰/۵۰۸۴۹۱	۰/۹۶۴۷۱۲	۰/۰۶۶۰۱۵	۰/۲۳۱۶۸۱
سرمایه‌گذاران نهادی پیش‌رو	$INST_{i,t}$	۰/۳۹۲۸۷۱	۰/۳۶۹۳۰۰	۰/۵۶۱۰۰۰	۰/۲۲۵۰۰۰	۰/۰۹۴۹۰۰
جریانان نقدی عملیاتی	$OCF_{i,t}$	۰/۰۹۳۸۲۸	۰/۰۷۵۲۷۴	۰/۵۳۲۴۲۸	-۰/۲۳۲۱۱۷	۰/۱۲۲۵۴۴
عمر شرکت	$AGE_{i,t}$	۳/۰۲۲۹۲۹	۳/۰۹۱۰۴۲	۳/۵۲۶۳۶	۱/۳۸۶۲۹۴	۰/۳۵۹۷۰۸
اندازه شرکت	$SIZE_{i,t}$	۱۴/۷۸۴۶۲	۱۴/۶۰۵۰۱	۱۸/۹۲۸۱۱	۱۱/۱۱۶۰۲	۱/۵۸۶۲۰۵
رشد تولید ناخالص داخلی	$GDPG_{i,t}$	-۰/۰۸۶۸۴۵	-۰/۰۱۷۱۶۴	۰/۰۸۵۸۰۳	-۰/۵۵۷۱۱۶	۰/۲۰۱۲۱۸
ارزش بازار به دفتری	$MB_{i,t}$	۳/۴۲۹۹۷۸	۳/۲۳۰۶۶۹	۱۸/۶۳۵۳۴	۰/۱۶۴۹۱۵	۳/۷۹۲۷۳۱
رشد فروش	$GROW_{i,t}$	۰/۲۵۱۸۲۹	۰/۱۹۰۷۶۲	۱/۹۴۰۴۳۹	-۰/۸۴۵۲۵۵	۰/۴۸۴۴۸۷
سودآوری	$ROA_{i,t}$	۰/۱۱۹۶۴۴	۰/۱۰۰۷۴۲	۰/۶۷۳۱۸۹	۰/۴۵۰۹۲۶	۰/۱۶۹۰۰۶
دارایی‌های مشهود	$TANG_{i,t}$	۰/۱۵۳۱۹۱	۰/۱۲۶۲۵۲	۰/۳۹۹۹۳۸	۰/۰۰۶۹۰۷	۰/۱۰۹۰۰۵

۴-۲- یافته‌های آزمون مانایی متغیرهای پژوهش

در این پژوهش به منظور بررسی مانایی متغیرهای پژوهش از آزمون دیکی فولر تعمیم‌یافته (نوع فیشر) استفاده شده است. با توجه به خروجی مندرج در جدول شماره (۳)، سطوح معناداری تمامی آزمون‌های مذکور از خطای نوع اول ۰/۰۵ کوچک‌تر هستند و در نتیجه فرضیه صفر آماری (H_0) آزمون مبنی بر وجود ریشه واحد رد شده و می‌توان پذیرفت که سری‌های مورد مطالعه در این سطح خطا مانا هستند. بنابراین، رفتار مقادیر متغیرها در طول زمان تحت تأثیر تغییرات رونددار قرار نمی‌گیرد.

جدول (۳): نتایج آزمون مانایی متغیرهای پژوهش

متغیرهای پژوهش	نماد متغیرهای پژوهش	ضریب مقدار آماره آزمون	ضریب مقدار معناداری	نتیجه آزمون
سرمایه‌گذاری شرکت	$INV_{i,t}$	-۱۴/۹۹۷۹۶	۰/۰۰۰۰	مانا است
ساختار سرمایه	$CS_{i,t}$	-۱۳/۱۲۸۲۹	۰/۰۰۰۰	مانا است
سرمایه‌گذاران نهادی پیش‌رو	$INST_{i,t}$	-۸/۸۲۱۷۷۱	۰/۰۰۰۰	مانا است
جریانان نقدی عملیاتی	$OCF_{i,t}$	-۱۰/۵۷۰۹۹	۰/۰۰۰۰	مانا است
عمر شرکت	$AGE_{i,t}$	-۱۱/۶۰۴۱۲	۰/۰۰۰۰	مانا است
اندازه شرکت	$SIZE_{i,t}$	-۵/۳۷۶۰۱۵	۰/۰۰۰۰	مانا است
ارزش بازار به دفتری	$MB_{i,t}$	-۵/۵۵۰۰۲۳	۰/۰۰۰۰	مانا است
رشد فروش	$GROW_{i,t}$	-۶/۳۴۶۱۰۶	۰/۰۰۰۰	مانا است
سودآوری	$ROA_{i,t}$	-۵/۷۵۶۸۷۳	۰/۰۰۰۰	مانا است
دارایی‌های مشهود	$TANG_{i,t}$	-۵/۷۷۵۹۹۰	۰/۰۰۰۰	مانا است

باتوجه به جدول شماره ۳ مشاهده می‌شود سطح معناداری همه متغیرهای پژوهش کمتر از ۵ درصد بوده و بیانگر مانا بودن متغیرهای پژوهش است.

۴-۳- یافته‌های آزمون ضریب همبستگی متغیرهای پژوهش

ضریب همبستگی به منظور تعیین میزان رابطه، نوع و جهت رابطه بین دو متغیر فاصله‌ای یا نسبی و یا یک متغیر فاصله‌ای و یک متغیر نسبی به کار برده می‌شود. در واقع این ضریب، متناظر پارامتری ضریب همبستگی اسپیرمن می‌باشد. نتایج آزمون همبستگی پیرسون در جدول (۴) ارائه شده‌اند. همان‌گونه که مشاهده می‌شود در برخی موارد همبستگی معنی‌داری وجود دارد. همچنین، در برخی موارد اندک بین متغیرهای زوجی همبستگی معنی‌داری قابل مشاهده است؛ اما این همبستگی‌ها قوی نیستند و ایجاد هم‌خطی نمی‌کنند. به عبارت بهتر در ادامه تحلیل‌ها از نظر بررسی روابط بین متغیرها مشکل محتوایی وجود ندارد؛ زیرا اگر همبستگی قوی بین متغیرهای توضیحی مدل وجود داشته باشد، منجر به بروز هم‌خطی شده و بررسی روابط در چنین حالتی نادرست خواهد بود.

جدول (۴): آزمون همبستگی متغیرهای پژوهش

متغیرهای پژوهش	$INV_{i,t}$	$CS_{i,t}$	$INST_{i,t}$	$OCF_{i,t}$	$AGE_{i,t}$	$SIZE_{i,t}$	$GDPG_{i,t}$	$MB_{i,t}$	$GROW_{i,t}$	$ROA_{i,t}$	$TANG_{i,t}$
$INV_{i,t}$	۱	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
$CS_{i,t}$	-۲۱۵۸۰	۱	-	-	-	-	-	-	-	-	-
معناداری	۰/۰۰۰۵	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
$INST_{i,t}$	۰/۰۷۹	۰/۰۹۰	۱	-	-	-	-	-	-	-	-
معناداری	۰/۲۰۷۱	۰/۱۴۶	-	-	-	-	-	-	-	-	-
$OCF_{i,t}$	۱۰۲۹۳۸	۰/۱۴۵	۰/۰۵۴	۱	-	-	-	-	-	-	-
معناداری	۰/۶۳۷۹	۰/۰۱۹	۰/۳۸۴	-	-	-	-	-	-	-	-
$AGE_{i,t}$	-۰/۰۶۸	۰/۱۸۲	۰/۱۱۹	۰/۰۶۵	۱	-	-	-	-	-	-
معناداری	۰/۲۷۱۹	۰/۰۰۳	۰/۰۵۴	۰/۲۹۷	-	-	-	-	-	-	-
$SIZE_{i,t}$	-۰/۲۵۱	۰/۱۶۱	۱/۰۲۳	۱/۲۴۲۷	۰/۱۵۶	۱	-	-	-	-	-
معناداری	۰/۰۰۰	۰/۰۰۹	۰/۱۰۰	۱/۰۰۰۱	۰/۰۱۱	-	-	-	-	-	-
$GDPG_{i,t}$	-۰/۰۰۴	۰/۰۴۱	۰/۰۶۹	۱/۰۳۸۱	۰/۱۱۰	-۰/۲۴۲	۱	-	-	-	-
معناداری	۰/۹۴۷	۰/۵۱۵	۰/۲۶۷	۰/۵۴۱	۰/۰۷۶	۰/۰۰۰۱	-	-	-	-	-
$MB_{i,t}$	۰/۰۶۷۷	۱/۵۱۱	۰/۰۰۵	۰/۰۸۷	۰/۱۷۲	۱/۰۵۷۲۰	-۰/۳۵۶	۱	-	-	-
معناداری	۰/۲۷۸	۰/۰۱۴	۰/۹۳۰	۱/۱۶۱۴	۰/۰۰۵	۰/۳۵۹	۰/۰۰۰۰	-	-	-	-

متغیرهای پژوهش	$INV_{i,t}$	$CS_{i,t}$	$INST_{i,t}$	$OCF_{i,t}$	$AGE_{i,t}$	$SIZE_{i,t}$	$GDPG_{i,t}$	$MB_{i,t}$	$GROW_{i,t}$	$ROA_{i,t}$	$TANG_{i,t}$
$GROW_{i,t}$	۰/۹۹۷۱ ۰	۰/۰۵۴	۰/۱۳۱	۱/۲۳۵ ۰	۱/۱۱۳ ۰	۰/۱۳۹	-۰/۱۹۳	۰/۲۲۳	۱	-	-
معناداری	۰/۱۰۹۴	۰/۳۷۹	۰/۰۳۵	۰/۰۴۷	۰/۰۷۴	۰/۰۲۵۲	۰/۰۰۱۸	۱/۰۰۰۳ ۰	-	-	-
$ROA_{i,t}$	۰/۲۳۶	۰/۲۴۷ -	۰/۱۴۳	۱/۵۲۰۲ ۰	۰/۰۱۶ -	۰/۲۶۲۰	-۰/۲۳۳	۰/۰۳۴ -	۰/۲۸۴	۱	-
معناداری	۰/۰۰۰۱	۱/۰۰۰۱ ۰	۰/۰۲۲	۱/۰۰۰۰ ۰	۰/۷۹۰	۰/۰۰۰۰	۰/۰۰۰۲	۱/۵۸۳۷ ۰	۰/۰۰۰۰	-	-
$TANG_{i,t}$	۰/۳۵۵۴	۰/۱۰۹ -	۰/۱۴۲ -	۱/۰۷۷۷ ۰	۰/۴۱۹ -	-۰/۲۴۸	۰/۱۵۲۲	۰/۰۸۷ -	-۰/۰۷۸	۰/۱۰۰ -	۱
معناداری	۰/۰۰۰۰	۰/۰۷۸	۰/۰۲۲	۱/۲۱۲۰ ۰	۱/۰۰۰۰ ۰	۰/۰۰۰۱	۰/۰۱۴۰	۱/۱۶۱۰ ۰	۰/۲۱۰۰	۱/۰۶۰ ۰	-

۴-۴- یافته‌های آزمون F لیمر (چاو) و آزمون هاسمن متغیرهای پژوهش

آزمون اف-لیمر برای انتخاب بین روش‌های رگرسیون پول دیتا (تلفیقی) و رگرسیون با اثرات ثابت استفاده می‌شود. در صورتی که میزان معناداری آماره‌ی چاو کمتر از سطح ۰,۰۵ باشد، داده‌های تابلویی (پانل دیتا) انتخاب می‌شود. در این حالت برای تشخیص اثرات ثابت یا تصادفی باید آزمون هاسمن نیز انجام شود.

جدول (۵): نتایج آزمون اف لیمر (چاو)

نام مدل	مقدار آماره آزمون	ضریب مقداری درجه آزادی	ضریب مقدار معناداری	نتیجه آزمون
مدل اول	۹/۰۰۷۳۲۰	(۲۶ و ۲۱۳)	۰/۰۰۰۰	داده‌های تابلویی
مدل دوم	۶/۶۱۳۵۴۸	(۳۶ و ۲۱۳)	۰/۰۰۰۰	داده‌های تابلویی

باتوجه به نتایج ارائه شده در جدول (۵)، چون سطح معناداری آزمون اف لیمر در مدل پژوهش کمتر از ۵ درصد است، از این رو رویکرد داده‌های تابلویی در مقابل رویکرد داده‌های تلفیقی مورد پذیرش قرار می‌گیرند.

جدول (۶): نتایج آزمون هاسمن

نام مدل	آماره آزمون	درجه آزادی	ضریب مقدار معناداری	نتیجه آزمون
مدل اول	۶۷/۸۵۰۰۵۳	۹	۰/۰۰۰۰	اثرات ثابت
مدل دوم	۵۸/۳۸۷۷۰۴	۹	۰/۰۰۰۰	اثرات ثابت

باتوجه به نتایج ارائه شده در جدول (۶)، چون سطح معناداری آزمون در مدل پژوهش کمتر از ۵ درصد است، از این رو اثرات ثابت عرض از مبدأ در مقابل اثرات تصادفی مورد پذیرش قرار می‌گیرد.

۴-۵- یافته‌های آزمون خودهمبستگی و همسانی واریانس در مقادیر خطا

به‌منظور تشخیص وجود خودهمبستگی بین باقیمانده‌ها از آزمون دوربین - واتسون^۱ استفاده شده است. در صورتی مقدار این آماره برای الگوی پژوهش بین ۱/۵ الی ۲/۵ باشد می‌توان عدم وجود خودهمبستگی بین اجزای خطای مدل را تایید نمود.

جدول (۷): نتایج آزمون خودهمبستگی و ناهمسانی واریانس

مدل‌های پژوهش	مقدار آماره آزمون	ضریب مقدار معناداری	نتیجه آزمون
دوربین واتسون	۱/۸۹۸۶۳۷	-	عدم وجود خودهمبستگی اجزای خطا
مدل اول	۵/۲۸۸۱۶۸	۰/۸۰۸۵	همسانی واریانس اجزای خطا
دوربین واتسون	۱/۸۵۳۵۵۴	-	عدم وجود خودهمبستگی اجزای خطا
مدل دوم	۱۵/۰۵۱۳۶	۰/۰۸۹۵	همسانی واریانس اجزای خطا

نتایج حاصل در جدول (۷) نشان می‌دهند که آماره آزمون دوربین - واتسون برای الگوی پژوهش بین ۱/۵ الی ۲/۵ باشد و بنابراین، می‌توان عدم وجود خودهمبستگی بین اجزای خطای مدل را تایید کرد. دوماً سطح معنی‌داری آزمون بریوش-پاگان در مدل پژوهش بالاتر از ۵ درصد می‌باشد و بیانگر وجود عدم ناهمسانی واریانس در جملات اخلال می‌باشد.

۴-۶- یافته‌های آزمون هم خطی

در آمار، عامل تورم واریانس^۲ شدت هم خطی چندگانه را ارزیابی می‌کند. درواقع یک شاخص معرفی می‌گردد که بیان می‌دارد چه مقدار از تغییرات مربوط به ضرایب برآورد شده بابت هم خطی افزایش یافته است. شدت هم خطی چندگانه را با بررسی بزرگی مقدار عامل تورم واریانس می‌توان تحلیل نمود. اگر آماره آزمون عامل تورم واریانس به یک نزدیک بود نشان‌دهنده عدم وجود هم خطی است. به‌عنوان یک قاعده تجربی مقدار عامل تورم واریانس بزرگ‌تر از ۱۰ باشد هم خطی چندگانه بالا می‌باشد.

جدول (۸): آزمون هم خطی برای مدل رگرسیونی اول

متغیرهای پژوهش	نماد متغیرهای پژوهش	ضریب عددی عامل تورم واریانس مدل اول	ضریب عددی عامل تورم واریانس مدل دوم
سرمایه‌گذاران نهادی پیشرو	$INST_{i,t}$	۱/۰۵۳۹۰۹	۱/۰۵۳۹۰۹
جریان‌ات نقدی عملیاتی	$OCF_{i,t}$	۱/۵۱۳۳۱۹	۱/۵۱۳۳۱۹
عمر شرکت	$AGE_{i,t}$	۱/۲۶۴۷۶۷	۱/۲۶۴۷۶۷
اندازه شرکت	$SIZE_{i,t}$	۱/۲۲۹۰۶۰	۱/۲۲۹۰۶۰
رشد تولید ناخالص داخلی	$GDPG_{i,t}$	۱/۳۳۱۹۰۱	۱/۳۳۱۹۰۱
ارزش بازار به دفتری	$MB_{i,t}$	۱/۲۳۹۸۴۹	۱/۲۳۹۸۴۹

۱. The Durbin-Watson (DW) test

۲. The variance inflation factor (VIF)

متغیرهای پژوهش	نماد متغیرهای پژوهش	ضریب عددی عامل تورم واریانس مدل اول	ضریب عددی عامل تورم واریانس مدل دوم
رشد فروش	$GROW_{i,t}$	۱/۱۷۶۸۲۹	۱/۱۷۶۸۲۹
سودآوری	$ROA_{i,t}$	۱/۶۵۹۵۶۰	۱/۶۵۹۵۶۰
دارایی‌های مشهود	$TANG_{i,t}$	۱/۳۱۸۴۷۸	۱/۳۱۸۴۷۸

همان‌طور که در نتایج آزمون هم خطی در جداول فوق قابل مشاهده است، مقادیر عامل تورم واریانس کمتر از عدد ۱۰ است که بیانگر عدم وجود هم خطی می‌باشد.

۴-۷- نتایج تخمین مدل‌های رگرسیونی تجربی پژوهش

۴-۷-۱- نتایج تخمین مدل رگرسیونی اول پژوهش

در این بخش نتایج مربوط به تخمین مدل رگرسیونی اول پژوهش در جدول (۹) ارائه شده است.

جدول (۹): تخمین نهایی مدل رگرسیونی اول پژوهش

متغیرهای پژوهش	نماد متغیرهای پژوهش	ضریب عددی بتا (β) متغیرهای پژوهش	ضریب عددی انحراف معیار (استاندارد)	ضریب عددی آماره آزمون تی استیودنت (T-test)	ضریب معناداری
ضریب ثابت	$C_{i,t}$	۰/۱۰۱۵۷۱	۰/۰۳۳۳۲۶	۳/۱۴۲۱۲۸	۰/۰۰۱۷
سرمایه‌گذاران نهادی پیش‌رو	$INST_{i,t}$	۰/۱۶۹۲۰۵	۰/۰۲۹۵۹۵	۵/۷۱۷۳۸۱	۰/۰۰۰۰
جریانان نقدی عملیاتی	$OCF_{i,t}$	-۰/۲۱۶۶۴۷	۰/۰۲۷۴۶۳	-۷/۸۸۸۵۳۹	۰/۰۰۰۰
عمر شرکت	$AGE_{i,t}$	۰/۰۰۳۶۳۲	۰/۰۰۰۴۸۴	۷/۵۰۸۶۱۲	۰/۰۰۰۰
اندازه شرکت	$SIZE_{i,t}$	-۰/۰۲۷۹۴۶	۰/۰۰۱۹۱۲	-۱۴/۶۱۵۴۱	۰/۰۰۰۰
رشد تولید ناخالص داخلی	$GDPG_{i,t}$	-۰/۰۱۹۱۷۷	۰/۰۱۵۶۹۱	-۱/۲۲۲۱۷۹	۰/۲۲۱۷
ارزش بازار به دفتری	$MB_{i,t}$	-۰/۰۰۲۸۲۷	۰/۰۰۰۸۰۳	-۳/۵۲۰۱۹۹	۰/۰۰۰۴
رشد فروش	$GROW_{i,t}$	۰/۰۲۱۱۴۹	۰/۰۰۶۱۲۶	۳/۴۵۲۴۸۷	۰/۰۰۰۶
سودآوری	$ROA_{i,t}$	۰/۴۰۲۵۱۹	۰/۰۲۰۸۵۳	۱۹/۳۰۲۳۲	۰/۰۰۰۰
دارایی‌های مشهود	$TANG_{i,t}$	۰/۶۶۵۴۲۹	۰/۰۲۸۱۹	۲۳/۰۹۰۳۰	۰/۰۰۰۰
ضریب تعیین تعدیل شده	۰/۶۶۷۰۱۹				
ضریب عددی آماره F	۱۲/۴۸۴۸۴				
ضریب عددی سطح معناداری	۰/۰۰۰۰۰۰				

باتوجه به اینکه متغیر مستقل سرمایه‌گذاران نهادی پیش‌رو شرکت (INST) دارای ضریب مثبت و سطح معناداری کمتر از ۵ درصد است از این رو می‌توان گفت که سرمایه‌گذاران نهادی بر سرمایه‌گذاری در عرضه عمومی اولیه سهام شرکت‌های نوپا پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تاثیر مستقیم و معناداری دارند. بنابراین، می‌توان نتیجه گرفت که با افزایش سرمایه‌گذاران نهادی پیش‌رو، میزان سرمایه‌گذاری شرکت‌ها نیز افزایش پیدا کرده است (تایید فرضیه اول پژوهش).

۴-۷-۲- نتایج تخمین مدل رگرسیونی دوم پژوهش

در این بخش نتایج مربوط به تخمین مدل رگرسیونی دوم پژوهش در جدول (۱۰) ارائه شده است.

جدول (۱۰): تخمین نهایی مدل رگرسیونی دوم پژوهش

متغیرهای پژوهش	نمادمتغیرهای پژوهش	ضریب عددی بتا (β) متغیرهای پژوهش	ضریب عددی انحراف معیار (استاندارد)	ضریب عددی آماره آزمون تی استیودنت (T-test)	ضریب معناداری
ضریب ثابت	$C_{i,t}$	۰/۰۳۳۹۱۵	۰/۰۲۷۷۶۵	۱۲/۲۶۷۸۶	۰/۰۰۰۰۰۰
سرمایه‌گذاران نهادی پیشرو	$INST$	-۰/۲۴۰۵۰۸	۰/۰۴۲۷۸۸	-۵/۶۲۰۸۶۸	۰/۰۰۰۰۰۰
جریانان نقدی عملیاتی	$OCF_{i,t}$	-۰/۱۰۱۱۳۰۲	۰/۰۳۹۷۰۷	-۲/۵۵۱۱۲۴۱	۰/۰۱۰۸۰
عمر شرکت	$AGE_{i,t}$	۰/۰۰۴۱۴۵	۰/۰۰۰۶۹۹	۵/۹۲۶۶۴۵	۰/۰۰۰۰۰۰
اندازه شرکت	$SIZE_{i,t}$	۰/۰۳۹۳۲۷	۰/۰۴۶۷۳۷	۰/۸۴۱۴۶۶	۰/۴۰۰۲۰
رشد تولید ناخالص داخلی	$GDPG_{i,t}$	۰/۱۲۶۸۲۴	۰/۰۲۲۶۸۶	۵/۵۹۰۳۵۰	۰/۰۰۰۰۰۰
ارزش بازار به دفتری	$MB_{i,t}$	۰/۰۰۷۲۸۶	۰/۰۰۱۱۶۱	۶/۲۷۳۹۲۵	۰/۰۰۰۰۰۰
رشد فروش	$GROW_{i,t}$	۰/۰۴۵۹۸۹	۰/۰۰۸۸۵۷	۵/۱۹۲۶۷۰	۰/۰۰۰۰۰۰
سودآوری	$ROA_{i,t}$	-۰/۳۶۴۰۷۰	۰/۰۳۰۱۵۰	-۱۲/۰۷۵۳۰	۰/۰۰۰۰۰۰
دارایی‌های مشهود	$TANG_{i,t}$	-۰/۰۸۴۷۲۴	۰/۰۴۱۶۶۶	-۲/۰۳۳۴۰۴	۰/۰۴۲۱۰
ضریب تعیین تعدیل شده	۰/۵۸۶۷۱۰				
ضریب عددی آماره F	۷/۳۸۰۴۴۱				
ضریب عددی سطح معناداری	۰/۰۰۰۰۰۰				

باتوجه به اینکه متغیر مستقل سرمایه‌گذاران نهادی پیشرو شرکت (INST) دارای ضریب منفی و سطح معناداری کمتر از ۵ درصد است از این رو می‌توان گفت که سرمایه‌گذاران نهادی بر ساختار سرمایه در عرصه عمومی اولیه سهام شرکت‌های نوپا پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تأثیر مستقیم و معناداری دارند. بنابراین، می‌توان نتیجه گرفت که با افزایش سرمایه‌گذاران نهادی پیشرو، میزان بدهی شرکت‌ها کاهش پیدا کرده است (تأیید فرضیه دوم پژوهش).

۵- نتیجه‌گیری

مبانی نظری و پیشینه تجربی پژوهش در خصوص عرضه‌های عمومی اولیه نشان می‌دهد که سرمایه‌گذاران نهادی در عرضه‌های عمومی اولیه نقش‌های مفیدی دارند. برای نخستین بار در پژوهش‌های داخلی، رابطه علی بین حضور نهادی و متغیرهای بنیادین عملکرد مالی شرکت‌های سهامی دارای عرضه‌های عمومی اولیه (IPO) با کنترل متغیرهای کلان و خرد، با روش داده‌های تابلویی تحلیل و تأیید شده است. همچنین، این پژوهش نظریه‌های ساختار سرمایه، نظارت نهادی و اطلاعات نامتقارن را در بستر بازار ایران به‌روزرسانی می‌کند. شواهد قابل توجهی در مورد

اهمیت سرمایه گذاران نهادی در قیمت گذاری عرضه‌های اولیه عمومی وجود دارد. تخصیص سهام به سرمایه گذاران نهادی مشکل انتخاب نامطلوب سرمایه گذاران خرد را کاهش می‌دهد و تضمین می‌کند که سرمایه‌گذاران خرد از بازار عرضه‌های عمومی اولیه خارج نمی‌شوند. سرمایه‌گذاران نهادی در ارائه اطلاعات مرتبط با ارزش لازم برای قیمت گذاری عرضه‌های عمومی اولیه کمک می‌کنند. علاوه بر این، سرمایه‌گذاران آگاه به نزدیک کردن ارزش بازار سهام شرکت به ارزش ذاتی آن توسط پس از عرضه اولیه عمومی کمک می‌کنند. از این رو، در پژوهش حاضر به بررسی تأثیر سرمایه‌گذاران نهادی پیشرو بر سرمایه‌گذاری و ساختار سرمایه در عرضه عمومی اولیه سهام شرکت‌های نوپا پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداخته شده است. برای این منظور و به پیروی از مطالعه [شارما و همکاران \(۲۰۲۴\)](#) و در دو مدل جداگانه اثر سرمایه‌گذاران نهادی پیشرو بر میزان سرمایه گذاران و ساختار سرمایه شرکت‌ها مورد بررسی قرار گرفت. هم چنین، اثر متغیرهای جریان نقدی عملیاتی، عمر شرکت، اندازه شرکت، رشد تولید ناخالص داخلی، ارزش بازار به دفتری، رشد فروش، سودآوری و دارایی‌های مشهود در مدل‌های رگرسیونی کنترل شد. پژوهش حاضر از نظر هدف کاربردی و از نظر روش گردآوری داده‌ها در گروه پژوهش‌های توصیفی-همبستگی قرار دارد. هم چنین، به منظور انتخاب حجم نمونه از روش نمونه‌گیری حذف سیستماتیک (غربالگری) استفاده شده است. به‌طوری‌که با توجه به شروط در نظر گرفته شده، در نهایت ۳۷ شرکت در دوره زمانی هفت ساله بین سال‌های ۱۳۹۶ الی ۱۴۰۲ (در مجموع ۲۵۹ سال-شرکت) مورد تجزیه و تحلیل قرار گرفتند. برای بررسی فرضیه‌ها از روش‌های مربوط به رگرسیون چندمتغیره با استفاده و نرم افزار اقتصاد سنجی ایویوز نسخه هشتم (Eviews8) و با استفاده از روش داده‌های پانلی (تابلویی) - اثرات ثابت بهره گرفته شده است. نتایج به دست آمده در این مطالعه نشان می‌دهند که در مجموع سرمایه‌گذاران نهادی پیشرو بر سرمایه‌گذاری و ساختار سرمایه در عرضه عمومی اولیه سهام شرکت‌های نوپا پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تأثیر معناداری دارد. پژوهش‌های پیشین در این حوزه نشان می‌دهند که تخصیص سهام به سرمایه‌گذاران پیشرو در یک عرضه اولیه عمومی تأثیر قابل توجهی بر ارزش گذاری و قیمت گذاری کمتر از حد شرکت‌های دارای عرضه عمومی اولیه دارد که عمدتاً به دلیل کاهش عدم تقارن اطلاعات قبلی است. مطالعه حاضر شواهد بیشتری را در مورد نقش نظارتی سرمایه گذاران مجری گزارش می‌کند. ما دریافتیم که سرمایه گذاران نهادی پیشرو می‌توانند به ویژه برای شرکت‌های با رشد بالا و سرمایه محدود ارزشمند باشد. شرکت‌های تحت حمایت سرمایه‌گذاران نهادی پیشرو پس از عرضه اولیه عمومی، عملکرد عملیاتی برتری از خود نشان می‌دهند. به طور کلی، نتایج نشان داد که تخصیص اختیاری سهام به سرمایه‌گذاران تأثیر مثبت معناداری بر عملکرد شرکت‌ها دارد.

در فرضیه اول پژوهش به بررسی اثر سرمایه‌گذاران نهادی پیشرو بر سرمایه‌گذاری در عرضه عمومی اولیه سهام شرکت‌های نوپا پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداخته شده است. به طوری‌که باتوجه به اینکه متغیر مستقل سرمایه‌گذاران نهادی پیشرو شرکت (جدول ۹) دارای ضریب مثبت و سطح معناداری کمتر از ۵ درصد است از این رو می‌توان گفت که سرمایه گذاران نهادی بر سرمایه گذاری در عرضه عمومی اولیه سهام شرکت‌های نوپا پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تأثیر مستقیم و معناداری دارند. این یافته با نظریه‌های موجود از جمله فرضیه نظارتی سرمایه‌گذاران نهادی، نظریه اطلاعات نامتقارن و شواهد مطالعات [شارما و همکاران \(۲۰۲۴\)](#) و بنونیست و اسپیندت (۱۹۸۹) هم‌راستاست. سرمایه‌گذاران نهادی با قدرت تحلیلگری بالا، دسترسی به اطلاعات محرمانه و انگیزه‌های بلندمدت، فرآیند تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاری را بهبود می‌بخشند و افق‌های بلندمدت‌تری را برای شرکت تعریف می‌کنند.

در فرضیه دوم پژوهش به بررسی اثر سرمایه‌گذاران نهادی پیشرو بر ساختار سرمایه در عرضه عمومی اولیه سهام شرکت‌های نوپا پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداخته شد که باتوجه به اینکه متغیر مستقل سرمایه‌گذاران نهادی پیشرو شرکت (جدول ۱۴) دارای ضریب منفی و سطح معناداری کمتر از ۵ درصد است از این رو می‌توان گفت که سرمایه‌گذاران نهادی بر ساختار سرمایه در عرضه عمومی اولیه سهام شرکت‌های نوپا پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تأثیر مستقیم و معناداری دارند. به عبارت دیگر، با افزایش مشارکت نهادی، گرایش شرکت‌ها به استفاده از تأمین مالی بدهی کاهش یافته و ساختار سرمایه متعادل‌تر و محافظه‌کارانه‌تری اتخاذ شده است.

این نتیجه با مبانی نظری مرتبط با نظریه هزینه نمایندگی، نظریه ساختار سرمایه بهینه هماهنگ است. طبق نظریه هزینه نمایندگی، سرمایه‌گذاران نهادی که مالکیت عمده‌تری دارند، به دلیل انگیزه‌های نظارتی و سطح بالای آگاهی، مدیران را از اتخاذ تصمیمات پرخطر از جمله افزایش بدهی، باز می‌دارند. در نظریه ساختار سرمایه بهینه نیز بیان می‌شود که شرکت‌ها به دنبال تعادلی میان بدهی و حقوق صاحبان سهام هستند تا هزینه سرمایه را به حداقل و ارزش شرکت را به حداکثر برسانند؛ سرمایه‌گذاران نهادی با اثرگذاری بر تصمیمات مدیریتی می‌توانند به تحقق این تعادل کمک کنند. پژوهش حاضر در تأیید یافته‌های مطالعات خارجی مانند پژوهش [شارما و همکاران \(۲۰۲۴\)](#) و پژوهش‌های داخلی از جمله [کردستانی و همکاران \(۱۴۰۰\)](#) نشان می‌دهد که حضور نهادهای حرفه‌ای در ترکیب سهامداری شرکت‌های سهامی دارای عرضه‌های عمومی اولیه سهام (IPO) نه تنها نقش حمایتی در تأمین مالی دارند، بلکه باعث مدیریت محتاطانه‌تر ساختار سرمایه شده و خطر مالی شرکت‌ها را در مراحل ابتدایی فعالیت کاهش می‌دهند.

بنابراین، در ادامه مطالب این قسمت نیز متناسب با نتایج آزمون فرضیه‌های پژوهش برخی از پیشنهادها کاربردی (برای سیاست‌گذاران، بازار سرمایه و شرکت‌ها) پیشنهادهای تحقیقاتی (برای پژوهش‌های آینده) به شرح زیر ارائه می‌شود:

پیشنهادهای تحقیقاتی (برای انجام پژوهش‌های آینده):

- طراحی سیاست‌های تشویقی برای مشارکت سرمایه‌گذاران نهادی پیشرو در شرکت‌های سهامی دارای عرضه‌های عمومی اولیه سهام (IPO) در نظر گرفته شود. در واقع، با توجه به نقش مثبت سرمایه‌گذاران نهادی پیشرو در بهبود سرمایه‌گذاری و ساختار سرمایه، سازمان بورس و شرکت‌های تأمین سرمایه می‌توانند مشوق‌هایی برای جذب این نوع سرمایه‌گذاران در فرآیند عرضه اولیه طراحی کنند (مانند تخصیص سهمیه ویژه، اطلاع‌رسانی شفاف‌تر، یا ارائه ابزارهای مشارکت بلندمدت) ارائه گردد.

- افزایش شفافیت اطلاعاتی در عرضه‌های اولیه برای تسهیل جذب سرمایه‌گذاران نهادی در نظر گرفته شود. در واقع، با ارائه گزارش‌های تحلیلی منسجم و ساختاریافته و افزایش افشای اطلاعات پیش از عرضه‌های عمومی اولیه سهام (IPO) امکان اعتماد سرمایه‌گذاران نهادی را تقویت نموده و اثر نظارتی و اطلاعاتی آن‌ها را نیز تقویت نمایند.

- موضوع تدوین چارچوب‌های نظارتی برای مشارکت مؤثرتر سرمایه‌گذاران نهادی در مدیریت شرکت‌های نوپا در نظر گرفته شود. در واقع، پیشنهاد می‌شود که چارچوب‌های نظارتی برای تعریف نقش فعال‌تر این سرمایه‌گذاران در تصمیم‌گیری‌های مالی و راهبردی تدوین شود تا از ظرفیت آن‌ها برای ارتقای عملکرد شرکتی استفاده گردد.

پیشنهادهای تحقیقاتی (برای انجام پژوهش‌های آینده):

- طی انجام پژوهشی به موضوع بررسی نقش و جایگاه سرمایه‌گذاران نهادی پیشرو در عملکرد بلندمدت پس از عرضه عمومی اولیه سهام (IPO) پرداخته شود. به بیان دیگر، طی انجام پژوهشی با تمرکز بر رابطه بین حضور سرمایه‌گذاران نهادی پیشرو در عرضه اولیه و بازده یا عملکرد عملیاتی شرکت‌ها در سال‌های بعد از عرضه عمومی اولیه سهام (IPO) پرداخته شود.
- طی انجام پژوهشی به موضوع مقایسه نقش سرمایه‌گذاران نهادی داخلی و خارجی در ساختار سرمایه شرکت‌های نوپا در ایران پرداخته شود. به بیان دیگر، طی انجام پژوهشی در صورتی که امکان حضور سرمایه‌گذاران خارجی فراهم شود، این مقایسه می‌تواند تصویر دقیق‌تری از کارایی نظارتی و اطلاعاتی انواع مختلف سرمایه‌گذاران نهادی ارائه دهد.
- طی انجام پژوهشی به موضوع تحلیل تأثیر نوع مالکیت نهادی (فعال در مقابل منفعل) بر تصمیمات سرمایه‌گذاری و تأمین مالی پرداخته می‌شود. به بیان دیگر، طی انجام پژوهشی به موضوع تقسیم‌بندی سرمایه‌گذاران نهادی به فعال^۱ و منفعل^۲ و بررسی اثرات متفاوت آن‌ها بر متغیرهای مالی شرکت‌های تازه‌وارد به بازار سهام ایران پرداخته و نتایج آن نیز تحلیل و تفسیر شود.

فهرست منابع

- ابراهیمی کردلو، علی، (۱۳۸۶). نظام راهبری شرکت و نقش سرمایه‌گذاران نهادی در آن، دانش و پژوهش حسابداری، شماره ۸، بهار ۱۳۸۶، ص ۲۰-۲۵.
- انواری رستمی، علی اصغر. (۱۳۷۹). انتخاب و ارزیابی عملکرد مجموعه‌های اوراق بهادار سرمایه‌گذاری چند معیاری با بهره‌گیری از مدل‌های برنامه‌ریزی آرمانی. آینده پژوهی مدیریت، ۴۵ (۱۲)، ۶۵-۷۶.
- باغانی، علی؛ سبزه‌ئی، الناز. (۱۴۰۲). بررسی رابطه بین تصمیمات سرمایه‌گذاران نهادی با کیفیت شرکت در عرضه‌های اولیه عمومی در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران. اولین همایش ملی پژوهش‌های نو پدید در حسابداری، مالی، مدیریت و اقتصاد با رویکرد توسعه اکوسیستم نوآوری، ایران، تهران.
- پایی، فاطمه. (۱۴۰۲). سرمایه‌گذاران نهادی و سرمایه‌گذاری در سهام بانکی. ششمین همایش ملی توسعه علوم فناوری‌های نوین در مدیریت، حسابداری و کامپیوتر، ایران، تهران.
- حاجی بیگی، زهرا؛ رحمانی، حلیمه؛ شعبان زاده، مهدی. (۱۳۹۷). بررسی عوامل تعیین‌کننده ساختار سرمایه شرکت‌های فعال در بورس اوراق بهادار تهران تحت رویکرد سیستم پویای. فصلنامه مطالعات مدیریت و حسابداری، ۴ (۳)، ۱۹-۱.
- حساس یگانه، یحیی، مرادی، محمد؛ اسکندر، هدی. (۱۳۸۷). بررسی رابطه بین سرمایه‌گذاران نهادی و ارزش شرکت. بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، ۱۵ (۳)، ۱۲۲-۱۰۷.
- حق بین، زینب (۱۳۹۵). بررسی انواع ناهنجاری‌های مربوط به عرضه عمومی سهام در بازار اوراق بهادار تهران. پایان‌نامه کارشناسی ارشد دانشگاه الزهراء، تهران، ایران.
- حیدری هراتمه، مصطفی؛ ابراهیمی، بهنام. (۱۴۰۲). بررسی تأثیر عرضه عمومی و اولیه سهام (IPO) بر عملکرد مالی شرکت‌ها. پژوهش‌های نوین در ارزیابی عملکرد، ۲ (۴)، ۲۴۰-۲۵۲.

۱. Activist

۲. Passive

سازمان بورس و اوراق بهادار. (۱۳۸۴). دستورالعمل سرمایه‌گذار نهادی موضوع بند ۲۷ ماده یک قانون بازار اوراق بهادار ج.ا.ا. بخش دستورالعمل‌ها.

قالیباف اصل، حسن. (۱۴۰۰). مدیریت مالی، مفاهیم و کاربردها. چاپ دوم، تهران: انتشارات پوران پژوهش.

کردستانی، غلامرضا؛ عمران، مظاهر نجفی. (۱۳۸۷). بررسی عوامل تعیین کننده ساختار سرمایه: آزمون تجربی نظریه موازنه ایستا در مقابل نظریه سلسله مراتبی. تحقیقات مالی، ۱۰(۲۵)، ۹۰-۷۳.

کردستانی، غلامرضا؛ محمدی، عبدالله؛ یاراحمدی، جاوید. (۱۴۰۰). بررسی نقش دوگانه سرمایه‌گذاران نهادی در مدیریت سود قبل و بعد از عرضه اولیه سهام. پژوهش‌های تجربی حسابداری، ۱۱(۲)، ۲۷-۴۶.

مدرس، احمد، و عسگری، محمدرضا. (۱۳۸۸). شناسایی عوامل موثر بر بازده غیرعادی بلندمدت سهام عرضه اولیه در بورس اوراق بهادار تهران. بورس اوراق بهادار، ۲(۵)، ۱۰۳-۷۷.

مشایخ، شهناز؛ شاهرخی، سیده سمانه. (۱۳۸۵). عوامل مؤثر بر ساختار سرمایه. ماهنامه حسابداری، تهران، ایران، شماره ۱۷۶(۲۱)، ۱۹-۱۳.

مهری نژاد، صفیه؛ سپهر، سپهر. (۱۴۰۲). شناسایی راهبردهای تامین مالی شرکت‌های نوپا مبتنی بر فناوری از منظر سرمایه‌گذاری‌های خطرپذیر. چهاردهمین کنفرانس بین‌المللی مدیریت، تجارت جهانی، اقتصاد، دارایی و علوم اجتماعی، تهران، ایران.

نوو، پی؛ ریموند. (۱۳۹۹). مدیریت مالی جلد اول. ترجمه: جهانخانی، علی؛ پارسائیان؛ علی، تهران: سازمان مطالعه و تدوین کتب علوم انسانی دانشگاه‌ها (سمت).

Aggarwal, R., Prabhala, N. R., & Puri, M. (2002). Institutional allocation in initial public offerings: Empirical evidence. *The Journal of Finance*, 57(3), 1421-1442.

Ahmed, F., Rahman, M. U., Rehman, H. M., Imran, M., Dunay, A., & Hossain, M. B. (2024). Corporate capital structure effects on corporate performance pursuing a strategy of innovation in manufacturing companies. *Heliyon*, 10(3), 1-17.

Belkaoui, A. (1999). *Capital structure: determination, evaluation, and accounting*. Quorum Books.

Benveniste, L. M., & Spindt, P. (1989). How investment bankers determine the offer Price, allocation of new issues. *Journal of Financial Economics*, 24, 343-361.

Boehmer, B., Boehmer, E., & Fishe, R. (2006). Do institutions receive favorable allocations in IPOs with better long-run returns? *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 41(4), 809-828.

Bushee, B. J. (1998). The Influence of Institutional Investors on Myopic R&D Investment Behavior. *The Accounting Review*, 73(3), 305-333.

Chada, S., & Varadharajan, G. (2023). Earnings quality, institutional investors and corporate cash holdings: evidence from India. *International Journal of Managerial Finance*, 20(1), 247-277.

Chemmanur, T. J. (1993). The pricing of initial public offerings: A dynamic model with information production. *The Journal of Finance*, 48(1), 285-304.

Cornett F., William T., & Kross P. (2017). Accounting Earnings and Cash Flows as Measure of Firm Performance: The Role of Accounting Accruals. *Journal of Accounting and Economics*, 26, (2017), 1-34.

Cuevas-Vargas, H., Cortés-Palacios, H. A., & Lozano-García, J. J. (2022). Impact of capital structure and innovation on firm performance. Direct and indirect effects of capital structure. *Procedia computer science*, 199(2022), 1082-1089.

Dechow, P. M. (1994). Accounting earnings and cash flows as measures of firm performance: The role of accounting accruals. *Journal of accounting and economics*, 18(1), 3-42.

Dechow, P. M. (1994). Accounting earnings and cash flows as measures of firm performance: The role of accounting accruals. *Journal of accounting and economics*, 18(1), 3-42.

- [Diamond, D. W. \(1984\). Financial intermediation and delegated monitoring. *The review of economic studies*, 51\(3\), 393-414.](#)
- [Drucker, Peter F. \(1976\). *The Unseen Revolution: How Pension Fund Socialism Came to America*. London: Heinemann.](#)
- [Field, L. C., & Lowry, M. \(2009\). Institutional versus individual investment in IPOs: The importance of firm fundamentals. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 44 \(3\), 489–516.](#)
- [Harasheh, M., Capocchi, A., & Amaduzzi, A. \(2024\). Capital structure in family firms: the role of innovation activity and institutional investors. *EuroMed Journal of Business* \(2024\) 19 \(2\): 251–275.](#)
- [Kotey, B., & Meredith, G. G. \(1997\). Relationships among owner/manager personal values, business strategies, and enterprise performance. *Journal of small business management*, 35\(2\), 37-64.](#)
- [Liu, L., Jacoby, G., Song, X., & Zheng, S. X. \(2023\). Cash shortfalls in IPO firms. *Finance Research Letters*, 52\(March 2023, 103520\), 103520.](#)
- [Maug, E. \(1998\). Large shareholders as monitors: Is there a trade-off between liquidity and control?. *The journal of finance*, 53\(1\), 65-98.](#)
- [Muhammed, S., Desalegn, G., & Emese, P. \(2024\). Effect of Capital Structure on the Financial Performance of Ethiopian Commercial Banks. *Risks*, 12\(69/4\), 1-15.](#)
- [Potter, G. \(1992\). Accounting earnings announcements, institutional investor concentration, and common stock returns. *Journal of Accounting Research*, 30\(1\), 146-155.](#)
- [Rock, K. F. \(1986\). Why new issues are underpriced. *Journal of Financial Economics*, 15, 187–212.](#)
- [Sharma, A., Singhal, A., & Ramanna, V. S. \(2024\). The effect of lead institutional investors on investment and capital structure of young firms: Evidence from Indian IPOs. *International Review of Financial Analysis*, 91\(January 2024\) 102996.](#)
- [Velte, P. \(2023\). Institutional ownership and board governance. A structured literature review on the heterogeneous monitoring role of institutional investors. *Corporate Governance: The International Journal of Business in Society*, 24\(2\), 225-263.](#)
- [Velury, U., & Jenkins, D. S. \(2006\). Institutional ownership and the quality of earnings. *Journal of business research*, 59\(9\), 1043-1051.](#)