

## 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 Azizi<sup>1</sup> Hossein Eslami Mofid Abadi<sup>2\*</sup>

Received: 01-04-2025

Accepted: 09-08-2025

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

---

<sup>1</sup>. Masters Student in Financial Management, Department of Financial Management, CT.C., Islamic Azad University, Tehran, Iran [saeedazizian57123@gmail.com](mailto:saeedazizian57123@gmail.com)

<sup>2</sup>. Department of Accounting and Management, Shahr.C., Islamic Azad University, Shahryar, Iran. (Corresponding Author) [hossein.eslamimofidabadi@iau.ac.ir](mailto: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.

**JEL Classification:**

## 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<sup>۱</sup> حسین اسلامی مفیدآبادی<sup>۲</sup>

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. به طوری که با توجه به شروط در نظر گرفته شده است. در نهایت نیز تعداد ۳۷ شرکت در دوره زمانی هفت ساله 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 ایوبیز نسخه هشتم (Eviews8) استفاده شده است. بنابراین، یافته‌های پژوهش نشان می‌دهد که افزایش مالکیت سرمایه‌گذاران نهادی پیشرو به طور 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 فعلی 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 کارشناسی ارشد مدیریت مالی، گروه مدیریت مالی، واحد تهران مرکزی، دانشگاه آزاد اسلامی، تهران، ایران [saeedazizian57123@gmail.com](mailto:saeedazizian57123@gmail.com)

۲. گروه حسابداری و مدیریت، واحد شهریار، دانشگاه آزاد اسلامی، شهریار، ایران (نویسنده مسئول) [hossein.eslamimofidabadi@iau.ac.ir](mailto:hossein.eslamimofidabadi@iau.ac.ir)

در مورد ساختار سرمایه مطلوب شرکت‌هایی که ثروت سهامداران را به حداکثر می‌رسانند، تصمیم می‌گیرند. به طوری که ساختار سرمایه به عنوان 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<sup>۱</sup>](#)).

نتایج پژوهش‌های تجربی شارما و همکاران (۲۰۲۴)، نشان می‌دهد که سرمایه‌گذاران نهادی در عرضه‌های عمومی اولیه (IPO) نقش‌های مفید متعددی را ایفا می‌کنند. شواهد قابل توجهی 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 دستری 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 سرمایه‌گذاری می‌شوند. به عبارت دیگر، حضور آن‌ها ممکن است شرکت را از اتکای بیش از حد به بدھی دور کرده و ساختار تأمین مالی را متعادل‌تر نماید. از این‌رو، 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<sup>۲</sup> (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. بنویسیت و اسپیندت<sup>۳</sup> (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 روشه مشابه، آگاروال<sup>۴</sup> و همکاران (۲۰۰۲) شواهد تجربی ارائه می‌کنند مبنی بر اینکه تخصیص‌های سازمانی به پذیره‌نویسان در استخراج اطلاعات تقاضای مطلوب قبل از بازار برای تعديل قیمت پیشنهادی کمک می‌کنند. مطابق با این دیدگاه، چمنور<sup>۵</sup> (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 بلوك بزرگ از سهام به سرمایه‌گذاران نهادی ممکن است برای سرمایه‌گذاران خرد مفید باشد، زیرا به عنوان 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 باشد. فیلد و لوری<sup>۱</sup> (۲۰۰۹) نشان می‌دهند که مالکیت نهادی ممکن است توانایی پیش‌بینی عملکرد بلندمدت تعییل شده با خطر را داشته باشد. بومرو همکاران<sup>۲</sup> (۲۰۰۶) نشان می‌دهند که سرمایه‌گذاران نهادی تخصیص‌های بیشتری را در عرضه‌های عمومی اولیه با عملکرد بلندمدت بهتر به دست می‌آورند ([شarma و همکاران، ۲۰۲۴](#)). در عرضه‌های عمومی اولیه در بورس اوراق بهادران تهران تأثیر سرمایه‌گذاری نهادی بر عملکرد بلندمدت عرضه‌های عمومی اولیه را تحلیل کرده‌اند. شرکت‌های عرضه‌های عمومی اولیه در بورس اوراق بهادران 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 دارد. 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 بهادران تهران» می‌باشد.

## ۲- مبانی نظری و پیشینه پژوهش

### ۱-۲- سرمایه‌گذاران نهادی

سرمایه‌گذاران نهادی به نهادهایی اطلاق می‌شود که منابع مالی عمدہ‌ای 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 نقدشووندگی دارایی‌ها دارند و عموماً 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، به عنوان بازیگران کلیدی بازارهای مالی شناخته می‌شوند ([شarma و همکاران، ۲۰۲۴؛ اقتباس مؤلفان از مبانی نظری و پیشینه تجربی پژوهش، ۱۴۰۴](#)).

اصطلاح «سرمایه‌گذار نهادی»<sup>۳</sup> بر اساس مبانی نظری (ادبیات موضوعی) مالی به سازمان یا نهادی اطلاق می‌شود که اوراق بهادر را در تعداد عمدہ 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 شش گانه زیر اطلاق می‌شود:

۱- بانک‌ها و بیمه‌ها.

۲- شرکت‌های مادر (هملینگ‌های بزرگ)، شرکت‌های سرمایه‌گذاری، صندوق بازنیستگی، شرکت تأمین سرمایه و صندوق‌های سرمایه‌گذاری ثبت شده نزد سازمان بورس و اوراق بهادر.

۳- هر شخص حقیقی یا حقوقی که بیش از ۵ درصد یا بیش از ۵ میلیارد ریال از ارزش اسمی اوراق بهادر 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).<sup>۱</sup>

مالکیت نهادی درواقع مالکیت سهامداران نهادی یا بزرگترین سهامداران است. در نوشهای 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 تنوع بخشی حل و فصل نماید ([دیاماند<sup>۱</sup> و همکاران<sup>۲۰۱۹</sup>](#)). مطابق با تعریف بوش<sup>۳</sup> (۱۹۹۸) سرمایه‌گذاران نهادی، سرمایه‌گذاران بزرگ نظیر بانک‌ها، شرکت‌های بیمه، شرکت‌های سرمایه‌گذاری و غیره هستند که در این تحقیق شرکت‌های سرمایه‌گذاری نهادی پیشرو به عنوان نمونه عملیاتی این گروه در نظر گرفته شده‌اند. عموماً این گونه تصور می‌شود که حضور سرمایه‌گذاران نهادی ممکن است به تغییر رفتار و رویه‌های شرکت‌ها منجر شود. این امر از فعالیت‌های ناظارتی که این سرمایه‌گذاران انجام می‌دهند، نشأت می‌گیرد (ولوری و جنکینز<sup>۴</sup>، ۲۰۰۶).

نقش مالکان نهادی و ارتباط آنها با کیفیت سود شرکت‌های تحت تملک شان (شامل محافظه‌کاری سود) مبهم و ناشناخته است. از حیث نظریه، نهادها ممکن است انگیزه‌هایی برای ناظارت 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<sup>۵</sup> (۱۹۹۸) به این نتیجه رسید که استفاده سرمایه‌گذاران نهادی از توانایی‌های خود برای ناظرت بر مدیریت، تابعی از میزان سرمایه‌گذاری آن‌ها است. هرچه سطح مالکیت نهادی بیشتر باشد، ناظرت 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 ناظارت می‌کنند. بر اساس این نگرش سرمایه‌گذاران نهادی، سهامدارانی متبحر هستند که دارای مزیت نسبی در جمع‌آوری و پردازش اطلاعات هستند ([کردنستانی و همکاران، ۱۴۰۰](#)).

در نیمة دوم قرن بیستم در بسیاری از شرکت‌ها سرمایه‌گذاران نهادی یکی از مهم‌ترین اجزای بازار سرمایه شدند. برای مثال در امریکا سرمایه‌گذاران نهادی از ۱۶٪ از کل مالکیت شرکت‌ها در سال ۱۹۵۰ به بیش از ۵۰٪ در سال ۲۰۰۲ میلادی رسیده است.<sup>۶</sup> 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 تاثیر خواهد گذاشت. با توجه به تفاوت‌های موجود در مالکیت نهادی بین بازارها، نقش ناظارتی سهامداران نهادی، در اقتصادهای مالکیت غیرمتصرک، در مقایسه با اقتصادهایی با حضور سهامداران کنترل کننده (عمده)، متفاوت است. نقش مناسب سهامداران نهادی در هر اقتصادی 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 ناظارت 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 ناظارت وارد می‌شوند (ابراهیمی کردل، ۱۳۸۶).

در اکر<sup>۱</sup> (۱۹۷۶) بیان می‌کند که: «صندوق‌های بازنیستگی به عنوان 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 گرددش سبد سرمایه‌گذاری سهام (پرتفوی) بالایی بوده و راهبرد معاملاتی لحظه‌ای دارند. برای مثال، با یک خبر خوب سهام می‌خرند و باخبر 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 ناظارت بر مدیریت و داشتن نماینده‌ای در هیئت‌مدیره شرکت‌های سرمایه‌پذیر ندارند، زیرا بعید است که منافع این ناظارت در کوتاه‌مدت نصیب آن‌ها شود (پوتر، 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، ۲۰۲۴).

اهمیت بررسی نقش سرمایه‌گذاران نهادی به این دلیل است که به علت هزینه بالای ناظارت بر مدیریت شرکت، تنها سهامداران عمدۀ شرکت از قبیل سرمایه‌گذاران نهادی، از انگیزه کافی برای اعمال چنین ناظارتی برخوردارند. در واقع سرمایه‌گذاران نهادی از انگیزه بالاتری نسبت به سایر اعضای هیئت‌مدیره که منافع کمی در سهام شرکت دارند، برای ناظارت بر مدیران اجرایی شرکت برخوردارند. علاوه بر این، سرمایه‌گذاران نهادی بزرگ دارای فرصت، منابع و توانایی ناظارت، هدایت و اعمال نفوذ بر مدیران اجرایی شرکت هستند (کرنت 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 بهادر منتشره شده عمومی، سرمایه‌گذاری خصوصی، بدھی بانکی، بدھی تجاری، قراردادهای اجازه، بدھی‌های مالیاتی، بدھی‌های حقوق بازنیستگی، پاداش معموق برای مدیریت و کارکنان، سپرده‌هایی حسن انجام کار، تضمین‌های کالا و دیگر بدھی‌های احتمالی می‌داند. با توجه 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 بدھی 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 (مشايخ و شاهرخی، ۱۳۹۵).

1. Drucker

2. Potter

3. Velte

4. Cornett

ساختار سرمایه میزان استفاده از بدھی و سهام عادی برای تأمین دارایی‌های شرکت می‌باشد و کلًّا شامل قسمت چپ ترازنامه می‌شود. ارتباط بین بدھی 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 بدھی 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 بدھی و حقوق صاحبان سهام است که ارزش بازاری واحد انتفاعی را حداکثر می‌کنند ([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 بدھی‌ها و سهام است. انتخاب بین میزان بدھی و یا سرمایه مورد استفاده در شرکت‌ها بستگی به عوامل مختلفی دارد که از آن جمله، تحت تاثیر قرار گرفتن ساختار سرمایه بر اساس عوامل داخلی است که به طور کلی در جهت افزایش ارزش شرکت انجام می‌شود ([احمد<sup>۱</sup> و همکاران، ۲۰۲۴](#)).

به طور 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 وجود داخلی شرکت تأمین می‌شود که عبارت‌اند از سود انباسته و اندوخته‌ها. منظور از منابع تأمین مالی خارجی، منابعی است که از محل وجود نقد خارج از شرکت تأمین می‌شود. این موارد عبارت‌اند از سهام عادی، سهام ممتاز و منابع استقراضی ([محمد<sup>۲</sup> و همکاران، ۲۰۲۴](#)). بر اساس نظریه سنتی، ساختار سرمایه بهینه وجود دارد و هزینه سرمایه بر ساختار سرمایه متكی است. همچنین، به دلیل اینکه ریسک اوراق بدھی 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 بدھی برای تأمین مالی بیشتر باشد هزینه سرمایه کل شرکت کمتر می‌شود. با این وجود، با افزایش بدھی 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 بدھی به سهام بهینه با کمترین هزینه باید بین دو حد تأمین مالی (سهام و بدھی) 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 حداكثر برسد. این ساختار سرمایه را که منجر به حداكثر 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 تغییردادن 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 حداكثر 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 ([نحو](#)).  
 (۱۳۹۹)

### ۳-۲- عرضه عمومی اولیه سهام

عرضه عمومی اولیه سهام یکی از رویدادهای مهم بازار سرمایه می‌باشد و چنانچه به درستی 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. به طور کلی اولین فروش سهام یک شرکت به عموم مردم را عرضه عمومی اولیه سهام می‌نامند. عمدت تحقیقات عرضه اولیه حول بررسی سه پدیده متمرکز هستند. این پدیده‌ها عبارت‌اند از: بازده کوتاه‌مدت بیشتر از بازار؛ بازده بلندمدت کمتر از بازده بازار؛ بازار پر رونق در عرضه‌های عمومی اولیه ([حقیقیان](#)، ۱۳۹۵).

یکی از پدیده‌های مورد توجه، 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 به عنوان "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](#)، 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: توanایی در جهت‌گیری خدمت به مشتری، توanایی استفاده اثربخش از فن آوری، ظرفیت مدیریتی شکل‌دهی و توسعه تصویر بیرونی شرکت و قابلیت به کارگیری بودجه‌بندی مالی به عنوان 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 به عنوان محرك مهم رشد به حساب آید. این عامل وابسته به وجود شکل‌های مختلف تأمین مالی است که در اختیار شرکت‌ها قرار می‌گیرند. در عین حال 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 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، نه تنها محکوم به حرکت به سوی 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

#### ۴-۲- 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 سبزه ئی (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 درصد 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٪ (درصد)، به کل جامعه آماری تحقیق حاضر یعنی سرمایه‌گذاران فعال بورس اوراق بهادار تهران تعمیم داد.

**پایی (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 بدليل تخصص و ثروت بیشتر، موجب توسعه شرکت‌ها می‌شوند. سرمایه‌گذاران نهادی می‌توانند در کسر مرمایه‌گذاران 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 وکارهای نوپا در عصر حاضر چالش تامین مالی است و تأمین مالی فعالیت‌های مخاطره‌آمیز کسب وکارهای نوپا موضوعی بحث برانگیز و مورد توجه پژوهشگران و محققان است. به طور سنتی، تامین مالی عمدتاً مبتنی بر بدھی و از طریق بانک‌ها رائه می‌شود و محدودیت‌های تامین مالی خصوصاً در مراحل کسب وکار نوپا یا برای کسب وکارهای کوچک که مدل کسب وکارشان بر دارایی‌های ناملموس استوار است سخت تراست. بنابراین تدوین سیاستها جهت گسترش طیف ابزارهای تامین مالی در دسترس برای کارآفرینان و کسب وکارهای 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 غیرمعنی 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 ۰۰۰۲۳- واحد کاهش می‌یابد و با توجه به اینکه احتمال این متغیر بزرگ تراز ۰۰۵٪ است. بنابراین، عرضه عمومی تأثیر معنی دار بر نسبت سود خالص به کل دارایی‌ها ندارد؛ اما متغیر لگاریتم خالص درآمدها تأثیر مثبت معنی دار بر نسبت سود خالص به کل دارایی‌ها دارد. در حالت کلی نتایج نشان می‌دهد که ضریب متغیر برابر ۰۰۱۷- بوده که نشان دهنده تأثیر منفی عرضه عمومی بر عملکرد مالی شرکت‌ها می‌باشد که با توجه به آماره ۰۲۳- ضریب متغیر معنی دار می‌باشد (۲,۳۷). با توجه به موارد فوق می‌توان فرضیه پژوهش را تأیید شده تلقی نمود. اصطلاح 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، نالمید می‌شوند و قیمت گذاری خود را رو به پایین تعدیل می‌کنند که در عوض باعث کاهش عملکرد بازار سهام می‌شود.

**کردستانی و همکاران (۱۴۰۰)**، به بررسی نقش دوگانه سرمایه گذاران نهادی در مدیریت سود قبل و بعد از عرضه اولیه سهام پرداخته‌اند. یافته‌های پژوهش نشان می‌دهد 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 می‌توان 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 انگیزه‌ای برای انجام این فعالیت ندارند.

**شارما و همکاران (۲۰۲۴)**، به بررسی تأثیر سرمایه گذاران نهادی پیشرو بر سرمایه‌گذاری و ساختار سرمایه شرکت‌های نوپا (شرکت‌های عرضه عمومی اولیه در بازار بورس کشور هند) پرداخته‌اند. نتایج نشان داد مقرراتی که به شرکت‌های عرضه عمومی اولیه اجازه می‌دهد از سرمایه گذاران نهادی اصلی در هند سرمایه‌گذاری کنند. آنها افزایش قابل توجهی در حجم شرکت‌های عرضه عمومی اولیه را در نتیجه مقررات ثبت کردند. پس از مقررات، شرکت‌های تحت حمایت سرمایه‌گذار کاهش در هزینه انتشار، افزایش سرمایه‌گذاری و کاهش اهرم را تجربه می‌کنند. اثرات روی سرمایه‌گذاری و اهرم برای شرکت‌های با رشد بالا و محدودیت مالی قابل توجه است. شرکت‌های دارای محدودیت مالی که توسط سرمایه‌گذاران اصلی حمایت می‌شوند، ۲۶٪ درصد سهام بیشتری نسبت به شرکت‌های بدون محدودیت افزایش می‌دهند. آنها شواهدی را ارائه می‌دهد که تخصیص اختیاری سهام به سرمایه‌گذاران نهادی پیشرو می‌تواند محدودیت‌های سرمایه را کاهش دهد.

**هراشه<sup>1</sup> و همکاران (۲۰۲۴)**، به بررسی ساختار سرمایه در شرکت‌های خانوادگی: نقش فعالیت‌های نوآورانه و سرمایه‌گذاران نهادی پرداخته‌اند. نتایج نشان می‌دهد که سرمایه‌گذاران نهادی هیچ رابطه‌ای با معیارهای اهرم مالی ندارند، مگر زمانی که یک متغیر تعاملی را مهار می‌کنند (سرمایه‌گذاران نهادی × منطقه لومباردی). ارزش ثبت اختراع با بدھی همبستگی مثبت دارد. با این حال، نسبت حق ثبت اختراع به دارایی رابطه منفی با اهرم مالی دارد که نشان‌دهنده قرارگرفتن در معرض خطر بالاتر است. آزمون غیرخطی یک نقطه عطف را نشان می‌دهد که رابطه بین ارزش ثبت اختراع و بدھی وارونه می‌شود.

**چادا و وارداراجان<sup>2</sup> (۲۰۲۳)**، به بررسی کیفیت سود، سرمایه گذاران نهادی و نگهداری وجود نقد (دارایی نقدی) شرکت: شواهدی از هند پرداخته‌اند. تحلیل تجربی تأیید می‌کند که شرکت‌هایی با کیفیت سود بالاتر دارایی نقدی را کاهش می‌دهند. علاوه بر این، سرمایه‌گذاران نهادی میزان دارایی نقدی را در شرکت‌هایی با کیفیت سود بالاتر کاهش می‌دهند. سرمایه‌گذاران نهادی به طور موثر تنها در شرکت‌هایی که حداقل ۱۰ درصد سهام دارند، دارایی نقدی را کاهش می‌دهند. نتایج بر اساس معیارهای جایگزین کیفیت سود و مسائل درون‌زاپی معتبر هستند.

**لیو و همکاران (۲۰۲۳)**، به بررسی کمبود نقدینگی در شرکت‌های عرضه اولیه عمومی سهام پرداخته‌اند. نتایج نشان داد در صورتی که شرکت‌های 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<sup>3</sup> ادغام و اکتساب<sup>4</sup> یا بازپرداخت بدھی نیست و در طول ۵ سال پس از عرضه اولیه سهام باقی می‌ماند. جریان‌های نقدی خالص منفی به توضیح کمبودهای نقدی مداوم کمک می‌کنند. این نتایج با نظریه افق تامین مالی

1. Harashah

2. Chada & Varadharajan

3. Research and development (R&D)

4. Mergers and acquisitions (M&A)

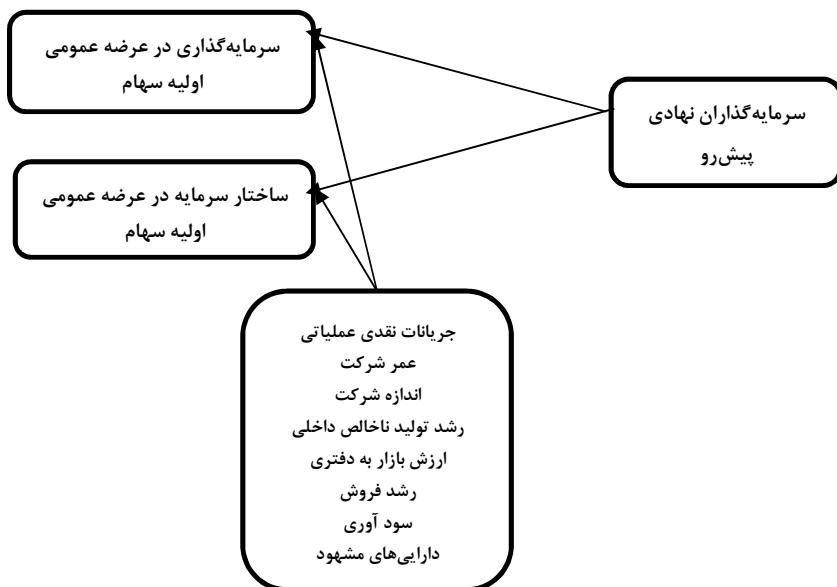
سازگار هستند. شرکت‌های عرضه اولیه عمومی با کسری‌های نقدی اولیه بیشتر نیز جریان‌های نقدی کمتری در ۵ سال آینده دارند که نشان می‌دهد کسری‌های نقدی اولیه را می‌توان برای پیش‌بینی عملکرد عملیاتی آینده شرکت‌های عرضه اولیه عمومی استفاده نمود.

**کوئوواس<sup>۱</sup> 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. با توجه به نوآوری که نشان‌داده شده است که نقش میانجی کامل قابل توجهی در این رابطه دارد، اگر بنگاه‌های کوچک و متوسط<sup>۲</sup> بخواهند عملکرد شرکت بهتری داشته باشند، باید سطح نوآوری خود را افزایش دهند؛ بنابراین تضمین‌گیرندگان 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 این گونه 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.

#### ۲-۵- چارچوب نظری و فرضیه‌های پژوهش

با توجه 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 ( $\beta_1$ ) در مدل‌های رگرسیون تجربی برآورد شده معنادار باشند، می‌توان نتیجه گرفت که فرضیه‌های پژوهش مورد تأیید قرار گرفته‌اند. 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 استفاده شده در مدل رگرسیونی به صورت 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 ضعیت مالی، سود و زیان، صورت جریان وجوده نقد و یادداشت‌های توضیحی همراه صورت‌های مالی) استفاده شده است. به طوری که 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 ضعیت مالی، سود و زیان، صورت جریان وجوده نقد و یادداشت‌های توضیحی همراه صورت‌های مالی) استفاده شده است. به طوری که با محاسبه نسبت میزان نسبت بدھی به کل دارایی‌ها (نسبت بدھی 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 و ضعیت مالی، سود و زیان، صورت جریان وجوده 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 پا سخ فراهم شده است. در ضمن هیچ‌گونه تغییری بر روی متغیرهای مستقل انجام نشده است. از این‌رو 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 ره آورد 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 منهی 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 این‌رو، 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 کдал (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 نرم افزار اقتصاد سنجی ایویوز نسخه هشتم (Eviews8) مورد تجزیه و تحلیل قرار گرفته است.

### ۴- یافته‌های پژوهش

#### ۴-۱- یافته‌های آمار توصیفی متغیرهای پژوهش

جدول شماره (۲)، آمارهای توصیفی متغیرهای تحقیق در طی دوره موردنرسی 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 ارایه شده است.

جدول (۲): آمار توصیفی متغیرهای پژوهش

متغیرهای پژوهش	نماد متغیرهای پژوهش	ضریب مقدار میانگین	ضریب مقدار میانه	ضریب مقدار حداقل (بیشینه)	ضریب مقدار حداقل (کمینه)	ضریب مقدار انحراف معیار
سرمایه‌گذاری شرکت	$INV_{i,t}$	-0.42080	-0.31672	-0.345293	-0.1804844	-0.175053
ساختار سرمایه	$CS_{i,t}$	-0.5029991	-0.508491	-0.964712	-0.66015	-0.231681
سرمایه‌گذاران نهادی پیشرو	$INST_{i,t}$	-0.392871	-0.369300	-0.561000	-0.225000	-0.094900
جریانات نقدی عملیاتی	$OCF_{i,t}$	-0.93828	-0.75274	-0.532428	-0.232117	-0.122544
عمر شرکت	$AGE_{i,t}$	-0.22929	-0.91042	-0.52636	-1.386294	-0.359708
اندازه شرکت	$SIZE_{i,t}$	-0.78462	-0.60501	-0.92811	-1.11602	-1.586205
رشد تولید ناچالص داخلی	$GDPG_{i,t}$	-0.86845	-0.17164	-0.85803	-0.557116	-0.201218
ارزش بازار به دفتری	$MB_{i,t}$	-0.429978	-0.230669	-0.63534	-1.164915	-3.792731
رشد فروش	$GROW_{i,t}$	-0.251829	-0.190762	-0.94039	-0.845255	-0.484487
سودآوری	$ROA_{i,t}$	-0.119644	-0.100742	-0.73189	-0.450926	-0.169006
دارایی‌های مشهود	$TANG_{i,t}$	-0.153191	-0.126252	-0.99938	-0.06907	-0.109005

## ۴-۲- یافته‌های آزمون مانایی متغیرهای پژوهش

در این پژوهش به منظور بررسی مانایی متغیرهای پژوهش از آزمون دیکی فولر تعیین یافته (نوع فیشر) استفاده شده است. با توجه به خروجی مندرج در جدول شماره (۳)، سطوح معناداری تمامی آزمون‌های مذکور از خطای نوع اول  $0.05$  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 خطای مانا هستند. بنابراین، رفتار مقادیر متغیرها در طول زمان تحت تأثیر تغییرات روندیار 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	$INV_{i,t}$	-14.99796	-	مانا است
ساختار سرمایه	$CS_{i,t}$	-13.12829	-	مانا است
سرمایه‌گذاران نهادی پیشرو	$INST_{i,t}$	-8.821771	-	مانا است
جریانات نقدی عملیاتی	$OCF_{i,t}$	-10.57099	-	مانا است
عمر شرکت	$AGE_{i,t}$	-11.60412	-	مانا است
اندازه شرکت	$SIZE_{i,t}$	-5.376015	-	مانا است
ارزش بازار به دفتری	$MB_{i,t}$	-5.050023	-	مانا است
رشد فروش	$GROW_{i,t}$	-6.346106	-	مانا است
سودآوری	$ROA_{i,t}$	-5.756873	-	مانا است
دارایی‌های مشهود	$TANG_{i,t}$	-5.77599	-	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.

### ۳-۴- 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. هم‌چنان، 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	-	-	-	-	-	-	-	-	-
$OCF_{i,t}$	۱/۰۲۹۳۸	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	۰/۰۹۷	-	-	-	-	-	-	-
$SIZE_{i,t}$	-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	۱/۱۵۱۱	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	$INV_{i,t}$	$CS_{i,t}$	$INST_{i,t}$	$OCF_{i,t}$	$AGE_{i,t}$	$SIZE_{i,t}$	$GDPG_i$	$MB_{i,t}$	$GROW_{i,t}$	$ROA_{i,t}$	$TANG_{i,t}$
$GROW_{i,t}$	/0.9971	+/0.54	+/131	/1235	/1113	+/139	-/193	/0.223	1	-	-
معناداری	+/10.94	+/379	+/0.35	+/0.47	+/0.74	+/0.252	+/0.018	/0.003	-	-	-
$ROA_{i,t}$	+/236	+/247	+/143	/5202	/0.16	+/2620	-/0.233	/0.34	+/284	1	-
معناداری	+/0.001	/0.001	+/0.22	/0.000	+/790	+/0.000	+/0.002	/5837	+/0.000	-	-
$TANG_{i,t}$	+/3554	+/109	+/142	/0.777	/0.419	-/0.248	+/1522	/0.087	-/0.78	+/100	1
معناداری	+/0.000	+/0.78	+/0.22	/2120	/0.000	+/0.001	+/0.140	/1610	+/2100	/1060	-

#### 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 مقدار درجه آزادی	ضریب مقدار معناداری	نتيجه آزمون
مدل اول	۹/۰۰۷۳۲۰	(۳۶و۲۱۳)	۰/۰۰۰۰	داده‌های تابلویی
مدل دوم	۶/۶۱۳۵۴۸	(۳۶و۲۱۳)	۰/۰۰۰۰	داده‌های تابلویی

باتوجه به نتایج ارایه شده در جدول (۵)، چون سطح معناداری آزمون اف لیمر در مدل پژوهش کمتر از ۵ درصد است، از این‌رو 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	نتيجه آزمون
مدل اول	۶۷/۸۵۰۰۵۳	۹	۰/۰۰۰۰	اثرات ثابت
مدل دوم	۵۸/۳۸۷۷۰۴	۹	۰/۰۰۰۰	اثرات ثابت

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

#### ۴-۵- یافته‌های آزمون خودهمبستگی و همسانی واریانس در مقادیر خطای مدل

به منظور تشخیص وجود خودهمبستگی بین باقیمانده‌ها از آزمون دوربین - واتسون<sup>۱</sup> 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

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

نتایج حاصل در جدول (۷) نشان می‌دهند که اولاً 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 بررسی‌پاگان در مدل پژوهش بالاتر از ۵ درصد می‌باشد و بیانگر وجود عدم ناهمسانی واریانس در جملات اخلال می‌باشد.

#### ۶-۴- یافته‌های آزمون هم خطی

در آمار، عامل تورم واریانس<sup>۲</sup> شدت هم خطی چندگانه را ارزیابی می‌کند. درواقع یک شاخص معرفی می‌گردد که بیان می‌دارد چه مقدار از تغییرات مربوط به ضرایب برآورده 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. به عنوان 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

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

۱. The Durbin-Watson (DW) test

۲. The variance inflation factor (VIF)

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

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.

#### ۷-۴- نتایج تخمین مدل‌های رگرسیونی تجزیی پژوهش

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

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

جدول (۹): تخمین نهایی مدل رگرسیونی اول پژوهش

ضریب معناداری	ضریب عددی آماره آزمون تی استیوونت (T-test)	ضریب عددی انحراف معیار (استاندارد)	ضریب عددی بتا ( $\beta$ ) متغیرهای پژوهش	نمادمتغیرهای پژوهش	متغیرهای پژوهش
۰/۰۰۱۷	۳/۱۴۲۱۲۸	۰/۰۳۲۳۲۶	۰/۱۰۱۵۷۱	$C_{i,t}$	ضریب ثابت
۰/۰۰۰۰	۵/۷۱۷۳۸۱	۰/۰۲۹۵۹۵	۰/۱۶۹۲۰۵	$INST_{i,t}$	سرمایه‌گذاران نهادی پیشرو
۰/۰۰۰۰	-۷/۸۸۸۵۳۹	۰/۰۲۷۴۶۳	-۰/۲۱۶۶۴۷	$OCF_{i,t}$	حریانات نقدی عملیاتی
۰/۰۰۰۰	۷/۵۰۰۸۶۱۲	۰/۰۰۰۴۸۴	۰/۰۰۳۶۳۲	$AGE_{i,t}$	عمر شرکت
۰/۰۰۰۰	-۱۴/۶۱۵۴۱	۰/۰۰۱۹۱۲	-۰/۰۲۷۹۴۶	$SIZE_{i,t}$	اندازه شرکت
۰/۲۲۱۷	-۱/۲۲۲۱۷۹	۰/۰۱۵۶۹۱	-۰/۰۱۹۱۷۷	$GDPG_{i,t}$	رشد تولید ناخالص داخلی
۰/۰۰۰۴	-۳/۵۲۰۱۹۹	۰/۰۰۰۸۰۳	-۰/۰۰۲۸۲۷	$MB_{i,t}$	ارزش بازار به دفتری
۰/۰۰۰۶	۳/۴۵۲۴۸۷	۰/۰۰۶۱۲۶	۰/۰۲۱۱۴۹	$GROW_{i,t}$	رشد فروش
۰/۰۰۰۰	۱۹/۳۰۲۳۲	۰/۰۲۰۸۵۳	۰/۴۰۲۵۱۹	$ROA_{i,t}$	سودآوری
۰/۰۰۰۰	۲۳/۰۹۰۳۰	۰/۰۲۸۱۹	۰/۶۶۵۴۲۹	$TANG_{i,t}$	دارایی‌های مشهود
۰/۶۶۷۰۱۹					ضریب تعیین تعديل شده
۱۲/۴۸۴۸۴					ضریب عددی آماره F
۰/۰۰۰۰۰					ضریب عددی سطح معناداری

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).

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

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

جدول (۱۰): تخمین نهایی مدل رگرسیونی دوم پژوهش

متغیرهای پژوهش	نمادمتغیرهای پژوهش	ضریب عددی بتا (β) پژوهش	ضریب عددی انحراف معیار (استاندارد)	ضریب عددی آماره آزمون تی استیومن (T-test)	ضریب معناداری
ضریب ثابت	$C_{i,t}$	-۰.۰۳۳۹۱۵	-۰.۰۰۲۷۷۶۵	۱۲/۲۶۷۸۶	+/.....
سرمایه‌گذاران نهادی پیشوای	$INST$	-۰.۲۴۰۵۰۸	-۰.۰۴۲۷۸۸	-۵/۶۲۰۸۶۸	+/.....
جزیانات نقدي عملیاتی	$OCF_{i,ii,t}$	-۰.۱۱۱۲۰۲	-۰.۰۳۹۷۰۷	-۲/۵۵۱۱۲۴۱	۰/۰۱۰۸۰
عمر شرکت	$AGE_{i,t}$	-۰.۰۰۴۱۴۵	-۰.۰۰۶۹۹	۵/۹۲۶۶۴۵	+/.....
اندازه شرکت	$SIZE_{i,t}$	-۰.۰۹۳۲۷	-۰.۰۴۶۷۳۷	۰/۸۴۱۴۶۶	۰/۴۰۰۲۰
رشد تولید ناخالص داخلی	$GDPG_{i,t}$	-۰.۱۲۶۸۲۴	-۰.۰۲۲۶۸۶	۵/۵۹۰۳۵۰	+/.....
ارزش بازار به دفتری	$MB_{i,t}$	-۰.۰۰۷۲۸۶	-۰.۰۱۱۶۱	۶/۲۷۳۹۹۲۵	+/.....
رشد فروش	$GROW_{i,t}$	-۰.۰۴۵۹۸۹	-۰.۰۰۸۸۵۷	۵/۱۹۲۶۷۰	+/.....
سودآوری	$ROA_{i,t}$	-۰.۳۶۴۰۷۰	-۰.۰۳۰۱۵۰	-۱۲/۰۷۵۳۰	+/.....
دارایی های مشهود	$TANG_{i,t}$	-۰/۰۸۴۷۷۲۴	-۰.۰۴۱۶۶۶	-۲/۰۳۳۴۰۴	۰/۰۴۲۱۰
ضریب تعیین تبدیل شده		-۰/۰۵۸۶۷۱۰			
ضریب عددی آماره F		۷/۳۸۰۴۴۱			
ضریب عددی سطح معناداری		+/.....			

با توجه 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 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 بدھی شرکت‌ها کاهش پیدا کرده است (تایید 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 به روزرسانی می‌کند. شواهد قابل توجهی در مورد

اهمیت سرمایه‌گذاران نهادی در قیمت گذاری عرضه‌های اولیه عمومی وجود دارد. تخصیص سهام به سرمایه‌گذاران نهادی مشکل انتخاب نامطلوب سرمایه‌گذاران 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 تو سط پس از عرضه اولیه عمومی کمک می‌کنند. از این رو، در پژوهش حاضر به بررسی تأثیر سرمایه‌گذاران نهادی پیشرو بر سرمایه‌گذاری و ساختار سرمایه‌گذاران 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 سرمایه‌گذاران و ساختار سرمایه شرکت‌ها مورد بررسی قرار گرفت. هم چنین، اثر متغیرهای جریانات نقدي 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 تو صیفی- همبستگی قرار دارد. هم چنین، به منظور انتخاب حجم نمونه از روش نمونه‌گیری حذف سیستماتیک (غربالگری) استفاده شده است. به طوری که 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 ارزش‌گذاری و قیمت‌گذاری 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 سرمایه‌گذاران مجری گزارش می‌کند. ما دریافتیم که سرمایه‌گذاران نهادی پیشرو می‌توانند به ویژه برای شرکت‌های با رشد بالا و سرمایه محدود ارزشمند باشند. 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 طوری که با توجه 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 سرمایه‌گذاران نهادی بر سرمایه‌گذاری 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 بنویست و اسپیندلت (۱۹۸۹) هم راستاست. سرمایه‌گذاران نهادی با قدرت تحلیلگری بالا، دسترسی به اطلاعات محروم 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 بهادر تهران پرداخته شد که با توجه 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 بهادر تهران تأثیر مستقیم و معناداری دارند. به عبارت دیگر، با افزایش مشارکت نهادی، گرایش شرکت‌ها به استفاده از تأمین مالی بدھی 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 عمدت‌تری دارند، به دلیل انگیزه‌های ناظری و سطح بالای آگاهی، مدیران را از اتخاذ تصمیمات پرخطر از جمله افزایش بدھی، بازمی‌دارند. در نظریه ساختار سرمایه بهینه نیز بیان می‌شود که شرکت‌ها به دنبال تعادلی میان بدھی و حقوق صاحبان سهام هستند تا هزینه سرمایه را به حداقل و ارزش شرکت را به حداقل 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 محاطانه‌تر 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 پیشنهادهای کاربردی (برای سیاست‌گذاران، بازار سرمایه و شرکت‌ها) پیشنهادهای تحقیقاتی (برای پژوهش‌های آینده) به شرح زیر ارایه 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) ارایه 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 افشاری اطلاعات پیش از عرضه‌های عمومی اولیه سهام (IPO) امکان اعتماد سرمایه‌گذاران نهادی را تقویت نموده و اثر ناظری و اطلاعاتی آن‌ها را نیز تقویت نمایند.

- موضوع تدوین چارچوب‌های ناظری برای مشارکت مؤثرتر سرمایه‌گذاران نهادی در مدیریت شرکت‌های نوپا در نظر گرفته شود. در واقع، پیشنهاد می‌شود که چارچوب‌های ناظری 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 پرداخته‌ی تحلیل شود. به بیان دیگر، طی انجام پژوهشی به موضوع تقسیم‌بندی سرمایه‌گذاران نهادی به فعال<sup>۱</sup> و منفعل<sup>۲</sup> 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 کردر، 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 بهادر 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 پذیرفته شده در بورس اوراق بهادر تهران. اولین همایش ملی پژوهش‌های نو پدید در حسابداری، مالی، مدیریت و اقتصاد با رویکرد توسعه اکوسیستم نوآوری، ایران، تهران.
- پاپی، 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 تعیین کننده ساختار سرمایه شرکت‌های فعال در بورس اوراق بهادر تهران تحت رویکرد سیستم پویای. فصلنامه مطالعات مدیریت و حسابداری، ۳(۴)، ۱۹-۱۱.
- حساس یگانه، یحیی، مرادی، محمد؛ اسکندر، هدی. (۱۳۸۷). بررسی رابطه بین سرمایه‌گذاران نهادی و ارزش شرکت. بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، ۱۵(۳).
- حق بین، زینب (۱۳۹۵). بررسی انواع ناهنجاری‌های مربوط به عرضه عمومی سهام در بازار اوراق بهادر تهران. پایان نامه 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.

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

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

کردستانی، غلامرضا؛ عمران، مظاہر نجفی. (۱۳۸۷). بررسی عوامل تعیین کننده ساختار سرمایه: آزمون تجربی نظریه موازنۀ ایستاد مقابله 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، (۲۷)، 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، (۵)، ۱۰۳-۷۷.

مشایخ، شهناز؛ شاهرخی، سیده سمانه. (۱۳۸۵). عوامل مؤثر بر ساختار سرمایه. ماهنامه حسابدار، 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 خط‌پذیر. چهاردهمین کنفرانس بین‌المللی مدیریت، تجارت جهانی، اقتصاد، دارایی و علوم اجتماعی، تهران، ایران.

نوو، بی؛ 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.