

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

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 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. هم‌چنین، اثر متغیرهای جریان‌ات 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. هم‌چنین، به منظور انتخاب حجم نمونه از روش نمونه‌گیری حذف سیستماتیک (غربالگری) استفاده شد 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 از نرم افزار 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.

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

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 در مورد ساختار سرمایه مطلوب شرکت‌هایی که ثروت سهامداران را به حداکثر می‌رسانند، تصمیم می‌گیرند. به طوری که ساختار سرمایه به عنوان مهم‌ترین عامل موثر بر ارزش گذاری و جهت گیری 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 استارت‌آپ شهرت یافته است. کسب و کارهای نوپا یا همان استارت‌آپ‌ها 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 استارت‌آپی در اختیار سایر بخش‌های اقتصادی و غیر اقتصادی در نظر گرفته شده است (شارما^۱ و همکاران، ۲۰۲۴).

مبانی نظری و تجربی پژوهش در خصوص شرکت‌های سهامی دارای عرضه‌های عمومی اولیه (IPO) نشان می‌دهد که سرمایه‌گذاران نهادی در عرضه‌های عمومی اولیه (IPO) نقش‌های مفیدی دارند. شواهد قابل توجهی در مورد اهمیت سرمایه‌گذاران نهادی در قیمت گذاری عرضه‌های اولیه عمومی وجود دارد. 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 (IPO) خارج نمی‌شوند. بنونیست و اسپیندت^۳ (۱۹۸۹) پیشنهاد می‌کنند که سرمایه‌گذاران نهادی در ارائه اطلاعات مرتبط با ارزش لازم برای قیمت گذاری عرضه‌های عمومی اولیه (IPO) 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 به عنوان سیگنالی 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 (IPO) که توسط سرمایه‌گذاران نهادی حمایت می‌شوند ممکن است عملکرد بلندمدت برتری داشته باشند. فیلد و لوری^۶ (۲۰۰۹) نشان می‌دهند که مالکیت نهادی ممکن است توانایی پیش‌بینی عملکرد بلندمدت تعدیل شده با ریسک را داشته باشد. بومر^۷ و همکاران (۲۰۰۶) نشان می‌دهند که سرمایه‌گذاران نهادی تخصیص‌های بیشتری را در عرضه‌های عمومی اولیه (IPO) با عملکرد بلندمدت بهتر به دست می‌آورند (شارما و همکاران، ۲۰۲۴).

در عرضه‌های عمومی اولیه (IPO) در بورس اوراق بهادار تهران تاثیر سرمایه‌گذاری نهادی بر عملکرد بلندمدت عرضه‌های عمومی اولیه (IPO) را تحلیل کرده اند. شرکت‌های عرضه‌های عمومی اولیه (IPO) در بورس اوراق بهادار تهران با سرمایه

^۱Sharma

^۲Rock

^۳Benonist & Spindt

^۴Agarwal

^۵Chamnur

^۶Field & Lowry

^۷Boomer

گذاری 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 (IPO) 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- ادبیات نظری و پیشینه تحقیق

۲-۱- ادبیات نظری سرمایه‌گذاران نهادی

مالکیت نهادی در واقع مالکیت سهامداران نهادی یا بزرگترین سهامداران است. در نوشته‌های دانشگاهی براهمیت 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^۱ و همکاران ۲۰۱۹). مطابق با تعریف بوش^۲ (۱۹۹۸) سرمایه‌گذاران نهادی، سرمایه‌گذاران بزرگ نظیر بانک‌ها، شرکت‌های بیمه، شرکت‌های سرمایه‌گذاری و... هستند. عموماً این گونه 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 (ولرت و جنکینز^۳، ۲۰۱۶).

نقش مالکان نهادی و ارتباط آنها با کیفیت سود شرکت‌های تحت تملکشان (شامل محافظه کاری سود) مبهم و ناشناخته است. از حیث تئوری، 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 توانایی‌هایشان برای نظارت بر مدیریت، تابعی از میزان سرمایه‌گذاری آنهاست. 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 جمع آوری اطلاعات و قیمت گذاری تصمیمات مدیریت به طور ضمنی و از طریق اداره نحوه عمل شرکت به طور صریح بر شرکت نظارت می‌کنند. بر اساس این نگرش سرمایه‌گذاران نهادی، سهامدارانی متبحر هستند که دارای مزیت نسبی در جمع آوری و پردازش اطلاعات هستند (کردستانی و همکاران، ۱۴۰۰).

در نیمه‌ی 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 رسید. 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. لیکن خصوصی سازی برای تاثیر گذاری بر دارایی‌های مالی نهادها شروع شده است و لذا بر بازار سرمایه این اقتصادها نیز تاثیر خواهد گذاشت. دراکر^۵ (۱۹۷۶) بیان می‌کند که: «صندوق‌های بازنشستگی به عنوان بزرگترین سهامداران نهادی مالک نیستند، سرمایه‌گذارند. آنها کنترل شرکت را نمی‌خواهند؛ بلکه فقط به دنبال سودآوری در کوتاه ترین زمان ممکن هستند» (شارما و همکاران، ۲۰۲۴).

^۱Diamond

^۲-Bushee

^۳-Velury&. Jenkins

^۴- Maug

^۵- Drucker

سرمایه‌گذاران نهادی منفعل دارای گردش پرتفوی بالایی بوده و استراتژی 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 کوتاه مدت و گذرا هستند و عملکرد جاری را به عملکرد بلندمدت شرکت ترجیح می‌دهند. بنابر این، انگیزه زیادی برای نظارت بر مدیریت و داشتن نماینده‌ای در هیات مدیره شرکت‌های سرمایه‌پذیر ندارند، زیرا بعید است که منافع این نظارت در کوتاه مدت نصیب آنها شود (پوتر، ۲۰۱۹). تمرکز بیش از حد این سهامداران بر عملکرد و سود جاری، ممکن است انگیزه‌هایی را برای خوش بینی مدیریت در ارائه سود حسابداری جهت نیل به اهداف کوتاه مدت، فراهم آورد. بنابراین، به نظر می‌رسد این مالکان علاقه‌ای به استفاده از رویه‌های محافظه کارانه سود ندارند (ولته، 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 هیئت مدیره، 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 می‌باشند (کرنِت و همکاران، ۲۰۱۷).

۲-۲- ادبیات نظری ساختار سرمایه

بلکویی 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 اجازه، بدهی‌های مالیاتی، بدهی‌های حقوق بازنشستگی، پاداش معوق برای مدیریت و کارکنان، سپرده‌های حسن انجام کار، تضمین‌های کالا و دیگر بدهی‌های احتمالی می‌داند. با توجه به تعاریف پیش گفته، 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 تامین مالی بلند مدت شرکت‌ها می‌باشد. از آنجمله که بدهی جاری صرف امور جاری شرکت می‌شود، تاثیر بسزایی بر بازده حقوق صاحبان سهام و در نتیجه ارزش شرکت ندارد. به تعبیری، ساختار سرمایه شرکت معرف وجوه بلند مدت مورد استفاده می‌باشد (مشایخ و شاهرخی، ۱۳۹۵).

ساختار سرمایه میزان استفاده از بدهی و سهام عادی برای تامین دارایی‌های شرکت می‌باشد و کلاً شامل قسمت چپ ترازنامه می‌شود. ارتباط بین بدهی و سرمایه در تامین 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 هیچ گونه بدهی نداشته باشد یک شرکت با ساختار کلا 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 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 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 تاثیر قرار گرفتن ساختار سرمایه بر اساس عوامل داخلی است که به طور کلی در جهت افزایش ارزش شرکت انجام می‌شود (احمد و همکاران، ۲۰۲۴).

^۱-Potter

^۲Velte

^۳Cornett

^۴Ahmed

به‌طور کلی منابع تامین مالی و عناصر ساختار سرمایه شرکت‌ها از نظر محل تامین سرمایه مورد نیاز به دو دسته منابع داخلی (درون‌سازمانی) و منابع خارجی (برون‌سازمانی) تقسیم می‌شود. منظور از منابع تامین مالی داخلی، منابعی است که از محل وجوه داخلی شرکت تامین می‌شود که عبارتند از سود انباشته و اندوخته‌ها. منظور از منابع تامین مالی خارجی، منابعی است که از محل وجوه نقد خارج از شرکت تامین می‌شود. این موارد عبارتند از سهام عادی، سهام ممتاز و منابع استقراضی (محمد^۱ 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 اعتبار دهندگان نیز کمتر از بازده مورد توقع سهامداران می‌باشد. در نتیجه، تا سقف معینی هر چه میزان استفاده از بدهی برای تامین مالی بیشتر باشد هزینه سرمایه کل شرکت کمتر می‌شود. با این وجود، با افزایش بدهی ریسک مالی شرکت افزایش می‌یابد و با افزایش ریسک، اعتبار دهندگان 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 تامین مالی (سهام و بدهی) وجود داشته باشد. بنابراین، بر اساس این نظریه ساختار سرمایه بهینه نقطه ای 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 کند. 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 آنجا 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 غیر مستقیم (از طریق تغییر دادن ساختار سرمایه)، ارزش بازار شرکت را تحت تاثیر قرار دهد. از آنجا 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 با هدف 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 (نوو، ۱۳۹۹).

۳-۲- ادبیات نظری 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 سرمایه گذاران بالقوه، برنامه ریزی 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. عمده تحقیقات عرضه اولیه حول بررسی سه پدیده متمرکز هستند. این پدیده‌ها عبارتند از:

- بازده کوتاه مدت بیشتر از بازده بازار؛
- بازده بلند مدت کمتر از بازده بازار؛

• بازار پر رونق در عرضه‌های عمومی اولیه (حق بین، ۱۳۹۵)

یکی از پدیده‌های مورد توجه، بازده کوتاه مدت بیشتر از بازده بازار (قیمت گذاری کمتر از حد) می‌باشد. معمولاً شرکتها برای ترغیب سرمایه گذاران بالقوه و ایجاد عرضه ای موفق، سهام خود را با قیمتی کمتر از قیمت ذاتی به بازار عرضه می‌کنند، این پدیده به عنوان "قیمت گذاری کمتر از حد" شناخته میشود. شواهد تجربی فراوان در دست است که نشان می‌دهد پدیده قیمت گذاری 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 مد نظر باشند. این اقدامات عبارتند از: توانایی در جهت‌گیری خدمت به مشتری، توانایی استفاده اثربخش از فن آوری، ظرفیت مدیریتی شکل دهی و توسعه تصویر بیرونی شرکت و قابلیت به کارگیری بودجه بندی 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 کاتالیزور 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).

۴-۲- پیشینه تحقیق

از تحقیقات داخلی و خارجی نزدیک به موضوع مقاله می‌توان به پژوهش‌های زیر اشاره نمود: باغبانی و سبزه ئی (۱۴۰۲)، به بررسی رابطه بین تصمیمات سرمایه‌گذاران نهادی با کیفیت شرکت در عرضه‌های اولیه عمومی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. نتایج این تحقیق نشان داد که بین درصد خریداران حقوقی با کیفیت 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. پاپی (۱۴۰۲)، به بررسی سرمایه‌گذاران نهادی و سرمایه‌گذاری در سهام بانکی پرداخت. 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.

مهری نژاد و سپهر (۱۴۰۲)، به شناسایی راهبردهای تامین مالی شرکت‌های نوپا مبتنی بر فناوری از منظر سرمایه‌گذاری‌های خطرپذیر پرداختند. 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

¹ Kotey & Meredith

^YLiu

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 پرداختند. 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 $-0,023$ واحد کاهش می‌یابد و با توجه به اینکه احتمال این متغیر بزرگ تر از $0,05$ 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 $-0,017$ بوده که نشان دهنده تاثیر منفی عرضه عمومی بر عملکرد مالی شرکتها می‌باشد که با توجه به آماره t ضریب متغیر معنی دار می‌باشد ($-2,37$). با توجه به موارد فوق می‌توان فرضیه پژوهش را تایید شده تلقی نمود. اصالت/ارزش افزوده علمی: سرمایه گذاران 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 سرمایه گذاران احتمالاً با مشاهده کاهش عملکرد عملیاتی بعد از عرضه، ناامید 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 پرداختند. 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 نشد. 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 سرمایه گذاری و ساختار سرمایه شرکت‌های نوپا (شرکت‌های عرضه عمومی اولیه در بازار بورس کشور هند) پرداختند. نتایج نشان داد مقرراتی که به شرکت‌های عرضه عمومی اولیه اجازه می‌دهد از سرمایه‌گذاران 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 سرمایه گذاری و اهرم برای شرکت‌های با رشد بالا و محدودیت مالی قابل توجه است. شرکت‌های دارای محدودیت مالی که توسط سرمایه‌گذاران اصلی حمایت می‌شوند، $26,4$ 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.

هاراشه و همکاران (۲۰۲۴)، به بررسی ساختار سرمایه در شرکت‌های خانوادگی: نقش فعالیت‌های نوآورانه و سرمایه گذاران نهادی پرداختند. نتایج نشان می‌دهد که سرمایه‌گذاران نهادی هیچ رابطه‌ای با معیارهای اهرم مالی ندارند، مگر زمانی که یک متغیر تعاملی را کنترل می‌کنند (سرمایه‌گذاران نهادی \times 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 نشان‌دهنده قرار گرفتن در معرض ریسک بالاتر است. آزمون غیرخطی یک نقطه عطف را نشان می‌دهد که رابطه بین ارزش ثبت اختراع و بدهی وارونه می‌شود.

چادا و وارداراجان^۲ (۲۰۲۳)، به بررسی کیفیت سود، سرمایه گذاران نهادی و نگهداری وجوه نقد (دارایی نقدی) شرکت: شواهدی از هند پرداختند. 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. سرمایه گذاران

¹ Harasheh

² Chada & Varadharajan

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 درون‌زایی معتبر هستند.

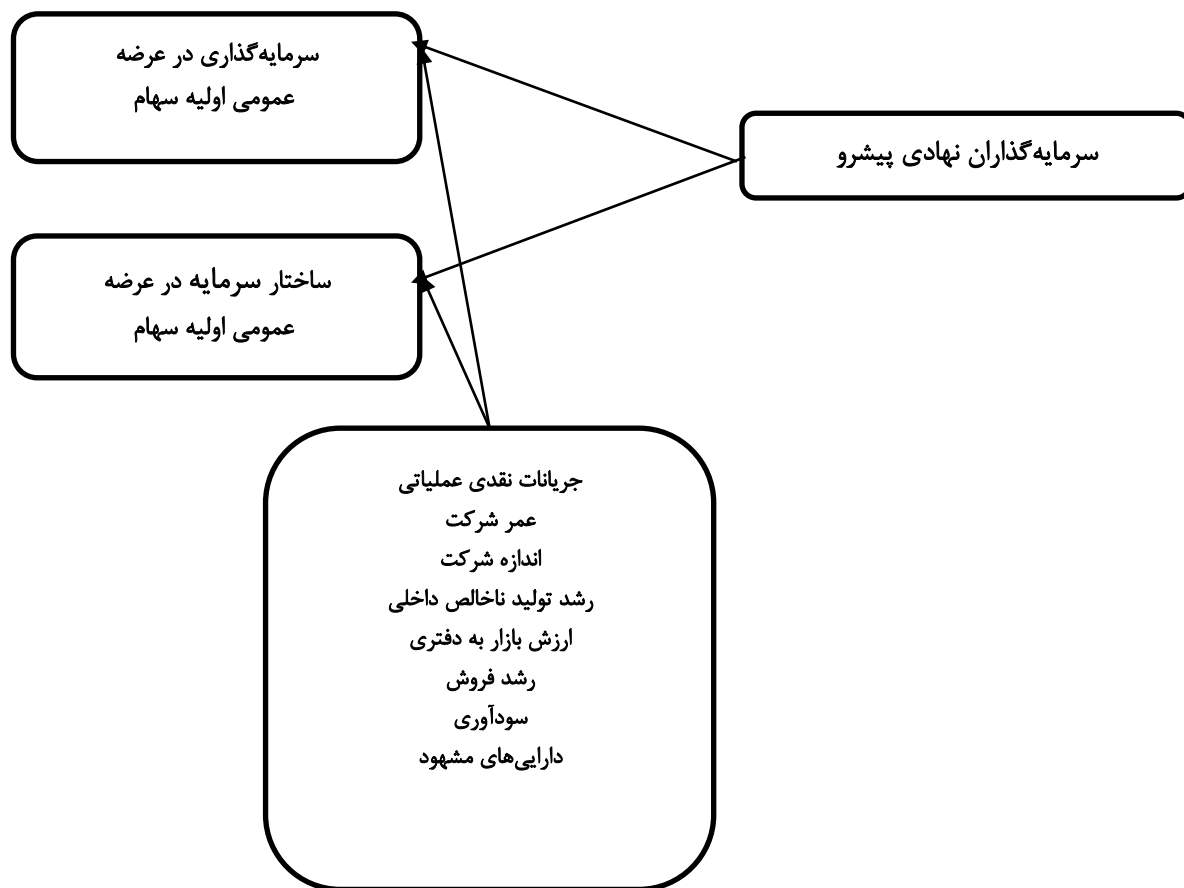
لیو و همکاران (۲۰۲۳)، به بررسی کمبود نقدینگی در شرکت‌های عرضه اولیه عمومی سهام پرداختند. نتایج نشان داد در صورتی که شرکت‌های عرضه اولیه عمومی (IPO) درآمد حاصل از فروش سهام اولیه را دریافت نکنند، اکثر آن‌ها به زودی نقدینگی خود را از دست خواهند داد. کسری نقدی ناشی از افزایش در مخارج سرمایه، تحقیق و توسعه (M&A (R&D یا بازپرداخت بدهی 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 سازگار هستند. شرکت‌های عرضه اولیه عمومی (IPO) 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 (IPO) استفاده کرد.

کوئوواس^۱ و همکاران (۲۰۲۲)، به بررسی تاثیر ساختار سرمایه و نوآوری بر عملکرد شرکت. اثرات مستقیم و غیرمستقیم ساختار سرمایه پرداختند. 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 نشان داده شده است که نقش میانجی کامل قابل توجهی در این رابطه دارد، اگر SMEها بخواهند عملکرد شرکت بهتری داشته باشند، باید سطح نوآوری خود را افزایش دهند. بنابراین تصمیم گیرندگان باید توجه ویژه‌ای به سرمایه‌گذاری مجدد سود خود برای افزایش سطوح نوآوری و عملکرد شرکت داشته باشند. لذا با توجه به ادبیات پژوهش و تحقیق‌های صورت گرفته می‌توان اینگونه نتیجه‌گیری نمود 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.

۳- مدل و فرضیه‌های تحقیق

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

¹ Cuevas



نمودار (۱): مدل مفهومی پژوهش
برگرفته از مقاله بیس شارما و همکاران (۲۰۲۴)

با توجه به مدل مفهومی، 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 این مدل‌ها معنادار باشند می‌توان نتیجه گرفت که فرضیه‌های پژوهش مورد تایید قرار گرفته‌اند. به این ترتیب داریم:

(۱)

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

(۲)

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

- با توجه به مدل های ذکر شده، فرضیه‌های تحقیق به شرح زیر مورد بررسی قرار می‌گیرند:
۱. سرمایه‌گذاران نهادی پیشرو بر سرمایه‌گذاری در عرضه عمومی اولیه سهام شرکت‌های نوپا پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تأثیر معناداری دارد.
 ۲. سرمایه‌گذاران نهادی بر ساختار سرمایه در عرضه عمومی اولیه سهام شرکت‌های نوپا پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تأثیر معناداری دارد.

۴- روش شناسی تحقیق

۴-۱- روش تحقیق

تحقیق حاضر از نظر هدف، یک تحقیق کاربردی می‌باشد. پژوهش حاضر از نظر گردآوری داده‌ها و اطلاعات و روش تجزیه و تحلیل یک تحقیق توصیفی و غیرآزمایشی می‌باشد که سعی پژوهشگر بر این است تا یک مسئله و پرسش واقعی که در عمل وجود دارد طی یک فرایند تحقیق پاسخ دهد و در ضمن هیچگونه تغییری بر روی متغیرهای مستقل انجام نشده است از این رو بر حسب نحوه گردآوری داده‌ها طرح پژوهش جزو پژوهش‌های توصیفی-پس رویدادی طبقه بندی می‌شود.

۴-۲- جامعه و نمونه آماری

- جامعه مطالعاتی تحقیق 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 تمامی شرایط زیر را دارا باشند:
۱. اطلاعات کامل هر یک از شرکت‌های مورد مطالعه طی قلمرو زمانی تحقیق موجود باشند.
 ۲. شرکت‌ها در طی دوره تحقیق تغییر سال مالی نداشته باشند.
 ۳. پایان سال مالی شرکت‌های مورد مطالعه ۲۹ اسفندماه باشد.
 ۴. جزء شرکت‌های واسطه‌گری، بانک‌ها، سرمایه‌گذاری‌ها و شرکت‌های هلدینگ و بیمه نباشند.
 ۵. وقفه معاملاتی بیش از سه ماه نداشته باشد.

جدول (۱): نمونه‌گیری به روش غربالگری

۷۱۶	تعداد شرکت‌هایی که تا سال ۱۴۰۲ در بورس حضور داشتند
(۲۵۲)	تعداد شرکت‌های که بعد از سال ۱۳۹۶ از بورس حذف یا وارد فرابورس شدند
(۱۸۷)	تعداد شرکت‌هایی که عضو بخش مالی و خدماتی و بیمه و بانک‌ها و هلدینگ و... بوده‌اند
(۱۴۷)	تعداد شرکت‌هایی که پایان سال مالی آن‌ها منتهی به ۱۲/۲۹ نبوده است
(۹۳)	تعداد شرکت‌هایی که اطلاعات مورد نیاز آنها در بازه زمانی در دسترس نبوده یا ناقص بوده است
۳۷	تعداد شرکت‌هایی که اطلاعات آن‌ها کامل و در دسترس هستند.

در تحقیق حاضر روش نمونه‌گیری حذفی سیستماتیک می‌باشد 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 گرفت.

۴-۳- ابزار گردآوری و تجزیه و تحلیل داده‌ها

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 ره آورد 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 سایت کدال (وب سایت www.codal.ir) مراجعه شد. اطلاعات مربوط به مبانی نظری و

تئوریک تحقیق، به صورت کتابخانه ای و با استفاده از کتب و مقالات فارسی و انگلیسی جمع آوری شده است. همچنین جهت آزمون فرضیه‌ها و در نهایت تجزیه و تحلیل داده‌ها از نرم‌افزار Excel جهت طبقه بندی و محاسبه متغیرها استفاده گردید و در نهایت اطلاعات حاصل با استفاده از نرم‌افزار اقتصاد سنجی Eviews8 مورد تجزیه و تحلیل قرار گرفت.

۵- یافته‌ها و تحلیل داده‌ها:

یافته‌های مربوط به آمار توصیفی متغیرها

جدول شماره ۲، آماره‌های توصیفی متغیرهای تحقیق در طی دوره مورد بررسی 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 آمده است:

جدول (۲): آمار توصیفی متغیرهای پژوهش

نام متغیر	نماد	میانگین	میانه	بیشینه	کمینه	انحراف معیار
سرمایه گذاری شرکت	INV	0.042080	0.031672	0.345293	-0.804844	0.175053
ساختار سرمایه	CS	0.502991	0.508491	0.964712	0.066015	0.231681
سرمایه گذاران نهادی پیشرو	INST	0.392871	0.369300	0.561000	0.225000	0.094900
جریان‌ات نقدی عملیاتی	OCF	0.093828	0.075274	0.532428	-0.232117	0.122544
عمر شرکت	AGE	3.022929	3.091042	3.526361	1.386294	0.359708
اندازه شرکت	SIZE	14.78462	14.60501	18.92811	11.11602	1.586205
رشد تولید ناخالص داخلی	GDPG	-0.086845	-0.017164	0.085803	-0.557116	0.201218
ارزش بازار به دفتری	MB	3.429978	3.230669	18.63534	0.164915	3.792731
رشد فروش	GROW	0.251829	0.190762	1.940439	-0.845255	0.484487
سودآوری	ROA	0.119644	0.100742	0.673189	-0.450926	0.169006
دارایی‌های مشهود	TANG	0.153191	0.126252	0.399938	0.006907	0.109005

یافته‌های مربوط به آزمون مانایی متغیرها

به منظور بررسی مانایی متغیرهای تحقیق از آزمون دیکی فولر تعمیم یافته (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 کوچک تر هستند و در نتیجه فرضیه صفر آماری آزمون مبنی بر وجود ریشه واحد رد شده و می‌توان پذیرفت که سری‌های مورد مطالعه در این سطح خطا مانا هستند و بنابراین، رفتار مقادیر متغیرها، در طول زمان دستخوش تغییرات رونددار نخواهد شد.

جدول (۳): نتایج آزمون مانایی متغیرها

نام متغیر	نماد	آماره آزمون	معناداری	نتیجه
سرمایه گذاری شرکت	INV	-14.99796	0.0000	مانا است
ساختار سرمایه	CS	-13.12829	0.0000	مانا است
سرمایه گذاران نهادی پیشرو	INST	-8.821771	0.0000	مانا است
جریان‌ات نقدی عملیاتی	OCF	-10.57099	0.0000	مانا است

عمر شرکت	AGE	-11.60412	0.0000	مانا است
اندازه شرکت	SIZE	-5.376015	0.0000	مانا است
ارزش بازار به دفتری	MB	-5.550023	0.0000	مانا است
رشد فروش	GROW	-6.346106	0.0000	مانا است
سودآوری	ROA	-5.756873	0.0000	مانا است
دارایی‌های مشهود	TANG	-5.775990	0.0000	مانا است

با توجه به جدول شماره ۳ مشاهده می‌شود سطح معناداری همه متغیرها کمتر از ۵ درصد بوده و بیانگر مانا بودن متغیرهاست.

یافته‌های مربوط به ضریب همبستگی

ضریب همبستگی به منظور تعیین میزان رابطه، نوع و جهت رابطه‌ی 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 متغیرها

	INV	CS	INST	OCF	AGE	SIZE	GDPG	MB	GROW	ROA	TANG
INV	1.000000										
CS	-0.215790	1.000000									
	0.0005	-----									
INST	0.078642	-0.090674	1.000000								
	0.2071	0.1456	-----								
OCF	0.029376	-0.145550	0.054278	1.000000							
	0.6379	0.0191	0.3843	-----							
AGE	-0.068515	0.182031	0.119664	-0.065077	1.000000						
	0.2719	0.0033	0.0544	0.2968	-----						
SIZE	-0.251266	0.160620	0.102392	0.242765	0.156191	1.000000					
	0.0000	0.0096	0.1001	0.0001	0.0118	-----					
GDPG	-0.004111	0.040629	-0.069220	0.038174	-0.110410	-0.242952	1.000000				
	0.9475	0.5151	0.2670	0.5408	0.0761	0.0001	-----				
MB	-0.067708	0.151129	0.005483	-0.087273	0.172753	0.057200	-0.356888	1.000000			
	0.2776	0.0149	0.9300	0.1614	0.0053	0.3592	0.0000	-----			
GROW	0.099717	0.054813	0.131147	0.123504	0.111374	0.139051	-0.193012	0.223867	1.000000		
	0.1094	0.3797	0.0349	0.0471	0.0736	0.0252	0.0018	0.0003	-----		
ROA	0.236438	-0.247028	0.142989	0.520214	-0.016600	0.262089	-0.233008	-0.034206	0.283675	1.000000	
	0.0001	0.0001	0.0213	0.0000	0.7903	0.0000	0.0002	0.5837	0.0000	-----	
TANG	0.355470	-0.109870	-0.142759	0.077770	-0.419200	-0.248742	0.152298	-0.087317	-0.078151	-0.100570	1.000000
	0.0000	0.0776	0.0216	0.2122	0.0000	0.0001	0.0141	0.1612	0.2100	0.1064	-----

آزمون F لیمر (چاو) و آزمون هاسمن

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	آماره آزمون	درجه آزادی	معناداری	نتیجه
مدل اول	9.007320	(36,213)	0.0000	داده‌های تابلویی
مدل دوم	6.613548	(36,213)	0.0000	داده‌های تابلویی

با توجه به 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	معناداری	نتیجه
مدل اول	67.850053	9	0.0000	اثرات ثابت
مدل دوم	58.387704	9	0.0000	اثرات ثابت

با توجه به 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.

خودهمبستگی و همسانی واریانس در مقادیر خطا

به منظور 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 کرد.

جدول (۷): نتایج آزمون خودهمبستگی و ناهمسانی واریانس

مدل‌های پژوهش	آماره آزمون	معناداری	نتیجه
دوربین واتسون	1.898637	—	عدم وجود خودهمبستگی اجزای خطا
مدل اول	5.288168	0.8085	همسانی واریانس اجزای خطا
دوربین واتسون	1.853554	—	عدم وجود خودهمبستگی اجزای خطا
مدل دوم	15.05136	0.0895	همسانی واریانس اجزای خطا

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 بریوش-پاگان در مدل پژوهش بالاتر از ۵ درصد می‌باشد و بیانگر وجود عدم ناهمسانی واریانس در جملات اخلال می‌باشد.

آزمون هم خطی

در آمار، عامل تورم واریانس^۲ شدت هم خطی چندگانه را ارزیابی می‌کند. در واقع 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

نام متغیر	نماد	عامل تورم واریانس مدل اول	عامل تورم واریانس مدل دوم
-----------	------	---------------------------	---------------------------

^۱DW

^۲variance inflation factor=VIF

1.053909	1.053909	INST	سرمایه گذاران نهادی پیشرو
1.513319	1.513319	OCF	جریانان نقدی عملیاتی
1.264767	1.264767	AGE	عمر شرکت
1.229060	1.229060	SIZE	اندازه شرکت
1.331901	1.331901	GDPG	رشد تولید ناخالص داخلی
1.239849	1.239849	MB	ارزش بازار به دفتری
1.176829	1.176829	GROW	رشد فروش
1.659560	1.659560	ROA	سودآوری
1.318478	1.318478	TANG	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.

نتایج تخمین مدل رگرسیونی اول

در این بخش مدل رگرسیونی تخمین زده شده است. نتایج مربوط به هر یک از متغیرها در جدول (۹) آمده است:

جدول (۹): تخمین نهایی مدل رگرسیونی اول پژوهش

معناداری	آماره تی	انحراف استاندارد	ضریب	نماد	متغیرها
0.0017	3.142128	0.032326	0.101571	C	ضریب ثابت
0.0000	5.717381	0.029595	0.169205	INST	سرمایه گذاران نهادی پیشرو
0.0000	-7.888539	0.027463	-0.216647	OCF	جریانان نقدی عملیاتی
0.0000	7.508612	0.000484	0.003632	AGE	عمر شرکت
0.0000	-14.61541	0.001912	-0.027946	SIZE	اندازه شرکت
0.2217	-1.222179	0.015691	-0.019177	GDPG	رشد تولید ناخالص داخلی
0.0004	-3.520199	0.000803	-0.002827	MB	ارزش بازار به دفتری
0.0006	3.452487	0.006126	0.021149	GROW	رشد فروش
0.0000	19.30232	0.020853	0.402519	ROA	سودآوری
0.0000	23.09030	0.028819	0.665429	TANG	دارایی‌های مشهود
		0.667019			ضریب تعیین تعدیل شده
		12.48484			آماره F
		0.000000			سطح معناداری

➤ با توجه به اینکه متغیر مستقل سرمایه گذاران نهادی پیشرو شرکت (INST) 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 تاثیر مستقیم و معناداری دارند. بنابراین، می‌توان نتیجه گرفت که با افزایش سرمایه گذاران نهادی پیشرو، میزان سرمایه گذاری شرکت‌ها نیز افزایش پیدا کرده است (تایید فرضیه اول پژوهش).

نتایج تخمین مدل رگرسیونی دوم

در این بخش مدل رگرسیونی تخمین زده شده است. نتایج مربوط به هر یک از متغیرها در جدول (۱۴) آمده است:

جدول (۱۰): تخمین نهایی مدل رگرسیونی دوم پژوهش

متغیرها	نماد	ضریب	انحراف استاندارد	آماره تی	معناداری
ضریب ثابت	C	0.033915	0.002765	12.26786	0.0000
سرمایه گذاران نهادی پیشرو	INST	-0.240508	0.042788	-5.620868	0.0000
جریان نقدی عملیاتی	OCF	-0.101302	0.039707	-2.551241	0.0108
عمر شرکت	AGE	0.004145	0.000699	5.926645	0.0000
اندازه شرکت	SIZE	0.039327	0.046737	0.841466	0.4002
رشد تولید ناخالص داخلی	GDPG	0.126824	0.022686	5.590350	0.0000
ارزش بازار به دفتری	MB	0.007286	0.001161	6.273925	0.0000
رشد فروش	GROW	0.045989	0.008857	5.192670	0.0000
سودآوری	ROA	-0.364070	0.030150	-12.07530	0.0000
دارایی‌های مشهود	TANG	-0.084724	0.041666	-2.033404	0.0421
ضریب تعیین تعدیل شده			0.586710		
آماره F			7.380441		
سطح معناداری			0.000000		

➤ با توجه به اینکه متغیر مستقل سرمایه گذاران نهادی پیشرو شرکت (INST) دارای ضریب منفی و سطح معناداری کمتر از ۵ درصد است از این رو می‌توان گفت که سرمایه گذاران 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 سرمایه گذاران نهادی پیشرو، میزان بدهی شرکت‌ها کاهش پیدا کرده است (تایید فرضیه دوم پژوهش).

۶- نتیجه‌گیری و پیشنهادات تحقیق

ادبیات عرضه‌های عمومی اولیه نشان می‌دهد که سرمایه‌گذاران نهادی در عرضه‌های عمومی اولیه نقش‌های مفیدی دارند. 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 سرمایه گذاران خرد از بازار عرضه‌های عمومی اولیه خارج نمی‌شوند. سرمایه گذاران نهادی در ارائه اطلاعات مرتبط با ارزش لازم برای قیمت گذاری عرضه‌های عمومی اولیه کمک می‌کنند. علاوه بر این، سرمایه گذاران 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. هم‌چنین، به منظور انتخاب حجم نمونه از روش نمونه‌گیری حذف سیستماتیک (غربالگری) استفاده شد 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 از نرم افزار 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، نتیجه می‌گیریم که تخصیص اختیاری سهام به سرمایه‌گذاران لنگر تأثیر مثبتی بر عملکرد شرکت‌ها دارد.

فرضیه اول: سرمایه‌گذاران نهادی پیشرو بر سرمایه‌گذاری در عرضه عمومی اولیه سهام شرکت‌های نوپا پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تأثیر معناداری 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 شد 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. بنابراین، می‌توان نتیجه گرفت که با افزایش سرمایه‌گذاران نهادی پیشرو، میزان سرمایه‌گذاری شرکت‌ها نیز افزایش پیدا کرده است. در ارتباط با نتایج به دست آمده در مطالعه حاضر بایستی اشاره شود که نظریه سیگنال دهی اسپنس (۱۹۷۳) مدتهاست که برای توصیف فعالیت شرکت‌های دارای عرضه عمومی اولیه استفاده شده است. سرمایه‌گذاران پیشرو با سرمایه‌گذاری قابل توجه در شرکت‌های دارای عرضه عمومی اولیه سیگنال معتبری را به بازار ارسال می‌کنند. سرمایه‌گذاران قبل از بازار، سیگنال‌هایی را منتقل می‌کنند که به طور همزمان با توانایی دارای عرضه عمومی اولیه برای جذب پذیرهنویسان معتبر و چندین بیمه‌گر مرتبط است. علاوه بر این، بین این سیگنال‌های قبل از بازار و قیمت پیشنهادی و مبلغ کل پیشنهاد افزایش‌یافته همبستگی وجود دارد. فرض بر این است که سیگنال‌دهی مرتبط با حمایت سرمایه‌گذار لنگر به شرکت‌های دارای عرضه عمومی اولیه امکان می‌دهد تا سرمایه بیشتری را افزایش دهند (و سرمایه‌گذاری کنند). بنابراین، سرمایه‌گذاران نهادی پیشرو به رشد و سرمایه‌گذاری شرکت‌ها کمک می‌کنند. شرکت‌ها و شرکت‌های دارای محدودیت مالی در مقایسه با شرکت‌های با رشد کم و غیرمحدود، سهام بیشتری را افزایش دهند. این یافته‌ها سازگار با نتایج مطالعه شارما و همکاران (۲۰۲۴) می‌باشد.

فرضیه دوم: سرمایه‌گذاران نهادی بر ساختار سرمایه در عرضه عمومی اولیه سهام شرکت‌های نوپا پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تأثیر معناداری دارد.

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 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 بهادار تهران تأثیر مستقیم

و معناداری دارند. بنابراین، می‌توان نتیجه گرفت که با افزایش سرمایه‌گذاران نهادی پیشرو، میزان بدهی شرکت‌ها کاهش پیدا کرده است. در این ارتباط می‌توان اشاره کرد که اگر شرکت‌های دارای عرضه عمومی اولیه در هماهنگی سهام بیشتر موفق باشند، اهرم آنها را کاهش می‌دهد. ادبیات مربوط به عوامل تعیین‌کننده ساختار سرمایه تعدادی از عوامل مانند مالیات‌ها، زمان‌بندی بازار و شرایط بازار را شناسایی کرده است. تصمیمات مالی شرکت را می‌توان از طریق ترجیحات سرمایه‌گذار تحت تأثیر قرار داد. بسیاری از نویسندگان بر این باورند که سرمایه‌گذاران نهادی بر تصمیمات ساختار سرمایه شرکت تأثیر می‌گذارند، به ویژه برای شرکت‌های کوچک تر، جوان تر و از نظر مالی محدودتر. در همین ارتباط، شارما و همکاران (۲۰۲۴) به طور تجربی نشان دادند که سرمایه‌گذاری نهادی در شرکت‌های دارای عرضه عمومی اولیه می‌تواند یک عامل تعیین‌کننده مهم در ساختار سرمایه شرکت‌های جوان باشد، زیرا می‌توانند نه تنها بر هزینه حقوق صاحبان سهام بلکه بر میزان سهام افزایش‌یافته و اهرم تأثیر بگذارند. سرمایه‌گذاران نهادی پیشرو ممکن است به دنبال موقعیت‌های هیئت مدیره نباشند، زیرا آنها بخش قابل توجهی از سهام را در اختیار دارند، انگیزه مشارکت فعال در اداره شرکت را دارند. از این رو، فرض می‌شود که مشارکت سرمایه‌گذاران نهادی پیشرو به کاهش موانع صدور اوراق بهادار ناشی از اطلاعات نامتقارن می‌شود که به همین دلیل این شرکت‌ها ممکن است قادر به افزایش سرمایه‌گذاری و کاهش اهرم مالی باشند. این امر به ویژه برای شرکت‌های در حال رشد و شرکت‌های دارای محدودیت مالی بسیار مهم است. بنابراین، شرکت‌های دارای عرضه عمومی اولیه دارای پشتوانه سرمایه‌گذاران نهادی پیشرو، پس از کنترل ویژگی‌های شرکت، سرمایه‌گذاری‌های بیشتری را انجام می‌دهند و افزایش سرمایه‌گذاری به‌ویژه برای شرکت‌های با پشتوانه سرمایه‌گذاران نهادی پیشرو و با رشد بالا بیشتر است. یک فرضیه مرتبط این است که شرکت‌های تحت حمایت سرمایه‌گذاران نهادی پیشرو به دلیل توانایی آنها در به حداکثر رساندن درآمدهای پیشنهادی و کاهش هزینه انتشار سهام، کاهش اهرم مالی را تجربه می‌کنند. کاهش اهرم به ویژه برای شرکت‌های با رشد بالا و شرکت‌های دارای محدودیت سرمایه بیشتر است. این یافته‌ها سازگار با نتایج مطالعه شارما و همکاران (۲۰۲۴) می‌باشد. لذا با توجه به نتایج تحقیق پیشنهادات زیر ارائه می‌شود:

نتایج این پژوهش قابل استفاده برای سرمایه‌گذاران، اعتبار دهندگان و تحلیل‌گران و تمام افراد و سازمان‌هایی است که به نوعی با فعالیت سرمایه‌گذاری در بورس اوراق بهادار درگیر هستند مفید باشد. بنابراین پیشنهادهای زیر ارائه می‌شود: با توجه به نتیجه به دست آمده در فرضیه اول پژوهش و از آن جایی که مطالعه حاضر برای قانون‌گذاران و مدیران شرکت‌ها مورد توجه است، قانون‌گذاران نگران اطلاعات نامتقارن و مشکلات نمایندگی هستند که بازار اولیه شرکت‌های دارای عرضه عمومی اولیه را دچار اختلال می‌کند. مطالعه حاضر نشان می‌دهد که یک سازوکار خوب طراحی شده نه تنها می‌تواند این مشکلات را کاهش دهد بلکه سرمایه‌گذاران جدید را نیز به بازار جذب کند. به این ترتیب، سایر اقتصادها می‌توانند از این بررسی درس‌هایی بگیرند.

با توجه به نتیجه به دست آمده در فرضیه دوم پژوهش پیشنهاد می‌شود مدیران شرکت‌های دارای عرضه عمومی اولیه ممکن است با چالش‌هایی در ارتباطات سرمایه‌گذار مواجه شوند. جذب سرمایه‌گذاران نهادی پیشرو در یک سیستم مناقصه شفاف می‌تواند این چالش‌ها را حل کند.

فهرست منابع

انواری رستمی، علی اصغر. (۱۴۰۰). انتخاب و ارزیابی عملکرد مجموعه‌های اوراق بهادار سرمایه‌گذاری چند معیاری با بهره‌گیری از مدل‌های برنامه‌ریزی آرمانی، مجله علمی- پژوهشی اقتصاد و مدیریت.

باغانی، علی و سبزه‌ئی، الناز. (۱۴۰۲). بررسی رابطه بین تصمیمات سرمایه‌گذاران نهادی با کیفیت شرکت در عرضه‌های اولیه عمومی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. اولین همایش ملی پژوهش‌های نو پدید در حسابداری، مالی، مدیریت و اقتصاد با رویکرد توسعه اکوسیستم نوآوری، تهران.

پایی، فاطمه. (۱۴۰۲). سرمایه گذاران نهادی و سرمایه گذاری در سهام بانکی. ششمین همایش ملی توسعه علوم فناوریهای نوین در مدیریت، حسابداری و کامپیوتر، تهران.

حاجی بیگی، زهرا؛ رحمانی، حلیمه و شعبان زاده، مهدی. (۱۳۹۷). بررسی عوامل تعیین کننده ساختار سرمایه شرکت های فعال در بورس اوراق بهادار تهران تحت رویکرد سیستم پویایی. فصلنامه مطالعات مدیریت و حسابداری، دوره: ۴، شماره: ۳. حساس یگانه، یحیی؛ مرادی، محمد و اسکندر، هدی. (۱۳۹۷). "بررسی رابطه بین سرمایه گذاران نهادی و ارزش شرکت". بررسی های حسابداری و حسابرسی، ش ۵۲، صص ۱۰۷-۱۲۲.

حق بین، زینب (۱۳۹۵). "بررسی انواع ناهنجاری های مربوط به عرضه عمومی سهام در بازار اوراق بهادار تهران". پایان نامه کارشناسی ارشد دانشگاه الزهراء.

حیدری هراتمه، مصطفی و ابراهیمی، بهنام. (۱۴۰۲). بررسی تاثیر عرضه عمومی و اولیه سهام (IPO) بر عملکرد مالی شرکت ها. فصلنامه پژوهش های نوین در ارزیابی عملکرد، دوره: ۲، شماره: ۴.

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

کردستانی، غلامرضا و نجفی عمران، مظاهر. (۱۴۰۰). بررسی عوامل تعیین کننده ساختار سرمایه: آزمون تجربی نظریه موازنه ایستا در مقابل نظریه سلسله مراتبی. فصلنامه تحقیقات مالی.

کردستانی، غلامرضا؛ محمدی، عبدالله و یاراحمدی، جاوید. (۱۴۰۰). بررسی نقش دوگانه سرمایه گذاران نهادی در مدیریت سود قبل و بعد از عرضه اولیه سهام. فصلنامه پژوهش های تجربی حسابداری، دوره: ۱۱، شماره: ۲.

مدرس، احمد و عسگری، محمدرضا. (۱۴۰۰). شناسایی عوامل مؤثر بر بازده غیر عادی بلند مدت سهام عرضه عمومی اولیه در بورس اوراق بهادار تهران". فصلنامه بورس اوراق بهادار، سال دوم، شماره ۵.

مشایخ، شهناز، شاهرخی، سیده سمانه. (۱۳۹۵). عوامل مؤثر بر ساختار سرمایه. ماهنامه حسابداری، شماره ۱۳.

مهری نژاد، صفیه و سپهر، سپهر. (۱۴۰۲). شناسایی راهبردهای تامین مالی شرکت های نوپا مبتنی بر فناوری از منظر سرمایه گذاری های خطرپذیر. چهاردهمین کنفرانس بین المللی مدیریت، تجارت جهانی، اقتصاد، دارایی و علوم اجتماعی. نوو، پی؛ ریموند. (۱۳۹۹). "مدیریت مالی جلد اول". ترجمه (جهانخانی، علی؛ پارسائیان؛ علی)، سازمان مطالعه و تدوین کتب علوم انسانی دانشگاهها (سمت).

- 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).
- Chada, S., & Varadharajan, G. (2023). Earnings quality, institutional investors and corporate cash holdings: evidence from India. *International Journal of Managerial Finance*.
- 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*, Vol. 26, Pp. 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, 1082-1089.
- Diamond Douglas W. (2019). Financial Intermediation and Delegated Monitoring. *The Review of Economic Studies* 1984; 51(3): 393-414.
- Harasheh, M., Capocchi, A., & Amaduzzi, A. (2024). Capital structure in family firms: the role of innovation activity and institutional investors. *EuroMed Journal of Business*, 19(2), 251-275.
- Kotey, B. and G. G. Meredith .(2019). Relationship among Owner/Manager Personal Values, Business Strategies, and Enterprise Performance, *Journal of Small Business Management*, April, 35(2), 37-61.

- Liu, L., Jacoby, G., Song, X., & Zheng, S. X. (2023). Cash shortfalls in IPO firms. *Finance Research Letters*, 52, 103520.
- Muhammed, S., Desalegn, G., & Emese, P. (2024). Effect of Capital Structure on the Financial Performance of Ethiopian Commercial Banks. *Risks*, 12(4), 69.
- Potter, G. (2019). "Accounting Earnings Announcements, Institutional Investor Concentration, and Common Stock Returns," *Journal Accounting Research*, Spring: 146-155.
- 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, 102996.
- Velte, P. (2024). 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. and D.S.Jenkins (2016). "Institutional Ownership and The Quality of Earnings", *Journal of Business Research*, 59:1043-1051.

The Effect of Leading Institutional Investors on Investment and Capital Structure in the Initial Public Offering of Shares of Start-Up Companies Listed to the Tehran Stock Exchange

Abstract

The present study examines the effect of leading institutional investors on investment and capital structure in the initial public offering of shares of start-up companies listed on the Tehran Stock Exchange. For this purpose, following the study of Sharma et al. (2024), the effect of leading institutional investors on the number of investors and capital structure of companies was examined in two separate models. Also, the effect of the variables of operating cash flows, company age, company size, GDP growth, market-to-book value, sales growth, profitability, and tangible assets was controlled in regression models. The present study is classified as a descriptive-correlational research in terms of its applied purpose and data collection method. Also, in order to select the sample size, systematic exclusion sampling

(screening) was used, and according to the conditions considered, 37 companies were finally analyzed in a seven-year period between 2016 and 2022 (a total of 259 company-years). To examine the hypotheses, multivariate regression methods using Eviews8 software and using the panel data method - fixed effects have been used. The results obtained in this study show that overall, leading institutional investors have a significant effect on investment and capital structure in the initial public offering of shares of start-up companies listed on the Tehran Stock Exchange.

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