



فصلنامه علمی پژوهشی دانش سرمایه‌گذاری  
دوره ۱۱ / شماره ۴ (پیاپی ۴۴) / زمستان ۱۴۰۱  
صفحه ۲۱ تا ۰۱

## اثرات تعدیلی ساختار مالکیت، ارتباطات سیاسی و استقلال هیئت مدیره بر ارتباط بین واگرایی نظرات و توجه سرمایه‌گذاران به بازار عرضه اولیه سهام

نقیسه تقی زاده

گروه حسابداری، واحد بین‌المللی کیش، دانشگاه آزاد اسلامی، جزیره کیش، ایران.  
nafisetaghizade@gmail.com

محسن حمیدیان

استادیار، حسابداری، دانشکده اقتصاد و حسابداری دانشگاه آزاد اسلامی واحد تهران جنوب، تهران، ایران. (نویسنده مسئول)  
hamidian\_2002@yahoo.com

نوروز نوراله زاده

استادیار، حسابداری، دانشکده اقتصاد و حسابداری دانشگاه آزاد اسلامی واحد تهران جنوب، تهران، ایران.  
nour547@yahoo.com

تاریخ دریافت: ۹۸/۱۰/۲۷ تاریخ پذیرش: ۹۹/۰۴/۰۲

### چکیده

در پژوهش حاضر به بررسی اثر تعدیلی ساختار مالکیت (بزرگ‌ترین سهامدار)، ارتباطات سیاسی و استقلال هیئت مدیره بر ارتباط بین واگرایی نظرات و توجه سرمایه‌گذاران به بازار عرضه اولیه سهام پرداخته شده است. برای این منظور تعداد ۱۲۴ شرکت دارای عرضه اولیه عمومی در دوره زمانی بین سال‌های ۱۳۸۵ الی ۱۳۹۶ مورد تجزیه و تحلیل قرار گرفتند. پژوهش از نظر هدف کاربردی و از نظر روش گردآوری داده‌ها در گروه پژوهش‌های توصیفی-پس‌رویدادی قرار دارد که برای بررسی فرضیه‌ها از نرم افزار Eviews8 بهره گرفته شد. نتایج به دست آمده در این مطالعه نشان می‌دهد، در مجموع تفاوت دیدگاه‌های سرمایه‌گذاران و واگرایی نظرات آن‌ها تحت تاثیر عوامل مختلفی است که می‌توان به ساختارهای مالکیتی، ارتباطات سیاسی و استقلال هیئت مدیره اشاره کرد. زمانی که بزرگ‌ترین سهامدار شرکت دارای مالکیت بالاتری باشد، موجب کاهش تفاوت دیدگاه‌های سرمایه‌گذاران می‌شود و اثری منفی بر ارتباط مثبت بین بازده اولیه و واگرایی نظرات سرمایه‌گذاران دارد.

واژه‌های کلیدی: واگرایی نظرات، توجه و مشارکت سرمایه‌گذاران، عرضه عمومی اولیه.

## ۱- مقدمه

روش‌های مختلفی که سرمایه‌گذاران خرد با استفاده از آن‌ها، باورهای خود در مورد توزیع بازده‌های آتی را به روز می‌کنند، اختلاف عقیده (واگرایی نظرات) نامیده می‌شود (وانگ و لیو<sup>۱</sup>، ۲۰۱۴ و میلر<sup>۲</sup>، ۱۹۷۷). پدیده اختلاف نظر به طور معمول با تغییرات حجم معاملات سهام خاص به دنبال یک رویداد رخ می‌دهد (میلر، ۱۹۷۷، کارپوف<sup>۳</sup>، ۱۹۸۶، هریس و راویو<sup>۴</sup>، ۱۹۹۳، کندل و پیرسون<sup>۵</sup>، ۱۹۹۵، هونگ و استین<sup>۶</sup>، ۲۰۰۷، گارفینکل<sup>۷</sup>، ۲۰۰۹، وانگ و لیو، ۲۰۱۴). بسیاری از مطالعات تجربی گذشته نشان داده‌اند که اختلاف نظر در بازارهای دارای عرضه جدید مانند عرضه عمومی اولیه بیشتر است. با این حال، اغلب مطالعات قبلی به بررسی اثرات اختلاف نظر بر قیمت کمتر از حد عرضه اولیه سهام پرداختند و انجام پژوهش در زمینه رفتار حجمی نسبتاً کم است. تعداد اندکی از پژوهش‌ها که به بررسی رفتار حجمی پرداختند نشان می‌دهد که تغییر در روند تولید، منجر به کاهش عملکرد پس از عرضه اولیه سهام می‌شود (کریگمن، شاو و ووماک<sup>۸</sup>، ۱۹۹۹، اگاروال<sup>۹</sup>، ۲۰۰۳، بایلی، لی و والتر<sup>۱۰</sup>، ۲۰۰۶، بئمه و چولاک<sup>۱۱</sup>، ۲۰۱۲). از دیدگاه رفتاری، هنگامی که سرمایه‌گذاران اعتقادات خود را با استفاده از هزاران روش به‌روزرسانی می‌کنند (گواترمن و ماسا<sup>۱۲</sup>، ۲۰۰۵) و تفاوت‌های بوجود آمده، تغییرات حجمی زیادی در بازار سرمایه ایجاد می‌کند اختلاف نظر رخ می‌دهد (وانگ و لیو، ۲۰۱۴، گارفینکل، ۲۰۰۹، هونگ و استین، ۲۰۰۷، گواترمن و ماسا، ۲۰۰۵، کندل و پیرسون، ۱۹۹۵، الیس<sup>۱۳</sup>، ۲۰۰۶، هریس و راویو، ۱۹۹۳ و کارپوف، ۱۹۸۶). علاوه بر این، بسیاری از دانشگامیان ادعا می‌کنند سرمایه‌گذاران در بازار عرضه اولیه سهام در مقایسه با سهام "فصلی" در بازار به طور معناداری دچار اختلاف نظر می‌شوند (برای مثال، بئمه و چولاک، ۲۰۱۲، دیتر و مالوی و اسپرینا<sup>۱۴</sup>، ۲۰۰۲). در این‌جا، اختلاف عقاید سرمایه‌گذاران منجر به اختلاف نظر در مورد توزیع‌های آینده بازده سهام عرضه اولیه سهام در بازار پس از فروش می‌شود که در ادامه میزان تجارت و معاملات تجاری افزایش می‌یابد. از آنجایی که سرمایه‌گذاران پس از فروش با مسئله انتخاب خرید سهام در بازار عرضه اولیه سهام یا سایر گزینه‌های سرمایه‌گذاری موجود در بازار مواجه می‌شوند، به احتمال زیاد معاملات‌شان تحت تاثیر توجه بر ویژگی‌های عرضه اولیه سهام مربوطه قرار می‌گیرد (نارایاناسامی، مامونور و ایزانی<sup>۱۵</sup>، ۲۰۱۸). به طور کلی، رابطه بین مشارکت سرمایه‌گذاران خرد و اختلاف نظر پس از فروش که از عناصر کلیدی رفتار حجمی هستند، در حوزه عرضه اولیه سهام همواره مورد بررسی قرار می‌گیرد.

<sup>1</sup> Wang, Liu

<sup>2</sup> Miller

<sup>3</sup> Karpoff

<sup>4</sup> Harris, Raviv

<sup>5</sup> Kandel, Pearson

<sup>6</sup> Hong, Stein

<sup>7</sup> Garfinkle

<sup>8</sup> Krigman, Shaw, Womack

<sup>9</sup> Agarwal

<sup>10</sup> Bayley, Lee, Walter

<sup>11</sup> Boehme, Colak

<sup>12</sup> Goetzmann, Massa

<sup>13</sup> Ellis

<sup>14</sup> Diether, Malloy, Scherbina

<sup>15</sup> Narayanasamy, Mamunur, Izani

## مبانی نظری

### ساختار مالکیت و واگرایی نظرات شرکت‌های دارای عرضه اولیه سهام

پس از اینکه سرمایه‌گذاران اطلاعات قبل از انجام معاملات را پردازش کردند عقاید ثبت شده رفتار حجمی شکل می‌گیرند. بنابراین، عوامل مرتبط با عرضه اولیه سهام مانند عرضه اولیه سهام دارای قیمت پایین، سن شرکت عرضه کننده سهام اولیه و اندازه شرکت نیز عواملی هستند که به طور معناداری عرضه اولیه سهام سرمایه‌گذاران خرد را تحت تاثیر قرار می‌دهد. در عوض، چنین عرضه اولیه سهامی اختلاف نظر بازار پس از فروش را تحت تاثیر قرار می‌دهد، شواهد تجربی مربوط به عرضه اولیه سهام دارای قیمت پایین است. کریگمن و همکاران (۱۹۹۹) و گونوپولوس<sup>۱</sup> (۲۰۰۴) بر این عقیده‌اند که رابطه معکوسی بین مجموع حجم معاملات سهام عرضه شده و عرضه اولیه سهام دارای قیمت پایین وجود دارد، در حالی که مطالعات بعدی استدلال می‌کنند که تغییر حجم، رابطه مثبتی با عرضه اولیه سهام دارای قیمت کم دارد (اگاروال، ۲۰۰۳، بایلی و همکاران، ۲۰۰۶، لو و یونگ<sup>۲</sup>، ۲۰۱۳). بئمه و چولاک (۲۰۱۲)، هنگام بررسی کیفیت تجارت نهادی، شواهدی مبنی بر حمایت از رابطه معکوس پیدا کردند، در حالی که کسانی که به بررسی عدم اطمینان اطلاعات پرداختند از پیش‌بینی رابطه مثبت حمایت کردند (در حالی که پایین بودن قیمت بیشتر، منجر به اختلاف بیشتر در بازار پس از فروش می‌شود). علاوه بر این، مطالعات گذشته نشان دادند که نظرات متفاوت سرمایه‌گذاران برای شرکت‌های عرضه اولیه سهام با سابقه عملیاتی کوتاه (میلر، ۲۰۰۰، جوارتوسکی و لیزینسکا<sup>۳</sup>، ۲۰۱۲)، اندازه شرکت‌های کوچک‌تر بسیار قوی‌تر است (میلر، ۲۰۰۰، جوارتوسکی و لیزینسکا، ۲۰۱۲، لو و یانگ، ۲۰۱۳) و با سرمایه‌گذاران نهادی اجتناب می‌شود (میلر، ۲۰۰۰ بئمه و چولاک، ۲۰۱۲، کریگمن و همکاران، ۱۹۹۹، گونوپولوس، ۲۰۰۴، ایس، ۲۰۰۶).

اگاروال (۲۰۰۳) و بایلی و همکاران (۲۰۰۶) استدلال می‌کنند که اختلاف نظر بیشتری در شرکت‌های عرضه سهام اولیه، دارای مشارکت نهادی بیشتر وجود دارد. برخلاف سرمایه‌گذاران نهادی، سرمایه‌گذاران فردی نسبت به سرمایه‌گذاران نهادی اطلاعات کمتری با روند صنعت دارند (بایلی و همکاران، ۲۰۰۶). سرمایه‌گذاران خرد سهم‌هایی که احتمال کاهش ارزش‌شان زیادتر است را به خاطر ترس از پشیمانی از دست دادن‌شان به مدت طولانی نزد خود نگه می‌دارند. این تمایل سرمایه‌گذاران گمراهی از دست رفته نامیده می‌شود (کانمن و تورسکی<sup>۴</sup>، ۱۹۷۹) که در چنین موقعیتی درد از دست دادن نسبت به لذت بدست آوردن سود بیشتر است. با این وجود، متوجه شدیم که معاملات مکرر اغلب منجر به بازده پایین‌تری در آینده می‌شود (باربر و ادن<sup>۵</sup>، ۲۰۰۸). بایلی و همکاران (۲۰۰۶) اشاره کردند که ترس از پشیمانی، موجب می‌شود تا مشترکان خرد در سریع‌ترین زمان ممکن و اولین فرصت از سهام دارای عرضه اولیه برای جلوگیری از دست زدن به موقع استفاده کند.

<sup>1</sup> Gounopoulos

<sup>2</sup> Low, Yong

<sup>3</sup> Jewartowski, Lizinska

<sup>4</sup> Kahneman, Tversky

<sup>5</sup> Barber, Oden

## ارتباط سیاسی و بازارهای عرضه اولیه سهام

ارتباطات سیاسی توسط شرکت‌ها یک پدیده جهانی است (چارامیلیند، کالی و ویواتاناکانتنگ<sup>۱</sup>، ۲۰۰۶؛ کلیسنس، فیجن، و لایون<sup>۲</sup>، ۲۰۰۸؛ فاجیو<sup>۳</sup>، ۲۰۰۶؛ فیشمن<sup>۴</sup>، ۲۰۰۱؛ خواجه و مین<sup>۵</sup>، ۲۰۰۵). فاجیو (۲۰۰۶) پس از پژوهش در یک نمونه شامل ۴۲ کشور از جمله کشورهای توسعه یافته و کشورهای در حال توسعه مهم به این نتیجه رسید که هم‌پوشانی بین سهامداران کنترل و مدیران ارشد که اعضای پارلمان‌های ملی یا دولت هستند بسیار گسترده می‌باشد. ارتباطات سیاسی تأثیرمعدناداری بر زندگی اقتصادی بنگاه‌های فردی دارد. مطالعات مختلف دریافتند که ارتباطات سیاسی به میزان قابل توجهی ارزش بازاری شرکت را افزایش می‌دهد (فرگوسن و وت<sup>۶</sup>، ۲۰۰۸؛ فیشمن، ۲۰۰۱). فرگوسن و وت (۲۰۰۸) ارزش ارتباط نازی‌ها با شرکت‌های آلمانی در جنبش نازی‌ها را در سال ۱۹۳۳ بررسی و به این نتیجه رسیدند که شرکت‌های دارای پیوندهای قابل توجه با نازی‌ها به طور غیرعادی بازده سهام بالایی پس از انتصاب هیتلر به عنوان صدراعظم داشتند. بارکر و مولر<sup>۷</sup> (۲۰۰۲) متوجه شدند سرمایه‌گذاران نیاز به هزینه سرمایه کمتری برای شرکت‌های مرتبط با سیاست دارند.

ارزش ارتباطات سیاسی برای شرکت‌ها، شکل‌های مختلفی دارد. اولاً، شرکت‌هایی که دارای ارتباطات سیاسی هستند ممکن است با رفتارهای ترجیحی در بازار اعتبار بانکی دریافت کنند. سپیانزا<sup>۸</sup> (۲۰۰۴) معتقد است که نرخ سود وام شرکت‌های دولتی از بانک‌های دولتی بسیار پایین است و ارتباطات سیاسی در منطقه مورد نظر قوی‌تر است، نرخ سود شرکت‌های دارای ارتباطات سیاسی کمتر است. چارامیلیند و همکاران (۲۰۰۶) دریافتند که در تایلند، شرکت‌های دارای ارتباطات سیاسی دسترسی بیشتری به وام‌های بلند مدت با وثیقه کمتر دارند. دینک<sup>۹</sup> (۲۰۰۵) متوجه شد که شرکت‌های دارای ارتباطات سیاسی از بانک‌های دولتی وام دریافت می‌کنند. یه، شو و چیئو<sup>۱۰</sup> (۲۰۱۳) دریافتند که در تایوان، ارتباطات سیاسی رابطه مثبتی با وام‌های بانکی ترجیحی دارند. دوم، لئوز و ابرهولزرگی<sup>۱۱</sup> (۲۰۰۶) و فاجیو، ماسالیس و مک‌کونل<sup>۱۲</sup> (۲۰۰۶) دریافتند که دولت، شرکت‌های دارای ارتباطات سیاسی را در مقایسه با شرکت‌های بدون ارتباط، زمانی که در معرض خطرات مالی قرارگیرند ضمانت می‌کند. بنابراین، شرکت‌های دارای ارتباطات سیاسی قدرت نفوذ بیشتری دارند.

کلیسنس و همکاران (۲۰۰۸) نشان دادند که شرکت‌های دارای ارتباطات سیاسی پس از انتخابات قدرت نفوذ بانکی بیشتری دارند. خواجه و مین (۲۰۰۵) نشان دادند که شرکت‌های دارای ارتباطات سیاسی ۴۵ درصد بیشتر

<sup>1</sup> Charumilind, Kali, Wiwattanakantang

<sup>2</sup> Claessens, Feijen, Laeven

<sup>3</sup> Faccio

<sup>4</sup> Fisman

<sup>5</sup> Khwaja, Mian

<sup>6</sup> Ferguson, Voth

<sup>7</sup> Barker, Mueller

<sup>8</sup> Sapienza

<sup>9</sup> Dinc

<sup>10</sup> Yeh, Shu, Chiu

<sup>11</sup> Leuz, Oberholzer-Gee

<sup>12</sup> Faccio, Masulis, McConnell

وام می‌گیرند و نرخ پیش‌فرض آن‌ها ۵۰ درصد بالاتر است. بنابراین شرکت‌های دارای ارتباطات سیاسی قدرت نفوذ بالایی دارند. سوم، شرکت‌های دارای ارتباطات سیاسی قراردادهای دولتی دریافت می‌کنند. اگروال و کنوبر<sup>۱</sup> (۲۰۰۱) نشان می‌دهند که در ایالات متحده، شرکت‌های دارای ارتباطات سیاسی بخش بیشتری از فروش را به دولت گزارش می‌دهند. چهارم، در بازارهایی که در آن اقدامات سیاسی یا مقررات دولتی فراگیر است، شرکت‌های دارای ارتباطات سیاسی، منافع مقرراتی دریافت می‌کنند. استیگلر<sup>۲</sup> (۱۹۷۱) معتقد است منافع مقرراتی ارتباطات سیاسی، اشکالی نظیر نظارت قانونی است شرکت‌های دارای ارتباطات سیاسی یا نظارت قانونی قوی‌تری نسبت به رقبای‌شان به خود می‌گیرد. لئوز و ابرهولزر جی (۲۰۰۶) نشان می‌دهد که در بازار سرمایه که در آن اقدامات سیاسی یا مقررات دولتی فراگیر هستند، شرکت‌های دارای ارتباطات سیاسی کمتری هستند که در بازارهای سرمایه خارجی بودجه جمع‌آوری می‌کنند.

### استقلال هیئت مدیره و عرضه اولیه سهام

اثرات هیئت مدیره بر ارزش شرکت در دو بعد می‌باشد. هیئت مدیره موثر از عرضه‌کننده تأمین مالی در برابر سوء رفتار مدیریتی حمایت می‌کند. هیئت مدیره موثر از طریق افزایش شهرت، اعتبار، قابلیت دسترسی به شبکه و ارائه مشاوره راهبردی به شرکت مزیت رقابتی می‌دهد. در پس این دو بعد، دو چشم‌انداز نظری و دو جریان پژوهشی وجود دارد.

اولین چشم‌انداز نظری دیدگاه نمایندگی هیئت مدیره می‌باشد. طبق این دیدگاه، هیئت مدیره یک ابزار برای حفاظت از ارزش است. نقش هیئت مدیره بر رفتار مدیران و تأمین همسویی منافع شرکت با منافع سهامداران می‌باشد. هیئت مدیره‌ای که می‌خواهد عملکرد خوبی داشته باشد، با تشویق مدیران به تلاش در جهت اهداف شرکت و منع منافع طلبی آن‌ها، ارزش شرکت را افزایش می‌دهد (هرمالین و ویسباچ<sup>۳</sup>، ۲۰۰۳).

چشم‌انداز دوم نظری، دیدگاه وابستگی منابع می‌باشد. طبق این دیدگاه، هیئت مدیره، ابزاری برای خلق ارزش است. نقش هیئت مدیره فراهم‌آوری منابع ارزشمند برای شرکت با هدف کمک به مزیت رقابتی آن می‌باشد. هیئت مدیره موثر و کارآمد باید با ارائه مشاوره راهبردی، کمک به شهرت و اعتبار شرکت و گسترش شبکه ارتباطات شرکت، خلق ارزش آن را افزایش دهد (کاف<sup>۴</sup>، ۱۹۹۹). خلق ارزش توسط هیئت مدیره در شرکت‌های جوان اهمیت بیشتری دارد. کرتو<sup>۵</sup> (۲۰۰۳)، بر این عقیده هستند که دیدگاه نمایندگی در سازمان‌های جوان به اندازه شرکت‌های بالغ حاکم نیست. دیدگاه وابستگی منابع در شرکت‌های جوان غالب می‌باشد. طبق این دیدگاه، تجربه و شبکه

<sup>1</sup> Agrawal, Knoeber

<sup>2</sup> Stigler

<sup>3</sup> Hermlin, Weisbach

<sup>4</sup> Coff

<sup>5</sup> Certo

ارتباطی شرکت به مزیت رقابتی شرکت کمک می‌رساند (زهرا و پیرس<sup>۱</sup>، ۱۹۸۹). مدیران بیرونی به تبادل اطلاعات راهبردی میان شرکت‌های جوان و شرکت‌های بالغ کمک می‌رسانند (گلتکانیزک و هامبریک<sup>۲</sup>، ۱۹۹۷). کمبود تجربه و کوچکی شبکه ارتباطی آن‌ها را جبران می‌سازند (شیوا داستانی و یرماک<sup>۳</sup>، ۱۹۹۹) و میل مدیریت به تعهد بیش از حد به راهبردهای فعلی را کاهش می‌دهند (هامبریک، گلتکانیز و فردریکسون<sup>۴</sup>، ۱۹۹۳). محققان چهار نقش برای هیئت مدیره شرکت‌های عام شناسایی و تعیین کردند (کومار و سیواراماکریشنان<sup>۵</sup>، ۲۰۰۸). هیئت مدیره، مدیریت ارشد را از طرف سهامداران با هدف کاهش رفتارهای سودجویانه مدیریت مورد نظارت قرار می‌دهند (جنسن<sup>۶</sup>، ۱۹۸۶). هیئت مدیره تدوین استراتژی را از طریق نقش مشاوره‌ای خود تسهیل می‌بخشد. نقش سوم هیئت مدیره تأمین منابع لازم برای مدیریت ارشد و مدیران عامل می‌باشد. هیئت مدیره یک نقش قرارداد نویسی نیز دارد (کومار و همکاران، ۲۰۰۸).

اثربخشی هیئت مدیره با توجه به توانایی آن در نظارت، مشاوره، قرارداد نویسی و تأمین منابع برای مدیریت ارشد مشخص می‌گردد. یکی از ویژگی‌های هیئت مدیره موثر و اثربخشی، استقلال آن می‌باشد. اگرچه استقلال هیئت مدیره پیش نیاز اصلی نظارت موثر بر مدیران می‌باشد، اما هنوز به صورت پژوهشی مشخص نشده است که آیا استقلال بر عملکرد نقش هیئت مدیره اثر دارد یا نه. بیرد و هیکن<sup>۷</sup> (۱۹۹۲)، به یافته‌هایی رسیدند که با یافته‌های قبلی مبنی بر اینکه هیئت مدیره‌های دارای مدیران مستقل بیشتر به نفع سهامداران عمل می‌کنند موافق و مطابق نیست. آن‌ها یک رابطه غیرخطی میان بازده سهام غیرعادی و میزان و تعداد مدیران مستقل در هیئت مدیره یافتند. به عقیده آن‌ها عملکرد بازده با افزایش تعداد مدیران مستقل تا حدود ۶۰ درصد افزایش و سپس کاهش دارد. از آنجا که نقش مشاوره‌ای هیئت مدیره، مهم‌ترین ویژگی در اتخاذ تصمیمات استراتژیکی است، بنابراین می‌توان نتیجه گرفت که استقلال هیئت مدیره برای اجرای موثر نقش مشاوره هیئت مدیره سودمند نیست. از سوی دیگر، فالی، هویتاش و هویتاش<sup>۸</sup> (۲۰۱۱) دریافتند که شرکت‌های دارای هیئت مدیره‌هایی که نظارت شدید دارند دارای عملکرد ضعیف‌تر و نوآوری کم‌تر هستند. طبق این شواهد، مزایای نظارت شدید بیشتر از مزایای نقش مشاوره‌ای هیئت مدیره می‌باشد (فابیو، مولی و ویسمارا<sup>۹</sup>، ۲۰۱۴).

### پیشینه پژوهش

شفیعی و هروی (۱۳۹۷) با در نظر گرفتن مقدار ضریب بتای بدست آمده برای تاثیرگذاری چهار متغیر ریسک افزایشی، اعتماد سازمانی، اعتبار سازمانی و اعتماد سرمایه‌گذار نشان داد که اعتماد سازمانی بیشترین تاثیر را در

<sup>1</sup> Zahra, Pearce

<sup>2</sup> Geletkanycz, Hambrick

<sup>3</sup> Shivdasani, Yermack

<sup>4</sup> Hambrick, Geletkanycz, Fredrickson

<sup>5</sup> Kumar, Sivaramakrishnan

<sup>6</sup> Jensen

<sup>7</sup> Byrd, Hickman

<sup>8</sup> Faleye, Hoitash, Hoitash

<sup>9</sup> Fabio, Meoli, Vismara

افزایش سرمایه‌گذاری دارد. همچنین میان ریسک دریافت شده بازده پایین تر از هدف با میزان مورد انتظار بازده سودآوری و بین ریسک دریافت شده زیان اصل سرمایه با میزان مورد انتظار از زیان اصل سرمایه رابطه معناداری وجود دارد. رهنمای رودپشتی و محسنی (۱۳۹۷) دریافتند بین ارتباطات سیاسی و سود نقدی سهام رابطه مثبت و معنی‌داری وجود دارد. به عبارتی با افزایش ارتباطات سیاسی، سود نقدی تقسیمی افزایش می‌یابد. همچنین یافته‌های تحقیق بیانگر رابطه مثبت و معنی‌دار بین ارتباطات سیاسی و بازده سهام است. به عبارتی با افزایش ارتباطات سیاسی، بازده سهام شرکت‌ها افزایش می‌یابد. این نتایج دلالت بر این دارد که ارتباط سیاسی می‌تواند به عنوان عاملی مهم در زمینه سود نقدی و بازده‌های سهام در نظر گرفته شود.

رضوی (۱۳۹۷) ثابت کردند بین درصد سهام شناور و عملکرد مالی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران رابطه معناداری وجود دارد. استقلال هیات مدیره بر ارتباط بین درصد سهام شناور و عملکرد مالی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تاثیر معناداری دارد. شهرآبادی، شعبانی و جیواد (۱۳۹۶) دریافتند دو نسبت سود هر سهم و نرخ بازده جاری سهامداران به عنوان عوامل موثر بر تصمیم‌گیری تجاری سرمایه‌گذاران خرد می‌باشند. ولی نسبت‌های قیمت هر سهم و نسبت قیمت به سود هر سهم تاثیر بر تصمیم‌گیری تجاری سرمایه‌گذاران خرد ندارند.

بهرامسری، مسلمی و نحوی‌زاده (۱۳۹۵) اعلام کردند بازده بازار قبل از عرضه اولیه سهام بر بازده عرضه اولیه سهام تاثیرگذار نمی‌باشد. رفیع‌زاده و برزگر (۱۳۹۵) نشان دادند بین گرایش‌های احساس سرمایه‌گذاران و قیمت‌گذاری کمتر از حد عرضه عمومی اولیه سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران رابطه معناداری وجود دارد. شفیع‌پور و جلالی‌علی‌آبادی (۱۳۹۴) در بررسی عرضه عمومی اولیه، مدیریت سود و ساختار مالکیت دریافتند ارقام تعهدی اختیاری قبل از عرضه اولیه توانایی توضیح‌دهندگی ساختار مالکیت شکل گرفته پس از عرضه را دارد اما معکوس آن برقرار نیست. به عبارت دیگر، دلیلی برای رد رابطه مستقیم میان ارقام تعهدی اختیاری قبل از عرضه با ساختار مالکیت یافت نشد.

در پژوهش‌های خارجی نیز، دونگ و میچل<sup>۱</sup> (۲۰۱۰) نشان دادند عرضه‌های اولیه سهام در صنایع با اختلاف نظر بالا نسبت به عرضه اولیه سهام در صنایع با اختلاف نظر کم، بازده طولانی مدت کمتری در ۳-۵ سال آینده دارند. تأثیر اختلاف نظر بر عملکرد بلندمدت عمدتاً در بین سهام‌های عرضه شده پرمقاصی است، که با استفاده از معیار فروش بیش از حد در زمان عرضه اولیه سهام سنجیده می‌شود و این اثر تا زمانی که بازده‌ها ارزش‌گذاری شوند قوی باقی می‌مانند. یافته‌های ژاو، شونگ و دیهوا<sup>۲</sup> (۲۰۱۸) نشان می‌دهد بین توجه غیر عادی سرمایه‌گذاران و بازده روز اول عرضه اولیه سهام عام رابطه مثبتی وجود دارد و این مورد به نوبه خود نشان می‌دهد که هرچه میزان توجه غیر عادی سرمایه‌گذاران قبل از عرضه اولیه سهام عام بیشتر باشد میزان بازده عرضه اولیه سهام عام در روز اول افزایش خواهد یافت. با این حال، یافته‌ها نشان می‌دهد که بین عملکرد کمتر از حد بلندمدت عرضه اولیه سهام عام و توجه غیر عادی سرمایه‌گذاران رابطه‌ی معنادار ضعیفی وجود دارد.

<sup>1</sup> Dong, Michel

<sup>2</sup> Zhao, Xiong, Dehua

علاوه بر این در این پژوهش به بررسی اثر متقابل میزان بازده عرضه اولیه سهام عام در روز اول و عملکرد بلند مدت آن پرداخته شد. و این نتایج نشان داد که میزان بازده روز اول عرضه اولیه سهام عام قابلیت پیش‌بینی ضعیفی برای عملکرد طولانی‌مدت کمتری از حد بلندمدت تأثیر دارد. ژائو و همکاران (۲۰۱۸) اعلام کردند یک رابطه مثبت میان توجه سرمایه‌گذار غیرعادی و بازار عرضه اولیه سهام وجود دارد که نشان می‌دهد توجه بیشتر سرمایه‌گذار غیرعادی قبل از عرضه اولیه سهام باعث بازده بیشتر عرضه اولیه سهام می‌گردد. همچنین رابطه ضعیفی میان عملکرد ضعیف بلندمدت عرضه اولین سهام و توجه سرمایه‌گذار غیرمالی وجود دارد. بازده عرضه اولیه سهام ملاک پیش‌بینی ضعیفی برای عملکرد ضعیف بلندمدت دارد.

نارایاناسامی و همکاران (۲۰۱۸) در بررسی تفاوت دیدگاه‌ها بر بازده اولیه سهام و اثر تعدیل‌گر توجه سرمایه‌گذاران در بازار عرضه اولیه عمومی ثابت کردند ارتباط بین بازده اولیه و تفاوت در دیدگاه‌های سرمایه‌گذاران وجود دارد. همچنین، زمانی که درک فردی ضعیف است، تمایلات رفتاری سرمایه‌گذاران کاهش پیدا می‌کند. زاتونی و همکاران<sup>۱</sup> (۲۰۱۷) دریافتند در حالی که تأثیر مستقیم استقلال هیئت ضعیف است، نهادهای ملی به طور قابل توجهی رابطه استقلال-عملکرد شرکت‌های دارای عرضه اولیه عمومی را تعدیل می‌سازند. همچنین، اثربخشی سازه‌های هیئت مدیره وابسته به شرایط خاص ملی است، اما نوع نظام حقوقی اهمیت چندانی ندارد. بادرو، احمد-زالوکی و ون-حسین<sup>۲</sup> (۲۰۱۷) در بررسی ویژگی‌های هیئت مدیره و مقدار سرمایه جمع‌آوری شده در بازار عرضه اولیه مالزی پرداخته است. نشان دادند هیئت مدیره ارتباط معنی‌دار و مثبتی با میزان سرمایه افزایش یافته دارد. در حالی که رابطه بین اندازه هیئت مدیره با میزان سرمایه افزایش یافته بسیار ضعیف است. با این حال، نتایج نشان می‌دهد که غیرخانوادگی بودن هیئت مدیره مشخصات دیگر هیئت مدیره از جمله اندازه هیئت مدیره، استقلال هیئت و دوگانگی مدیر عامل با میزان سرمایه افزایش یافته رابطه معناداری دارد.

توریکا<sup>۳</sup> (۲۰۱۶) دریافتند حجم این جستجوها به طور معناداری بازده، عرضه اولیه سهام را پیش‌بینی می‌کند. سهام‌هایی که توجه بیشتری به آن می‌شود، فشار قیمت کوتاه‌مدت مثبت و بازگشت قیمت بلندمدت را تجربه می‌کنند. دارمادی و رندی<sup>۴</sup> (۲۰۱۳) در بررسی قیمت‌گذاری کمتر از حد، ساختار هیئت مدیره و مالکیت بررسی تجربی شرکت‌های عرضه اولیه سهام اندونزی اظهار داشتند استقلال هیئت مدیره با سطح قیمت‌گذاری رابطه مثبتی دارد. علاوه بر این، نشان داده شده است که سطح قیمت‌گذاری با اندازه هیئت مدیره و مالکیت سازمانی در ارتباط است، که به نوبه خود این دو مکانیسم نقش مهمی در کاهش تقارن اطلاعات بین صادرکنندگان و سرمایه‌گذاران بالقوه ایفا می‌کنند. میزان مالکیت در توضیح میزان بازده روز اول تأثیر چندانی ندارد. با توجه به مطالب نظری ارائه شده، فرضیه‌های پژوهش به شرح ذیل می‌باشند:

(۱) بزرگ‌ترین سهام‌دار دارای اثر معناداری بر رابطه بین بازده اولیه و تفاوت دیدگاه‌های سرمایه‌گذاران دارای عرضه اولیه عمومی می‌باشد.

<sup>1</sup> Zattoni et al

<sup>2</sup> Badru, Ahmad-Zaluki, Wan-Hussin

<sup>3</sup> Torikka

<sup>4</sup> Darmadi, Randy



۲) ارتباطات سیاسی دارای اثر معناداری بر رابطه بین بازده اولیه و تفاوت دیدگاه‌های سرمایه‌گذاران دارای عرضه اولیه عمومی می‌باشد.

۳) استقلال هیئت مدیره دارای اثر معناداری بر رابطه بین بازده اولیه و تفاوت دیدگاه‌های سرمایه‌گذاران دارای عرضه اولیه عمومی می‌باشد.

### جامعه و نمونه آماری

در پژوهش حاضر به بررسی کلیه شرکت‌هایی که از تاریخ ۸۵/۱/۱ تا ۹۶/۱۲/۲۹ برای اولین بار اقدام به عرضه سهام خود نموده‌اند، مشروط به اینکه جزو شرکت‌های سرمایه‌گذاری و واسطه‌گری مالی نباشند و سال مالی آن‌ها به ۱۲/۲۹ ختم گردد، می‌پردازد. لذا تعداد جامعه و نمونه آماری شامل ۱۲۴ شرکت از شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است، به گونه‌ای که کلیه شرایط گفته شده را احراز نموده‌اند.

### تعریف متغیرها و نحوه اندازه‌گیری متغیرهای پژوهش

#### متغیر وابسته: واگرایی نظرات (تفاوت دیدگاه)

معیار اندازه‌گیری واگرایی نظرات در پژوهش حاضر انحراف معیار روزانه سهام بر اساس قیمت تقاضا و قیمت معامله می‌باشد. بنابراین برای اندازه‌گیری این متغیر از رابطه زیر استفاده است (گارفینکل، ۲۰۰۹):

(۱)

$$Distance = \frac{OrderPrice - PriorTradePrice}{PriorTradePrice}$$

در رابطه بالا داریم:

$OrderPrice$ : قیمت پیشنهادی

$PriorTradePrice$ : قیمت معامله پیشین

سپس واگرایی عقیده (DIVOP) به صورت انحراف معیار روزانه این اختلاف محاسبه می‌شود:

(۲)

$$DIVOP = \left[ \sum_{i=1}^N \frac{(\%Distance_i - \overline{\%Distance})^2}{N-1} \right]_{day}^{1/2}$$

در رابطه بالا داریم:

$N$ : تعداد سهام‌های پیشنهادی در روز اول.

**متغیر مستقل: بازده اولیه**

متغیر اصلی مستقل در پژوهش حاضر بازده اولیه (قیمت‌گذاری کمتر از حد) است. بازده اولیه به صورت درصد تغییرات قیمتی روز اول سهام برای قیمت عرضه اولیه عمومی شرکت تعریف می‌شود (ایبوتسون و جاف<sup>۱</sup>، ۱۹۷۵؛ کریگمن و همکاران، ۱۹۹۹؛ هوگ، لوقران، یان، سوچانک<sup>۲</sup>، ۲۰۰۱؛ آگراول، ۲۰۰۳؛ بایلی و همکاران، ۲۰۰۶؛ بئمه و چولاک، ۲۰۱۲). بنابراین، فرمول اندازه‌گیری این متغیر به شرح ذیل می‌باشد:

(۳)

$$PCC_{it} = \left( \frac{P_{it}}{P_0} \right) - 1$$

در فرمول بالا داریم:

 $PCC_{it}$ : بازده اولیه. $P_{it}$ : قیمت پایان روز عرضه اولیه عمومی سهام شرکت. $P_0$ : قیمت پیشنهادی عرضه اولیه عمومی سهام شرکت.**متغیرهای تعدیل‌گر****- بزرگ‌ترین سهام دار (LARGEST)**

برای اندازه‌گیری متغیر بزرگ‌ترین سهامدار از نسبت سهام تحت تملک بزرگ‌ترین سهامداری که پس از عرضه اولیه عمومی به خرید سهام مبادرت ورزیده است، استفاده شده است (ژائو و همکاران ۲۰۱۸).

**- ارتباطات سیاسی (POL)**

یکی دیگر از متغیرهای تعدیل‌گر در پژوهش حاضر، ارتباطات سیاسی می‌باشد که به پیروی از پژوهش نیکومرام، بنی مهد، رهنمای رودپشتی، کیائی (۱۳۹۲) از متغیر مجازی مدیران سیاسی برای اندازه‌گیری آن استفاده شده است. مدیران سیاسی عبارتند از وجود اعضای هیئت مدیره وابسته به دولت، مجلس، نهادهای سیاسی و یا وجود سهامدار عمده دولتی و شبه دولتی در ساختار مالکیت شرکت. این متغیر به صورت صفر و یک نشان داده می‌شود. در صورت وجود مدیریت سیاسی، مقدار آن یک و در غیر این صورت صفر می‌باشد.

**- استقلال هیئت مدیره (IND)**

به پیروی از بادرو و همکاران (۲۰۱۷) برای اندازه‌گیری متغیر استقلال هیئت‌مدیره شرکت‌ها از نسبت مدیران غیرموظف به کل اعضای هیئت مدیره شرکت‌ها در پایان سال مالی استفاده شده است.

**- متغیرهای کنترلی**

در این مطالعه، سه متغیر کنترلی نیز در نظر گرفته شده که براساس اهمیت آن‌ها در مطالعات مالی-رفتاری است (میلر و ریلی<sup>۳</sup>، ۱۹۸۷؛ کریگمن و همکاران، ۱۹۹۹؛ بایلی و همکاران، ۲۰۰۶؛ دونگ و میچل، ۲۰۱۰؛ بئمه و

<sup>1</sup> Ibbotson, Jeff<sup>2</sup> Houge, Loughran., Yan, Suchanek<sup>3</sup> Miller, Reilly

چولاک، ۲۰۱۲). این متغیرها شامل عوامل ریسک عرضه اولیه عمومی، بهره سرمایه‌گذاران قبل از بازار و متغیر اکتشافی است. عوامل ریسک عرضه اولیه عمومی شرکت‌ها برای تجزیه و تحلیل مولفه اصلی استفاده شده است. این متغیر شامل اندازه پیشنهادی، سرمایه‌بازاری، قیمت پیشنهادی و اندازه دارایی می‌باشد. مطالعات پیشین نشان دادند که عقاید و دیدگاه‌های سرمایه‌گذاران برای تاریخچه عملیاتی کوتاه‌مدت (ریتز<sup>۱</sup>، ۱۹۸۴؛ میلر، ۲۰۰۰؛ هوگ و همکاران، ۲۰۰۱؛ لوقران و ریتز<sup>۲</sup>، ۲۰۰۴؛ جاوالتوسکی و لیزینسکا، ۲۰۱۲)، اندازه کوچک شرکت (میلر، ۲۰۰۰؛ لو و یونگ، ۲۰۱۳) و قیمت‌گذاری بیش از حد پایین عرضه اولیه عمومی (میلر و ریلی، ۱۹۸۷؛ کریگمن و همکاران، ۱۹۹۹؛ میلر، ۲۰۰۰؛ بئمه و چولاک، ۲۰۱۲) به طور قوی در ارتباط است. ضمن اینکه کریگمن و همکاران (۱۹۹۹) و بئمه و چولاک، ۲۰۱۲) دریافته‌اند که شهرت نقش مهمی در فراهم ساختن نقدشوندگی بازار دارد. متغیرهای کنترلی به صورت زیر تعریف می‌شوند:

- **اندازه پیشنهادی (LNSIZE):** برابر است با لگاریتم طبیعی حجم سهام پیشنهادی از سوی شرکت.
- **سرمایه‌بازاری (LNME):** برابر است با لگاریتم طبیعی سرمایه‌بازاری شرکت.
- **قیمت پیشنهادی (LNPRICE):** برابر است با لگاریتم طبیعی قیمت پیشنهادی سهام شرکت.
- **اندازه دارایی (LNTA):** برابر است با لگاریتم طبیعی دارایی‌های شرکت.

#### توسعه مدل‌های رگرسیونی

در پژوهش حاضر به بررسی اثر تعدیلی بزرگ‌ترین سهامدار، ارتباطات سیاسی و استقلال هیئت‌مدیره بر ارتباط بین بازده اولیه و تفاوت دیدگاه‌های سرمایه‌گذاران دارای عرضه اولیه عمومی می‌پردازد که برای بررسی فرضیه‌ها از مدل‌های رگرسیونی غیرخطی چندمتغیره زیر استفاده شده است. در این مدل‌ها در صورت تایید معناداری ضرایب متغیر تعدیل‌گر ( $\beta_3$ ) می‌توان پذیرفت که فرضیه‌های سه‌گانه پژوهش مورد تایید قرار گرفته‌اند. به این ترتیب داریم:

(۴)

$$DIVOP_{it} = \beta_0 + \beta_1 PCC_{it} + \beta_2 LARGEST_{it} + \beta_3 PCC_{it} * LARGEST_{it} + \beta_4 LNSIZE_{it} + \beta_5 LNME_{it} + \beta_6 LNPRICE_{it} + \beta_7 LNTA_{it} + \varepsilon_{it}$$

(۵)

$$DIVOP_{it} = \beta_0 + \beta_1 PCC_{it} + \beta_2 POL_{it} + \beta_3 PCC_{it} * POL_{it} + \beta_4 LNSIZE_{it} + \beta_5 LNME_{it} + \beta_6 LNPRICE_{it} + \beta_7 LNTA_{it} + \varepsilon_{it}$$

(۶)

$$DIVOP_{it} = \beta_0 + \beta_1 PCC_{it} + \beta_2 IND_{it} + \beta_3 PCC_{it} * IND_{it} + \beta_4 LNSIZE_{it} + \beta_5 LNME_{it} + \beta_6 LNPRICE_{it} + \beta_7 LNTA_{it} + \varepsilon_{it}$$

<sup>1</sup> Ritter

<sup>2</sup> Loughran, Ritter

## تجزیه و تحلیل داده‌ها

## آمار توصیفی

در این بخش، نتایج آمار توصیفی پژوهش در جدول (۱) ارائه شده است. براساس نتایج به دست آمده میانگین واگرایی عقیده به طور میانگین ۴۴ به دست آمده که حداکثر آن ۸۶ و حداقل آن یک به دست آمده است. بازده اولیه برای شرکت‌های دارای عرضه اولیه عمومی دارای میانگین منفی یک درصد است که تا مثبت ۹ درصد هم رسیده است. نتایج به دست آمده برای متغیرهای تعدیل‌گر نشان می‌دهد بزرگ‌ترین سهامدار به طور متوسط ۴۹ درصد سهام شرکت‌ها را در اختیار دارند و ارتباطات سیاسی در بیش از ۳۵ درصد شرکت‌ها مشاهده شده است. ضمن اینکه ۵۹ درصد اعضای هیئت مدیره این شرکت‌ها را مدیران غیرموظف تشکیل می‌دهند. اما نتایج به دست آمده برای متغیرهای کنترلی نشان می‌دهد اندازه شرکت‌ها به طور متوسط ۱۸ می‌باشد که بزرگ‌ترین آن‌ها ۲۱ و کوچک‌ترین آن‌ها ۱۱ است. سرمایه‌بازار نیز به طور متوسط بین ۱۱ الی ۱۸ قرار دارد و قیمت پیشنهاد نیز دارای متوسط ۸ می‌باشد. در نهایت، اندازه دارایی‌های شرکت‌ها به طور میانگین ۱۴ می‌باشد که بالاترین آن ۱۹ و پایین‌ترین آن ۱۱ است.

جدول (۱) آمار توصیفی متغیرها

متغیر	نماد	میانگین	میان	حداکثر	حداقل	انحراف معیار
واگرایی عقیده	DIVOP	۴۴/۳۰۳	۴۴/۷۸۶	۸۶/۳۱۵	۱/۰۸۴	۱۶/۴۳۶
بازده اولیه	PCC	-۰/۰۱۸	-۰/۰۲۴	۰/۰۹۴	-۰/۰۴۷	۰/۰۲۴
بزرگ‌ترین سهامدار	LARGEST	۰/۴۹۴	۰/۵۱۰	۰/۹۵۴	۰/۰۰۰	۰/۲۰۵
ارتباطات سیاسی	POL	۰/۳۵۴	۰/۰۰۰	۱/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۴۸۰
استقلال هیئت مدیره	IND	۰/۵۹۰	۰/۶۰۰	۱/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۱۸۷
اندازه پیشنهادی	LNSIZE	۱۸/۲۳۹	۱۸/۵۸۱	۲۱/۹۹۹	۱۰/۲۸۸	۲/۰۶۱
سرمایه‌بازاری	LNME	۱۴/۲۰۲	۱۳/۹۷۷	۱۸/۲۶۵	۱۱/۸۸۷	۱/۲۹۱
قیمت پیشنهادی	LNPRICE	۸/۲۱۰	۸/۱۰۸	۱۰/۰۵۹	۶/۶۲۱	۰/۷۹۹
اندازه دارایی	LNTA	۱۴/۴۱۳	۱۴/۳۳۵	۱۹/۲۴۹	۱۱/۳۶۱	۱/۳۶۰

## آمار استنباطی

در این بخش مدل رگرسیونی تجزیه و تحلیل شده و نتایج به دست آمده برای هر یک از مدل تشریح می‌شود. برای این منظور از روش حداقل مربعات جزیی بهره گرفته شده و آزمون‌های مرتبط با هر یک از آزمون‌ها به تفصیل مورد بررسی قرار گرفته است.

## مدل اول

در مدل اول، بر اساس شاخص‌های نیکویی برازش مدل مشاهده می‌شود که سطح معناداری آماره F تحلیل واریانس کمتر از خطای نوع اول ۰/۰۵ به دست آمده و نشان از معناداری مدل رگرسیونی مورد تخمین دارد. هم‌چنین،

ضریب تعیین اصلاح شده مدل نیز نشان می‌دهد ۵۶ درصد از تغییرات موجود در واگرایی نظرات شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران توسط متغیرهای مستقل و کنترلی این مدل‌ها تبیین می‌گردد. هم‌چنین، نتایج برآورد آماره دوربین واتسون در جهت تایید استقلال اجزای خطا نشان از برآورد این آماره بین ۱/۵ تا ۲/۵ قرار دارد. از آن‌جا که این مقدار نزدیک به مقدار تجربی ۲ قرار دارد می‌توان فرض استقلال اجزای خطا را پذیرفت. مقادیر شاخص VIF که در جهت سنجش عدم هم‌خطی میان متغیرهای مستقل تحقیق محاسبه می‌شود، کوچک‌تر از مقدار بحرانی ۱۰ به دست آمده‌اند که نشان از عدم وجود هم‌خطی شدید میان متغیرهای مستقل تحقیق دارد و از این رو می‌توان پذیرفت که دقت ضرایب تاثیر متغیرهای مستقل در مدل تحقیق، تحت تاثیر روابط درونی متغیرهای مستقل قرار نگرفته است. در نهایت، نتایج به دست آمده برای سطح معناداری آزمون بروش-پاگان که جهت بررسی عدم وجود ناهمسانی واریانس در بین اجزای خطا مورد تجزیه و تحلیل قرار گرفته است، بالاتر از ۰/۰۵ می‌باشد که بیانگر عدم رد فرضیه مخالف مبنی بر همسانی واریانس در بین اجزای خطای مدل می‌باشد. از این رو می‌توان پذیرفت که مفروضات اولیه رگرسیون برقرار بوده و نتایج مدل در تعیین اثرات قابل استناد است. جدول (۲) خلاصه یافته‌های این مدل را نشان می‌دهد.

جدول (۲) نتایج تخمین مدل رگرسیونی

$DIVOP_{it} = \beta_0 + \beta_1 PCC_{it} + \beta_2 LARGEST_{it} + \beta_3 PCC_{it} * LARGEST_{it} + \beta_4 LNSIZE_{it} + \beta_5 LNME_{it} + \beta_6 LNPRICE_{it} + \beta_7 LNTA_{it} + \varepsilon_{it}$				
VIF	معناداری	تی استودنت	بتا	متغیر
-	۰/۰۰۰	۷/۱۹۳	۰/۰۸۶	C
۶/۰۹۱	۰/۰۰۰	۶/۶۳۱	۰/۳۳۳	PCC
۱/۲۹۲	۰/۰۰۵	۲/۷۹۷	۰/۰۷۶	LARGEST
۵/۹۴۸	۰/۰۰۰	-۸/۰۸۴	-۰/۶۴۵	PCC*LARGEST
۲/۵۲۷	۰/۰۰۰	-۳/۶۲۴	-۰/۱۳۷	LNSIZE
۶/۶۳۲	۰/۰۰۰	۳/۹۱۵	۰/۳۸۳	LNME
۲/۷۴۶	۰/۰۰۲	-۳/۰۴۹	-۰/۳۱۰	LNPRICE
۵/۴۲۵	۰/۰۰۰	-۴/۰۱۸	-۰/۳۳۸	LNTA
	۰/۵۶۷			ضریب تعیین تعدیل شده
	۸/۲۷۷			آماره F
	۰/۰۰۰			سطح معناداری
	۱/۷۶۶			دوربین-واتسون
	۱۱/۰۸۷			آزمون بروش-پاگان
	۰/۱۳۴			سطح معناداری

نتایج به دست آمده برای سطح معناداری متغیر تعدیل‌گر بازده اولیه در بزرگ‌ترین سهامدار (PCC\*LARGEST) در مدل که دارای مقداری پایین‌تر از خطای ۵ درصد می‌باشد می‌توان پذیرفت که بزرگ‌ترین سهامدار دارای اثر معناداری بر رابطه بین بازده اولیه و تفاوت دیدگاه‌های سرمایه‌گذاران دارای عرضه اولیه عمومی می‌باشد. بیشتر اینکه ضریب به دست آمده برای متغیر تعدیل‌گر منفی است که نشان می‌دهد این اثرگذاری معکوس است (تایید فرضیه اول).

### مدل دوم

در مدل دوم، بر اساس شاخص‌های نیکویی برازش مدل مشاهده می‌شود که سطح معناداری آماره F تحلیل واریانس کمتر از خطای نوع اول ۰/۰۵ به دست آمده و نشان از معناداری مدل رگرسیونی مورد تخمین دارد. همچنین، ضریب تعیین اصلاح شده مدل نیز نشان می‌دهد ۵۷ درصد از تغییرات موجود در واگرایی نظرات شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران توسط متغیرهای مستقل و کنترلی این مدل‌ها تبیین می‌گردد. همچنین، نتایج برآورد آماره دوربین واتسون در جهت تایید استقلال اجزای خطا نشان از برآورد این آماره بین ۱/۵ تا ۲/۵ قرار دارد. از آن‌جا که این مقدار نزدیک به مقدار تجربی ۲ قرار دارد می‌توان فرض استقلال اجزای خطا را پذیرفت. مقادیر شاخص VIF که در جهت سنجش عدم هم‌خطی میان متغیرهای مستقل تحقیق محاسبه می‌شود، کوچک‌تر از مقدار بحرانی ۱۰ به دست آمده‌اند که نشان از عدم وجود هم‌خطی شدید میان متغیرهای مستقل تحقیق دارد و از این رو می‌توان پذیرفت که دقت ضرایب تاثیر متغیرهای مستقل در مدل تحقیق، تحت تاثیر روابط درونی متغیرهای مستقل قرار نگرفته است. در نهایت، نتایج به دست آمده برای سطح معناداری آزمون بروش-پاگان که جهت بررسی عدم وجود ناهمسانی واریانس در بین اجزای خطا مورد تجزیه و تحلیل قرار گرفته است، بالاتر از ۰/۰۵ می‌باشد که بیانگر عدم رد فرضیه مخالف مبنی بر همسانی واریانس در بین اجزای خطای مدل می‌باشد. از این رو می‌توان پذیرفت که مفروضات اولیه رگرسیون برقرار بوده و نتایج مدل در تعیین اثرات قابل استناد است. جدول (۳) خلاصه یافته‌های این مدل را نشان می‌دهد.

جدول (۳) نتایج تخمین مدل رگرسیونی

$DIVOP_{it} = \beta_0 + \beta_1 PCC_{it} + \beta_2 POL_{it} + \beta_3 PCC_{it} * POL_{it} + \beta_4 LNSIZE_{it} + \beta_5 LNME_{it} + \beta_6 LNPRICE_{it} + \beta_7 LNLA_{it} + \varepsilon_{it}$				
متغیر	بتا	تی استودنت	معناداری	VIF
C	۰/۰۷۵	۶/۳۵۴	۰/۰۰۰	-
PCC	-۰/۹۴۲	-۳/۷۴۴	۰/۰۰۰	۱/۴۴۹
POL	۰/۰۱۵	۱/۱۱۴	۰/۲۶۵	۱/۷۶۵
PCC*POL	۰/۲۸۸	۶/۱۴۹	۰/۰۰۰	۲/۱۷۳
LNSIZE	-۰/۱۲۵	-۳/۲۸۴	۰/۰۰۱	۲/۴۳۰
LNME	۰/۲۱۸	۲/۱۶۴	۰/۰۳۰	۶/۶۸۱
LNPRICE	-۰/۱۴۵	-۱/۴۰۸	۰/۱۵۹	۲/۶۹۲

$DIVOP_{it} = \beta_0 + \beta_1 PCC_{it} + \beta_2 POL_{it} + \beta_3 PCC_{it} * POL_{it} + \beta_4 LNSIZE_{it} + \beta_5 LNME_{it} + \beta_6 LNPRICE_{it} + \beta_7 LNNTA_{it} + \varepsilon_{it}$				
متغیر	بتا	تی استودنت	معناداری	VIF
LNTA	-۰/۱۹۴	-۲/۲۴۳	۰/۰۲۵	۵/۴۷۰
ضریب تعیین تعدیل شده	۰/۵۷۷			
آماره F	۹/۳۰۶			
سطح معناداری	۰/۰۰۰			
دوربین-واتسون	۱/۶۸۹			
آزمون بروش-پاگان	۵/۶۴۷			
سطح معناداری	۰/۵۸۱			

نتایج به دست آمده برای سطح معناداری متغیر تعدیل گر بازده اولیه در ارتباطات سیاسی (PCC\*POL) در مدل که دارای مقداری پایین تر از خطای ۵ درصد می باشد می توان پذیرفت که ارتباطات سیاسی دارای اثر معناداری بر رابطه بین بازده اولیه و تفاوت دیدگاه های سرمایه گذاران دارای عرضه اولیه عمومی می باشد. بیشتر اینکه ضریب به دست آمده برای متغیر تعدیل گر مثبت است که نشان می دهد این اثرگذاری مستقیم است (تایید فرضیه دوم).

#### مدل سوم

در مدل سوم، بر اساس شاخص های نیکویی برازش مدل مشاهده می شود که سطح معناداری آماره F تحلیل واریانس کمتر از خطای نوع اول ۰/۰۵ به دست آمده و نشان از معناداری مدل رگرسیونی مورد تخمین دارد. همچنین، ضریب تعیین اصلاح شده مدل نیز نشان می دهد ۵۸ درصد از تغییرات موجود در واگرایی نظرات شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران توسط متغیرهای مستقل و کنترلی این مدل ها تبیین می گردد. همچنین، نتایج برآورد آماره دوربین واتسون در جهت تایید استقلال اجزای خطا نشان از برآورد این آماره بین ۱/۵ تا ۲/۵ قرار دارد. از آن جا که این مقدار نزدیک به مقدار تجربی ۲ قرار دارد می توان فرض استقلال اجزای خطا را پذیرفت. مقادیر شاخص VIF که در جهت سنجش عدم هم خطی میان متغیرهای مستقل تحقیق محاسبه می شود، کوچک تر از مقدار بحرانی ۱۰ به دست آمده اند که نشان از عدم وجود هم خطی شدید میان متغیرهای مستقل تحقیق دارد و از این رو می توان پذیرفت که دقت ضرایب تاثیر متغیرهای مستقل در مدل تحقیق، تحت تاثیر روابط درونی متغیرهای مستقل قرار نگرفته است. در نهایت، نتایج به دست آمده برای سطح معناداری آزمون بروش-پاگان که جهت بررسی عدم وجود ناهمسانی واریانس در بین اجزای خطا مورد تجزیه و تحلیل قرار گرفته است، بالاتر از ۰/۰۵ می باشد که بیانگر عدم رد فرضیه مخالف مبنی بر همسانی واریانس در بین اجزای خطای مدل می باشد. از این رو می توان پذیرفت که مفروضات اولیه رگرسیون برقرار بوده و نتایج مدل در تعیین اثرات قابل استناد است. جدول (۴) خلاصه یافته های این مدل را نشان می دهد.

جدول (۴) نتایج تخمین مدل رگرسیونی

$DIVOP_{it} = \beta_0 + \beta_1 PCC_{it} + \beta_2 POL_{it} + \beta_3 PCC_{it} * POL_{it} + \beta_4 LNSIZE_{it} + \beta_5 LNME_{it} + \beta_6 LNPRICE_{it} + \beta_7 LNTA_{it} + \varepsilon_{it}$				
متغیر	بتا	تی استودنت	معناداری	VIF
C	۰/۰۸۴	۷/۰۰۸	۰/۰۰۰	-
PCC	۰/۴۴۳	۵/۵۸۷	۰/۰۰۰	۴/۳۴۱
IND	-۰/۰۱۰	-۲/۷۷۲	۰/۰۰۵	۲/۰۴۵
PCC*IND	-۰/۷۸۷	-۶/۰۴۰	۰/۰۰۰	۳/۹۷۱
LNSIZE	-۰/۱۱۵	-۳/۰۲۵	۰/۰۰۲	۲/۴۰۲
LNME	۰/۲۷۶	۲/۷۱۷	۰/۰۰۶	۶/۷۲۳
LNPRICE	-۰/۱۷۹	-۱/۷۵۰	۰/۰۸۰	۲/۶۲۸
LNTA	-۰/۲۵۹	-۲/۹۸۱	۰/۰۰۲	۵/۴۵۷
ضریب تعیین تعدیل شده	۰/۵۸۶			
آماره F	۸/۱۱۸			
سطح معناداری	۰/۰۰۰			
دوربین-واتسون	۱/۷۴۹			
آزمون بروش-پاگان	۸/۹۵۴			
سطح معناداری	۰/۲۵۵			

نتایج به دست آمده برای سطح معناداری متغیر تعدیل‌گر بازده اولیه در استقلال هیئت‌مدیره (PCC\*IND) در مدل که دارای مقداری پایین‌تر از خطای ۵ درصد می‌باشد می‌توان پذیرفت که استقلال هیئت‌مدیره دارای اثر معناداری بر رابطه بین بازده اولیه و تفاوت دیدگاه‌های سرمایه‌گذاران دارای عرضه اولیه عمومی می‌باشد. بیشتر این که ضریب به دست آمده برای متغیر تعدیل‌گر منفی است که نشان می‌دهد این اثرگذاری معکوس است (تایید فرضیه سوم).

#### نتیجه‌گیری

نتایج به دست آمده برای فرضیه‌های پژوهش نشان می‌دهد در مجموع تفاوت دیدگاه‌های سرمایه‌گذاران و واگرایی نظرات آن‌ها تحت تاثیر عوامل مختلفی است که از آن جمله می‌توان به ساختارهای مالکیتی، ارتباطات سیاسی و استقلال هیئت‌مدیره اشاره کرد. به طور مشخص‌تر، زمانی که بزرگ‌ترین سهامدار شرکت دارای مالکیت بالاتری باشد، موجب کاهش تفاوت دیدگاه‌های سرمایه‌گذاران شود و اثری منفی بر ارتباط مثبت بین بازده اولیه و واگرایی نظرات سرمایه‌گذاران داشته باشد. از سوی دیگر، استقلال هیئت‌مدیره نیز می‌تواند چنین نقشی را بازی کند اما ارتباطات سیاسی مدیران موجب کاهش رابطه منفی بین بازده اولیه و تفاوت دیدگاه‌های سرمایه‌گذاران می‌شود. تمامی این نتایج نشان می‌دهد زمانی که سرمایه‌گذاران به اطلاعات دیگری غیر از قیمت بازار سهام توجه می‌کنند،



این موضوع می تواند بازدهی سهام را تحت تاثیر قرار دهد و در نتیجه از دیدگاه رفتاری، پژوهش حاضر نشان داد نوسانات بازار سرمایه تحت تاثیر دیدگاه های رفتاری و شناختی است که سرمایه گذاران نسبت به این حوزه دارند یافته های پژوهش حاضر را می توان سازگار با نتایج پژوهش های نارایاناسمی و همکاران (۲۰۱۸) می باشد.

### فهرست منابع

- \* بهرامسری، بهزوه، مسلمی، آذر، نحوی زاده، حمید. (۱۳۹۵). "بررسی بازده بازار قبل از عرضه اولیه سهام تاثیر آن بر بازده عرضه اولیه سهام". کنفرانس بین المللی اقتصاد، مدیریت، روانشناسی، صص ۱-۹.
- \* رضوی، سیده هنگامه. (۱۳۹۶). "بررسی تاثیر استقلال هیات مدیره بر ارتباط بین درصد سهام شناور و عملکرد مالی شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران". سومین کنفرانس بین المللی مدیریت و مهندسی صنایع، صص ۱-۱۴.
- \* رفیع زاده، هادی، برزگر، قدرت اله. (۱۳۹۵). "بررسی ارتباط بین گرایشات احساسی سرمایه گذاران و قیمت گذاری کمتر از حد عرضه عمومی اولیه سهام شرکتهای بورسی". چهارمین کنفرانس ملی مدیریت، اقتصاد و حسابداری، صص ۱-۸.
- \* رهنمای رودپشتی، فریدون، محسنی، عبدالرضا. (۱۳۹۷). "ارتباطات سیاسی، سود نقدی و بازده سهام در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران". دانش مالی تحلیل اوراق بهادار، مقاله ۱۰، دوره ۱۱، شماره ۳۸، صص ۱۲۹-۱۴۴.
- \* شفیع پور، سیدمجتبی، جلالی علی آبادی، فرزانه. (۱۳۹۴). "عمومی اولیه: مدیریت سود و ساختار مالکیت". فصلنامه پژوهش های تجربی حسابداری. مقاله ۲، دوره ۴، شماره ۴، پیاپی ۱۶، صص ۱۷-۳۲.
- \* شفیع، مهرداد، هروی، شایسته. (۱۳۹۷). "بررسی کشف قیمت عرضه اولیه سهام با استفاده از ارتباطات مالی". پنجمین کنفرانس ملی پژوهش های کاربردی در مدیریت و حسابداری، صص ۱-۱۶.
- \* شهرآبادی، ابوالفضل، شعبانی، آسیه، جیواد، فرشته. (۱۳۹۶). "تاثیر ویژگی های سهام در تصمیم گیری تجاری سرمایه گذاران خرد". پژوهش های جدید در مدیریت و حسابداری. شماره ۳۳، صص ۱-۴۴.
- \* نیکومرام، هاشم، بنی مهد، بهمن، رهنمای رودپشتی، فریدون، کیانی، علی. (۱۳۹۲). "دیدگاه اقتصاد سیاسی و مدیریت سود". حسابداری مدیریت. دوره ۶، شماره ۳ (پیاپی ۱۸)، صص ۳۱-۴۳.
- \* Agarwal, R. (2003). "Allocation of initial public offering and flipping activity". Journal of Financial Economics, Vol. 68(1), 111-135.
- \* Agrawal, Anup, Knoeber, Charles. (2001). "Do some outside directors play a political role"? Journal of Law and Economics, Vol. 44(1), 179-198.
- \* Badru, B. O., Ahmad-Zaluki, N. A., Wan-Hussin, Wan Nordin. (2017). "Board characteristics and the amount of capital raised in the Malaysian IPO market". Journal of Multinational Financial Management, Elsevier. Vol. 42, 37-55.
- \* Barber, B. M., Odean, T. (2008). "All that glitters: The effect of attention and news on the buying behavior of individual and institutional investors". Review of Financial Studies. Vol. 21(2), 785-818.

- \* Barker, V. L., Mueller, G. C. (2002). "CEO characteristics and firm R&D spending". *Management Science*. Vol. 48, 782-801.
- \* Bayley, L., Lee, J.P., Walter, T.S. (2006). "IPO flipping in Australia: cross-sectional explanations". *Pacific Basin Finance Journal*. Vol. 14(4), 327-348.
- \* Boehme, R., Colak, G. (2012). "Primary market characteristics and secondary market frictions of stocks". *Journal of Financial Markets*. Vol. 15(2), 286-327.
- \* Byrd, J., Hickman, K. (1992). "Do outside directors monitor managers? Evidence from tender offer bids". *Journal of Financial Economics*. Vol. 32, 195-221.
- \* Certo, S. T. (2003). "Influencing initial public offering investors with prestige: Signaling with board structures". *Academy of Management Review*. Vol. 28, 432-446.
- \* Charumilind, Ch., Kali, R., Wiwattanakantang, Y. (2006). "Connected Lending: Thailand before the Financial Crisis". *The Journal of Business*. University of Chicago Press, vol. 79(1), 181-218.
- \* Claessens, S., Feijen, E., Laeven, L. (2008). "Political connections and preferential access to finance: The role of campaign contributions". *Journal of Financial Economics*. Vol. 88, 554-580.
- \* Coff, R. W. (1999). "When competitive advantage doesn't lead to performance?: The resource-based view and stakeholder bargaining power". *Organization Science*. Vol. 10, 119-133.
- \* Darmadi, S., Randy, G., (2013). "Underpricing, board structure, and ownership: An empirical examination of Indonesian IPO firms". *Managerial Finance*. Vol. 39(2), 181-200.
- \* Diether, K. B., Malloy, C. J., Scherbina, A. (2002). "Differences of opinion and the cross-section of stock returns". *Journal of Finance*. Vol. 57(5), 2113-2141.
- \* Dinc, Serdar. (2005). "Politicians and banks: Political influences on government-owned banks in emerging countries". *Journal of Financial Economics*. Vol. 77(2), 453-479.
- \* Dong, M., Michel, J-S. (2010). "Divergence of Opinion, Overallotment, and IPO Long-Run Performance". Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=1572152>.
- \* Ellis, K. (2006). "Who trades IPOs? A close look at the first days of trading". *Journal of Financial Economics*. Vol. 79(2), 339-363.
- \* Fabio, Bertoni, Meoli, M., Vismara, S. (2014). "Board Independence, Ownership Structure and the Valuation of IPOs in Continental Europe". *Corporate Governance: An International Review*.
- \* Faccio, M. (2006). "Politically connected firms". *American Economic Review*. Vol. 96, 369-386.
- \* Faccio, M., Masulis, R. W., McConnell, J. J. (2006). "Political connections and corporate bailout". *Journal of Finance*. Vol. 61(6), 2597-2635.
- \* Faleye, O., Hoitash, R., Hoitash, U. (2011). "The costs of intense board monitoring". *Journal of Financial Economics*. Vol. 101, 160-181.
- \* Ferguson, T., Voth, H.J., (2008). "Betting on Hitler—the value of political connections in Nazi Germany". *Quarterly Journal of Economics*. Vol. 123(1), 101-137.
- \* Fisman, R. (2001). "Estimating the value of political connections". *American Economic Review*. Vol. 91, 1095-1102.
- \* Garfinkel, J.A. (2009). "Measuring investors' opinion divergence". *Journal of Accounting Research*. Vol. 47(5), 1317-1348.
- \* Geletkanycz, M. A., Hambrick, D. C. (1997). "The external ties of top-executives: Implications for strategic choice and performance". *Administrative Science Quarterly*. Vol. 42, 654-681.
- \* Goetzmann, W. N., Massa, M. (2005). "Dispersion of opinion and stock returns". *Journal of Financial Markets*. Vol. 8(3), 324-349.
- \* Gounopoulos, D. (2004). "Accuracy of management earnings forecasts in IPO prospectuses: Evidence from Athens Stock Exchange". Working Paper, University of Surrey: United Kingdom.
- \* Hambrick, D., Geletkanycz, M., Fredrickson, J. (1993). "Top executive commitment to the status quo: Some tests of its determinants". *Strategic Management Journal*. Vol. 14, 401-418.

- \* Harris, M., Raviv, A. (1993). "Differences of opinion make a horse race". *Review of Financial Studies*. Vol. 6(3), 473-506.
- \* Hermalin, B. E., Weisbach, M. S. (2003). "Boards of directors as an endogenously determined institution: A survey of the economic literature". *Economic Policy Review*. Vol.9, 7-26.
- \* Hong, H., Stein, J.C. (2007). "Disagreement and the stock market". *Journal of Economic Perspectives*. Vol. 21(2), 109-128.
- \* Houge, T., Loughran, T., Yan, X.S., Suchanek, G. (2001). "Divergence of opinion, uncertainty, and the quality of initial public offerings". *Financial Management*. Vol. 30(4), 5-23.
- \* Ibbotson, R.G., Jaffe, J.F. (1975). "Hot issue markets". *Journal of Finance*. Vol. 30(4), 1027-1042.
- \* Jensen, M. C. (1986). "Agency costs of free cash flow, corporate finance and takeovers". *American Economic Review*. Vol. 76, 323-329.
- \* Jewartowski, T., Lizińska, J. (2012). "Short- and long-term performance of Polish IPOs". *Emerging Markets Finance & Trade*. Vol. 48(2), 59-75.
- \* Kahneman, D., Tversky, A. (1979). "Prospect theory: an analysis of decision and risk". *Journal of Econometrica*. Vol. 47, 263-291.
- \* Kandel, E., Pearson, N.D. (1995). "Differential interpretation of public signals and trade in speculative markets". *Journal of Political Economy*. Vol. 103(4), 831-872
- \* Karpoff, J.M. (1986). "A theory of trading volume". *The Journal of Finance*. Vol. 41(5), 1069-1087.
- \* Khwaja, A. I., Mian, A. (2005). "Do lenders favor politically connected firms? Rent provision in emerging financial market". *Quarterly Journal of Economics*. Vol. 120, 1371-1411.
- \* Krigman, L., Shaw, H.W., Womack, K.L. (1999). "The persistence of IPO mispricing and the predictive power of flipping". *The Journal of Finance*. Vol. 54(3), 1015-1044.
- \* Kumar, P., Sivaramakrishnan, K. (2008). "Who monitors the monitor? The effect of board independence on executive compensation and firm value". *Review of Financial Studies*. Vol. 21(3), 1371-1401.
- \* Leuz, C., Oberholzer-Gee, F., (2006). "Political relationships, global financing, and corporate transparency: evidence from Indonesia". *Journal of Financial Economics*. Vol. 81(2), 411-439.
- \* Loughran, T., Ritter, J. (2004). "Why has IPO underpricing changed over time?". *Financial Management*. Vol. 33(3), 5-37.
- \* Low, S. W., Yong, O. (2013). "Initial public offering and investor heterogeneity: evidence from Malaysia". *American Journal of Finance and Accounting*. Vol. 3(1), 41-56.
- \* Miller, E.M. (1977). "Risk, uncertainty, and divergence of opinion". *Journal of Finance*. Vol. 32(4), 1151-1168.
- \* Miller, R. E. (2000). "Long-run underperformance of initial public offerings: an explanation". Working Papers 1999-2006, Paper No. 16, Department of Economics and Finance, University of New Orleans, New Orleans, LA.
- \* Miller, R. E., Reilly, F. K. (1987). "An examination of mispricing, returns and uncertainty for initial public offerings". *Financial Management*. Vol. 16(2), 33-38.
- \* Narayanasamy Cheedra Devi, Mamunur Rashid, Izani Ibrahim. (2018). "Divergence of opinion and moderating effect of investors' attentions in IPO market: Malaysian evidence". *Review of Behavioral Finance*. Vol. 10(1), 105-126. <https://doi.org/10.1108/RBF-09-2016-0055>.
- \* Ritter, J. R. (1984). "The hot issue market of 1980". *Journal of Business*. Vol. 57, 215-240.
- \* Sapienza, P. (2004). "The effects of government ownership on bank lending". *Journal of Financial Economics*. Vol. 72 (2), 357-384 .
- \* Shivdasani, A., Yermack, D. (1999). "CEO involvement in the selection of new board members: An empirical analysis". *Journal of Finance*. Vol. 16, 1829-1853.
- \* Stigler, George. (1971). "The theory of economic regulation". *Bell Journal of Economics and Management Science*. Vol. 2(1), 3-21.

- \* Torikka, V. (2016). "Capturing Investor Attention – Do pre-IPO Google Searches Predict Stock Performance"? Evidence from Europe. Vol. 10(1), 121-80.
- \* Wang, H., Liu, X. (2014). "The impact of investor heterogeneity in beliefs on share repurchase". International Journal of Econometrics and Financial Management. Vol. 2(3), 102-113.
- \* Yeh, Y. H., Shu, P. G., Chiu, S. B. (2013). "Political connections, corporate governance and preferential bank loans". Pacific-Basin Finance Journal. Vol. 21(3), 1079–1101.
- \* Zahra, S. A., Pearce, J. A. (1989). "Boards of directors and corporate financial performance: A review and integrative model". Journal of Management. Vol. 15, 291–334.
- \* Zattoni, A., Witt, M. A., Judge, W. Q., Talaulicar, T., Chen, J. J., Lewellyn, K., Hu, H. W., Gabrielsson, J., Rivas, J. L., Puffer, Sh., Shukla, D., Lopez, F., Adegbite, E., Fassin, Y., Yamak, S., Fainshmidt, S., Ees H. V. (2017). "Does board independence influence financial performance in IPO firms? The moderating role of the national business system". Journal of World Business. Elsevier, Vol. 52(5), 628-639.
- \* Zhao, R., Xiong, X. b., Dehua, S. (2018). "Investor attention and performance of IPO firms: Evidence from online searches". Physica A: Statistical Mechanics and its Applications. 342-348.

## **The Moderating Effects of Ownership Structure, Political Communication, and Board Independence on the Relationship between Divergence of Views and Attention of Investors to the Initial Public Offering (IPO) Market**

**Nafise Taghizade**

Department of Accounting , Kish International Branch, Islamic Azad University, Kish Island, Iran.  
nafisetaghizade@gmail.com

**Mohsen Hamidian**

Asistant Professor of Accounting, Islamic Azad University Tehran South, Iran.  
Corresponding Author  
hamidian\_2002@yahoo.com

**Nowroz Noorollahzadeh**

Asistant Professor of Accounting, Islamic Azad University Tehran South, Iran.  
nour547@yahoo.com

### **Abstract**

In this study, the moderating effect of ownership structure (largest shareholder), political communication, and board independence on the relationship between the divergence of views and investors' attention to the IPO market was evaluated. To do so, 124 companies with an initial public offering (IPO) were analyzed during the period 2006-2017. This is an applied study in terms of purpose and is among the descriptive-retrospective researches in terms of the data collection method. To examine the hypotheses, Eviews8 software was used. The results obtained in this study indicated that, in general, the difference between investors' views and divergence of their views were under the influence of various factors such as ownership structures, political communication, and board independence. When the largest shareholder of the company has higher ownership, it reduces the difference in investors' views and has a negative effect on the positive relationship between initial returns and divergence of investors' opinions.

**Keywords:** Divergence of opinion, Investor's attention and participation, Initial public offering

