

Short-Term and Long-Term Perspectives of Institutional Shareholders Regarding Overvaluation and Secondary Stock Offerings

Habib Ansari Samani* 

Associate Professor ,Department of Economics ,Faculty of Economics , Management, and Accounting, Yazd University, Yazd, Iran .

Sajad Barandak 

MSc. Financial Management, Department of Accounting ,Moghadas Ardabili Institute of Higher Education, Ardabil, Iran

**Maryam Aminian
Dehkordi** 

MSc .Financial Management ,Department of Accounting & Finance ,Faculty of Economics ,Management and Accounting , Yazd University ,Yazd ,Iran .

Abstract

After the IPO, stock returns and long-term operating performance change directly with changes in institutional shareholders up to three years later, which is consistent with the monitoring role of institutional shareholders. Firms with short-term institutional shareholders have more negative returns at the IPO and experience secondary offerings . Therefore, the purpose of this research is to investigate the role of short-term and long-term views of shareholders on the relationship between

* Corresponding Author: H.samani@yazd.ac.ir

How to Cite: Ansari Samani ,H , .Barandak ,S. and Aminian ,M. (2026). Short-term and long-term views of institutional shareholders and the relationship between overvaluation and seasoned stock offering. *Finance and Banking*, 1, (1), 1-28. doi:10.2205/fiba.2023.75442.1005

overvaluation and the secondary supply of shares in companies listed on the Tehran Stock Exchange during the years 2017 to 2022 .The sample consists of 144 companies, and linear regression analysis was conducted using Stata and EViews software. According to the results, the hypothesis regarding the influence of short-term and long-term institutional shareholders on the relationship between overvaluation and secondary supply was confirmed. Short-term institutional shareholders have a more significant relationship than long-term institutional shareholders ,indicating a clear difference between long-term and short-term perspectives. Short-term institutional shareholders tend to sell overvalued shares in the secondary offering .Additionally, the research hypothesis stating that overvaluation, with the moderating role of institutional shareholders, has a significant effect on the secondary supply of listed companies on the Tehran Stock Exchange was confirmed.

Keywords: Seasonally offering of shares, Institutional ownership, Overvaluation, SEO timing.



دیدگاه کوتاه مدت و بلندمدت سهامداران نهادی در رابطه بیش ارزش گذاری و عرضه ثانویه سهام

دانشیار، اقتصاد، دانشکده اقتصاد مدیریت و حسابداری دانشگاه یزد، یزد، ایران.

حیب انصاری سامانی * ID

کارشناس ارشد مدیریت مالی، دانشکده حسابداری دانشگاه علامه مقدس اردبیلی، اردبیل، ایران.

سجاد برندک ID

کارشناس ارشد مدیریت مالی، دانشکده اقتصاد مدیریت و حسابداری دانشگاه یزد، یزد، ایران.

مریم امینیان دهکردی ID

چکیده

بعد از عرضه سهام، بازده سهام و عملکرد بلندمدت عملیاتی هر دو به طور مستقیم تحت تأثیر تغییرات سهامداران نهادی تا سه سال پس از عرضه قرار می گیرند که این موضوع با نقش نظارتی سهامداران نهادی سازگار است. شرکت هایی که دارای سهامداران نهادی کوتاه مدت هستند، بازده منفی بیشتری را در عرضه ثانویه تجربه می کنند؛ بنابراین، هدف این تحقیق بررسی نقش دیدگاه های کوتاه مدت و بلندمدت سهامداران بر رابطه بین بیش ارزش گذاری و عرضه ثانویه سهام در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سال های ۱۳۹۶ الی ۱۴۰۱ است. نمونه این تحقیق شامل ۱۱۴ شرکت بوده و از روش رگرسیون خطی و تجزیه و تحلیل در نرم افزارهای استاتا و ایویوز استفاده شده است. با توجه به نتایج به دست آمده، فرضیه مبنی بر تأثیر گذاری سهامداران نهادی کوتاه مدت و بلندمدت بر رابطه بین بیش ارزش گذاری و عرضه ثانویه تأیید شد. یافته ها نشان می دهند که سهامداران نهادی کوتاه مدت نسبت به سهامداران نهادی بلندمدت رابطه معناداری دارند. این موضوع نشان دهنده وجود تفاوت میان سهامداران با دیدگاه بلندمدت و سهامداران با دیدگاه کوتاه مدت است و سهامداران نهادی کوتاه مدت تمایل دارند که سهام بیش ارزش گذاری شده را در عرضه ثانویه به فروش برسانند. همچنین، فرضیه تحقیق مبنی بر تأثیر بیش ارزش گذاری با نقش تعدیلی سهامداران نهادی بر عرضه ثانویه شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران نیز تأیید شد.

کلیدواژه ها: بینش های رفتاری، چارچوب مفهومی، مصرف آب شرب، مدل فضای ذهنی، سیاست گذاری رفتاری.

مقدمه

به طور طبیعی شرکت‌ها از طریق زمان‌بندی بازار^۱ به دنبال تأمین منابع مالی مورد نیاز خود با استفاده از ارزان‌ترین روش تأمین مالی هستند. بعد از تأمین منابع مالی، طبق این اصل که هدف شرکت‌های سهامی به حداکثر رساندن ثروت سهامداران است، مدیران این منابع را در پروژه‌ها و فعالیت‌هایی که انتظار دارند بازده مناسبی از آن‌ها عاید شود، سرمایه‌گذاری می‌کنند. با این وجود مطالعات نشان می‌دهد که بسیاری از شرکت‌هایی که برای تأمین مالی فعالیت‌های خود اقدام به انتشار سهام کرده‌اند، در درازمدت با کاهش بازده سهام مواجه شدند. یکی از دلایل کاهش بازده سهام در درازمدت این است که شرکت‌ها با هدف تأمین مالی فعالیت‌های سرمایه‌گذاری خود اقدام به انتشار سهام نکرده‌اند و انگیزه‌های دیگری برای عرضه مجدد سهام خود داشته‌اند. یکی از این انگیزه‌ها می‌تواند افزایش یافتن ارزش بازار سهام باشد که در برهه زمانی خاص اتفاق افتاده است (لوکاس و مک‌دونالد، ۱۹۹۰). از این رو شرکت‌ها برای بهره بردن از این فرصت اقدام به عرضه مجدد سهام خود می‌کنند. معمولاً شرکت‌ها در دوره‌هایی که نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری بالایی دارند اقدام به انتشار سهام می‌کنند.

در زمان‌بندی عرضه ثانویه سهام^۲ به این موضوع اشاره می‌شود که در برخی مواقع بالا بودن نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری که نشان می‌دهد سهام شرکت بیش از واقع ارزش گذاری شده است؛ به تنهایی دلیل مناسبی برای عرضه مجدد سهام نیست؛ زیرا شرکت‌هایی که دارای نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری بالایی هستند معمولاً این روند را برای چندین سال حفظ می‌کنند. لذا زمان‌بندی عرضه ثانویه سهام به این موضوع اشاره دارد که علاوه بر بالا بودن نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری، این نسبت باید با دوره‌های قبل از خود دارای تفاوت قابل ملاحظه‌ای باشد تا بر اساس آن شرکت‌ها انگیزه لازم را برای انتشار سهام داشته باشند. از این رو زمان‌بندی عرضه ثانویه سهام نه تنها به بالا بودن نسبت ارزش

1 Seo Market

2 Seo Timing

بازار به ارزش دفتری سهام بلکه به بهره‌برداری از «پنجره‌های فرصت»^۱ ایجادشده نیز اشاره دارد (شو و چیانگ^۲، ۲۰۱۴).

یکی از عواملی که می‌تواند بر عرضه ثانویه سهام تأثیرگذار باشد، نوع مالکیت شرکت می‌باشد. اینکه ساختار مالکیت از چه نوعی باشد باعث می‌شود تصمیمات متفاوتی در شیوه انتخاب سهام ثانویه اخذ شود. مالکیت شرکت را می‌توان به دو نوع مالکیت مدیریتی و نهادی تقسیم نمود. مالکیت نهادی برابر درصد سهام نگهداری شده توسط شرکت‌های دولتی و عمومی از کل سهام سرمایه است که این شرکت‌ها شامل شرکت‌های بیمه، موسسه‌های مالی، بانک‌ها، شرکت‌های دولتی و دیگر اجزای دولت است. با افزایش سهم مدیر از مالکیت شرکت، تضاد منافع بین سهامداران و همچنین مشکلات نمایندگی و هزینه‌های مرتبط با آن از جمله حسابرسی مستقل کاهش می‌یابد؛ زیرا مدیری که خود از سهامداران شرکت است، برای حفاظت از منابع شرکت انگیزه بیشتری دارد. مطالعات مختلف نشان می‌دهد زمانی که مدیر مالک ۱۰۰ درصد سهام شرکت است، هزینه‌های نمایندگی^۳ سهامداران و جداسازی مالکیت از کنترل به وجود می‌آید (زنده بودی، ۱۳۹۷). همان‌طور که اشاره شد، سرمایه‌گذاران نهادی خود به دو گروه با افق دید کوتاه‌مدت و بلندمدت تقسیم می‌گردند. سهامداران نهادی بلندمدت تمایل دارند تا نظارت بهتری داشته باشند، درحالی‌که سهامداران نهادی کوتاه‌مدت بهتر مطلع هستند و تمایل دارند که فعالانه از مزایای اطلاعاتی خود بهره ببرند. بسیاری از تحقیقات نیز نشان دادند که سهامداران نهادی سهام شرکت را برای بلندمدت خریداری می‌کنند در صورتی که یک عده دیگری از سهامداران برای بهره‌برداری از بیش ارزش‌گذاری‌های کوتاه‌مدت سهام را می‌خرند و می‌فروشند و از آن سود به دست می‌آورند چرا که سهامداران نهادی نسبت به سهامداران معمولی مزیت اطلاعاتی دارند و همین امر باعث کسب سود آن‌ها می‌شود (هوواکیمیان و هاب^۴، ۲۰۱۶).

1 Windows of Opportunity

2 Shu & Chiang

3 agency costs

4 Hovakimian & Hub

نظارت سهامداران نهادی، ممکن است تأثیر ویژه‌ای بر روی جنبه‌های مختلف رفتاری شرکت مانند سودآوری، عملکرد شرکت، سیاست‌های سرمایه‌گذاری و انتخاب سیاست‌های اجرایی و مالی داشته باشد (علی نژاد و بحرینی، ۱۳۹۲). در این زمینه مطالعات مختلفی که توسط سایر پژوهشگران صورت گرفته است نتایج متفاوتی را به همراه داشته است. به عنوان مثال نتایج مطالعه هان^۱ و همکاران در سال ۱۹۹۹ نشان می‌دهد که پرداخت سود سهام به طور مثبتی با مالکیت نهادی در ارتباط است. گومپرز و متریک^۲ (۲۰۰۱) اثر تقاضای سهامداران نهادی را بر قیمت و بازده سهام بررسی کردند و نشان دادند که سهامداران نهادی بزرگ در فاصله سال‌های ۱۹۸۰ تا ۱۹۹۶ سهام خود را مضاعف کردند که این عامل خود باعث افزایش ۵۰ درصدی قیمت سهام شرکت‌های بزرگ نسبت به شرکت‌های کوچک شده است. نتایج مطالعه یان و ژانگ^۳ در سال ۲۰۰۹ رابطه مثبتی را بین مالکیت نهادی و بازده سهام آتی نشان داد.

در پژوهش‌های پیشین، تأثیر عواملی مانند مؤلفه‌های مدیریت سود (میرمحمدی، ۱۳۹۴)، (زندى پور، ۱۳۹۵)، (میلر و یان، ۲۰۰۲) حساب آرایى (دن کلین و مینگشنگ لی، ۲۰۰۹)، مبنای تعهدی و فعالیت‌های مدیریت سود واقعی (دانیل، ۲۰۱۰)، اندازه شرکت (پی جی شو، ۲۰۱۳)، انگیزه شرکت (تونگ هسیاو و همکاران، ۲۰۱۵)، عرضه اولیه (خلیل زاده، ۱۳۹۶)، هزینه حقوق صاحبان سهام (اسماعیلی، ۱۳۹۵) (ژانگ، ۲۰۱۴)، ریسک نقدینگی (جی چاری لین و همکاران، ۲۰۱۳)، قیمت سهام (اسکویت و مولینز، ۱۹۸۶)، عرضه زیر قیمت و میزان فروش (فلیشر و سو، ۲۰۰۲) بر روی زمان‌بندی عرضه ثانویه انجام شده است و با توجه به اینکه تاکنون هیچ‌گونه تحقیقی در رابطه با نقش و تأثیر سهم سهامداران بر عرضه ثانویه سهام، به ویژه در ایران صورت نگرفته است. در زمینه موضوع فوق، دارای ضعف اساسی می‌باشد، از این رو سؤال اصلی پژوهش حاضر این است که آیا سهم سهامداران نهادی، از تأثیر معناداری بر عرضه ثانویه سهام برخوردار است؟ در نتیجه وجود مطالعات این‌رو انجام مطالعه حاضر نه تنها ادبیات جدیدی را به ادبیات موجود

1 Han

2 Gompers & Metrick

3 Yan & Zhang

می‌افزاید بلکه می‌تواند نقش بسزایی را در آگاهی بازار سرمایه و سازمان‌ها در جهت توسعه روزافزون نقش هر چه بیشتر سرمایه‌گذاران نهادی در اداره امور سازمان‌ها ایفا نماید.

پیشینه تحقیق

کیم^۱ و همکاران (۲۰۱۹) به بررسی سهامداران نهادی کوتاه‌مدت و هزینه‌های نمایندگی بدهی شرکت‌های آمریکایی بین سال‌های ۱۹۹۰ الی ۲۰۱۰ پرداختند. آن‌ها فرض کردند که حضور سرمایه‌گذاران نهادی کوتاه‌مدت، تضاد منافع بین سهامداران و طلبکاران را تشدید می‌کند، زیرا مؤسسات کوتاه‌مدت ممکن است مدیران شرکت را وادار به انجام اقدامات جزئی کنند. آن‌ها با استفاده از داده‌های مربوط به بدهی خصوصی به شرکت‌های آمریکایی، متوجه شدند که افق‌های سرمایه‌گذاری سرمایه‌گذاران نهادی با تعداد قراردادهای وام و گسترش وام ارتباط منفی دارند.

کائو^۲ و همکاران (۲۰۱۸) به بررسی بیش ارزش‌گذاری سهام و تأثیرات حاکمیت شرکتی و رقابت بازار محصول در یک اقتصاد با مدیریت سود بالا و حفاظت از سرمایه‌گذاران ضعیف شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تایوان بین سال‌های ۱۹۹۶ تا ۲۰۱۴ پرداختند. کائو و همکاران به تبعیت از تحقیق بنیش و نیکلاس (۲۰۰۹) Z-Score آلتمن و M-Score بنیش را مورد استفاده قرار دادند تا یک O-Score را برای اندازه‌گیری بیش ارزش‌گذاری بسازند. آن‌ها نشان دادند که اندازه‌گیری شاخص O-Score می‌تواند به‌طور مؤثر کسانی را شناسایی کند که احتمالاً با دست‌کاری آن‌ها بیش ارزش‌گذاری شده باشد. آن‌ها همچنین نشان دادند که حاکمیت شرکتی کاهش می‌یابد، اما رقابت بازار محصول انگیزه مدیران برای دست‌کاری بیش ارزش‌گذاری بازار را افزایش می‌دهد. علاوه بر این، رقابت بازار محصول، ارزش بازار را در سهامی که در حال حاضر بیش ارزش‌گذاری شده است کاهش می‌دهد.

زنده‌بودن (۱۳۹۷) به بررسی رابطه ساختار مالکیت و انتخاب شیوه عرضه ثانویه سهام شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران در بازه زمانی ۱۳۸۸ تا ۱۳۹۵ پرداخته

1 Kim
2. Kao

است. نتایج حاصل از بررسی ۴۶ شرکت عضو نمونه آماری نشان می‌دهد که شرکت‌هایی که مالکیت مدیریتی دارند، در هنگام انتخاب شیوه عرضه ثانویه سهام، قیمت پیشنهادی با تخفیف بالاتر را برمی‌گزینند. در مقابل، شرکت‌هایی که از مالکیت نهادی برخوردارند، در انتخاب شیوه عرضه ثانویه سهام، قیمت پیشنهادی با تخفیف پایین‌تر را انتخاب می‌کنند. پاکباز (۱۳۹۶) در پژوهشی به بررسی رابطه بین اندازه شرکت، زمان‌بندی عرضه ثانویه و مدیریت سود در زمان عرضه ثانویه سهام در بازه زمانی ۱۳۹۰ تا ۱۳۹۴ پرداخته است. این پژوهش به دنبال آن بود که مشخص کند آیا اندازه شرکت به‌عنوان عاملی مؤثر در زمان‌بندی عرضه ثانویه (SEO) یا مدیریت سود در نظر گرفته می‌شود یا خیر. نتایج نشان داد که نمی‌توان ادعا کرد که تصمیم شرکت برای اقدام به مدیریت سود یا زمان‌بندی SEO تحت تأثیر اندازه شرکت است؛ بنابراین پیشنهاد می‌شود که سرمایه‌گذاران در هنگام تصمیم‌گیری‌های مالی خود، شرکت‌ها را تنها بر اساس اندازه مقایسه نکنند.

مرادی و همکاران (۱۳۹۶) به بررسی رابطه بین افق دید سهامداران نهادی و محتوای اطلاعاتی سودهای تقسیمی پرداخته‌اند. یافته‌های پژوهش حاکی از آن است که افق دید سهامداران نهادی، به‌ویژه افق دید کوتاه‌مدت و بلندمدت آنان، تأثیر معکوس و معناداری بر سود تقسیمی غیرمنتظره به‌عنوان معیاری از محتوای اطلاعاتی سودهای غیرمنتظره دارد. به همین دلیل، بهبود افق سرمایه‌گذاران نهادی می‌تواند به کاهش اختلاف مقدار سود تقسیمی منجر شود.

آرمن هواکیمیان و هواجینگ (۲۰۱۶) به بررسی موضوع سهامداران نهادی و تعیین زمان‌بندی بازار بر عرضه ثانویه سهام در سال‌های ۱۹۸۳ تا ۲۰۱۱ پرداخته‌اند. آن‌ها دریافتند که شرکت‌هایی با سهامداران نهادی بالاتر، به‌ویژه سرمایه‌گذاران با افق سرمایه‌گذاری بلندمدت، با احتمال کمتری در زمان عرضه ثانویه سهام خود شرکت می‌کنند. به‌طور کلی، این تحقیق نشان می‌دهد که تعیین زمان‌بندی بازار در عرضه ثانویه سهام، مزیتی برای سهامداران نهادی ندارد.

وادهوا^۱ و همکاران (۲۰۱۶)، در تحقیقی به بررسی اینکه آیا شرکت‌هایی که از طریق عرضه ثانویه سهام عمل می‌کنند، به دلیل اشتیاق سرمایه‌گذار یا به منظور تأمین فرصت‌های رشد، از اشتباهات استفاده می‌کنند، پرداختند. نمونه اولیه آن‌ها شرکت‌هایی در بورس اوراق بهادار بمبئی و بورس اوراق بهادار ملی بین سال‌های ۱۹۹۱ تا سال ۲۰۱۲ بود. آن‌ها دریافتند که به طور متوسط شرکت‌ها سرمایه‌های غلطی را به منظور بهره‌برداری از سرمایه‌گذاران به ارمغان نمی‌آورند بلکه سرمایه‌گذاران فرصت‌های سرمایه‌گذاری خود را در قالب دارایی‌های واقعی و هزینه‌های سرمایه‌ای تأمین می‌کنند. شرکت‌هایی که ارزش سهام بیش از حد را با توجه به افزایش دارایی‌های نقدی خود افزایش می‌دهند، عملکرد ضعیف بلندمدت را تجربه می‌کنند. به طور کلی نتایج آن‌ها نشان می‌دهد که اشتباهات سهام منجر به عرضه سهام از طریق IPO و SEO می‌شود. باین وجود شفافیت بالا و مقررات متعادل در بازار، مانع شرکت‌های صادرکننده از سرمایه‌گذاری درآمد خود در فعالیت‌های غیر ارزشی می‌شود.

وو و وانگ^۲ (۲۰۱۶) تأثیر مالکیت نهادی بر ارتباط قیمت‌گذاری نادرست سهام و سرمایه‌گذاری شرکت‌ها را بین سال‌های ۲۰۰۹ الی ۲۰۱۴ مورد بررسی قرار دادند. نتایج نشان داد احساسات سهامدار (نهادی) مستقیماً بر رفتار سرمایه‌گذاری شرکت‌ها تأثیرگذار است. همچنین ارتباط بین قیمت‌گذاری نادرست سهام - سرمایه‌گذاری در شرکت‌هایی که درصد مالکیت نهادی بالاتر است، قوی‌تر می‌باشد.

فرضیه‌های پژوهش

با توجه به شواهد ارائه‌شده در بخش مبانی نظری و به منظور نیل به اهداف پژوهش، فرضیه‌های زیر تدوین شده‌اند:

فرضیه اصلی: بیش‌ارزش‌گذاری با نقش تعدیلی سهام‌داران نهادی بر عرضه ثانویه شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران تأثیر معناداری دارد.

1. Wadhwa

2 Wu and Wang

فرضیه فرعی اول: بیش‌ارزش‌گذاری با نقش تعدیلی سهام‌داران نهادی بلندمدت بر عرضه ثانویه شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران تأثیر معناداری دارد.

فرضیه فرعی دوم: بیش‌ارزش‌گذاری با نقش تعدیلی سهام‌داران نهادی کوتاه‌مدت بر عرضه ثانویه شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران تأثیر معناداری دارد.

روش‌شناسی پژوهش

روش پژوهش بر اساس ماهیت داده‌ها، کمی، بر مبنای هدف از نوع پژوهش‌های کاربردی و از لحاظ روش، از نوع پژوهش توصیفی - همبستگی از نوع پس‌رویدادی (از طریق اطلاعات گذشته) است. همچنین، از لحاظ نظریه، این پژوهش از نوع پژوهش اثباتی و استدلال آن از نوع روش استقرایی است.

برای اثبات فرضیه‌های این پژوهش، از الگوی رگرسیون لجستیک با رویکرد تابلویی استفاده شده است. داده‌های موردنیاز برای محاسبه متغیرهای پژوهش، از بانک‌های اطلاعاتی «ره‌آورد نوین» و آرشیوهای دستی موجود در کتابخانه سازمان بورس اوراق بهادار و سایت اینترنتی مدیریت پژوهش، توسعه و مطالعات اسلامی - سازمان بورس اوراق بهادار جمع‌آوری شده است. برای تحلیل داده‌ها از نرم‌افزار اکسل و برای اجرای آزمون‌های آماری از نرم‌افزارهای ایویوز و استاتا استفاده شده است.

جامعه و نمونه آماری

جامعه آماری پژوهش شامل شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار است. نمونه‌گیری بر اساس غربالگری با شرایط زیر انجام شده است:

۱. سهام شرکت‌ها از سال ۱۳۹۶ الی ۱۴۰۱ در بورس اوراق بهادار تهران معامله‌شده و فعال بوده و وقفه معاملاتی نداشته باشند.
۲. شرکت‌ها نباید عضو صنایع واسطه‌گری مالی، سرمایه‌گذاری، بانک‌ها و بیمه‌ها باشند.
۳. سال مالی آن‌ها منتهی به پایان اسفندماه باشد و سال مالی خود را تغییر نداده باشند.
۴. شرکت‌ها قبل از سال ۱۳۹۰ در بورس اوراق بهادار تهران پذیرفته شده باشند.
۵. شرکت‌ها تا انتهای ۱۳۹۶ از بورس اوراق بهادار تهران حذف نشده باشند.

پس از اعمال این محدودیت‌ها، ۱۱۴ شرکت تمام شرایط حضور در جامعه آماری را داشتند. تمام ۱۱۴ شرکت برای آزمون فرضیه اصلی انتخاب شده و برای فرضیه‌های فرعی از شرکت‌هایی که در صنایع منتخب حضور دارند استفاده شده است و از نمونه دیگری استفاده نشده است.

مدل پژوهش

برای آزمون فرضیه اصلی و همچنین فرضیه فرعی اول، دوم به تبعیت از تحقیق هواکیمیان و هاب (۲۰۱۶) به ترتیب از الگوی (۱)، (۲)، (۳) استفاده شده است:

$$\begin{aligned}
 SEO_{i,t} = & \alpha_0 + \alpha_1 OV_{i,t} * (II)_{i,t} + \alpha_2 OV_{i,t-1} * (II)_{i,t} + \alpha_3 OV_{i,t-2} \\
 & * (II)_{i,t} + \alpha_4 OV_{i,t-3} * (II)_{i,t} + \alpha_5 OV_{i,t+1} * (II)_{i,t} \\
 & + \alpha_6 OV_{i,t+2} * (II)_{i,t} + \alpha_7 OV_{i,t+3} * (II)_{i,t} + \alpha_8 MB_{i,t} \\
 & + \alpha_9 Div_{i,t} + \varepsilon_{i,t}
 \end{aligned}$$

$$\begin{aligned}
 SEO_{i,t} = & \alpha_0 + \alpha_1 OV_{i,t} * (IIL)_{i,t} + \alpha_2 OV_{i,t-1} * (IIL)_{i,t} + \alpha_3 OV_{i,t-2} \\
 & * (IIL)_{i,t} + \alpha_4 OV_{i,t-3} * (IIL)_{i,t} + \alpha_5 OV_{i,t+1} * (IIL)_{i,t} \\
 & + \alpha_6 OV_{i,t+2} * (IIL)_{i,t} + \alpha_7 OV_{i,t+3} * (IIL)_{i,t} + \alpha_8 Div_{i,t} \\
 & + \alpha_9 RET_{i,t} + \varepsilon_{i,t}
 \end{aligned}$$

$$\begin{aligned}
 SEO_{i,t} = & \alpha_0 + \alpha_1 OV_{i,t} * (IIS)_{i,t} + \alpha_2 OV_{i,t-1} * (IIS)_{i,t} + \alpha_3 OV_{i,t-2} \\
 & * (IIS)_{i,t} + \alpha_4 OV_{i,t-3} * (IIS)_{i,t} + \alpha_5 OV_{i,t+1} * (IIS)_{i,t} \\
 & + \alpha_6 OV_{i,t+2} * (IIS)_{i,t} + \alpha_7 OV_{i,t+3} * (IIS)_{i,t} + \alpha_8 Div_{i,t} \\
 & + \alpha_9 RET_{i,t} + \varepsilon_{i,t}
 \end{aligned}$$

متغیرهای پژوهش

متغیرهای این پژوهش شامل متغیرهای وابسته، مستقل، تعدیلی و کنترلی است که در ادامه به توصیف آن‌ها می‌پردازیم.

متغیر وابسته

عرضه ثانویه (SEO): طبق پژوهش هوواکیمیان و هاب (۲۰۱۶) به منظور برآورد عرضه ثانویه شرکت‌ها برای شرکت‌هایی که عرضه ثانویه داشتند یک غیر این صورت صفر در نظر گرفته شده است (هوواکیمیان و هاب^۱، ۲۰۱۶).

متغیرهای مستقل

بیش ارزش‌گذاری (OV): برای به دست آوردن بیش ارزش‌گذاری طبق پژوهش هوواکیمیان و هاب (۲۰۱۶) از بازده سهام و میانگین بازده سهام و همچنین از تفاضل نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری و میانگین نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری در طی دوره بازه زمانی استفاده شده است (هوواکیمیان و هاب^۲، ۲۰۱۶).

وقفه‌های بیش ارزش‌گذاری (OV_{it-j}): مطابق با پژوهش هوواکیمیان و هاب (۲۰۱۶) برای به دست آوردن تعداد وقفه‌های بیش ارزش‌گذاری برای سال‌های جاری هر شرکت مقدار بیش ارزش‌گذاری هر شرکت را برای سال‌های انتخابی (سه سال قبل و سه سال بعد) قرار داده می‌شود.

متغیر تعدیلی

سهامداران نهادی (II): از مجموع مالکیت نهادی بر اساس پژوهش‌های گومپرز و متریک^۲ (۲۰۰۱) و مقاله یان و ژانگ^۳ (۲۰۰۹) به صورت نسبت تعداد سهام نزد سهامداران نهادی به کل سهام منتشرشده تعریف می‌گردد. از طرفی مالکیت سرمایه‌گذاران در دو طبقه

1 Hovakimian, Hub

2 Gompers and Metrick

3 Yan and Zhang

کوتاه‌مدت و بلندمدت طبقه‌بندی شده‌اند که این دسته‌بندی به علت نگرش سهامداران در موقعیت‌های مختلف تصمیم‌گیری صورت می‌پذیرد بنابراین مجموع خرید و فروش هر سرمایه‌گذار به صورت الگوهای زیر تعریف می‌گردد: (مرادی و همکاران، ۱۳۹۶).

$$CR_{buy_{j,t}} = \sum_{i \in Q, N_{j,i,t} > N_{j,i,t-1}} |N_{j,i,t}P_{i,t} - N_{j,i,t-1}P_{t-1} - N_{j,i,t}\Delta P_{i,t}|$$

$$CR_{sell_{j,t}} = \sum_{i \in Q, N_{j,i,t} \leq N_{j,i,t-1}} |N_{j,i,t}P_{i,t} - N_{j,i,t-1}P_{t-1} - N_{j,i,t}\Delta P_{i,t}|$$

که در این روابط $CR_{buy_{j,t}}$ مجموع خرید سرمایه‌گذار j ام در سه‌ماهه t ام (فصل t ام)، $CR_{sell_{j,t}}$ مجموع تعداد سهام موجودی دسته i که توسط سرمایه‌گذار j ام در پایان سه‌ماهه t ام منتشر شده یا به عبارتی مجموع فروش‌های سرمایه‌گذار j ام برای فصل t ام می‌باشد. $P_{i,t}$ قیمت سهام i ام و $N_{i,t}$ تعداد سهام می‌باشد. اگر تعداد سهام فصل جاری بیش‌تر از فصل قبل باشد، خرید سرمایه‌گذار و اگر تعداد سهام فصل جاری کمتر از فصل قبل باشد فروش سرمایه‌گذار محاسبه می‌گردد.

حال برای سنجش دیدگاه سرمایه‌گذاران نهادی لازم است نرخ ریزش هر سرمایه‌گذار محاسبه شود؛ که بر اساس پژوهشیان و ژانگ (۲۰۰۹) به شرح الگوی زیر محاسبه می‌گردد.

$$CR_{j,t} = \frac{\min(CR_{buy_{j,t}}, CR_{sell_{j,t}})}{\sum_{i \in Q} \frac{N_{j,i,t}P_{i,t} + N_{j,i,t-1}P_{t-1}}{2}}$$

در محاسبه نرخ ریزش برای کاهش اثر جریان‌های نقدی سرمایه‌گذار در کل پورترفوی باید کمترین مقدار (خرید یا فروش) در نظر گرفته شود؛ بنابراین نرخ ریزش عبارت است از نسبت کمترین مقدار مجموع سهام خریداری شده یا فروخته شده بر میانگین حاصل ضرب تعداد سهام در قیمت سهام دو فصل اخیر سرمایه‌گذار (لازم به ذکر است که در هر سال برای هر سرمایه‌گذار در طی چهار فصل نرخ ریزش به همین ترتیب محاسبه می‌گردد).

در محاسبه نرخ ریزش برای کاهش اثر جریان‌های نقدی سرمایه‌گذار در کل پورتفوی باید کمترین مقدار (خرید یا فروش) در نظر گرفته شود؛ بنابراین نرخ ریزش عبارت است از نسبت کمترین مقدار مجموع سهام خریداری شده یا فروخته شده بر میانگین حاصل ضرب تعداد سهام در قیمت سهام دو فصل اخیر سرمایه‌گذار (لازم به ذکر است که در هر سال برای هر سرمایه‌گذار در طی چهار فصل نرخ ریزش به همین ترتیب محاسبه می‌گردد). حال برای تعیین دیدگاه سرمایه‌گذاران نهادی به دو گروه کوتاه‌مدت و بلندمدت، میانگین نرخ ریزش بر اساس الگوی زیر محاسبه می‌گردد.

$$AVG_CR_{j,t} = \frac{1}{4} \sum_r^4 = 1 CR_{j,t-r+1}$$

بعد از محاسبه میانگین نرخ ریزش ($AVG_CR_{j,t}$) سرمایه‌گذاران بر اساس مقدار مذکور در سه پورتفوی طبقه‌بندی می‌شوند. در صورتی که در پورتفوی بالایی قرار بگیرند یعنی بالاترین میانگین نرخ ریزش را دارا باشند درصد سهامداران نهادی به‌عنوان شاخص دیدگاه سهامداران نهادی کوتاه‌مدت $SHINST_INV_{I,t}$ در نظر گرفته می‌شود و برای سرمایه‌گذارانی که در پورتفوی پایینی قرار می‌گیرند یعنی پایین‌ترین میانگین نرخ ریزش را داشته باشند سهامداران نهادی به‌عنوان شاخص دیدگاه بلندمدت سهامداران نهادی $LHINST_INV_{I,t}$ قرار می‌گیرد.

متغیرهای کنترلی

اندازه شرکت (Size): اندازه شرکت معرف حجم و گستردگی فعالیت شرکت است و هرچه حجم دارایی‌های شرکت بیشتر باشد، اندازه‌ی شرکت بزرگ‌تر است. به‌منظور برآورد اندازه شرکت از لگاریتم طبیعی کل دارایی‌ها در پایان سال مالی شرکت استفاده می‌شود.

عمر شرکت (Age): این متغیر از طریق لگاریتم طبیعی تعداد سال‌های سپری شده از تاریخ تأسیس شرکت تا سال جاری به دست می‌آید.

نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری (MB): نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری به این ترتیب محاسبه می‌شود؛ در ابتدا ارزش دفتری سهام عادی شرکت با استفاده از اطلاعات آخرین ترازنامه تعیین می‌شود آنگاه ارزش بازار سهام به وسیله ضرب کردن آخرین قیمت بازار سهام عادی در تعداد سهام منتشره مشخص می‌شود. سپس ارزش بازار بر ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام آن تقسیم می‌شود تا این نسبت به دست آید.

سود تقسیمی (DIV_{it}): سود تقسیمی هر سهم در پایان سال مالی از طریق تقسیم سود نقدی تقسیمی بر تعداد سهام به دست می‌آید (هوواکیمیان و هاب، ۲۰۱۶).

یافته‌های پژوهش

یافته‌های توصیفی

به منظور بررسی مشخصات عمومی متغیرها، همچنین برآورد مدل و تجزیه و تحلیل دقیق آن‌ها، آشنایی با آمار توصیفی مربوط به متغیرها لازم است. آمار توصیفی به محاسبه پارامترهای جامعه می‌پردازد و شامل شاخص‌های مرکزی و پراکندگی جامعه و ... می‌باشد. در جدول شماره ۱ آمار توصیفی متغیرهای پژوهش شامل میانگین، میانه، بیشینه، کمینه، انحراف معیار و ضریب چولگی و ضریب کشیدگی آورده شده است.

در بررسی آمار توصیفی کل نمونه مورد بررسی بیش ارزش گذاری سه سال قبل (۷/۷۲) بیشترین میانگین و بیش ارزش گذاری سه سال بعد (۳/۱۹) کمترین میانگین را به خود اختصاص داده‌اند علاوه بر این با توجه به جدول (۱) بیش ارزش گذاری دو سال قبل (۷۷/۱۲) دارای بیشترین پراکندگی و بیش ارزش گذاری سه سال بعد (۲۶/۹۳) کمترین پراکندگی را دارا می‌باشند. با توجه به میانگین بیش ارزش گذاری در سال جاری (۶/۱۷) و پراکندگی آن (۷۶/۰۹) می‌توان بیان کرد که بیش ارزش گذاری سه سال قبل نسبت به بیش ارزش گذاری سه سال بعد دارای پراکندگی بیشتری هستند.

جدول ۱. شاخص‌های توصیفی متغیرها

بیش ارزش‌گذاری							
سال	۳-	۲-	۱-	۰	+۱	+۲	+۳
کل نمونه موردبررسی							
میانگین	7/72	7/01	6/26	6/17	6/26	5/91	3/19
میانه	33/56	32/25	33/02	34/50	37/60	42/86	11/82
انحراف معیار	76/67	77/12	75/71	76/09	74/45	71/28	26/93
سهامداران نهادی بلندمدت							
میانگین	-0/02	-0/19	-0/10	-0/002	-0/05	-0/19	0/11
میانه	0/49	0/41	0/48	0/53	0/29	0/27	1/35
انحراف معیار	1/53	1/81	1/70	1/77	1/97	2/35	1/62
سهامداران نهادی کوتاه‌مدت							
میانگین	-0/002	0/19	-0/04	-0/13	0/05	0/22	0/21
میانه	0/28	0/53	0/43	0/42	0/44	0/25	1/35
انحراف معیار	1/32	1/30	1/68	1/97	2/01	1/59	1/39

همچنین در جامعه دارای سهامداران نهادی بلندمدت و کوتاه‌مدت بیشترین میانگین مربوط به بیش ارزش‌گذاری دو سال بعد در بین سهامداران نهادی کوتاه‌مدت و کمترین میانگین مربوط به کوتاه‌مدت بیشترین میانگین مربوط به بیش ارزش‌گذاری دو سال بعد در بین سهامداران نهادی کوتاه‌مدت و کمترین میانگین مربوط به $(-۰/۰۰۲)$ مربوط به بیش ارزش‌گذاری سال جاری سهامداران نهادی بلندمدت و بیش ارزش‌گذاری سه سال قبل سهامداران نهادی کوتاه‌مدت می‌باشد. بیشترین پراکندگی در بین سهامداران نهادی بلندمدت و کوتاه‌مدت مربوط به بیش ارزش‌گذاری دو سال بعد $(۲/۳۵)$ سهامداران نهادی بلندمدت و کمترین پراکندگی مربوط به بیش ارزش‌گذاری دو سال قبل $(۱/۳۰)$ سهامداران نهادی کوتاه‌مدت می‌باشد.

جدول ۲. شاخص‌های توصیفی

آمار توصیفی کل نمونه موردبررسی								
مشاهدات	کشیدگی	چولگی	انحراف معیار	حداقل	حداکثر	میانه	میانگین	متغیر
۶۸۴	۴/۷۳	۱/۶۶	۵۵۴/۴۸	۰/۰۰	۱۹۶۵/۰۰	۱۵۲/۵۰	۳۹۹/۰۰	سود تقسیمی
۶۸۴	۳/۵۸	۱/۱۰	۱/۶۹	۰/۵۱	۶/۹۵	۲/۱۳	۲/۶۱	ارزش بازار به دفتری
۶۸۴	۲/۹۱	-۰/۸۴	۰/۲۵	۰/۰۰	۱/۰۰	۰/۶۶	۰/۶۱	سهامداران نهادی
آمار توصیفی برای سهامداران نهادی بلندمدت								
۲۲۸	۴/۷۰	۱/۶۷	۶۷۲/۵۹	۰/۰۰	۲۳۵۵/۰۰	۲۰۰/۰۰	۴۸۳/۴۵	سود تقسیمی
۲۲۸	۳/۶۷	۱/۲۶	۵۹/۲۴	-۳۹/۰۷	۱۷۶/۰۸	۱۱/۲۷	۲۷/۹۹	بازده
۲۲۸	۳/۳۶	-۰/۹۵	۰/۲۴	۰/۰۰	۰/۹۹	۰/۶۶	۰/۶۲	سهامداران نهادی بلندمدت
آمار توصیفی برای سهامداران نهادی کوتاه‌مدت								
۲۲۸	۴/۱۱	۱/۵۰	۳۷۳/۳۷	۰/۰۰	۱۲۷۰/۳۰	۱۲۸/۵۰	۲۸۳/۶۹	سود تقسیمی
۲۲۸	۳/۷۳	۱/۳۴	۸۷/۴۲	-۳۵/۹۴	۲۷۴/۶۹	۱۶/۵۴	۵۳/۳۷	بازده
۲۲۸	۲/۶۶	-۰/۷۴	۰/۲۵	۰/۰۰	۱/۰۰	۰/۶۶	۰/۵۹	سهامداران نهادی کوتاه‌مدت

با نگاهی به جدول (۲)، می‌توان دریافت که میانگین و میانه عمده متغیرها فاصله چندانی باهم ندارند. هر چه مقدار میانگین یک متغیر به میانه‌ی آن نزدیک‌تر باشد، توزیع آن متغیر به توزیع نرمال نزدیک‌تر است؛ زیرا در توزیع نرمال، میانگین و میانه بر یکدیگر منطبق هستند. در آمار توصیفی کل نمونه موردبررسی، متغیر سود تقسیمی با مقدار (۳۹۹) دارای بیشترین میانگین و متغیر سهامداران نهادی با مقدار (۰/۶۱) دارای کمترین میانگین است. با مقایسه انحراف معیار متغیرهای موردبررسی، به این نتیجه می‌رسیم که متغیر سود تقسیمی (۵۵۴/۴۸) نسبت به سایر متغیرها دارای بیشترین پراکندگی است. این بدان معناست که این متغیر نوسانات شدیدتری دارد، درحالی‌که متغیر سهامداران نهادی (۰/۲۵) دارای کمترین پراکندگی است.

ضریب چولگی معیاری از وجود تقارن یا عدم وجود تقارن در تابع توزیع است. برای یک توزیع کاملاً متقارن، چولگی صفر است. برای یک توزیع نامتقارن به سمت راست، مقدار چولگی مثبت و برای یک توزیع نامتقارن به سمت چپ، مقدار چولگی منفی است. متغیرهای سود تقسیمی و ارزش بازار به ارزش دفتری دارای چولگی به سمت راست می‌باشند، درحالی‌که متغیر سهامداران دارای چولگی به سمت چپ است.

همچنین بررسی کشیدگی متغیرهای تحقیق نشان می‌دهد که متغیر سهامداران نهادی با کشیدگی (۲/۹۱) به صورت نرمال توزیع شده است و سایر متغیرها بالاتر از محدوده توزیع نرمال قرار دارند.

در میان سهامداران نهادی بلندمدت و کوتاه‌مدت، متغیر سود تقسیمی (۴۸۳/۴۵) برای سهامداران نهادی بلندمدت بیشترین میانگین را دارد و سهامداران نهادی کوتاه‌مدت (۰/۵۹) کمترین میانگین را نشان می‌دهند. همچنین، بیشترین و کمترین پراکندگی متغیر بین سهامداران نهادی بلندمدت و در بین سود تقسیمی (۵۹/۶۷۲) بیشترین پراکندگی و سهامداران نهادی بلندمدت (۲۴/۰) کمترین پراکندگی را دارند.

علاوه بر این، هر دو گروه سهامداران نهادی بلندمدت و کوتاه‌مدت دارای چولگی به سمت چپ هستند. بررسی کشیدگی این دو گروه نشان می‌دهد که سهامداران نهادی کوتاه‌مدت با کشیدگی (۲/۶۶) به صورت نرمال توزیع شده‌اند، درحالی که سهامداران نهادی بلندمدت بالاتر از محدوده توزیع نرمال قرار دارند.

جدول ۳. آمار توصیفی متغیر گسسته

نام متغیر	نمونه	نوع طبقه	فراوانی	درصد
عرضه ثانویه	کل جامعه آماری	۰	۵۶۶	۸۲/۷۵
		۱	۱۱۸	۱۷/۲۵
جمع				
عرضه ثانویه	سهامداران نهادی بلندمدت	۰	۱۸۱	۷۹/۳۹
		۱	۴۷	۲۰/۶۱
جمع				
عرضه ثانویه	سهامداران نهادی کوتاه‌مدت	۰	۱۹۲	۸۴/۲۱
		۱	۳۶	۱۵/۷۹
جمع				

با توجه به جدول ۳ نیز نتایج نشان می‌دهد که درصد فراوانی متغیر عرضه ثانویه ۸۲.۷۵٪ می‌باشد که نشان‌دهنده این است که تقریباً ۸۲.۷۵٪ شرکت‌های مورد بررسی عرضه ثانویه داشته‌اند. همچنین برای سهامداران نهادی بلندمدت و کوتاه‌مدت نیز می‌توان گفت که٪

۷۹/۳۹ و ۸۴/۱۲٪ شرکت‌های مورد بررسی عرضه ثانویه داشته‌اند. نشان‌دهنده این می‌باشد که در بین شرکت‌هایی که سهامداران نهادی کوتاه‌مدت دارند عرضه ثانویه بیشتری اتفاق می‌افتد.

آزمون مانایی

به منظور بررسی مانایی متغیرهای تحقیق از آزمون دیکی فولر استفاده شده است. فرض‌های آماری مربوط به آزمون وجود ریشه‌ی واحد از این قرار می‌باشد که در فرضیه صفر ریشه واحد وجود دارد و متغیر مورد نظر مانا نیست و در فرضیه مقابل ریشه واحد وجود ندارد و متغیر مورد نظر مانا است. همان‌طور که جدول ۵ نشان می‌دهد، سطوح معناداری تمامی آزمون‌های مذکور از خطای نوع اول ۵ درصد کوچک‌تر 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 روند دار نخواهد شد.

جدول ۵. خلاصه نتایج آزمون ریشه‌ی واحد- آزمون دیکی فولر

متغیر	کل جامعه آماری		نهادی بلندمدت		نهادی کوتاه‌مدت	
	آماره	سطح معناداری	آماره	سطح معناداری	آماره	سطح معناداری
عرضه ثانویه	-۱۷/۲۰	۰/۰۰	-۱۴/۱۵	۰/۰۰	-۱۳/۹۹	۰/۰۰
بیش ارزش‌گذاری	-۸/۰۲	۰/۰۰	-۹/۹۹	۰/۰۰	-۱۱/۱۳	۰/۰۰
بیش ارزش‌گذاری یک سال قبل	-۶/۶۸	۰/۰۰	-۹/۴۰	۰/۰۰	-۱۱/۱۶	۰/۰۰
بیش ارزش‌گذاری دو سال قبل	-۷/۲۱	۰/۰۰	-۱۱/۱۷	۰/۰۰	-۱۰/۵۸	۰/۰۰
بیش ارزش‌گذاری سه سال قبل	-۷/۶۷	۰/۰۰	-۱۰/۱۶	۰/۰۰	-۱۱/۴۳	۰/۰۰
بیش ارزش‌گذاری یک سال بعد	-۷/۲۰	۰/۰۰	-۱۳/۱۷	۰/۰۰	-۱۴/۸۶	۰/۰۰

ادامه جدول ۵.

نهادهای کوتاه مدت		نهادهای بلندمدت		کل جامعه آماری		متغیر
سطح معناداری	آماره	سطح معناداری	آماره	سطح معناداری	آماره	
۰/۰۰	-۱۴/۰۹	۰/۰۰	-۱۴/۴۶	۰/۰۰	-۶/۵۸	بیش ارزش گذاری دو سال بعد
۰/۰۰	-۱۴/۱۱	۰/۰۰	-۱۳/۰۰	۰/۰۰	-۸/۳۳	بیش ارزش گذاری سه سال بعد
۰/۰۰	-۹/۸۹	۰/۰۰	-۸/۹۹	۰/۰۰	-۱۱/۹۹	سود تقسیمی
۰/۰۰	-۸/۶۷	۰/۰۰	-۹/۶۸	۰/۰۰	-۱۱/۸۲	سهامداران نهادی
-	-	-	-	۰/۰۰	-۱۲/۱۲	ارزش بازار به دفتری
۰/۰۰	-۱۷/۲۷	۰/۰۰	-۱۷/۰۸	-	-	بازده

آزمون ناهمسانی واریانس

یکی از موضوعات مهمی که در اقتصادسنجی به آن برخورد می‌کنیم موضوع واریانس ناهمسانی است. واریانس ناهمسانی به این معناست که در تخمین مدل رگرسیون مقادیر جملات خطا دارای واریانس‌های نابرابر هستند. به منظور برآورد واریانس ناهمسانی در این تحقیق از آزمون وایت استفاده شده است.

جدول ۶. آزمون همسانی واریانس

نتیجه	احتمال	آماره F	مدل
همسان بودن واریانس جزء خطا	۰/۴۲	۱/۰۳	مدل اول
همسان بودن واریانس جزء خطا	۰/۵۳	۰/۹۷	مدل دوم
همسان بودن واریانس جزء خطا	۰/۲۷	۱/۱۴	مدل سوم

بررسی نتایج حاصل از آزمون ناهمسانی واریانس نشان می‌دهد که سطح معنی داری مقدار آماره، برای مدل تحقیق در سطح خطای کمتر از ۵ درصد، کوچک‌تر از ۰/۰۵ و معنی دار است، به عبارت دیگر فرضیه H_0 مبنی بر همسانی واریانس جملات خطا تأیید می‌شود، یعنی جملات خطا از واریانس همسانی برخوردار می‌باشند.

آزمون هم خطی

یکی از راه‌های شناسایی وجود یا نبود رابطه هم خطی، استفاده از شاخص تورم واریانس (VIF) بین متغیرهای مستقل است. این عامل نشان می‌دهد که واریانس ضرایب تخمینی تا چه حد نسبت به حالتی که متغیرهای تخمینی، همبستگی خطی ندارند، متورم شده است. عامل تورم واریانس برای هر یک از متغیرهای توضیحی باید کمتر از ۱۰ باشد که در این صورت مشکل هم خطی در مدل وجود ندارد. با توجه به آزمون معیار تورم واریانس، نتایج نشان می‌دهد که مقادیر عامل تورم واریانس برای هر یک از متغیرهای توضیحی در هر دو مدل ارائه شده کمتر از ۱۰ می‌باشند؛ بنابراین، مشکل هم خطی در مدل وجود ندارد.

جدول ۷. بررسی هم خطی

متغیر	آماره‌های هم خطی	سهامداران نهادی بلندمدت	سهامداران نهادی کوتاه مدت
	VIF	VIF	VIF
بیش ارزش‌گذاری × سهامداران نهادی	۱/۳۷	۱/۴۸	۲/۰۶
بیش ارزش‌گذاری یک سال قبل × سهامداران نهادی	۱/۳۶	۱/۲۷	۲/۳۳
بیش ارزش‌گذاری دو سال قبل × سهامداران نهادی	۱/۳۰	۱/۷۲	۲/۱۷
بیش ارزش‌گذاری سه سال قبل × سهامداران نهادی	۱/۳۶	۱/۷۲	۲/۰۲
بیش ارزش‌گذاری یک سال بعد × سهامداران نهادی	۱/۲۲	۱/۴۰	۱/۶۵
بیش ارزش‌گذاری دو سال بعد × سهامداران نهادی	۱/۱۱	۱/۵۸	۲/۲۵
بیش ارزش‌گذاری سه سال بعد × سهامداران نهادی	۱/۰۶۱	۱/۳۷	۱/۸۸
سود تقسیمی	۱/۲۲	۱/۲۵	۱/۳۲
ارزش بازار به دفتری	۱/۳۴	-	-
بازده	-	۱/۲۵	۱/۴۵

نتایج آزمون فرضیه‌های پژوهش

فرضیه اصلی: بیش ارزش‌گذاری با نقش تعدیلی سهام‌داران نهادی بر عرضه ثانویه شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران تأثیر معناداری دارد

فرضیه فرعی اول: بیش ارزش‌گذاری با نقش تعدیلی سهام‌داران نهادی بلندمدت بر عرضه ثانویه شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران تأثیر معناداری دارد

فرضیه فرعی دوم: بیش ارزش‌گذاری با نقش تعدیلی سهام‌داران نهادی کوتاه‌مدت بر عرضه ثانویه شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران تأثیر معناداری دارد

نتایج حاصل از برآورد مدل پژوهش به شرح جدول شماره ۸ می‌باشد.

جدول ۸. نتایج آزمون فرضیه‌های پژوهش

متغیرها	فرضیه اول			فرضیه فرعی اول			فرضیه فرعی دوم		
	ضریب	خطای استاندارد	p>z	ضریب	خطای استاندارد	p>z	ضریب	خطای استاندارد	p>z
بیش ارزش‌گذاری × سهامداران نهادی	۰/۳۱	۰/۲۲	۰/۸۸	۰/۱۵	۰/۲۲	۰/۹۹	-۰/۲۱	۰/۱۵	۰/۱۶
بیش ارزش‌گذاری یک‌سال بعد × سهامداران نهادی	۰/۲۸	۰/۲۱	۰/۱۷	-۰/۲۰	۰/۱۸	۰/۲۷	-۰/۰۷	۰/۱۶	۰/۶۳
بیش ارزش‌گذاری دو سال بعد × سهامداران نهادی	۰/۳۷	۰/۲۳	۰/۱۰	۰/۲۲	۰/۲۰	۰/۹۱	-۰/۰۷	۰/۱۸	۰/۶۶
بیش ارزش‌گذاری سه سال بعد × سهامداران نهادی	-۰/۳۲	۰/۳۳	۰/۳۲	-۰/۱۶	۰/۲۴	۰/۵۰	-۰/۲۵	۰/۱۷	۰/۱۴
بیش ارزش‌گذاری یک سال قبل × سهامداران نهادی	-۰/۱۷	۰/۱۹	۰/۳۹	-۰/۱۵	۰/۲۰	۰/۴۵	۰/۵۳	۰/۲۵	۰/۰۳
بیش ارزش‌گذاری دو سال قبل × سهامداران نهادی	-۰/۱۹	۰/۱۹	۰/۳۱	-۰/۱۴	۰/۲۴	۰/۵۴	-۰/۷۵	۰/۳۰	۰/۰۱
بیش ارزش‌گذاری سه سال قبل × سهامداران نهادی	-۰/۱۹	۰/۱۹	۰/۳۱	۰/۶۴	۰/۳۰	۰/۸۳	۰/۰۱	۰/۱۰	۰/۸۶
سود تقسیمی	-۰/۱۰	۰/۰۲	۰/۰۰	-۰/۲۵	۰/۰۵	۰/۰۰	-۰/۰۲	۰/۰۷	۰/۰۰
ارزش بازار به دفتری	-۰/۱۸	۰/۰۴	۰/۰۰	-	-	-	-	-	-
بازده	-	-	-	-۰/۱۵	۰/۰۵	۰/۰۰	-۰/۰۱	۰/۰۳	۰/۰۰
Prob>chi2	۰/۰۰			۰/۰۰			۰/۰۰		
Wald chi2	۵۶/۸۷			۳۰/۸۸			۴۲/۰۲		

با توجه به نتایج به دست آمده از تحلیل‌های آماری، مشخص شده است که احتمال آماره خبی دو در مدل‌های اول، دوم و سوم کمتر از ۰.۰۵ است که نشان‌دهنده معناداری مدل‌ها می‌باشد. با این حال، فرضیه اصلی تحقیق که بیان می‌کند بیش‌ارزش‌گذاری با نقش تعدیلی سهام‌داران نهادی بر عرضه ثانویه سهام تأثیر دارد، نتایج نشان می‌دهد که بین بیش‌ارزش‌گذاری و نقش تعدیلی سهام‌داران نهادی و عرضه ثانویه سهام رابطه معناداری وجود ندارد.

همچنین، فرضیه فرعی اول تحقیق مبنی بر این که بیش‌ارزش‌گذاری با نقش تعدیلی سهام‌داران نهادی بلندمدت بر عرضه ثانویه سهام تأثیر دارد، نتایج به دست آمده حاکی از عدم وجود رابطه معنادار بین این دو متغیر است. نتایج آزمون فرضیه فرعی دوم نیز نشان می‌دهد که بین بیش‌ارزش‌گذاری و نقش تعدیلی سهام‌داران نهادی کوتاه‌مدت و عرضه ثانویه سهام رابطه معناداری وجود ندارد.

در ادامه، با بررسی دوره‌های قبل و بعد از عرضه ثانویه، نتایج به دست آمده حاکی از این است که سطح معناداری برای کل جامعه نشان می‌دهد متغیر بیش‌ارزش‌گذاری در سال‌های قبل و بعد از عرضه بیشتر از ۰.۰۵ است، بنابراین می‌توان نتیجه گرفت که بین بیش‌ارزش‌گذاری و نقش تعدیلی سهام‌داران نهادی و عرضه ثانویه سهام در سال‌های قبل و بعد از عرضه رابطه معناداری وجود ندارد.

در مورد جامعه دارای سهامداران نهادی کوتاه‌مدت، سطح معناداری محاسبه شده برای متغیر بیش‌ارزش‌گذاری در سال‌های بعد از عرضه بیشتر از ۰.۰۵ است، لذا نتیجه‌گیری می‌شود که بین بیش‌ارزش‌گذاری و نقش تعدیلی سهام‌داران نهادی کوتاه‌مدت و عرضه ثانویه سهام در سال‌های بعد از عرضه رابطه معناداری وجود ندارد؛ اما در بررسی سطح معناداری محاسبه شده برای متغیر بیش‌ارزش‌گذاری در یک سال قبل از عرضه، مقدار آن کمتر از ۰.۰۵ است که این نشان‌دهنده معناداری و وجود رابطه مستقیم و معنادار بین متغیر بیش‌ارزش‌گذاری و عرضه ثانویه سهام است.

برعکس، در مورد بیش‌ارزش‌گذاری در دو سال قبل از عرضه، سطح معناداری کمتر از ۰.۰۵ است، بنابراین می‌توان نتیجه‌گیری کرد که رابطه معکوس و معناداری بین این

متغیر و عرضه ثانویه سهام وجود دارد. سطح معناداری برای متغیر بیش‌ارزش‌گذاری در سه سال قبل از عرضه بیشتر از ۰.۰۵ است، از این رو نتیجه‌گیری می‌شود که بین این متغیر و عرضه ثانویه سهام در سه سال قبل از عرضه رابطه معناداری وجود ندارد.

در جامعه‌ای که دارای سهامداران نهادی بلندمدت هستند، سطح معناداری محاسبه‌شده برای متغیر بیش‌ارزش‌گذاری در سال‌های قبل و بعد از عرضه بیشتر از ۰.۰۵ است، بنابراین بین این متغیر و عرضه ثانویه سهام نیز رابطه معناداری وجود ندارد.

علاوه بر این، نتایج نشان می‌دهند که در فرضیه اول بین سود تقسیمی و ارزش بازار به ارزش دفتری رابطه معنادار و معکوسی با عرضه ثانویه سهام وجود دارد؛ به طوری که هرچه سود تقسیمی و ارزش بازار به ارزش دفتری بیشتر باشد، احتمال عرضه ثانویه سهام کمتر می‌شود. در فرضیه دوم، در نمونه دارای سهامداران نهادی بلندمدت نیز نتایج حاکی از وجود رابطه معنادار و معکوس بین سود تقسیمی و بازده با عرضه ثانویه سهام است. همچنین در فرضیه سوم، در نمونه دارای سهامداران نهادی کوتاه‌مدت نیز نتایج مشابهی دیده می‌شود؛ به این معنی که هرچه سود تقسیمی و بازده شرکت بیشتر باشد، احتمال عرضه ثانویه سهام کمتر خواهد بود.

بحث و نتیجه‌گیری

نظارت سهامداران نهادی، ممکن است تأثیر ویژه‌ای بر روی جنبه‌های مختلف رفتاری شرکت مانند سودآوری، عملکرد شرکت، سیاست‌های سرمایه‌گذاری و انتخاب سیاست‌های اجرایی و مالی داشته باشد. یکی از دلایل کاهش بازده سهام در درازمدت این است که شرکت‌ها باهدف تأمین مالی فعالیت‌های سرمایه‌گذاری خود اقدام به انتشار سهام نکرده‌اند و انگیزه‌های دیگری برای عرضه مجدد سهام خود داشته‌اند. یکی از این انگیزه‌ها می‌تواند افزایش یافتن ارزش بازار سهام باشد که در برهه زمانی خاص اتفاق افتاده است. از این رو شرکت‌ها برای بهره بردن از این فرصت اقدام به عرضه مجدد سهام خود می‌کنند. معمولاً شرکت‌ها در دوره‌هایی که نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری بالایی دارند اقدام به انتشار سهام می‌کنند.

نتایج نشان می‌دهد که فرضیه اصلی تحقیق مبنی بر بیش ارزش‌گذاری با نقش تعدیلی سهام‌داران نهادی بر عرضه ثانویه شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران تأثیر معناداری دارد و رابطه‌ای مشاهده نشد همچنین دو فرضیه فرعی نیز بیش ارزش‌گذاری با نقش تعدیلی سهام‌داران نهادی کوتاه‌مدت بر عرضه ثانویه شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران تأثیر معناداری دارد و بیش ارزش‌گذاری با نقش تعدیلی سهام‌داران نهادی بلندمدت بر عرضه ثانویه شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران تأثیر معناداری دارد نیز رد شدند در این بین تنها رابطه بیش ارزش‌گذاری یک سال قبل و بیش ارزش‌گذاری دو سال قبل در جامعه آماری سهامداران نهادی کوتاه‌مدت رابطه معناداری با عرضه ثانویه داشتند. این نشان می‌دهد که میان سهامداران با دید بلندمدت و سهامداران با دید کوتاه‌مدت تفاوت وجود دارد و سهامداران نهادی کوتاه‌مدت سعی می‌کنند که سهام بیش ارزش‌گذاری شده را در عرضه ثانویه به فروش برسانند. به‌طور کلی می‌توان گفت که بیش ارزش‌گذاری با نقش تعدیلی سهامداران نهادی با عرضه ثانویه ارتباط دارد و فرضیه تأیید می‌گردد.

پیشنهاد ناشی از یافته‌های پژوهش

قابلیت نظارت بر سهامداران نهادی موجب تقویت حاکمیت شرکت‌ها می‌شود و منجر به تراز بهتر انگیزه‌های مدیریتی و منافع سهامداران می‌شود؛ بنابراین، انتظار می‌رود که زمان‌بندی بازار سهام به نفع سهامداران نهادی موجود باشد؛ و شرکت‌ها باید توجه خاصی را برای سهامداران نهادی با دید بلندمدت داشته باشند. با توجه به نتایج آزمون فرضیه پیشنهاد می‌گردد در شرکت‌هایی که با عرضه ثانویه روبرو هستند به سهامداران نهادی کوتاه‌مدت توجه خاصی داشته باشند چون با توجه به رابطه معناداری که بین نقش سهامداران نهادی کوتاه‌مدت بر رابطه بیش ارزش‌گذاری و عرضه ثانویه مشاهده شد، در زمان عرضه ثانویه احتمال فروش سهام توسط سهامداران نهادی با دید کوتاه‌مدت بیشتر است؛ و این خروج سهامداران نهادی کوتاه‌مدت در زمان عرضه ثانویه احتمال نوسان قیمت سهام شرکت‌ها را به دنبال دارد.

پیشنهاد برای پژوهش‌های آتی

❖ بررسی تأثیر زمان‌بندی سود بر عرضه ثانویه شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران

❖ بررسی تأثیر توانایی مدیران بر زمان‌بندی عرضه ثانویه شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران

❖ بررسی هوش مالی مدیران بر رابطه بیش ارزش‌گذاری و عرضه ثانویه شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران.

تعارض منافع

تعارض منافع وجود ندارد.

ORCID

Habib Ansari Samani

 <https://orcid.org/0000-0002-0075-5097>

Sajad Barandak

 <https://orcid.org/0000-0002-8839-0079>

Maryam Aminian

Dehkordi Hossein

 <http://orcid.org/0000-0003-3631-3685>

Aslipour

References

1. Abraham, R., & Harrington, C. (2011). Seasoned equity offerings: Characteristics of firms. *International Journal of Business, Humanities and Technolgy*, 3(1), 26-33.
2. Alinejad Saruklai, M., & Bahraini, M. (2013). The impact of institutional investors and ownership concentration on investment opportunities in companies admitted to the Tehran Stock Exchange. *Financial Accounting*, 19, 91-109.
3. Ansari Samani, H., & Aminian Dehkordi, M. (2022). Investigating the Relationship between Information Risk with Bubble Price Probability in Companies Listed in Tehran Stock Exchange. *Quarterly Journal of Quantitative Economics*, 19 (2), 37-65.

4. Bushee, B. (1998). The Influence of Institutional Investors on Myopic R&D Investment Behavior. *The Accounting Review*, 73(3), 305-333.
5. Cline, B. N., Fu, X., & Tang, T. (2015). Do investors value SEO lockup agreements?. *Journal of Business Research*, 68(2), 314-321.
6. Cornetta, M.M., Marcusb, A.J., & Tehranian, H. (2008). Corporate Governance and Pay-for-Performance: The Impact of Earnings Management. *Journal of Financial Economics*, 87(2), 357-373.
7. Gompers, P.A., & Metrick, A. (2001). Institutional investors and equity prices. *The Quarterly Journal of Economics*, 116(1), 229-259.
8. Han, K.C., Lee, S.H., & Y. Suk, D. (1999). Institutional Shareholders and Dividends, *Journal of Financial and Strategic Decisions*, 12(1), 53-62.
9. Hao, G.Q. (2014). Institutional Shareholder investment horizons and seasoned equity offerings. *Financial Management*, 43, 87-111.
10. Hartzell, J.C., Starks, L.T. (2003). Institutional Investors and Executive Compensation. *The Journal of Finance*, 58, 2351-2374.
11. Houmes, R., Foley, M., & Cebula, R.J. (2013). Audit quality and overvalued equity. *Accounting Research Journal*. 1(1), 56-74.
12. Hovakimian, A., & Hub, H. (2016). Institutional Shareholders and SEO Market Timing. *Journal of Corporate Finance*, 36, 1-14.
13. Huang, Y., Uchida, K., & Zah, D. (2016). Market timing in private placements of equity. Available at SSRN 2904861.
14. Jensen, M. (2005) Agency costs of highly valued equity. *Financial Management*, 34, 5-20.
15. Jensen, M.C. (1986). Agency cost of free cash flow, corporate finance, and takeovers. *The American Economic Review*, 76, 323-329.
16. Jiang, J., Petroni, K.R., & Wang, I.Y. (2010). CFOs and CEOs: “Who has the most Influence on Earnings Management?”. *Journal of Financial Economics*, 96(3), 513-526.
17. Kao, L., Chen, A., & Lu, C. S. (2018). Ex ante and ex post overvalued equities: The roles of corporate governance and product market competition. *Asia Pacific Management Review*, 23(3), 209-221.
18. Kim, H. D., Kim, Y., & Mantecon, T. (2019). Short-term institutional investors and agency costs of debt. *Journal of Business Research*, 95, 195-210.
19. Lucas, D. J., & McDonald, R. L. (1990). Equity issues and stock price dynamics. *The journal of finance*, 45(4), 1019-1043.

20. Pakbaz, F. (2016). Investigating the relationship between company size, timing and profit management in the secondary offering of shares of companies listed on the Tehran Stock Exchange [Master's dissertation, Yazd University], Yazd University.
21. Samani, H. A., Farhadian, A., & Faramarzi, Z. (2020). The Effect of the Mispricing on Stock Returns: An Application of the Five-Factor Model. *Journal of Financial Management Perspective*, 28, 117-142.
22. Shu, P. G., & Chiang, S. J. (2014). Firm size, timing, and earnings management of seasoned equity offerings. *International Review of Economics & Finance*, 29, 177-194.
23. Wadhwa, K., Reddy, V. N., Goyal, A., & Mohamed, A. (2016). IPOs and SEOs, real investments, and market timing: Emerging market evidence. *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money*, 45, 21-41
24. Wu, W., & Wang, L. (2016). Institutional Ownership Mispricing and Corporate Investment. *Open Journal of Business and Management*, 4(3), 282-290.
25. Yan, X., & Zhang, Z. (2009). Institutional investors and equity returns: are short term institutions better informed?. *The Review of Financial Studies*, 22(2), 893-924
26. Zarea, M. H., Ansari Samani, H., & Aminian, M. (2022). Quality of Financial Information and Stock Mispricing in the TSE. *Journal of Iranian Economic Issues*, 9(2), 105-129.
27. Zende Boodi (2017) Investigating the relationship between ownership structure and choosing the method of secondary stock offering (evidence from Tehran Stock Exchange), Master's Thesis, Kherd Bushehr Institute of Higher Education.

استناد به این مقاله: انصاری سامانی، حبیب، برندک، سجاد و امینیان، مریم. (۱۴۰۵). دیدگاه کوتاه‌مدت و بلندمدت

سهامداران نهادی در رابطه بیش ارزش‌گذاری و عرضه ثانویه سهام. *مالی و بانکداری*، ۱ (۱)، ۱-۲۸

doi: 10.22054/fiba.2023.75442.1005



Finance and Banking of Journal is licensed under a Creative Commons Attribution-Non Commercial 4.0 International License.