

Seasoned Equity Offerings, Over-Valuation, and Institutional Stockholders

Habib Ansari Samani *

*Corresponding Author, Associate Prof., Department of Economics, Yazd University, Yazd, Iran. (Email: ha.ansarisa@gmail.com)

Maryam Aminian Dehkordi 

MSc. in Financial Management, Department of Accounting & Financial, Yazd University, Yazd, Iran. (Email: m.aminian17@gmail.com)

Sajad Barandak 

MSc. in Financial Management, Department of Accounting, Moghadas Ardabili Institute University, Ardabil, Iran. (Email: sajadbarandak@gmail.com)

Forough Ghasemi Dehkordi 

MSc. in Financial Management, Department of Accounting & Financial, Yazd University, Yazd, Iran. (Email: frh.ghasemi70@gmail.com)

Abstract

The present study has been conducted with the aim of investigating the overvaluation of stock offering timing with the moderating role of institutional shareholders. This study is a descriptive-correlation study. In order to achieve the goal of the research, 114 companies from among the companies admitted to the Tehran Stock Exchange between 1390 and 1400 were selected as a sample and for the analysis of the hypotheses, logistic regression method was used. The findings of the research indicated that due to the fact that there are excessive changes in valuation in the years before the release on the timing of the secondary presentation, as a result, the timing hypothesis is made by the companies. But the direct and significant relationship provides more than the value in one and two years later and in the year. The company that the secondary stock offering is carried out is overvalued in the stock market in the following periods. This phenomenon is due to the sticky price to the stock price before the timing. It is secondary. Also, the results showed that there is no direct and significant relationship between overvaluation with the moderating role of institutional shareholders and the timing of the secondary supply of shares, also the results showed that short-term institutional shareholders have a more

significant relationship on the relationship between valuation and secondary supply than long-term institutional shareholders. The shares that the institutional shareholders come to more easily are overvalued after the offering. This phenomenon is probably due to the fact that the institutional shareholders are more focused on holding the company's shares, and also the institutional shareholders are considered long-term partners for the company. There is a difference between shareholders with a long-term view and shareholders with a short-term view, and short-term institutional shareholders try to sell overvalued shares in the secondary market.

Keywords: Secondary offering of shares, Overvaluation, Institutional ownership, Timing of secondary offering of shares

Citation: Ansari Samani, Habib; Aminian Dehkordi, Maryam; Barandak, Sajad & Ghasemi Dehkordi, Forough (2024). Seasoned equity offerings, over-valuation, and institutional stockholders. *Journal of Exchange Brokers*, 1(1), 23-51. (in Persian)

Journal of Exchange Brokers, 2024, Vol. 1, No. 1, pp. 23-51
Published by Iran Securities and Exchange Brokers Association
Type of License: Creative Commons License (CC BY- NC)
Article Type: Research Paper
© Authors

Received: November 03, 2023
Received in revised form: December 10, 2023
Accepted: December 29, 2023
Published online: February 03, 2024



عرضه ثانویه، بیش ارزش گذاری و سهامداران نهادی

حبيب انصاری سامانی * ID

* نویسنده مسئول، دانشیار، گروه اقتصاد، دانشگاه یزد، ایران. رایانامه: ha.ansarisa@gmail.com

مریم امینیان دهکردی ID

کارشناسی ارشد مدیریت مالی، دانشگاه یزد، ایران. رایانامه: m.aminian17@gmail.com

سجاد برندک ID

کارشناسی ارشد مدیریت مالی، دانشگاه علامه مقدس اردبیلی، اردبیل، ایران. رایانامه: sajadbarandak@gmail.com

فروغ قاسمی دهکردی ID

کارشناسی ارشد مدیریت مالی، دانشگاه یزد، ایران. رایانامه: frh.ghasemi70@gmail.com

چکیده

مطالعه حاضر با هدف بررسی تأثیر بیش ارزش گذاری بر زمان بندی عرضه ثانیه سهام با نقش تعدیلی سهامداران نهادی انجام شده است. این مطالعه از نوع مطالعات توصیفی - همبستگی است. به منظور دستیابی به هدف پژوهش تعداد ۱۱۴ شرکت از بین شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران بین سال‌های ۱۳۹۰ تا ۱۴۰۰ به عنوان نمونه انتخاب و جهت تحلیل فرضیه‌ها نیز از روش رگرسیونی لجستیک بهره گرفته شد. یافته‌های پژوهش حاکی از آن بود که با توجه به این که متغیرهای بیش ارزش گذاری در سال‌های قبل از عرضه بر زمان بندی عرضه ثانویه تأثیر نداشته در نتیجه فرضیه زمان بندی توسط شرکت‌ها رد می‌شود. اما رابطه مستقیم و معنادار بیش ارزش گذاری در یک و دو سال بعد و در سال عرضه نشان می‌دهد سهام شرکتی که عرضه ثانویه سهام انجام می‌دهد در دوره‌های بعدی در بازار سهام بیش ارزش گذاری می‌شود این پدیده به علت چسبندگی بودن قیمت سهام به قیمت پیش از زمان بندی عرضه ثانویه می‌باشد. همچنین نتایج نشان داد رابطه مستقیم و معناداری بین بیش ارزش گذاری با نقش تعدیلی سهامداران نهادی و زمان بندی عرضه ثانویه سهام وجود ندارد، همچنین یافته‌ها نشان داد سهامداران نهادی کوتاه مدت نسبت به سهامداران نهادی بلندمدت، بر رابطه بین بیش ارزش گذاری و عرضه ثانویه رابطه معنادارتری دارد. سهام شرکت‌هایی که سهم سهامداران نهادی آنها بیشتر است به احتمال بیشتر پس از عرضه ثانویه بیش ارزش گذاری می‌شود این پدیده احتمالاً به دلیل پایبندی

بیشتر سهامداران نهادی برای نگهداری سهام شرکت می‌باشد همچنین سهامداران نهادی شرکای بلندمدتی برای شرکت به حساب می‌آیند. در این 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.

کلیدواژه‌ها: عرضه ثانویه سهام، بیش ارزش‌گذاری، مالکیت نهادی، زمان‌بندی عرضه ثانویه سهام

استناد: انصاری سامانی، حبیب؛ امینیان دهکردی، مریم؛ برندک، سجاد و قاسمی دهکردی، فروغ (۱۴۰۳). عرضه ثانویه، بیش ارزش‌گذاری و سهامداران نهادی. *کارگزاران بورس*، (۱)، ۲۳-۵۱.

تاریخ دریافت: ۱۴۰۲/۰۸/۱۲

تاریخ ویرایش: ۱۴۰۲/۰۹/۱۹

تاریخ پذیرش: ۱۴۰۲/۱۰/۰۸

تاریخ انتشار: ۱۴۰۲/۱۱/۱۴

کارگزاران بورس، ۱۴۰۳، دوره ۱، شماره ۱، صص. ۲۳-۵۱

ناشر: کانون کارگزاران بورس و اوراق بهادار

نوع مقاله: علمی پژوهشی

© نویسندگان

مقدمه

بسیاری از مطالعات انجام شده نشان داده‌اند که عرضه سهام، چه برای اولین بار و چه برای دفعات بعد، از مهم‌ترین رویدادها در طی دوران عمر شرکت‌ها می‌باشد (وادهوا، ردی، گیال و محمد، ۲۰۱۶). تصمیمات مربوط به هر مرحله تحت تأثیر عوامل مختلفی است؛ اما در هر دو حالت شرکت‌ها برای تأمین مالی فرصت‌های رشدی که در پیش‌رو دارند و یا در برخی موارد برای استفاده از فرصت‌های ایجاد شده (مانند ارزش‌گذاری بیش‌ازحد سهام) تصمیم به انتشار سهام می‌گیرند. به عبارتی در عرضه عمومی اولیه^۱ چون شرکت‌ها حالت خصوصی دارند و کم‌ترین اطلاعات را در مورد عملکرد خود افشا می‌کنند و به‌خوبی در بازار شناخته‌شده نیستند یا اینکه احتمالاً در بازارهای گرم اقدام به انتشار سهام می‌کنند، سهامشان بیش‌ازحد ارزش‌گذاری می‌شود (هوواکیمیان و هاب، ۲۰۱۶). شرکت‌ها طی فرایند عرضه عمومی اولیه و با اهداف مختلفی نظیر بهره‌مندی از مزایای بازار سرمایه وارد بورس اوراق بهادار می‌شوند. در عرضه عمومی اولیه شرکت برای اولین بار اقدام به انتشار سهام می‌کند. پس از ورود شرکت به بورس، می‌توان به‌منظور افزایش سرمایه از طریق عرضه مجدد سهام اقدام کرد (آبراهام و هارینگتون، ۲۰۱۱).

در شرکت‌هایی که حقوق صاحبان سهام آن‌ها بالا ارزش‌گذاری می‌شود، مدیران انگیزه زیادی برای گزارش سود به‌گونه‌ای دارند که باعث افزایش قیمت بازار سهام می‌شود و در شرکت‌هایی که در پایان سال گذشته بالا ارزش‌گذاری شده‌اند مدیران علاقه‌مند به حفظ قیمت‌ها مجبورند در خصوص مدیریت سود^۲ شرکت، چاره‌اندیشی نمایند (هومس، فولی و کبولا، ۲۰۱۳). پاداش‌های مدیران معمولاً بر اساس سودهای گزارش شده و یا پاداش‌هایی بر اساس حقوق صاحبان سهام می‌باشد که در اینجا نگرانی‌هایی را به وجود می‌آورد و ممکن است انگیزه‌هایی برای مدیریت سود برای مدیران فراهم کند که نتیجه آن تأثیرات منفی بر گزارشگری مالی خواهد بود (جیانگ، پترونی و وانگ، ۲۰۱۰). یکی از مکانیزم‌های خارجی حاکمیت شرکتی مؤثر بر مدیریت سود در بازارهای مالی، سهامداران نهادی^۳ است. طبق تعریف بوش (۱۹۹۸) سرمایه‌گذاران نهادی، سرمایه‌گذارانی بزرگ نظیر بانک‌ها، شرکت‌های بیمه، شرکت‌های سرمایه‌گذاری و ... هستند. این سهامداران که اکثراً مالک بخش عمده‌ای از سهام شرکت نیز می‌باشند فرصت‌ها و توانایی‌های لازم برای نظارت بر مدیران را دارا می‌باشند و می‌توانند از این طریق بر تصمیمات

¹ Initial Public Offering

² Earning management

³ Institutional shareholders

مدیریت اثر بگذارند. لذا ممکن است ضمن اعمال فشار بر مدیران آن‌ها را مجبور به مدیریت سود نمایند و یا برعکس جلوی فرصت‌طلبی و سوءاستفاده مدیران را بگیرند (کورنتا، مارکوس و تهرانیان، ۲۰۰۸، چانگ، لین و ونگ، ۲۰۱۹).

برخی مطالعات در مورد عرضه ثانویه سهام^۱ نشان می‌دهند که سهام در این مرحله به طور میانگین زیر قیمت ارزش گذاری می‌شوند. به طوری که قیمت سهام بعد از عرضه ثانویه به طور قابل توجهی کمتر از قیمت آن در اولین روز مبادله است. دلیل این اتفاق استفاده شرکت‌ها از پنجره فرصت ایجاد شده است که زمینه را برای انتشار سهام جدید مناسب می‌کند (کلاین، فو و تانگ، ۲۰۱۵). با این حال لیو و مالاستا (۲۰۰۶) نشان دادند که به طور متوسط در آمریکا شرکت‌هایی که اقدام به عرضه مجدد سهام کرده‌اند در مقایسه با شرکت‌هایی که سهام جدید عرضه نکرده‌اند، ارزش گذاری زیر قیمت کمتری دارند. در الگوهای تجاری، عرضه ثانویه سهام، تحقیقات محیطی مناسبی را برای بررسی گردش اطلاعات در بازارها ارائه می‌دهد. عرضه‌های ثانویه سهام در صورتی که با عدم تقارن اطلاعات^۲ همراه باشند، فرصت‌های مبادله جذابی را برای سرمایه‌گذاران آگاه فراهم می‌کند، در حالی که اگر سرمایه‌گذاران ناآگاه باشند بعد از خرید سهام دچار نفرین برنده^۴ می‌شوند. همچنین ارزش گذاری بیش از حد سهام قبل از عرضه ثانویه عملکرد ضعیف سهام را در بلندمدت به دنبال دارد (دونگان، جان و سونگ، ۲۰۱۸).

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 (چن، چو و لین، ۲۰۱۹). مالکیت نهادی برابر درصد سهام نگهداری شده توسط اعضای هیئت‌مدیره می‌باشد. 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 سهامداران و جداسازی مالکیت از کنترل به وجود می‌آید. طبق تعریف بوش (۱۹۹۸) سرمایه‌گذاران نهادی، سرمایه‌گذارانی بزرگ نظیر بانک‌ها، شرکت‌های بیمه، شرکت‌های سرمایه‌گذاری و ... هستند. این سهامداران که اکثراً مالک بخش

¹ Seasoned Equity Offering

² Windows of opportunity

³ Asymmetric Information

⁴ Winners Curse

⁵ Agency costs

عمده‌ای از سهام شرکت نیز می‌باشند فرصت‌ها و توانایی‌های لازم برای نظارت بر مدیران را دارا می‌باشند و می‌توانند از این طریق بر تصمیمات مدیریت اثر بگذارند. لذا ممکن است ضمن اعمال فشار بر مدیران آن‌ها را مجبور به مدیریت سود نمایند و یا برعکس جلوی فرصت‌طلبی و سوءاستفاده مدیران را بگیرند (کورنت و همکاران، ۲۰۰۸؛ چانگ و همکاران، ۲۰۱۹).

می‌توان سرمایه‌گذاران نهادی را به دو گروه با افق دید کوتاه‌مدت و بلندمدت تقسیم نمود. همکاران (۲۰۱۹). 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 صورتی‌که عده دیگری از سهامداران برای بهره‌برداری از بیش ارزش‌گذاری‌های کوتاه‌مدت سهام را می‌خرند و می‌فروشند و از آن سود به دست می‌آورند چراکه سهامداران نهادی نسبت به سهامداران معمولی مزیت اطلاعاتی دارند و همین امر باعث کسب سود آن‌ها می‌شود (هوواکیمیان و هاب ۲۰۱۶). 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. در این زمینه مطالعات مختلفی که توسط سایر پژوهشگران صورت گرفته است نتایج متفاوتی را به همراه داشته است. به‌عنوان مثال نتایج مطالعه هان و همکاران در سال ۱۹۹۹ نشان می‌دهد که پرداخت سود سهام به‌طور مثبتی با مالکیت نهادی در ارتباط است. گومپرز و متریک (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 در سال ۲۰۰۹ رابطه مثبتی را بین مالکیت نهادی و بازده سهام آتی نشان داد. بر این اساس، استراتژی تجربی این پژوهش بررسی این مسئله است که چگونه زمان‌بندی عرضه ثانویه با سهم سهامداران نهادی تغییر می‌کند و اگر الگوی زمان‌بندی عرضه ثانویه و معاملات سهامداران نهادی با این دیدگاه همسو باشند زمان‌بندی عرضه ثانویه از سهامداران نهادی موجود شرکت بهره می‌برد.

در پژوهش‌های پیشین چن، چو و لین (۲۰۱۹) به بررسی تأثیر احساسات سرمایه‌گذاران بر احتمال شرکت در زمان‌بندی عرضه ثانویه و عملکرد قیمت سهام پرداختند. نتایج پژوهش نشان داد که ضریب اطمینان سرمایه‌گذاران

دارای تأثیر مثبت بر روی زمان بندی عرضه ثانویه است و این تأثیر را برای شرکت های کوچک و جوان قوی تر است. علاوه بر این شرکت هایی که عرضه ثانویه را در طول دوره احساسی سرمایه گذاران اداره می کنند، کاهش قیمت کوتاه مدتی در اطراف انتشار عرضه ثانویه تجربه می کنند. نتایج تحقیق چانگ، لین و ونگ (۲۰۱۹) نشان داد که سرمایه گذاران نهادی خارجی بهتر از سرمایه گذاران داخلی در جهت تجارت، نوع ارائه، پیمانکاری تجاری، اندازه های سفارش و نظم و انضباط استفاده می کنند. لیو، لاین، کائو و ژانگ (۲۰۱۸) به بررسی تأثیر مالکیت نهادی بر شفافیت اطلاعات شرکتی در شرکت های چینی پرداختند. نتایج آن ها نشان می دهد که سهامداران نهادی نقش مهمی در بهبود حاکمیت شرکتی و شفافیت حسابداری ایفا می کنند و با این دیدگاه سازگار هستند که سرمایه گذاران نهادی از منافع سهامداران اقلیت محافظت می کنند. هواکیمیان و هاب (۲۰۱۶) به موضوع سهامداران نهادی و تعیین زمان بندی بازار بر عرضه ثانویه سهام برای سال های ۱۹۸۳ الی ۲۰۱۱ پرداختند. آن ها دریافتند که شرکت های با سهامداران نهادی بالاتر به خصوص سرمایه گذاران با افق سرمایه گذاری بلندمدت، با احتمال کمتری در زمان عرضه ثانویه سهام آن ها شرکت می کنند. به طور کلی، این پژوهش نشان می دهد که تعیین زمان بندی بازار در عرضه ثانویه سهام مزیتی برای سهامداران نهادی ندارد. و با توجه به اینکه تاکنون هیچ گونه پژوهشی در رابطه با نقش و تأثیر سهم سهامداران بر بیش ارزش گذاری و عرضه ثانویه سهام، به ویژه در ایران صورت نگرفته است. در زمینه موضوع فوق، دارای ضعف اساسی می باشد، از این رو سؤال اصلی پژوهش حاضر این است که آیا سهم سهامداران نهادی، از تأثیر معناداری بر بیش ارزش گذاری و عرضه ثانویه سهام برخوردار است؟ در نتیجه انجام مطالعه حاضر نه تنها ادبیات جدیدی را به ادبیات موجود می افزاید بلکه می تواند نقش بسزایی را در آگاهی بازار سرمایه و سازمان ها در جهت توسعه روزافزون نقش هر چه بیشتر سرمایه گذاران نهادی در اداره امور سازمان ها ایفا نماید.

مبانی نظری و پیشینه پژوهش

قیمت ها همواره به طور کامل منعکس کننده ارزش ذاتی نیستند (لی، مایرز و سوامیناتان، ۱۹۹۹) چراکه اندازه گیری ارزش ذاتی دارایی های مالی با مشکلاتی مواجه بوده و به دلیل هزینه های معاملات، فرآیند تعدیل قیمت به سمت ارزش ذاتی مستلزم مرور زمان است.

بر اساس نظریه کلاسیک نمایندگی، همسویی منافع مدیران و سهامداران باعث افزایش انگیزه برای ارزش آفرینی می شود (جنسن و مکلینگ، ۱۹۷۶). جنسن (۲۰۰۵) بیان نمود که در زمان بیش ارزش گذاری سهام^۱ شرکت، مدیران که انگیزه هایی برای مدیریت سود دارند برای دائمی کردن این حالت تلاش می کنند. با افزایش مالکیت سهام و اختیارات سهام در پرتفوی حقوق و مزایا ثروت مدیران عامل، انگیزه های آن ها برای افزایش قیمت سهام شرکت و دائمی سازی آن نیز بیشتر می شود (افندی، سروستا و سوانسون، ۲۰۰۷؛ لام و چنگ، ۲۰۰۶؛ مهران و تراسی، ۲۰۰۱). در شرکت هایی که حقوق صاحبان سهام آن ها بالا ارزش گذاری می شود، مدیران انگیزه زیادی برای گزارش سود به گونه ای دارند که باعث افزایش قیمت بازار سهام می شود و در شرکت هایی که در پایان سال گذشته بالا ارزش گذاری شده اند مدیران علاقه مند به حفظ قیمت ها مجبورند در خصوص مدیریت سود شرکت، چاره اندیشی نمایند. در واقع با توجه به اینکه احتمال می رود که تحلیل گران مالی با تحلیل های دقیق قیمت واقعی چنین سهامی را مشخص کنند؛ بنابراین مدیران این شرکت ها با مدیریت سود و تقلب می کوشند تا سود شرکت و ارزش دفتری سهام را افزایش دهند و مانع از سقوط قیمت در آینده نزدیک شوند (هومس، فولی و کبولا، ۲۰۱۳).

برخی مطالعات نظیر هوانگ، اوچیدا و زه (۲۰۱۶) مؤید رخدادهای زمان بندی در زمان افزایش سرمایه است. لوکاس و مک دونالد (۱۹۹۰) نظریه زمان بندی را طرح ریزی کردند و بیان داشتند که شرکت ها در صورت تجربه افزایش غیرعادی و با اهمیت قیمت سهام مبادرت به انتشار سهام می کنند. همچنین در زمینه عرضه سهام مجموعه ای از ناهنجاری ها وجود دارد که عمدتاً ناشی از عدم تقارن اطلاعاتی بین مدیران و سهامداران است.

به طور طبیعی شرکت ها از طریق زمان بندی بازار به دنبال تأمین منابع مالی مورد نیاز خود با استفاده از ارزان ترین روش تأمین مالی هستند. بعد از تأمین منابع مالی، طبق این اصل که هدف شرکت های سهامی به حداکثر رساندن ثروت سهامداران است، مدیران این منابع را در پروژه ها و فعالیت هایی که انتظار دارند بازده مناسبی از آن ها عاید شود، سرمایه گذاری می کنند. با این وجود مطالعات نشان می دهد که بسیاری از شرکت هایی که برای تأمین مالی فعالیت های خود اقدام به انتشار سهام کرده اند، در درازمدت با کاهش بازده سهام مواجه شدند (ما و همکاران، ۲۰۱۸). یکی از دلایل کاهش بازده سهام در درازمدت این است که شرکت ها با هدف تأمین مالی فعالیت های سرمایه گذاری خود اقدام به انتشار سهام نکرده اند و انگیزه های دیگری برای عرضه

¹ Overvaluation Stock

² Market timing

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). اما در برخی مواقع بالا بودن نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری (بعنوان شاخصی از بیش ارزش گذاری) به‌تنهایی 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 برای زمان‌بندی عرضه ثانویه^۱ علاوه بر بالا بودن نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری، این نسبت باید با دوره‌های قبل از خود دارای تفاوت قابل‌ملاحظه‌ای باشد تا بر اساس آن شرکت‌ها انگیزه لازم را برای انتشار سهام داشته باشند. از این‌رو زمان‌بندی عرضه ثانویه سهام نه‌تنها به بالا بودن نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری سهام بلکه به بهره‌برداری از «پنجره‌های فرصت» ایجادشده نیز اشاره دارد (شو و چیانگ، ۲۰۱۴).

بسط و توسعه فرضیه پژوهش

تئوری‌های نمایندگی آدر مورد تأمین مالی شرکت اشاره می‌کند که جداسازی مالکیت و کنترل منجر به تضاد منافع بین سهامداران بیرونی و مدیران می‌شود (جنسن، ۱۹۸۶). سهامداران نهادی بزرگ می‌توانند این اختلافات را از طریق نظارت بر مدیران کاهش دهند (هارتزل و استارکس، ۲۰۰۳). اغلب شرکت‌هایی با ارزش گذاری بالای حقوق صاحبان سهام، به خاطر بزرگ‌نمایی ارزش شرکت، فاقد قابلیت‌های عملیاتی برای دستیابی به سطوح عملکرد خود برای اثرگذاری بر سود هستند، مدیران این‌گونه شرکت‌ها تحریک می‌شوند تا برای حداکثر کردن سود، صورت‌های مالی نادرست گزارش دهند (هومس، فولی و کیولا، ۲۰۱۳). طبق تئوری نمایندگی در شرکت‌ها زمانی رابطه نمایندگی به وجود می‌آید که یک یا چند نفر (عاملان اصلی مانند سهامداران شرکت)، یک یا چند نفر دیگر (نمایندگان مانند مدیران شرکت) را برای انجام کاری استخدام می‌کنند. البته نمایندگان همیشه به نفع کارفرمایان خود عمل نمی‌کنند و تلاش برای مدیریت منافع متضاد هر دو طرف در رابطه نمایندگی، هزینه‌هایی تولید می‌کند. اثر هردوی این عوامل، تخریب کردن ارزش است و برای کم کردن هزینه‌های کاهش ارزش به انگیزه و سیستم‌های حاکمیت خوب نیاز است. بیش ارزش گذاری، نتیجه داده‌ها و اطلاعات گمراه‌کننده مدیران است چون تعداد زیادی از سرمایه‌گذاران بی‌تجربه در بازارهای سرمایه و ناکارآمدی و تخریب روابط نمایندگی در شرکت‌ها، از جمله بانک‌های

¹ Seo timing

² agency theory

سرمایه‌گذاری، تجاری، مؤسسات حقوقی و حسابرسی که بیشتر آن‌ها آگاهانه در انتشار اطلاعات غلط و دست‌کاری اطلاعاتی نقش داشتند وارد فرآیند بیش ارزش‌گذاری شرکت‌ها شده است (جنسن، ۲۰۰۵).

در مورد مسائل زمان‌بندی مربوط به سهام دمرآپ، دملو، سچلینگمان و سابرامانیام (۲۰۱۲) گزارش دادند که بعد از عرضه سهام، بازده سهام و عملکرد بلندمدت عملیاتی هر دو به طور مستقیم با تغییرات سهامداران نهادی تا سه سال پس از آن تغییر می‌کند که این با نقش نظارتی سهامداران نهادی سازگار است (چن و همکاران، ۲۰۱۹). به طور مشابه هائو (۲۰۱۴) دریافت شرکت‌هایی با سهامداران نهادی کوتاه‌مدت بازده منفی بیشتری را در عرضه ثانویه تجربه می‌کنند و نتیجه‌گیری می‌کنند که سهامداران نهادی کوتاه‌مدت انگیزه‌ای برای نظارت سرمایه‌مطرح شده ندارند. تا آنجایی که سهامداران نهادی می‌توانند مدیران را نظارت و کنترل کنند، انتظار می‌رود تصمیمات زمان‌بندی عرضه ثانویه به طور خاص به نفع سهامداران خاصی باشد. با این وجود تمام سهامداران نهادی از عرضه ثانویه سود نمی‌برند. از این رو فرض می‌شود انگیزه مدیران برای فروش سهام به ارزشی بالاتر در عرضه ثانویه با مالکیت سهامداران نهادی قبلی با کاهش مشارکت سهامداران نهادی در عرضه ثانویه روبه‌رو شود (هوواکیمیان و هاب، ۲۰۱۶). با توجه به شواهد ارائه شده در بخش مبانی نظری و جهت نیل به اهداف پژوهش، فرضیه‌های زیر تدوین شده‌اند:

فرضیه اصلی اول: شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران عرضه ثانویه سهام خود را زمانبندی

می‌کنند.

$$\begin{aligned}
 SEO_{i,t} = & \alpha_0 + \alpha_1 OV_{i,t} + \alpha_2 OV_{i,t-1} + \alpha_3 OV_{i,t-2} + \alpha_4 OV_{i,t-3} + \alpha_5 OV_{i,t+1} \\
 & + \alpha_6 OV_{i,t+2} + \alpha_7 OV_{i,t+3} + \alpha_8 Size_{i,t} + \alpha_9 Age_{i,t} + \alpha_{10} Div_{i,t} \\
 & + \alpha_{11} MB_{i,t} + \varepsilon_{i,t}
 \end{aligned}
 \tag{1}$$

فرضیه اصلی دوم: سهم سهامداران نهادی نقش تعدیلی در رابطه بیش ارزش‌گذاری و عرضه ثانویه سهام

در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران دارد.

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

فرضیه فرعی اول: سهم سهامداران نهادی بلندمدت نقش تعدیلی در رابطه بیش ارزش گذاری و عرضه ثانویه سهام در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران دارد.

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

فرضیه فرعی دوم: سهم سهامداران نهادی کوتاه مدت نقش تعدیلی در رابطه بیش ارزش گذاری و عرضه ثانویه سهام در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران دارد.

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

(۳)

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 و از لحاظ نظریه از نوع پژوهش اثباتی و استدلال آن از نوع روش استقرایی است. روش آماری برای اثبات فرضیه‌های این پژوهش از الگوی رگرسیون لجستیک با رویکرد تابلویی استفاده شده است. داده‌های موردنیاز جهت 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 استفاده شده است. برای تحلیل داده‌ها از نرم‌افزار اکسل و برای اجرای آزمون‌های آماری از نرم‌افزار ایویوز و استتا استفاده شده است. جامعه آماری پژوهش را شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تشکیل می‌دهند. نمونه‌گیری بر اساس غربالگری با شرایط زیر انجام شده است:

۱- سهام شرکت‌ها از سال ۱۳۹۰ الی ۱۴۰۰ در بورس اوراق بهادار تهران معامله شده، 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- قبل از سال ۱۳۹۰ در بورس اوراق بهادار تهران پذیرفته شده باشند.

۵- شرکت‌ها تا انتهای ۱۴۰۰ از بورس اوراق بهادار تهران حذف نشده باشند.

پس از اعمال این محدودیت‌ها، ۱۱۴ شرکت همه شرایط حضور در جامعه آماری را داشتند. تمام ۱۱۴ شرکت برای آزمون فرضیه انتخاب شده و از نمونه دیگری استفاده نشده است.

متغیرهای پژوهش و نحوه اندازه‌گیری آن‌ها

متغیر وابسته

عرضه ثانویه (SEO): 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، ۲۰۱۶).

متغیرهای مستقل

بیش ارزش گذاری (OV): برای به دست آوردن بیش ارزش گذاری 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، ۲۰۱۶).

وقفه‌های بیش ارزش گذاری (OV_{it-j}): مطابق با پژوهش هوواکیمیان و هاب (۲۰۱۶) برای به دست آوردن تعداد وقفه‌های بیش ارزش گذاری برای سال‌های جاری هر شرکت مقدار بیش ارزش گذاری 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 (۲۰۰۱) و مقاله یان و ژانگ (۲۰۰۹) به صورت نسبت تعداد سهام نزد سهامداران نهادی به کل سهام منتشر شده تعریف می‌گردد.

از طرفی مالکیت سرمایه‌گذاران در دو طبقه کوتاه‌مدت و بلندمدت طبقه بندی شده‌اند که این دسته‌بندی به علت نگرش سهامداران در موقعیت‌های مختلف تصمیم‌گیری صورت می‌پذیرد بنابراین مجموع خرید و فروش هر سرمایه‌گذار به صورت رابطه‌های (۴) و (۵) تعریف می‌گردد:

$$CR_{buy,j,t} = \sum_{i \in Q, N_{j,i,t} > N_{j,i,t-1}} |N_{j,i,t}P_{i,t} - N_{j,i,t-1}P_{t-1} - N_{j,i,t}\Delta P_{i,t}| \quad (۴)$$

$$CR_{sell,j,t} = \sum_{i \in Q, N_{j,i,t} \leq N_{j,i,t-1}} |N_{j,i,t}P_{i,t} - N_{j,i,t-1}P_{t-1} - N_{j,i,t}\Delta P_{i,t}| \quad (۵)$$

که در این روابط $CR_{buy,j,t}$ مجموع خرید سرمایه‌گذار j ام در سه ماهه t ام (فصل t ام) $CR_{sell,j,t}$ مجموع تعداد سهام موجودی دسته i که توسط سرمایه‌گذار j ام در پایان سه ماهه t ام منتشر شده یا به عبارتی مجموع فروش‌های سرمایه‌گذار j ام برای فصل t ام می‌باشد. $P_{i,t}$ قیمت سهام 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 پژوهش یان و ژانگ (۲۰۰۹) به شرح رابطه (۶) محاسبه می‌گردد.

$$CR_{j,t} = \frac{\min(CR_{buy,j,t}, CR_{sell,j,t})}{\sum_{i \in Q} \frac{N_{j,i,t}P_{i,t} + N_{j,i,t-1}P_{t-1}}{2}} \quad \text{رابطه (۶)}$$

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).

در محاسبه نرخ ریزش برای کاهش اثر جریان‌های نقدی سرمایه‌گذار در کل پورتنفوی باید کمترین مقدار (خرید یا فروش) در نظر گرفته شود؛ بنابراین نرخ ریزش عبارت است از نسبت کمترین مقدار مجموع سهام خریداری‌شده یا فروخته‌شده 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 چهارفصل نرخ ریزش به همین ترتیب محاسبه می‌گردد). حال برای تعیین دیدگاه سرمایه‌گذاران نهادی به دو گروه کوتاه‌مدت و بلندمدت، میانگین نرخ ریزش بر اساس رابطه (۷) محاسبه می‌گردد.

$$AVG_CR_{j,t} = \frac{1}{4} \sum_r^4 = 1 CR_{j,t-r+1} \quad (7)$$

بعد از محاسبه میانگین نرخ ریزش ($AVG_CR_{j,t}$) سرمایه‌گذاران بر اساس مقدار مذکور در سه پورتنفوی طبقه‌بندی می‌شوند. در صورتی که در پورتنفوی 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 پورتنفوی 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 سپری‌شده از تاریخ تأسیس شرکت تا سال جاری به دست می‌آید.

نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری (MB): نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری به‌این ترتیب محاسبه می‌شود؛ در ابتدا ارزش دفتری سهام عادی شرکت با استفاده از اطلاعات آخرین ترازنامه تعیین می‌شود آنگاه ارزش بازار سهام به‌وسیله 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 (۱) آمار توصیفی متغیرهای پژوهش آورده شده است.

جدول ۱. شاخص‌های توصیفی متغیرها

آمار توصیفی کل نمونه مورد بررسی							
متغیر	میانگین	میانه	حداکثر	حداقل	انحراف معیار	چولگی	کشیدگی
بیش ارزش گذاری	۶/۲۰	۳۴/۳۵	۸۵/۴۰	-۱۸۸/۹۴	۷۵/۴۰	-۱/۳۷	۳/۹۰
بیش ارزش گذاری یک سال قبل	۶/۲۲	۳۳/۰۶	۸۷/۱۹	-۱۸۲/۸۶	۷۵/۱۷	-۱/۲۳	۳/۵۴
بیش ارزش گذاری دو سال قبل	۶/۹۴	۳۱/۸۰	۹۰/۳۴	-۱۸۳/۶۸	۷۶/۵۴	-۱/۲۱	۳/۴۹
بیش ارزش گذاری سه سال قبل	۷/۴۵	۳۲/۶۹	۹۰/۵۷	-۱۸۷/۹۲	۷۶/۶۵	-۱/۲۸	۳/۶۷
بیش ارزش گذاری یک سال بعد	۶/۲۷	۳۷/۵۸	۸۱/۴۶	-۱۸۹/۴۸	۷۳/۶۹	-۱/۵۱	۴/۲۲
بیش ارزش گذاری دو سال بعد	۵/۹۳	۴۰/۹۴	۷۳/۶۴	-۱۹۰/۸۵	۷۰/۳۳	-۱/۷۳	۴/۸۹
بیش ارزش گذاری سه سال بعد	۳/۲۰	۱۰/۴۶	۴۳/۱۶	-۷۲/۱۰	۲۶/۰۸	-۱/۴۸	۵/۲۲
اندازه شرکت	۱۴/۰۴	۱۳/۸۷	۱۹/۰۵	۱۰/۱۷	۱/۴۶	۰/۶۴	۳/۸۹
سن شرکت	۳/۵۹	۳/۷۱	۴/۱۶	۱/۹۵	۰/۳۹	-۰/۹۳	۳/۴۷
سود تقسیمی	۳۹۹/۰۰	۱۵۲/۵۰	۱۹۶۵/۰۰	۰/۰۰	۵۵۴/۴۸	۱/۶۶	۴/۷۳
ارزش بازار به دفتری	۲/۶۱	۲/۱۳	۶/۹۵	۰/۵۱	۱/۶۹	۱/۱۰	۳/۵۸
سهامداران نهادی	۰/۶۱	۰/۶۶	۱/۰۰	۰/۰۰	۰/۲۵	-۰/۸۴	۲/۹۱
آمار توصیفی برای سهامداران نهادی بلندمدت							
سود تقسیمی	۴۸۳/۴۵	۲۰۰/۰۰	۲۳۵۵/۰۰	۰/۰۰	۶۷۲/۵۹	۱/۶۷	۴/۷۰
بازده	۲۷/۹۹	۱۱/۲۷	۱۷۶/۰۸	-۳۹/۰۷	۵۹/۲۴	۱/۲۶	۳/۶۷
سهامداران نهادی بلندمدت	۰/۶۲	۰/۶۶	۰/۹۹	۰/۰۰	۰/۲۴	-۰/۹۵	۳/۳۶
آمار توصیفی برای سهامداران نهادی کوتاه‌مدت							
سود تقسیمی	۲۸۳/۶۹	۱۲۸/۵۰	۱۲۷۰/۳۰	۰/۰۰	۳۷۳/۳۷	۱/۵۰	۴/۱۱
بازده	۵۳/۳۷	۱۶/۵۴	۲۷۴/۶۹	-۳۵/۹۴	۸۷/۴۲	۱/۳۴	۳/۷۳
سهامداران نهادی کوتاه‌مدت	۰/۵۹	۰/۶۶	۱/۰۰	۰/۰۰	۰/۲۵	-۰/۷۴	۲/۶۶

از دیدگاه مقایسه‌ای میانگین‌ها، مشخص می‌شود که میانگین بیش ارزش‌گذاری در سال‌های قبل از عرضه تا سال عرضه تفاوت فاحشی ندارند و بعد از سال عرضه کاهش می‌یابد. بیشترین میانگین مربوط به سود تقسیمی (۳۹۹) و کمترین میانگین مربوط به سهامداران نهادی (۰/۶۱) می‌باشد. بیشترین پراکندگی مربوط به متغیر سود تقسیمی (۵۵۴/۴۸) و کمترین پراکندگی مربوط به سهامداران نهادی (۰/۲۵) می‌باشد. از بین متغیرهای موجود متغیرهای اندازه شرکت، سود تقسیمی و ارزش بازار به ارزش دفتری دارای چولگی به سمت راست و بقیه متغیرها چولگی به سمت چپ دارند. همچنین متغیر سهامداران نهادی با کشیدگی (۲/۹۱) به صورت نرمال توزیع شده است و سایر متغیرها بالاتر از محدوده توزیع نرمال قرار دارد.

جدول ۲. آمار توصیفی متغیر گسسته

نام متغیر	نمونه	نوع طبقه	فراوانی	درصد
زمانبندی عرضه ثانویه	کل جامعه آماری	۰	۶۶۰	۸۲/۷۱
		۱	۱۳۸	۱۷/۲۹
جمع				
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 (۲) نیز نتایج نشان می‌دهد که درصد فراوانی متغیر زمان‌بندی عرضه ثانویه ۱۷/۲۹ درصد می‌باشد که نشان‌دهنده این است که تقریباً ۱۷/۲۹ درصد شرکت‌های مورد بررسی عرضه ثانویه داشته‌اند.

نتایج آزمون فرضیه اول پژوهش

فرضیه اول. شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران عرضه ثانویه سهام خود را زمانبندی می‌کنند.

نتایج حاصل از برآورد مدل‌های پژوهش به شرح جدول (۲) می‌باشد.

جدول ۳. نتایج آزمون فرضیه مدل اول پژوهش

متغیرها	ضریب	خطای استاندارد	آماره Z	p>z
بیش ارزش گذاری	۰/۴۸	۰/۱۹	۲/۵۲	۰/۰۱
بیش ارزش گذاری یک سال بعد	۰/۳۷	۰/۱۸	۲/۱۲	۰/۰۳
بیش ارزش گذاری دو سال بعد	۰/۵۰	۰/۲۱	۲/۴۶	۰/۰۱
بیش ارزش گذاری سه سال بعد	-۰/۱۷	۰/۲۶	-۰/۶۵	۰/۵۱
بیش ارزش گذاری یک سال قبل	۰/۹۷	۰/۱۵	۰/۶۴	۰/۵۲
بیش ارزش گذاری دو سال قبل	۰/۳۱	۰/۱۴	۰/۲۲	۰/۸۲
بیش ارزش گذاری سه سال قبل	۰/۲۹	۰/۱۴	۰/۲۲	۰/۸۲
اندازه شرکت	۰/۴۰	۰/۰۷	۰/۰۶	۰/۹۵
عمر شرکت	-۰/۶۲	۰/۲۷	-۲/۲۷	۰/۰۲
سود تقسیمی	-۰/۲۵	۰/۰۲	-۱/۱۱	۰/۲۶
ارزش بازار به دفتری	۰/۲۲	۰/۰۵	۰/۴۱	۰/۶۸
Wald chi2= ۲۲۵/۸۸		Prob>chi2= ۰/۰۰		
آزمون ناهمسانی واریانس		۰/۷۰		

با توجه به این که احتمال آماره مدل اول پژوهش کمتر از ۵ صدم به دست آمده معنی داری مدل تأیید می‌گردد. با توجه به نتایج آزمون فرضیه اول پژوهش مبنی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران عرضه ثانویه سهام خود را زمانبندی می‌کنند. نتیجه به دست آمده نشان می‌دهد که رابطه مستقیم و معناداری بین بیش ارزش گذاری و زمان بندی عرضه ثانویه سهام وجود دارد

در ادامه با بررسی دوره‌های قبل و بعد از عرضه ثانویه نتایج زیر حاصل شد. سطح معناداری محاسبه شده برای متغیر بیش ارزش گذاری در سال‌های قبل از عرضه بیشتر از ۵ صدم می‌باشد، از این رو می‌توان نتیجه گرفت که بین بیش ارزش گذاری و عرضه ثانویه سهام در سال‌های قبل از عرضه رابطه معناداری وجود ندارد در نتیجه فرضیه زمان بندی توسط شرکت نهاد می‌شود. سطح معناداری محاسبه شده برای متغیر بیش ارزش گذاری در یک سال بعد و دو سال بعد از عرضه کمتر از ۵ صدم می‌باشد بنابراین با توجه به معنادار بودن سطح معناداری و ضریب مثبت متغیر بیش ارزش گذاری یک سال بعد و دو سال بعد از عرضه ثانویه، رابطه مستقیم و معناداری با عرضه ثانویه سهام دارد. سطح معناداری محاسبه شده برای متغیر بیش ارزش گذاری در سه سال بعد از عرضه بیشتر از ۵ صدم می‌باشد، از این رو می‌توان نتیجه گرفت که بین بیش ارزش گذاری و عرضه ثانویه سهام در سه سال بعد از عرضه رابطه معناداری وجود ندارد. همچنین نتایج نشان می‌دهد که بین اندازه شرکت، سود تقسیمی و ارزش بازار به دفتری رابطه معناداری با عرضه ثانویه سهام وجود

ندارد. علاوه بر این نتایج نشان می‌دهد که عمر شرکت رابطه معنادار و معکوسی با عرضه ثانویه سهام دارد یعنی هرچه قدر عمر شرکت بیشتر باشد همان قدر احتمال عرضه ثانویه سهام نیز کمتر است.

جدول ۴. نتایج آزمون فرضیه‌های پژوهش

فرضیه فرعی دوم			فرضیه فرعی اول			فرضیه اصلی سوم			متغیرها
p>z	خطای استاندارد	ضریب	p>z	خطای استاندارد	ضریب	p>z	خطای استاندارد	ضریب	
۰/۱۶	۰/۱۵	-۰/۲۱	۰/۹۹	۰/۲۲	۰/۱۵	۰/۸۸	۰/۲۲	۰/۳۱	بیش ارزش گذاری × سهامداران نهادی
۰/۶۳	۰/۱۶	-۰/۰۷	۰/۲۷	۰/۱۸	-۰/۲۰	۰/۱۷	۰/۲۱	۰/۲۸	بیش ارزش گذاری یک سال بعد × سهامداران نهادی
۰/۶۶	۰/۱۸	-۰/۰۷	۰/۹۱	۰/۲۰	۰/۲۲	۰/۱۰	۰/۲۳	۰/۳۷	بیش ارزش گذاری دو سال بعد × سهامداران نهادی
۰/۱۴	۰/۱۷	-۰/۲۵	۰/۵۰	۰/۲۴	-۰/۱۶	۰/۳۲	۰/۳۳	-۰/۳۲	بیش ارزش گذاری سه سال بعد × سهامداران نهادی
۰/۰۳	۰/۲۵	۰/۵۳	۰/۴۵	۰/۲۰	-۰/۱۵	۰/۳۹	۰/۱۹	-۰/۱۷	بیش ارزش گذاری یک سال قبل × سهامداران نهادی
۰/۰۱	۰/۳۰	-۰/۷۵	۰/۵۴	۰/۲۴	-۰/۱۴	۰/۳۱	۰/۱۹	-۰/۱۹	بیش ارزش گذاری دو سال قبل × سهامداران نهادی
۰/۸۶	۰/۱۰	۰/۰۱	۰/۸۳	۰/۳۰	۰/۶۴	۰/۳۱	۰/۱۹	-۰/۱۹	بیش ارزش گذاری سه سال قبل × سهامداران نهادی
۰/۰۰	۰/۰۷	-۰/۰۲	۰/۰۰	۰/۰۵	-۰/۲۵	۰/۰۰	۰/۰۲	-۰/۱۰	سود تقسیمی
-	-	-	-	-	-	۰/۰۰	۰/۰۴	-۰/۱۸	ارزش بازار به دفتری
۰/۰۰	۰/۰۳	-۰/۰۱	۰/۰۰	۰/۰۵	-۰/۱۵	-	-	-	بازده
۰/۰۰			۰/۰۰			۰/۰۰			Prob>chi 2
۴۲/۰۲			۳۰/۸۸			۵۶/۸۷			Wald chi2
									آزمون ناهمسانی واریانس
۰/۴۲									مدل اصلی دوم
۰/۵۳									مدل فرعی اول
۰/۲۷									مدل فرعی دوم

فرضیه اصلی دوم: سهم سهامداران نهادی نقش تعدیلی در رابطه بیش ارزش گذاری و عرضه ثانویه سهام در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران دارد.

فرضیه فرعی اول: سهم سهامداران نهادی بلندمدت نقش تعدیلی در رابطه بیش ارزش گذاری و عرضه ثانویه سهام در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران دارد.

فرضیه فرعی دوم: سهم سهامداران نهادی کوتاه مدت نقش تعدیلی در رابطه بیش ارزش گذاری و عرضه ثانویه سهام در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران دارد. نتایج حاصل از برآورد مدل پژوهش به شرح جدول (۴) می‌باشد.

با توجه به این که احتمال آماره خی دو در مدل‌های اول، دوم و سوم کمتر از ۵ صدم به دست آمده معنی داری مدل تأیید می‌گردد. فرضیه اصلی پژوهش به این صورت بود که سهم سهامداران نهادی نقش تعدیلی در رابطه بیش ارزش گذاری و عرضه ثانویه سهام در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران دارد. نتیجه به دست آمده نشان می‌دهد که بین بیش ارزش گذاری با نقش تعدیلی سهامداران نهادی و عرضه ثانویه سهام رابطه معناداری وجود ندارد. همچنین فرضیه فرعی اول پژوهش مبنی سهم سهامداران نهادی بلندمدت نقش تعدیلی در رابطه بیش ارزش گذاری و عرضه ثانویه سهام در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران دارد. نتیجه به دست آمده نشان می‌دهد که بین بیش ارزش گذاری با نقش تعدیلی سهامداران نهادی بلندمدت و عرضه ثانویه سهام رابطه معناداری وجود ندارد. با توجه به نتایج آزمون فرضیه فرعی دوم نتایج به دست آمده نشان می‌دهد که بین بیش ارزش گذاری با نقش تعدیلی سهامداران نهادی کوتاه مدت و عرضه ثانویه سهام رابطه معناداری وجود دارد.

در ادامه با بررسی دوره‌های قبل و بعد از عرضه ثانویه نتایجی به این صورت حاصل شد. سطح معناداری به دست آمده برای کل جامعه نشان می‌دهد متغیر بیش ارزش گذاری در سال‌های قبل از عرضه و بعد از عرضه بیشتر از ۵ صدم می‌باشد، از این رو می‌توان نتیجه گرفت که بین بیش ارزش گذاری با نقش تعدیلی سهامداران نهادی و عرضه ثانویه سهام در سال‌های قبل از عرضه و بعد از عرضه رابطه معناداری وجود ندارد. در بررسی جامعه دارای سهامداران نهادی کوتاه مدت سطح معناداری محاسبه شده برای متغیر بیش ارزش گذاری در سال‌های بعد از عرضه بیشتر از ۵ صدم می‌باشد، از این رو می‌توان نتیجه گرفت که بین بیش ارزش گذاری با نقش تعدیلی سهامداران نهادی کوتاه مدت و عرضه ثانویه سهام در سال‌های بعد از عرضه رابطه معناداری

وجود ندارد؛ اما در بررسی سطح معناداری محاسبه شده برای متغیر بیش ارزش گذاری در یک سال قبل از عرضه کمتر از ۵ صدم می باشد بنابراین با توجه به معنادار بودن سطح معناداری و ضریب مثبت متغیر بیش ارزش گذاری با نقش تعدیلی سهامداران نهادی یک سال قبل، رابطه مستقیم و معناداری با عرضه ثانویه سهام دارد. همچنین در بررسی سطح معناداری محاسبه شده برای متغیر بیش ارزش گذاری در دو سال قبل از عرضه کمتر از ۵ صدم می باشد بنابراین با توجه به معنادار بودن سطح معناداری و ضریب منفی متغیر بیش ارزش گذاری با نقش تعدیلی سهامداران نهادی دو سال قبل، رابطه معکوس و معناداری با عرضه ثانویه سهام دارد؛ و سطح معناداری محاسبه شده برای متغیر بیش ارزش گذاری در سه سال قبل از عرضه بیشتر از ۵ صدم می باشد، از این رو می توان نتیجه گرفت که بین بیش ارزش گذاری با نقش تعدیلی سهامداران نهادی کوتاه مدت و عرضه ثانویه سهام در سه سال قبل از عرضه رابطه معناداری وجود ندارد. در نمونه دارای سهامداران نهادی بلندمدت سطح معناداری محاسبه شده برای متغیر بیش ارزش گذاری در سال های قبل و بعد از عرضه بیشتر از ۵ صدم می باشد، از این رو می توان نتیجه گرفت که بین بیش ارزش گذاری با نقش تعدیلی سهامداران نهادی بلندمدت و عرضه ثانویه سهام در سال های قبل و بعد از عرضه رابطه معناداری وجود ندارد.

همچنین نتایج نشان می دهد که در فرضیه اصلی دوم بین سود تقسیمی و ارزش بازار به ارزش دفتری رابطه معنادار و معکوسی با عرضه ثانویه سهام وجود دارد یعنی هرچه قدر سود تقسیمی و ارزش بازار به ارزش دفتری بیشتر باشد همان قدر احتمال عرضه ثانویه سهام نیز کمتر است. در فرضیه فرعی اول و در نمونه دارای سهامداران نهادی بلندمدت نتایج نشان می دهد که بین سود تقسیمی و بازده رابطه معنادار و معکوسی با عرضه ثانویه سهام وجود دارد یعنی هرچه قدر سود تقسیمی و بازده بیشتر باشد همان قدر احتمال عرضه ثانویه سهام نیز کمتر است؛ و در فرضیه فرعی دوم و در نمونه دارای سهامداران نهادی کوتاه مدت نتایج نشان می دهد که سود تقسیمی و بازده شرکت رابطه معنادار و معکوسی با عرضه ثانویه سهام دارد یعنی هرچه قدر سود تقسیمی و بازده شرکت بیشتر باشد همان قدر احتمال عرضه ثانویه سهام نیز کمتر است.

بررسی نتایج حاصل از آزمون ناهمسانی واریانس نشان می دهد که سطح معنی داری مقدار آماره، برای مدل تحقیق در سطح خطای کمتر از ۵ درصد، کوچک تر از $0/05$ و معنی دار است، به عبارت دیگر فرضیه H_0 مبنی بر همسانی واریانس جملات خطا تأیید می شود، یعنی جملات خطا از واریانس همسانی برخوردار می باشند.

تحلیل فرضیه اضافی

فرضیه اصلی: عرضه ثانویه سهام بر سهم سهامداران نهادی شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران تأثیر معناداری دارد.

فرضیه فرعی اول: عرضه ثانویه سهام بر سهم سهامداران نهادی با دیدگاه بلندمدت شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران تأثیر معناداری دارد.

فرضیه فرعی دوم: عرضه ثانویه سهام بر سهم سهامداران نهادی با دیدگاه کوتاه‌مدت شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران تأثیر معناداری دارد.

جدول ۵. نتایج حاصل از برآورد مدل پژوهشی

فرضیه فرعی دوم			فرضیه فرعی اول			فرضیه اول			متغیرها
۰/۸۵	-۰/۱۸	-۰/۰۳	۰/۰۶	۱/۹۰	۰/۸۲	۰/۰۰	۸/۳۱	۱/۶۰	عرض از مبدأ
۰/۰۴	۲/۰۳	۰/۰۰	۰/۲۶	-۱/۱۲	-۰/۰۱	۰/۰۰	۲/۹۴	۰/۰۰	مازاد بازده سهام
۰/۰۰	-۴/۹۶	-۰/۰۱	۰/۵۷	-۰/۵۶	۰/۰۱	۰/۰۰	-۳/۱۶	-۰/۰۱	مازاد بازده سهام سه سال قبل
۰/۷۷	۰/۲۸	۰/۰۰	۰/۲۹	۱/۰۵	۰/۰۴	۰/۰۰	۲/۷۴	۰/۰۱	مازاد بازده سهام دو سال قبل
۰/۹۰	۰/۱۱	۰/۰۰	۰/۳۵	-۰/۹۳	۰/۱۳	۰/۰۰	-۲/۶۳	-۰/۰۰	مازاد بازده سهام یک سال قبل
۰/۰۵	-۱/۹۷	-۰/۰۰	۰/۹۲	-۰/۰۹	-۰/۰۰	۰/۲۰	-۱/۲۶	-۰/۰۰	مازاد بازده سهام سال عرضه
۰/۰۷	-۱/۷۸	-۰/۰۰	۰/۸۶	-۰/۱۷	-۰/۰۰	۰/۴۵	-۰/۷۴	-۰/۰۰	مازاد بازده سهام یک سال بعد
۰/۵۲	-۰/۶۳	-۰/۰۰	۰/۳۴	-۰/۹۵	۰/۰۱	۰/۵۸	۰/۵۵	۰/۰۰	مازاد بازده سهام دو سال بعد
۰/۴۸	-۰/۶۹	-۰/۰۰	۰/۸۰	-۰/۲۴	-۰/۰۰۹	۰/۱۶	۱/۳۸	۰/۰۱	مازاد بازده سهام سه سال بعد
۰/۸۰	-۰/۲۵	-۰/۰۰	۰/۳۴	-۰/۹۴	۰/۰۲	۰/۰۷	۱/۷۳	۰/۰۱	اندازه شرکت
۰/۶۲	۰/۴۹	۰/۰۰	۰/۱۴	۱/۴۸	-۰/۰۰۴	۰/۲۱	۱/۲۳	۰/۰۰	ارزش بازار به ارزش دفتری
۰/۵۴	-۰/۶۰	-۴/۷۸	۰/۲۶	-۱/۱۱	-۰/۰۰	۰/۰۳	۲/۱۷	۰/۰۰	سود تقسیمی
۰/۰۰	۳/۷۵	۰/۱۸	۰/۰۶	-۱/۸۵	-۰/۱۵	۰/۰۰	-۵/۰۳	-۰/۳۳	عمر شرکت
۰/۸۱			۰/۵۲			۰/۹۹			r-squared
۱۳/۴۴			۳/۳۴			۳۵۳			F-statistic
۰/۷۵			۰/۳۶			۰/۹۸			Adjusted R-squared
۰/۰۰			۰/۰۰			۰/۰۰			Prob(F-statistic)
۱/۹۱			۱/۶۸			۱/۳۳			Durbin-Watson

با توجه به این که احتمال آماره مدل اول، دوم و سوم پژوهش کمتر از ۵ صدم به دست آمده معنی‌داری مدل‌ها تأیید می‌گردد. فرضیه اصلی پژوهش به این صورت بود که عرضه ثانویه بر سهم سهامداران نهادی

تأثیر دارد نتیجه به دست آمده نشان می‌دهد که بین عرضه ثانویه و سهم سهامداران نهادی رابطه معناداری وجود دارد. همچنین فرضیه فرعی اول پژوهش مبنی بر عرضه ثانویه بر سهم سهامداران نهادی با دیدگاه بلندمدت تأثیر دارد نتیجه به دست آمده نشان می‌دهد که بین عرضه ثانویه و سهم سهامداران نهادی با دیدگاه بلندمدت رابطه‌ای وجود ندارد. با توجه به نتایج آزمون فرضیه فرعی دوم نتایج به دست آمده نشان می‌دهد که بین عرضه ثانویه و سهم سهامداران نهادی با دیدگاه کوتاه‌مدت رابطه معناداری وجود دارد.

در ادامه با بررسی دوره‌های قبل و بعد از عرضه ثانویه نتایجی به این صورت حاصل شد. سطح معناداری به دست آمده برای کل جامعه نشان می‌دهد، متغیر مازاد بازده سهام در یک سال قبل از عرضه و سه سال قبل از عرضه کمتر از ۵ صدم می‌باشد بنابراین با توجه به معنادار بودن سطح معناداری و ضریب منفی متغیر مازاد بازده سهام یک سال قبل و سه سال قبل، رابطه معکوس و معناداری با سهم سهامداران نهادی دارد. همچنین متغیر مازاد بازده سهام در دو سال قبل از عرضه کمتر از ۵ صدم می‌باشد بنابراین با توجه به معنادار بودن سطح معناداری و ضریب مثبت متغیر مازاد بازده سهام دو سال قبل، رابطه مستقیم و معناداری با سهم سهامداران نهادی دارد همچنین متغیر مازاد بازده سهام در سال عرضه و سال‌های بعد از عرضه بیشتر از ۵ صدم می‌باشد، از این رو می‌توان نتیجه گرفت که بین عرضه ثانویه و سهم سهامداران نهادی در سال عرضه و سال‌های بعد از عرضه رابطه معناداری وجود ندارد. در بررسی جامعه دارای سهامداران نهادی بلندمدت سطح معناداری محاسبه شده برای متغیر مازاد بازده سهام در دوره‌های قبل و بعد از عرضه و نیز در سال عرضه بیشتر از ۰/۰۵ می‌باشد، از این رو می‌توان نتیجه گرفت که بین عرضه ثانویه سهام و سهم سهامداران نهادی با دیدگاه بلندمدت در هیچ‌یک از دوره‌ها رابطه معناداری وجود ندارد. در نمونه دارای سهامداران نهادی کوتاه‌مدت سطح معناداری محاسبه شده برای متغیر مازاد بازده سهام در سه سال قبل از عرضه کمتر از ۵ صدم می‌باشد بنابراین با توجه به معنادار بودن سطح معناداری و ضریب منفی متغیر مازاد بازده سهام سه سال قبل، رابطه معکوس و معناداری با سهم سهامداران نهادی دارد. همچنین سطح معناداری محاسبه شده برای متغیر مازاد بازده سهام در دو سال قبل از عرضه و نیز یک سال قبل از عرضه بیشتر از ۵ صدم می‌باشد، از این رو می‌توان نتیجه گرفت که عرضه ثانویه سهام و سهم سهامداران نهادی با دیدگاه کوتاه‌مدت در دو سال قبل و یک سال قبل از عرضه رابطه معناداری وجود ندارد. سطح معناداری محاسبه شده برای متغیر مازاد بازده سهام در سال عرضه کمتر از ۵ صدم می‌باشد بنابراین با توجه به معنادار بودن سطح معناداری و ضریب منفی متغیر مازاد بازده سهام سال عرضه، رابطه معکوس و معناداری با سهم سهامداران نهادی دارد. سطح معناداری

محاسبه شده برای متغیر مازاد بازده سهام در سال‌های بعد از عرضه بیشتر از ۰/۰۵ می‌باشد، از این رو می‌توان نتیجه گرفت که بین عرضه ثانویه سهام و سهم سهامداران نهادی با دیدگاه کوتاه‌مدت در سال‌های بعد از عرضه رابطه معناداری وجود ندارد.

نتیجه‌گیری و پیشنهادها

ادبیات پیشین امور مالی شرکت‌ها شواهدی را نشان می‌دهد که شرکت‌ها زمان عرضه سهام خود را باقیمت‌های نسبتاً بالا به فروش می‌رسانند، احتمالاً به این دلیل که مدیران بر این باورند که سهام آن‌ها در چنین زمان‌هایی بیش از حد افزایش خواهد یافت. قیمت‌گذاری نادرست نهفته در چنین تلاش‌های زمان‌بندی بازار می‌تواند ناشی از عدم تقارن اطلاعات بین مدیران و سرمایه‌گذاران و یا تعصبات رفتاری غالب در بازارهای سهام باشد. نظریه‌های تأمین مالی شرکت می‌تواند چنین رفتار را توضیح دهد که تصمیمات مربوط به صدور سهام در منافع سهامداران منفعل موجود که مؤثر دریافت نقل و انتقال ثروت از سهامداران جدید است به‌عنوان یک نتیجه از زمان‌بندی به‌موقع انتشار سهام می‌باشد. (هوواکیمیان و هاب، ۲۰۱۶).

به‌طور کلی نتایج فرضیه اصلی اول نشان می‌دهد که با توجه به این که متغیر بیش ارزش‌گذاری سه سال قبل، دو سال قبل و یک سال قبل از عرضه بر زمان‌بندی عرضه ثانویه سهام تأثیر نداشته فرضیه زمان‌بندی عرضه ثانویه توسط شرکت‌ها رد می‌شود؛ اما مثبت و معنی‌دار بودن ضرایب متغیر بیش ارزش‌گذاری در یک سال بعد، دو سال بعد و در سال عرضه نشان می‌دهد که سهم سهام شرکتی که عرضه ثانویه سهام انجام می‌دهد در دوره‌های بعدی در بازار سهام بیش ارزش‌گذاری می‌شود این پدیده می‌تواند به علت چسبندگی بودن قیمت سهام به قیمت پیش از زمان‌بندی عرضه ثانویه باشد.

همچنین نتایج نشان می‌دهد که فرضیه اصلی دوم پژوهش مبنی بر سهم سهام‌داران نهادی نقش تعدیلی در رابطه بیش ارزش‌گذاری و عرضه ثانویه سهام در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران دارد، رد شد و رابطه‌ای مشاهده نشد همچنین فرضیه فرعی اول، سهم سهام‌داران نهادی بلندمدت نقش تعدیلی در رابطه بیش ارزش‌گذاری و عرضه ثانویه سهام در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران دارد رد و فرضیه فرعی دوم سهم سهام‌داران نهادی کوتاه مدت نقش تعدیلی در رابطه بیش ارزش‌گذاری و عرضه ثانویه سهام در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران دارد تایید شد. همچنین رابطه

بیش ارزش گذاری یک سال قبل و بیش ارزش گذاری دو سال قبل در جامعه آماری سهامداران نهادی کوتاه مدت رابطه معناداری با عرضه ثانویه داشتند. این نشان می‌دهد که میان سهامداران با دید بلندمدت و سهامداران با دید کوتاه مدت تفاوت وجود دارد و سهامداران نهادی کوتاه مدت سعی می‌کنند که سهام بیش ارزش گذاری شده را در عرضه ثانویه به فروش برسانند.

مقایسه ضرایب متغیرهای وقفه دار بیش ارزش گذاری در مدل یک با ضرایب متغیرهای وقفه دار تعدیل شده بیش ارزش گذاری با سهم سهامداران نهادی نشان می‌دهد که ضرایب مدل دوم بزرگتر از ضرایب در مدل اول هستند و این بیانگر این موضوع است که قیمت سهام شرکت‌هایی که سهم سهامداران نهادی آن‌ها بیشتر است به احتمال بیشتر پس از عرضه ثانویه بیش ارزش گذاری می‌شود این پدیده احتمالاً به دلیل پایبندی بیشتر سهامداران نهادی برای نگهداری سهام شرکت باشد در واقع می‌توان گفت که سهامداران نهادی شرکای بلندمدتی برای شرکت به حساب می‌آیند.

بر مبنای نتایج پژوهش پیشنهاد می‌گردد به دلیل این که سهامداران نهادی بر رابطه بین بیش ارزش گذاری و زمان بندی عرضه ثانویه نسبت به رابطه بین بیش ارزش گذاری و زمان بدی عرضه ثانویه ضریب تأثیر بیشتری دارد، سرمایه‌گذاران قبل از خرید سهام و یا تصمیم‌گیری در خصوص شرکت ترکیب سهامداران نهادی را مورد بررسی قرار بدهند جهت تأمین وجوه مورد نیاز، ارزش گذاری سهام را در نظر بگیرند و در مواقعی که با بیش ارزش گذاری مواجه هستند از منبع سرمایه و در مواقعی که با کم ارزش گذاری مواجه باشند از منبع بدهی استفاده کنند. به سازمان بورس و اوراق بهادار تهران پیشنهاد می‌گردد از مکانیزم‌ها و قوانین و مقرراتی استفاده نمایند که باعث افزایش تقارن اطلاعاتی و در نتیجه کاهش ارزش گذاری نادرست سهام شود تا قیمت معاملاتی سهام به ارزش سهام نزدیک و از این طریق جلوی زیان سهامداران گرفته شود. 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 زمان بندی 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 کوتاه مدت توجه خاصی داشته باشند چون با توجه به رابطه معناداری که بین نقش سهامداران نهادی کوتاه مدت بر رابطه بیش ارزش گذاری 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.

سپاسگزاری

در پایان از تمام همکاران و کسانی که محققین را در انجام این پژوهش یاری نمودند، کمال تقدیر و تشکر به عمل می‌آید.

References

- Abraham, R. & Harrington, C. (2011). Seasoned equity offerings: Characteristics of firms. *International Journal of Business, Humanities and Technology*, 1(3), 26-33.
- Aydogan A. (2006). How Persistent is the Impact of Market Timing on Capital structures? *The Journal of Finance*, 61(4), 1681-1710.
- Bushee, B. (1998). The Influence of Institutional Investors on Myopic R&D Investment Behavior. *The Accounting Review*, 73 (3), 305-333.
- Chen, Yi-W., Chou, R., Lin, Ch. (2019). Investor sentiment, SEO market timing, and stock price performance. *Journal of Empirical Finance*, 51(2), 28-43.
- Chuang, Y. W., Lin, Y. F., & Weng, P. S. (2019). Why and how do foreign institutional investors outperform domestic investors in futures trading: Evidence from Taiwan? *Journal of Futures Markets*, 39(3): 279-301.
- Cline, B. N., Fu, X., & Tang, T. (2015). Do investors value SEO lockup agreements? *Journal of Business Research*, 68(2), 314-321.
- Cornetta, M.M., Marcusb, A.J. and Tehranian, H. (2008). Corporate Governance and Pay-for-Performance: The Impact of Earnings Management. *Journal of Financial Economics*, 87(2), 357-373.
- Demiralp, I., D'Mello, R., Schlingemann, F.P., Subramaniam, V., (2011). Are there monitoring benefits to institutional ownership? Evidence from seasoned equity offerings. *J. Corp. Financ.* 17, 1340–1359.
- Donghan, K., Jun, S. K., and Sung, W. S. (2018). What options to trade and when: Evidence from seasoned equity offerings. *Journal of Financial Markets*, 37(1): 70-96.
- Efendi, J., Srivasta, A. and Swanson, E. (2007). Why do Corporate Managers Misstate Financial Statements? The Role of Option Compensation and Other Factors. *Journal of Financial Economics*, 85(3), 667-708.
- Gompers, P.A., & Metrick, A. (2001). Institutional investors and equity prices. *The Quarterly Journal of Economics*, 116 (1), 229–259.
- Gompers, P.A., & Metrick, A. (2001), "Institutional investors and equity prices", *The Quarterly Journal of Economics*, 116 (1), 229–259.
- Han, K.C., Lee, S.H., & Y. Suk, D. (1999), "Institutional Shareholders and Dividends", *Journal of Financial and Strategic Decisions*, 12(1), 53-62.
- Hao, G.Q., (2014), "Institutional Shareholder investment horizons and seasoned equity offerings". *Financ. Manag.* 43, 87-111.
- Hartzell, J.C., Starks, L.T. (2003). Institutional Investors and Executive Compensation. *The Journal of Finance*, 58(6), 2351–2374.

- Houmes, R. Foley, M. Cebula, R.J. (2013). Audit quality and overvalued equity. *Accounting Research Journal*, 26(1), 56-74.
- Hovakimian, A., Hub, H. (2016). Institutional Shareholders and SEO Market Timing. *Journal of Corporate Finance*, 36(1), 1-14,
- Huang, Y., Uchida, K., & Zah, D. (2016). Market timing in private placements of equity. Available at SSRN: <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2904861>
- Jensen, M. (2005). Agency Costs of Highly Valued Equity. *Financial Management*, 34(1), 5-20.
- Jensen, M.C. (1986). Agency cost of free cash flow, corporate finance, and takeovers. *American Economic Review*, 76(2), 323-329.
- Jensen, M.C. and Meckling, W. H. (1976). Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305-360.
- Jiang, J., Petroni, K.R. and Wang, I.Y. (2010). CFOs and CEOs: Who has the most Influence on Earnings Management? *Journal of Financial Economics*, 96 (3), 513-526.
- Kim, H. D., Kim, Y., & Mantecon, T. (2019), "Short-term institutional investors and agency costs of debt". *Journal of Business Research*, 95, 195-210.
- Lam, S. and Chng, B. (2006). Do Executive Option Grants Have Value Implications for Firm Performance? *Review of Quantitative Finance & Accounting*, (26)3, 249-74.
- Lee, C., Myers, J. and Swaminathan B. (1999). What is the Intrinsic Value of Dow? *Journal of Finance*, 54(5), 1693-1741.
- Liu, N., Laing, E., Cao, Y., & Zhang, X. (2018). Institutional ownership and corporate transparency in China. *Finance Research Letters*, 24(1), 328-336.
- Liu, Y. and Malatesta, P. (2006). Credit ratings and the pricing of seasoned equity offerings. *Working paper, University of Washington*
- Lucas, D. J., & McDonald, R. L. (1990). Equity issues and stock price dynamics. *The journal of finance*, 45(4), 1019-1043.
- Ma, R., Anderson, H., & Marshall, B. (2018), "Market Volatility, Liquidity Shocks, and Stock Returns": Worldwide Evidence.
- Mehran, H. and J. Tracy (2001). The Effect of Employee Stock Options on the Evolution of Compensation in the 1990s. *Economic Policy Review*, 7(3), 17-34.
- 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.

- 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(1), 21-41.
- 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.