

تأثیر مالکیت دولتی بر روابط بین افشای ریسک با ارزش گذاری زیر قیمت واقعی و نوسانات بازده عرضه اولیه سهام

گیتا صادقی طباطبائی*

تاریخ دریافت: ۱۴۰۱/۰۲/۲۰ تاریخ چاپ: ۱۴۰۱/۰۳/۲۷

چکیده

هدف این تحقیق بررسی تأثیر مالکیت دولتی بر روابط بین افشای ریسک با ارزش گذاری زیر قیمت واقعی و نوسانات بازده عرضه اولیه سهام بوده است. قلمرو مکانی شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران و قلمرو زمانی سال های بین ۱۳۹۴ تا ۱۹۹۹ بوده و با روش حذف سیستماتیک تعداد ۵۰ شرکت به عنوان نمونه آماری انتخاب گردیده است. برای جمع داده ها از مراجعه به صورت های مالی، یادداشت های توضیحی و ماهنامه بورس اوراق بهادار و به منظور توصیف و تلخیص داده ها از آمار توصیفی و استنباطی بهره گرفته شده است. در تحلیل داده ها برای تایید و رد فرضیه ها (نرم افزار ایویوز) استفاده گردیده است. نتایج نشان داد مالکیت دولتی بر روابط بین افشای ریسک با ارزش گذاری زیر قیمت واقعی عرضه اولیه سهام نقش تعدیل گری دارد و همچنین مالکیت دولتی بر روابط بین افشای ریسک با نوسانات بازده عرضه اولیه سهام نقش تعدیل گری دارد.

واژگان کلیدی

ارزش گذاری زیر قیمت واقعی، نوسانات بازده عرضه اولیه سهام، افشای ریسک، مالکیت دولتی.

۱. کارشناس ارشد، آموزش زبان انگلیسی، واحد سمنان، دانشگاه آزاد اسلامی، سمنان، ایران. (* نویسنده مسئول:

(Gita20005p@yahoo.com)

۱. مقدمه

یک جریان مهم از ادبیات پژوهش بررسی می کند که چگونه ساختار نهادی یک کشور، از جمله سیستم حقوقی/قضایی، قوانین اوراق بهادار، اقتصاد سیاسی و رژیم مالیاتی، گزارشگری مالی، شیوه های افشا را شکل می دهد. مطالعات قبلی نشان می دهند که دخالت دولت در بازارهای سرمایه و تخصیص منابع بر عرضه اطلاعات مالی خاص شرکت تأثیر می گذارد (پیوتروسکی و همکاران^۱، ۲۰۱۵؛ تاکر و ژانگ^۲، ۲۰۱۶)، اما شواهد تجربی کمی در مورد چگونگی نقش دولت وجود دارد. چگونگی واکنش سرمایه گذاران به اطلاعات افشا شده توسط شرکت هایی که اقتصاد آن ها با مالکیت قابل توجه دولت و همچنین حمایت دولتی از فعالیت های اقتصادی مشخص می شود حائز اهمیت است و همچنین بررسی این موضوع که میزان تأثیر حمایت دولت بر نقش افشای عوامل ریسک در بین شرکت های دولتی، در کاهش قیمت گذاری کمتر از ارزش واقعی سهام در عرضه اولیه چگونه است. کاهش قیمت اولیه به این معنی است که عرضه اولیه سهام عادی به طور سیستماتیک با تخفیف نسبت به قیمت های معاملاتی بعدی آنها قیمت گذاری می شود. در حالی که قیمت گذاری کمتر از ارزش واقعی سهام در عرضه اولیه در بین اقتصادهای توسعه یافته و در حال توسعه، پایدار و قابل توجه است، در نتیجه، ناشران سهام عرضه اولیه را به عنوان ابزاری برای متقاعد کردن سرمایه گذاران ناآگاه که با پذیره نویسی سهام، بازده خوبی کسب خواهند کرد، قیمت کمتری می گذارند. برای کاهش عدم تقارن اطلاعاتی و کاهش قیمت گذاری کمتر از ارزش واقعی، شرکت های صادرکننده ممکن است افشای اطلاعات را در مکانی افزایش دهند که منبع اطلاعات اولیه برای سرمایه گذاران احتمالی در طول دوره عرضه اولیه است. افشای ریسک اطلاعات مهمی در مورد ریسک پذیری جریان های نقدی آتی شرکت های عرضه اولیه فراهم می کند، به ویژه زمانی که افشا شامل احتمال نتایج نامطلوب باشد. شرکت های تحت حمایت دولت در مقایسه با شرکت های غیر دولتی مزایای بالاتری دریافت می کنند. در حالی که به طور صریح در افشای ریسک به آن اشاره نمی شود، شرکت های تحت حمایت دولت به طور ضمنی توسط دولت در برابر ریسک ورشکستگی بیمه می شوند، زیرا دولت تمایل دارد شرکت های تحت حمایت دولت را، زمانی که از مشکلات مالی رنج می برند، نجات دهد و این ممکن است انگیزه سرمایه گذاران برای واکنش به افشای اطلاعات توسط شرکت های تحت حمایت دولت را کاهش دهد (گات^۳، ۲۰۱۵).

با توجه به استدلال های متضاد ارائه شده این یک سوال تجربی بی پاسخ باقی می ماند که آیا سرمایه گذاران عمدتاً در هنگام پاسخ به افشای عوامل ریسک شرکت های عرضه اولیه تحت حمایت دولت، بیمه ضمنی را در نظر می گیرند یا خیر. به طور خاص، کمیسیون بورس و اوراق بهادار ایالات متحده "ابتکار اثربخشی افشا" خود را در سال ۲۰۱۳ ارائه کرد و اثربخشی افشای طولانی و متورم فاکتورهای ریسک را در انتشار مفهومی خود در سال ۲۰۱۶ زیر سوال برد؛ بنابراین تنظیم کنندگان توجه خود را به اثربخشی افشا، با هدف دستیابی به سادگی و دسترسی به افشای اطلاعات افزایش دادند؛ زیرا افشای عامل ریسک توسط شرکت، زمانی از کیفیت بالاتری برخوردار است که اطلاعات پشتیبان قابل تأییدی را ارائه دهد و به طور منطقی تأثیر بالقوه ریسک مرتبط را توضیح دهد. در اصل، افشای ریسک به کاهش دامنه درک شده از واریانس جریان نقدی آتی کمک می کند. از آنجایی که سرمایه گذاران آینده نگر اطلاعاتی در مورد ریسک جریان های نقدی آتی شرکت عرضه اولیه ندارند، هنگام قیمت گذاری سهام عرضه اولیه تمایل به اعمال صرف واریانس-عدم قطعیت دارند.

1 Piotroski, & et al

2 Tucker & Zhang

3 Gough

افشای ریسک با کمک به سرمایه‌گذاران در ارزیابی عدم اطمینان در مورد ریسک جریان‌های نقدی شرکت عرضه اولیه، صرف واریانس عدم قطعیت (از آنجایی که توزیع درک شده سرمایه‌گذاران بر واریانس جریان نقدی کاهش می‌یابد) و همچنین هزینه سرمایه شرکت به طور متوسط کاهش می‌یابد؛ بنابراین، عدم تقارن اطلاعاتی شدید در مرحله قبل از عرضه عمومی اولیه، تشخیص اثر شفافیت اطلاعات از افشای ریسک با کیفیت را تسهیل می‌کند. ثانیاً، هنگام افشای اطلاعات، شرکت‌ها منافعی مانند کاهش عدم تقارن اطلاعاتی برای سرمایه‌گذاران و هزینه‌های مرتبط، مانند افشای عدم قطعیت‌های جدید که درک سرمایه‌گذاران از ریسک و افزایش را افزایش می‌دهند را خواهند داشت (چن و همکاران^۱، ۲۰۲۲، ۳)؛ بنابراین با توجه به مطالب ارائه شده در این بخش سوال اصلی پژوهش این گونه تدوین می‌گردد که تاثیر مالکیت دولتی بر روابط بین افشای ریسک با ارزش گذاری زیر قیمت واقعی و نوسانات بازده عرضه اولیه سهام چگونه است.

۲- مبانی نظری و پیشینه پژوهش

کاهش قیمت اولیه زمانی اتفاق می‌افتد که قیمت پیشنهادی عرضه اولیه سهام کمتر از قیمت بسته شدن روز اول باشد که نشان می‌دهد ناشران در طول فرآیند عرضه اولیه سهام پول را برای سهامداران جدید روی میز بگذارند (ریترو و ولج^۲، ۲۰۰۲). ادبیات موجود چندین توضیح در این خصوص ارائه می‌دهد، از جمله عدم تقارن اطلاعاتی، نگرانی مدیریتی برای ریسک دعوی قضایی، شهرت پذیره نویس و ساختار مالکیت. در میان این توضیحات، عدم تقارن اطلاعاتی یک اثر مرتبه اول بر کاهش قیمت اولیه اولیه سهام دارد و برای شرکت‌های قبل از عرضه اولیه عمومی بسیار شدید است. به دلیل فقدان سابقه برای شرکت صادرکننده و همچنین محدود بودن داده‌های مالی تاریخی و پوشش تحلیلی، سرمایه‌گذاران عرضه اولیه سهام معمولاً فاقد دانش خاص شرکت هستند و در هنگام قیمت گذاری یک سهم در عرضه اولیه سهام با کمبود اطلاعاتی شدید نسبت به افراد داخلی شرکت مواجه می‌شوند (آهارونی و همکاران^۳، ۱۹۹۳). یک شرکت ناشر اطلاعات بهتری در مورد ارزش فعلی یا ریسک جریان‌های نقدی آتی خود نسبت به سرمایه‌گذاران خارجی دارد. وقتی عدم تقارن اطلاعاتی بین سرمایه‌گذاران آگاه و ناآگاه وجود داشته باشد، سرمایه‌گذاران آگاه از عدم تقارن اطلاعاتی سود می‌برند، برای کاهش مشکل انتخاب نامطلوب ناشی از عدم تقارن اطلاعات، ناشران پیشنهادات خود را کمتر از ارزش واقعی قیمت گذاری می‌کنند و به سرمایه‌گذاران ناآگاه این امکان را می‌دهد که بازده مثبت سرمایه گذاری خود را دریافت کنند. همچنین بیتی و همکاران^۴ (۲۰۱۹) شواهدی ارائه می‌دهند که افشای ریسک سالانه اطلاعاتی را در مورد عدم قطعیت خاص شرکت منتقل می‌کند و سرمایه‌گذاران سهام نیز به همین ترتیب به این افشاها واکنش نشان می‌دهند. هوپ و همکاران^۵ (۲۰۱۶) دریافتند که افشای ریسک خاص واکنش‌های بازار قوی‌تری را در ایالات متحده برمی‌انگیزد، برخلاف این مطالعات، تنظیم عرضه اولیه سهام برای جلب فقدان اطلاعات سرمایه‌گذاران احتمالی در مورد ریسک‌پذیری جریان‌های نقدی آتی شرکت‌ها ایده‌آل است. از طرفی در اقتصاد تحت کنترل دولت، دولت نقش مهمی در تخصیص منابع ایفا می‌کند و در مورد شرکت‌های غیردولتی انتظار می‌رود که واکنش سرمایه‌گذاران به اطلاعات شرکت‌ها قبل از عرضه اولیه عمومی به چند دلیل قوی باشد. اولاً، برخلاف شرکت‌های تحت حمایت دولت، شرکت‌های غیر دولتی بیمه ضمنی در برابر ریسک ورشکستگی از دولت دریافت نمی‌کنند. دوم، مانند بسیاری از کشورهای در حال توسعه، شرکت

1 Chen, & et al

2 Ritter & Welch

3 Aharony, & et al

4 Beatty, & et al

5 Hope, & et al

های غیر دولتی با موانع قابل توجهی برای دسترسی به سهام خارجی و سرمایه بدهی مواجه هستند. چنین شرکت‌هایی انگیزه‌های قوی برای افشای اطلاعات ریسک دارند زیرا شفافیت اطلاعات هزینه‌های تامین مالی شرکت‌های عرضه اولیه سهام را کاهش می‌دهد. همچنین نوسانات بازده سهام پس از عرضه اولیه یکی دیگر از نشانه‌های افزایش عدم اطمینان اطلاعات است (لوری و همکاران^۱، ۲۰۱۰) و افشای ریسک، عدم اطمینان در مورد واریانس جریان‌های نقدی آتی شرکت عرضه اولیه سهام را کاهش می‌دهد. بر اساس این دیدگاه، افشای ریسک با کیفیت بالا، تخمین دامنه کمتری از عملکرد شرکت ارائه می‌کند و توزیع واریانس مورد انتظار سرمایه‌گذاران را محدود می‌کند. با این حال، اگر افشای عوامل ریسک دامنه را افزایش دهد و سطح اطمینان را در پیش‌بینی سرمایه‌گذاران از عملکرد آینده کاهش دهد، نوسانات بازده سهام پس از عرضه اولیه سهام ممکن است افزایش می‌یابد (کمپبل و همکاران^۲، ۲۰۱۴). انتظار می‌رود که برای شرکت‌های غیر دولتی، اثر عدم قطعیت اطلاعاتی کاهش یافته باید بر رابطه بین کیفیت افشای عوامل ریسک و نوسانات بازده پس از عرضه اولیه عمومی تسلط داشته باشد؛ به عبارت دیگر، کیفیت افشای ریسک با نوسانات بازده کمتر پس از عرضه اولیه سهام برای شرکت‌های غیر دولتی مرتبط است.

در داخل کشور در این زمینه دهقان و همکاران (۱۴۰۰)، در پژوهش خود با عنوان تدوین الگوی عوامل موثر بر قیمت گذاری کمتر از واقع عرضه عمومی اولیه سهام نشان دادند متغیرهای عدم تقارن اطلاعاتی، حاکمیت شرکتی، محافظه کاری، کیفیت حسابرسی، نسبت‌های مالی، تداوم فعالیت، عدم اطمینان محیطی و بیش اعتمادی مدیران دارای تاثیر معنی‌داری بر قیمت گذاری کمتر از واقع در زمان عرضه اولیه عمومی دارد؛ اما گرایش احساسی سرمایه‌گذار و متغیرهای کلان اقتصادی بر پدیده قیمت گذاری کمتر از واقع تاثیر معنی‌داری ندارند. نمازی و عزیزی (۱۴۰۰)، در پژوهش خود با عنوان بررسی تاثیر تعدیلی کیفیت حسابرسی بر رابطه بین کیفیت گزارشگری مالی و قیمت گذاری کمتر از واقع عرضه عمومی اولیه سهام دریافتند کیفیت گزارشگری مالی بر قیمت-گذاری کمتر از حد عرضه‌های اولیه عمومی سهام تاثیر منفی و معناداری دارد. همچنین، کیفیت حسابرسی از جنبه نوع اظهارنظر حسابرس رابطه بین کیفیت گزارشگری مالی و قیمت-گذاری کمتر از واقع عرضه عمومی اولیه سهام را تقویت می‌کند. جعفری و همکاران (۱۴۰۰)، در پژوهشی با عنوان بررسی رابطه بین افشای اطلاعات آینده نگر و نوسان پذیری بازده سهام دریافتند که بین افشای اطلاعات آینده نگر مالی و نوسان پذیری بازده سهام رابطه وجود دارد. خیام‌پور و همکاران (۱۳۹۹)، در پژوهشی با عنوان سودمندی در تصمیم افشاء ریسک نتایج نشان داد که افشاء اطلاعات مولفه‌های ریسک در سطح شرکت حاوی اطلاعات سودمند در پیش‌بینی خطر سقوط قیمت بازار سهام شرکت‌ها است اما در سطح صنعت رابطه معناداری یافت نشد و هر چه افشای مولفه‌های ریسک دارای شفافیت و اطلاعات سودمند بیشتری باشد تاثیر زیادتری در افزایش قدرت پیش‌بینی و توضیح دهندگی خطر سقوط قیمت سهام و همزمانی قیمت سهام دارند. رجب‌پور و بذرافشان (۱۳۹۸)، در پژوهش خود با عنوان رابطه بین رقابت بازار محصول و افشای عوامل ریسک نشان دهنده وجود رابطه معکوس و معنادار بین رقابت بازار محصول با افشای ریسک می‌باشد؛ به عبارت دیگر با افزایش میزان رقابت بازار محصول میزان افشای ریسک کاهش می‌یابد. بابایی و مسعودی (۱۳۹۵) در تحقیقی با عنوان بررسی ارتباط بین نوسانات بازده سهام و ارزش شرکت نشان دادند که بین نوسانات بازده سهام و ارزش شرکت رابطه معکوس و معناداری وجود دارد و سرمایه‌گذاران در تحلیل طرح‌های سرمایه

1 Lowry, & et al

2 Campbell, & et al

گذاری در دارایی‌های مالی و اوراق بهادار برای ارزیابی میزان مخاطرات، زمان بندی و برآورد ارزش سرمایه گذاری‌های خود، با عنایت به سطوح مختلف و ناهمگن درجه مخاطره پذیری به عامل حیاتی خرید و فروش سهام شرکت توجه وافر و درخور اهمیت داشته باشند، زیرا لحاظ این عامل مهم، انتخاب سبد سرمایه گذاری بهینه با کمینه مخاطره و بیشترین بازدهی منجر می‌گردد. حیدری و همکاران (۱۳۹۵)، در پژوهش خود با عنوان بررسی اثر کیفی اجزای افشای ریسک شرکتی بر عدم تقارن اطلاعاتی نشان می‌دهد رابطه منفی و معناداری بین کیفیت افشای ریسک و عدم تقارن اطلاعاتی (شکاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش و سطح معاملات) وجود دارد. غنیمی (۱۳۹۴)، در پژوهشی با عنوان بررسی تأثیر افشای داوطلبانه اطلاعات بر قیمت گذاری کمتر از اندازه عرضه اولیه سهام نشان داد افشای داوطلبانه اطلاعات بر قیمت گذاری کمتر از اندازه عرضه اولیه سهام تأثیر معناداری دارد.

در خارج از کشور نیز چن و همکاران^۱ (۲۰۲۲)، در پژوهشی با عنوان آیا سرمایه گذاران چشم خود را بر افشای ریسک توسط شرکت‌های تحت حمایت دولت می‌بندند؟ یک ارتباط ناچیز بین کیفیت افشای ریسک و کاهش قیمت اولیه سهام (یا نوسانات بازده سهام پس از عرضه اولیه سهام) در بین شرکت‌های تحت حمایت دولت پیدا نمودند. این یافته نشان می‌دهد که بیمه ضمنی ارائه شده توسط دولت زمانی که سرمایه‌گذاران سهام عرضه اولیه شده شرکت‌های تحت حمایت دولت را ارزش گذاری می‌کنند، مورد توجه غالب قرار می‌گیرد و در نتیجه واکنش سرمایه‌گذاران به افشای ریسک با کیفیت بالا را تضعیف می‌کند. الساید و الشاندیدی^۲ (۲۰۲۱)، در پژوهشی با عنوان اثربخشی کنترل داخلی، افشای ریسک، نشان می‌دهند شرکت‌هایی با سیستم کنترل داخلی ناکارآمد سطوح پایین‌تری از سطح افشای ریسک نسبت به شرکت‌هایی با کنترل‌های داخلی مؤثر نشان می‌دهند. علاوه بر این، یک تغییر قابل توجه در رفتار سطح افشای ریسک ارائه شده توسط مدیران شرکت‌هایی با کنترل‌های داخلی ناکارآمد مکرر نشان می‌دهند. لی و همکاران^۳ (۲۰۱۹)، در پژوهش خود با عنوان عنوان تأثیر افشای ریسک شرکتها بر کارایی سرمایه گذاری دریافتند افشای ریسک بر درک و رفتار سرمایه گذاران تأثیر معناداری دارد که از طریق کاهش عدم تقارن اطلاعاتی سبب افزایش کارایی سرمایه گذاری شرکتها می‌شود. رانجان کومار^۴ (۲۰۱۶)، در تحقیقی با عنوان ارتباط بین کیفیت سود و نوسان پذیری بازده شرکت به این موضوع پرداخته است. در این تحقیق به بررسی نقش کیفیت سود در تبیین تفاوت مقطعی در نوسانات بازده شرکت برای یک نمونه از شرکت‌های بورس در بازارهای سهام ژاپن پرداخته شده است. یافته‌های این تحقیق نشان داده است عدم شفافیت در سود یا کیفیت ضعیف سود به شدت با نوسان پذیری بازده شرکت در ارتباط است.

برگران و همکاران^۵ (۲۰۱۶) در تحقیقی با عنوان نوسانات ویژه و بازده سهام نشان داده اند که ریسک ویژه پیش بینی کننده بازده در کل دوره و یا در طول ماه نوسانات بالا و یا پایین در بازار یکپارچه نیست. همچنین عدم تأثیر نوسانات ویژه در یک محیط چند متغیره منجر به اشتباهات در متغیرهای رگرسیون می‌شود. به طور کلی، ریسک غیر سیستماتیک است یک عامل قیمت در میلا در راستای پیش بینی‌های مدل‌های قیمت گذاری در بازار ایالات متحده نیست. لی و مائوک^۶ (۲۰۱۶)، در تحقیقی با عنوان آغاز پرداخت سود سهام، افزایش و نوسانات بازده شرکت، به منظور درک بهتر ارتباط میان ویژه نوسانات سود سهام، افزایش آن و نوسانات غیر متعارف سه حالت از این ارتباط در این تحقیق مورد بررسی قرار

1 Chen, & et al
2 Elsayed & Elshandidy
3 Li, & et al
4 Ranjan Kumar
5 Berggrun, & et al
6 Lee & Mauck

گرفته است. ابتدا شواهدی دال بر ارتباط بین نوسانات غیرمتعارف و واکنش بازار نسبت به پرداخت سود سهام و افزایش آن ارائه شد. سپس تغییرات در نوسانات غیرمتعارف سود سهام و افزایش آن و ارتباط آن‌ها با اعلامیه‌ها مورد بررسی قرار گرفت و در نهایت اندازه‌ای که نوسانات غیرمتعارف و پروکسی‌های عدم تقارن اطلاعاتی دیگر به بازده مثبت ارتباط دارند مورد بررسی قرار گرفته است. کامپبل و همکاران^۱ (۲۰۱۴)، در پژوهش خود با عنوان بررسی افشای اجباری ریسک و اطلاع دهنده بودن عوامل افشا شده ریسک شرکت دریافتند افشای عوامل کیفی ریسک ارتباط دقیقی با افشای موارد خاص ریسک در شرکت دارد. همچنین، اطلاعات ریسک مندرج در صورت‌های مالی باعث کاهش شکاف قیمت خرید و فروش، بتا بالا و نوسان بازدهی سهام شده است.

۳- فرضیه‌های پژوهش

با توجه به عنوان پژوهش و چارچوب نظری فرضیه پژوهش به صورت زیر ارائه می‌گردد:

فرضیه ۱: مالکیت دولتی بر روابط بین افشای ریسک با ارزش گذاری زیر قیمت واقعی عرضه اولیه سهام نقش تعدیل‌گری دارد.

فرضیه ۲: مالکیت دولتی بر روابط بین افشای ریسک با نوسانات بازده عرضه اولیه سهام نقش تعدیل‌گری دارد.

۴- روش‌شناسی پژوهش

پژوهش حاضر در زمره پژوهش‌های کاربردی قرار دارد، از لحاظ ماهیت در زمره پژوهش‌های توصیفی و از نظر روش نیز در دسته پژوهش‌های همبستگی محسوب می‌گردد. برای جمع‌آوری داده‌ها و اطلاعات، از روش کتابخانه‌ای و در بخش داده‌های پژوهش از مراجعه به صورت‌های مالی، یادداشت‌های توضیحی و ماهنامه بورس اوراق بهادار استفاده شده است. به منظور توصیف و تلخیص داده‌های جمع‌آوری شده از آمار توصیفی و استنباطی بهره گرفته شده است. به منظور تحلیل داده‌ها ابتدا پیش‌آزمون‌های ناهمسانی واریانس، آزمون F، لیمر، آزمون هاسمن و آزمون جاک-برا و سپس برای تأیید و رد فرضیه پژوهش نرم افزار Eviews استفاده گردیده است.

۴-۱. مدل و متغیرهای پژوهش

بر اساس پژوهش چن و همکاران (۲۰۲۰) جهت اظهار نظر در باره فرضیه اول پژوهش مدل (۱) برآورد می‌گردد:

(۱)

$$\text{InitialRet} = \beta_0 + \beta_1 \text{RiskDisc} + \beta_2 \text{RiskDisc} \times \text{StateSupport} + \beta_3 \text{ROE} \\ + \beta_4 \text{LargestOwn} + \beta_5 \text{SharesIssued} + \beta_6 \text{Asset} + \beta_7 \text{VCFO} + \beta_8 \text{CFO} \\ + \beta_9 \text{MV} + \beta_{10} \text{Lev} + \beta_{11} \text{Growth} + \varepsilon$$

درباره فرضیه دوم پژوهش مدل (۲) برآورد می‌گردد:

$$\text{Volatility} = \beta_0 + \beta_1 \text{RiskDisc} + \beta_2 \text{RiskDisc} \times \text{StateSupport} + \beta_3 \text{ROE} \\ + \beta_4 \text{LargestOwn} + \beta_5 \text{SharesIssued} + \beta_6 \text{Asset} + \beta_7 \text{VCFO} + \beta_8 \text{CFO} \\ + \beta_9 \text{MV} + \beta_{10} \text{Lev} + \beta_{11} \text{Growth} + \varepsilon$$

(۲)

در مدل‌های مذکور داریم:

InitialRet: ارزش گذاری زیر قیمت واقعی عرضه اولیه سهام

Volatility: نوسانات بازده عرضه اولیه سهام

RiskDisc: افشای ریسک

StateSupport: مالکیت دولتی

ControlVariables: متغیرهای کنترلی شامل:

ROE: بازده حقوق صاحبان سهام

LargestOwn: مالکیت عمده

SharesIssued: تعداد سهام منتشر شده

Asset: دارایی ها

VCFO: نوسان جریان نقد عملیاتی

CFO: جریان نقد عملیاتی

MV: ارزش بازار سهام

Lev: اهرم مالی

Growth: رشد شرکت

(چن و همکاران، ۲۰۲۲). در ادامه شیوه اندازه گیری متغیرهای پژوهش ارائه می شود:

۴-۱-۱. متغیرهای وابسته پژوهش

الف- ارزش گذاری زیر قیمت واقعی عرضه اولیه سهام: برابر است با نسبت تفاوت قیمت بسته شدن در اولین روز معاملاتی و قیمت پیشنهادی در عرضه اولیه سهام بر قیمت پیشنهادی در عرضه اولیه سهام که بر بازده بازار تعدیل (تقسیم) می شود. بازده بازار نیز برابر است با نسبت تفاوت شاخص کل بازار بسته شده در اولین روز معاملاتی و شاخص کل بازار در روز پیشنهاد قیمت بر شاخص کل بازار در روز پیشنهاد قیمت (چن و همکاران، ۲۰۲۲).

ب- نوسانات بازده عرضه اولیه سهام: انحراف معیار بازده روزانه سهام در بازه زمانی ۲ روز تا ۵۰۰ روز پس از عرضه اولیه (چن و همکاران، ۲۰۲۲).

۴-۱-۲. متغیر مستقل

الف- افشای ریسک: برای بررسی میزان افشای اطلاعات ریسک اقدام به تحلیل محتوای گزارش فعالیت هیات مدیره و یاداشتهای همراه صورتهای مالی شده است. در این رابطه مشابه امران و همکاران (۲۰۰۹) و مختار و ملت (۲۰۱۳) و نمازی و همکاران (۱۳۹۵) ابتدا انواع ریسک (جدول ۱) تعریف شد. تعریف مورد استفاده از ریسک بیانگر رویدادهایی است که بر دستیابی به اهداف سازمان اثر دارند و در برگیرنده جنبه مثبت (فرصتها) و منفی (خطر، صدمه، تهدید یا ازدست دادن) ریسک که در زمان گذشته، حال یا آینده بر واحد تجاری اثر داشته و مدیریت این ریسکها، میباید (مطابق لنسلی و شریوز، ۲۰۰۶)، سپس اقدام به تحلیل محتوای کل گزارش فعالیت هیات مدیره و یادداشت همراه صورتهای مالی شرکتهای نمونه شد و هر عبارتی که به مفهوم ریسک اشاره داشت (مطابق تعریف ریسک) با توجه به تعریف عملیاتی کدها (جدول ۱)، در گروه مربوط قرار داده شد. پس از شناسایی دسته های ریسک های مختلف، هر یک از مطالب ارائه شده در تعریف ریسک قرار گرفت، در قالب دسته های مختلف ریسک مطابق جدول (۱) دسته بندی شد. همچنین در

صورتی که یک عبارت بیش از یک ریسک را در بر میگیرد، با توجه به شدت تاکید آن بر یک ریسک، اقدام به دسته بندی بر مبنای ریسک مورد تاکید شد.

جدول ۱: دسته بندی انواع ریسک

عملیاتی	ریسک های مربوط به عملیات و اجرای مدل کسب و کار شرکت شامل رضایت مشتری، توسعه محصول، عملکرد، تامین منابع، مشکلات تولید، کارایی، ایمنی و سلامت، فرایندهای مدیریت، نیروی کار
مالی	مربوط به عدم قطعیت در خصوص نرخ بهره، نرخ ارز، کالا، نقدینگی، اعتباری، تداوم فعالیت، هزینه سرمایه
راهبردی	ریسک های مربوط به طرحها و راهبردهای کسب و کار شامل مسایل صنعت، پرتفوی کسب و کار، رقبا، قیمتگذاری، ارزشگذاری، چرخه عمر، سیاسی
ریسک درستی	ریسک های مربوط به تقلب مدیران و کارکنان، فعالیتهای غیرقانونی و شهرت
قانونی و رعایت	ریسک های ناشی از درک نامناسب از قانون و تغییر قوانین

منبع: (نمازی و همکاران، ۱۳۹۵)

برای کمی کردن افشای ریسک تعداد ریسک های افشا شده مطابق با قسمت «نوع ریسک» در جدول (۱) به عنوان میزان افشای اطلاعات حساس ریسکی (TRD) در نظر گرفته شده است (در صورت افشای هر مورد عدد ۱ تخصیص می یابد و در نهایت این اعداد به هم جمع می شود). نمونه هایی از تعیین افشای ریسک با استفاده از تحلیل محتوا در جدول (۲)، ارائه شده است:

جدول ۲: نمونه هایی از تعیین افشای ریسک با استفاده از تحلیل محتوا

عملیاتی	پیگیری و انجام فعالیتهای مرتبط با کاهش مصرف انرژی و تعمیرات اساسی خط تولید ۳ و رفع نشتیهای خطوط تولید منجر به کاهش هزینه ای معادل ۱۰۰ میلیون ریال در ماه گردید. (گزارش فعالیت هیات مدیره سیمان شرق. ۱۳۸۸). شرکت اقدام به انعقاد قرارداد دو ساله تامین خوراک با پالایشگاه آبادان نمود (گزارش فعالیت هیات مدیره پتروشیمی آبادان. ۱۳۹۲)
مالی	به دلیل کاهش نرخ یوریور و لایور، هزینه های مالی شرکت کاهش یافت (گزارش فعالیت هیات مدیره پتروشیمی فن آوران. ۱۳۸۸). سود زیان ناشی از تسعیر داراییها و بدهیهای ارزی برابر با ۵۶۰،۱۱۴ میلیون ریال (صورتیهای مالی شرکت ملی مس. ۱۳۹۰).
راهبردی	در حوزه PFS و تولید داروهای ضدسرطان شرکت در داخل از مزیت انحصار محصول و در خارج کشور نیز از مزیت رقابتی خوبی برخوردار است (گزارش فعالیت هیات مدیره شرکت داروسازی اسوه. ۱۳۹۰).

قانونی و رعایت	برگ تشخیص مالیات سال ۱۳۸۸ به مبلغ ۴۶۵،۹ میلیون ریال ابلاغ شده است. با توجه به زیان سنواتی به مبلغ ۷۳/۶۵۰ میلیون ریال و درآمدهای معاف از مالیات، شرکت به برگ تشخیص اعتراض نموده که در هیات حل اختلاف تجدید نظر و ۲۴۳،۵ میلیون ریال اعلام شده و شرکت به این برگ نیز اعتراض نموده است (صورت‌های مالی شرکت توسعه معادن روی ایران، ۱۳۹۱).
----------------	--

منبع: (نمازی و همکاران، ۱۳۹۵)

۳-۱-۴. متغیرهای کنترلی

الف- بازده حقوق صاحبان سهام: برابر است با بازده حقوق صاحبان سهام در سال قبل از عرضه اولیه که در مدل (۳) ارائه شده است:

$$(۳) \quad \text{نرخ بازده حقوق صاحبان سهام (ROE)} = \frac{\text{سود خالص}}{\text{جمع حقوق صاحبان سهام}}$$

ب- مالکیت عمده: درصد سهام در دست بزرگترین سهامدار بر تعداد سهام در دست سهامداران در طی عرضه اولیه

ج- تعداد سهام منتشر شده: برابر است با لگاریتم طبیعی تعداد سهام منتشر شده در طی عرضه اولیه

د- دارایی‌ها: دبرابر است با لگاریتم طبیعی کل دارایی‌ها در سال قبل از عرضه اولیه

ه- نوسان جریان نقد عملیاتی: انحراف معیار نسبت جریان نقد عملیاتی بر کل دارایی‌ها در طی یک دوره سه ساله در سال قبل از عرضه اولیه

و- جریان نقد عملیاتی: نسبت جریان نقد عملیاتی بر کل دارایی‌ها در سال قبل از عرضه اولیه

ز- ارزش بازار سهام: لگاریتم طبیعی ارزش بازار سهام در پایان سال از عرضه اولیه

ح- اهرم مالی: نسبت کل بدهی بر کل دارایی‌ها در سال قبل از عرضه اولیه

ی- رشد شرکت: نرخ رشد سود عملیاتی (تفاوت سود عملیاتی دوره جاری از دوره قبل بر سود عملیاتی دوره قبل) در سال قبل از عرضه اولیه

۴-۱-۴. متغیر تعدیل گر

الف- مالکیت دولتی: در صورت مالکیت دولتی برابر با یک و در غیر این صورت برابر با صفر می باشد (لین و همکاران، ۲۰۲۰). طبق ماده ۴ قانون محاسبات عمومی کشور، شرکت دولتی واحد سازمانی می‌باشند که بنا به اجازه قانون تشکیل شده و بیش از ۵۰ درصد از سهام آن به صورت مستقیم یا غیرمستقیم متعلق به دولت باشد. در این تحقیق برای متغیر وابستگی دولتی، متغیر مجازی قرار داده شده است، به نحوی که اگر شرکتی بیش از ۵۰ درصد سهام آن متعلق به دولت باشند مقدار یک و در غیر این صورت صفر خواهد بود که جهت اندازه‌گیری و تشخیص در صد سهام متعلق به دولت، ابتدا بر اساس یادداشتهای همراه، اطلاعات مربوط به ساختار مالکیت استخراج می‌گردد، به گونه ای که کلیه درصدهای سهام در اختیار شرکتهای دولتی با هم جمع می‌گردد، اگر درصد مذکور از ۵۰ درصد بیشتر باشد، می توان گفت مالکیت شرکت دولتی است و در غیر این صورت غیر دولتی است. در صورت مالکیت غیر دولتی برابر است با یک و در غیر این صورت برابر است با صفر (چن و همکاران، ۲۰۲۲).

۴. تحلیل داده‌های پژوهش

۴-۱. آمار توصیفی متغیرهای پژوهش

پیش از آزمون فرضیه‌ها، متغیرها به صورت خلاصه در جدول (۳) مورد بررسی قرار می‌گیرد:

جدول ۳: آمار توصیفی متغیرهای مورد بررسی

نام متغیر	ارزش گذاری زیر قیمت واقعی عرضه اولیه سهام	نوسانات بازده عرضه اولیه سهام	افشای ریسک	مالکیت دولتی در تعامل با افشای ریسک	بازده حقوق صاحبان سهام	مالکیت عمده	تعداد سهام منتشر شده	دارایی‌ها	نوسان جریان نقد عملیاتی	جریان نقد عملیاتی	ارزش بازار سهام	اهرم مالی	رشد شرکت
نماد متغیر	Initial Ret	Volatility	RiskDisc	RiskDi*sc StateSupport	ROE	LargestOwn	ShareIssued	Asset	VCF O	CFO	MV	Lev	Growth
میانگین	1.0729	0.0004	11.200	3.1600	0.3461	0.7725	8.7628	17.049	0.0445	0.0891	17.955	0.4096	0.3095
میانه	1.1145	-0.0233	11.000	0.0000	0.2984	0.7897	9.5521	17.470	0.0249	0.1052	18.147	0.3920	0.1346
ماکسیمم	1.9188	0.2479	20.000	16.000	0.7405	0.9995	11.472	19.250	0.3608	0.6739	20.499	0.5949	4.2774
مینیمم	0.1478	0.1626	1.0000	0.0000	0.1016	0.4460	5.1298	14.292	0.0034	0.1624	13.006	0.0502	-0.3119
انحراف معیار	0.3846	0.1049	4.2330	5.1838	0.1964	0.1614	1.7914	1.1539	0.0617	0.1279	1.6231	0.0771	0.6652
چولگی	-0.7103	0.7882	0.0003	1.2351	0.4193	0.3663	0.8287	0.5984	3.6514	1.9853	0.8562	1.2087	4.5268
کشیدگی	3.8730	2.8698	2.8111	2.9688	1.7388	1.9857	2.3163	2.4381	17.395	11.712	3.5120	11.635	26.700
مشاهدات	50	50	50	50	50	50	50	50	50	50	50	50	50

منبع: (یافته‌های پژوهشگر)

در جداول (۳) میانگین نشان‌دهنده نقطه تعادل و مرکز ثقل توزیع بوده و شاخص خوبی برای نشان دادن مرکزیت داده-هاست که برای متغیرهای نوسانات بازده عرضه اولیه سهام و ارزش گذاری زیر قیمت واقعی عرضه اولیه سهام به ترتیب برابر ۱/۰۷ و ۰/۰۰۰۴ است. میانه برای متغیرهای نوسانات بازده عرضه اولیه سهام و ارزش گذاری زیر قیمت واقعی عرضه اولیه سهام به ترتیب برابر ۱/۱۱ و ۰/۰۲۳- است که نشان می‌دهد که نیمی از داده‌ها کمتر از این مقدار و نیمی دیگر بیشتر از این مقدار هستند همچنین یکسان بودن مقدار میانگین و میانه نشان‌دهنده نرمال بودن این متغیر می‌باشد. شاخص‌های پراکندگی، معیاری برای تعیین میزان پراکندگی داده‌ها از یکدیگر یا میزان پراکندگی آن‌ها نسبت به میانگین است. انحراف معیار یکی از مهم‌ترین شاخص‌های پراکندگی است که متغیر متغیرهای نوسانات بازده عرضه اولیه سهام و ارزش گذاری زیر قیمت واقعی عرضه اولیه سهام به ترتیب برابر ۰/۳۸ و ۰/۱۰۴ می‌باشد. مقدار ضریب چولگی برای متغیر حق الزحمه حسابرسی منفی و نزدیک صفر می‌باشد که نشان می‌دهد توزیع نرمال و خیلی کم چوله به چپ و برای تمام متغیرها کشیدگی مثبت می‌باشد.

۴-۲. آزمون پایایی متغیرهای پژوهش

جهت بررسی پایایی متغیرها، از آزمون ریشه واحد دیکی فولر استفاده شده که نتایج در جدول (۴)، ارائه گردیده است:

جدول ۴: نتایج آزمون ریشه واحد دیکی فولر تعمیم یافته

وضعیت پایایی	مقادیر بحرانی در سطوح اطمینان مختلف			آماره دیکی فولر	متغیر علامت اختصاری	
	۱ درصد	۵ درصد	۱۰ درصد			
مانا	- 3.571310	- 2.922449	- 2.599224	- 8.151108	InitialRet	ارزش گذاری زیر قیمت واقعی عرضه اولیه سهام
مانا	- 3.571310	- 2.922449	- 2.599224	- 7.045805	Volatility	نوسانات بازده عرضه اولیه سهام
مانا	- 3.584743	- 2.928142	- 2.602225	- 7.943822	RiskDisc	افشای ریسک
مانا	- 3.571310	- 2.922449	- 2.599224	- 7.633402	RiskDisc* StateSupport	مالکیت دولتی در تعامل با افشای ریسک
مانا	- 3.571310	- 2.922449	- 2.599224	- 7.706482	ROE	بازده حقوق صاحبان سهام
مانا	- 3.571310	- 2.922449	- 2.599224	- 5.402422	LargestOwn	مالکیت عمده

تعداد سهام منتشر شده	SharesIssued	-	6.526562	2.599224	-	2.922449	-	3.571310	مانا
دارایی ها	Asset	-	8.349031	2.599224	-	2.922449	-	3.571310	مانا
نوسان جریان نقد عملیاتی	VCFO	-	7.935442	2.599224	-	2.922449	-	3.571310	مانا
جریان نقد عملیاتی	CFO	-	7.702420	2.599224	-	2.922449	-	3.571310	مانا
ارزش بازار سهام	MV	-	7.452812	2.599224	-	2.922449	-	3.571310	مانا
اهرم مالی	Lev	-	4.037890	2.599224	-	2.922449	-	3.571310	مانا
رشد شرکت	Growth	-	7.976456	2.599224	-	2.922449	-	3.571310	مانا

نتایج جدول (۴) بیانگر آن است که قدر مطلق آماره دیکی فولر از تمامی مقادیر بحرانی در سطوح اطمینان مختلف بیشتر است در نتیجه تمامی متغیرها در سطح مانا هستند این بدان معنی است که میانگین و واریانس متغیرها در طول زمان و کوواریانس متغیرها مختلف ثابت بوده است. در نتیجه استفاده از این متغیرها در مدل باعث به وجود آمدن رگرسیون کاذب نمی شود.

۳-۴. ثابت بودن واریانس جمله خطا (باقیمانده ها)

جهت بررسی ناهمسانی واریانس باقیمانده ها، از آزمون ARCH استفاده شده که نتایج در جدول (۵)، ارائه گردیده است:

جدول ۵: نتایج آزمون ARCH

ردیف	نوع آماره	مقدار آماره	احتمال
مدل پژوهش	آماره F	7.172876	0.0000

در این آزمون فرض بر ناهمسانی واریانس باقیمانده ها است که با توجه به جدول فوق سطح معنی داری آماره F بیشتر از ۵٪ است فرض ما مبنی بر وجود همسانی واریانس در فرضیه ۱ و ۲ پذیرفته می شود.

۴-۵. خلاصه تجزیه و تحلیل فرضیه پژوهش

فرضیه ۱: مالکیت دولتی بر روابط بین افشای ریسک با ارزش گذاری زیر قیمت واقعی عرضه اولیه سهام نقش تعدیل گری دارد.

بر اساس پژوهش چن و همکاران (۲۰۲۰) جهت اظهار نظر در باره فرضیه اول پژوهش مدل (۱) برآورد می گردد:

$$\begin{aligned} \text{InitialRet} = & \beta_0 + \beta_1 \text{RiskDisc} + \beta_2 \text{RiskDisc} \times \text{StateSupport} + \beta_3 \text{ROE} \\ & + \beta_4 \text{LargestOwn} + \beta_5 \text{SharesIssued} + \beta_6 \text{Asset} + \beta_7 \text{VCFO} + \beta_8 \text{CFO} \\ & + \beta_9 \text{MV} + \beta_{10} \text{Lev} + \beta_{11} \text{Growth} + \varepsilon \end{aligned}$$

جدول ۶ خلاصه نتایج الگوی ۱ با استفاده از روش مقطعی

متغیرها	نماد متغیرها	ضرایب	خطای استاندارد	آماره -t	سطح معناداری	آزمون vif
عرض از مبدأ	α_0	0.643717	0.761180	0.845682	0.4030	-
افشای ریسک	RiskDisc	-0.066436	0.026891	-2.470566	0.0222	1.182600
مالکیت دولتی در تعامل با افشای ریسک	RiskDisc* StateSupport	-0.037578	0.005477	-6.860506	0.0000	1.120497
بازده حقوق صاحبان سهام	ROE	0.478852	0.147006	3.257371	0.0024	1.159684
مالکیت عمده	LargestOwn	0.208527	0.188359	1.107071	0.2752	1.285451
تعداد سهام منتشر شده	SharesIssued	0.042315	0.032782	1.290769	0.2046	4.793207
دارایی ها	Asset	0.008155	0.056679	0.143884	0.8864	4.945525
نوسان جریان نقد عملیاتی	VCFO	7.106358	1.311014	5.420506	0.0000	4.095571
جریان نقد عملیاتی	CFO	1.003244	0.469738	2.135752	0.0392	4.021612
ارزش بازار سهام	MV	0.004075	0.020137	0.202340	0.8407	1.484856
اهرم مالی	Lev	0.913167	0.620970	1.470549	0.1496	3.188159
رشد شرکت	Growth	0.730051	0.107432	6.795458	0.0000	4.098465

0.815178	ضریب تعیین
0.761676	ضریب تعیین تعدیل شده
15.23661	آماره-F
0.000000	سطح معناداری
2.445438	دورین واتسون

منبع: یافته های محقق

نتایج حاصل از تخمین نشان می دهد که احتمال آماره t برای ضرایب متغیرهای افشای ریسک، مالکیت دولتی در تعامل با افشای ریسک، بازده حقوق صاحبان سهام، نوسان جریان نقد عملیاتی، جریان نقد عملیاتی و رشد شرکت بر ارزش گذاری زیر قیمت واقعی عرضه اولیه سهام کمتر از ۵٪ است؛ لذا ارتباط فوق از لحاظ آماری معنی دار می باشد؛ و ضریب متغیرهای افشای ریسک، مالکیت دولتی در تعامل با افشای ریسک بر ارزش گذاری زیر قیمت واقعی عرضه اولیه سهام به ترتیب برابر ۰/۰۶۶- و ۰/۰۳۷- و معنی دار می باشد. همانطور که مشخص هست قدر مطلق ضریب متغیر مالکیت دولتی در تعامل با افشای ریسک بر ارزش گذاری زیر قیمت واقعی عرضه اولیه سهام کمتر از ضریب متغیر افشای ریسک بر ارزش گذاری زیر قیمت واقعی عرضه اولیه سهام است که نشان می دهد مالکیت دولتی نقش تعدیل کنندگی در افشای ریسک بر ارزش گذاری زیر قیمت واقعی عرضه اولیه سهام داشته است. احتمال آماره t برای متغیرهای مالکیت عمده، تعداد سهام منتشر شده، دارایی ها، ارزش بازار سهام و اهرم مالی بر ارزش گذاری زیر قیمت واقعی عرضه اولیه سهام بیشتر از ۵٪ است؛ لذا ارتباط فوق از لحاظ آماری معنی دار نمی باشد؛ بنابراین با اطمینان ۹۵٪ این متغیرها در مدل بی معنی می باشد. ضریب تعیین تعدیل شده قدرت توضیح دهندگی متغیرهای مستقل را نشان می دهد که قادر است به میزان ۷۶٪ تغییرات متغیر وابسته را توضیح دهند. احتمال آماره F بیانگر این است که کل مدل از لحاظ آماری معنی دار می باشد. برای بررسی استقلال پسماندهای مدل های برآزش شده از آماره آزمون دورین- واتسون استفاده شد. اگر مقدار این آماره در محدود ۱/۵ تا ۲/۵ باشد. استقلال پسماندهای مدل مورد تأیید قرار می گیرد، در غیر این صورت شواهد حاکی از فقدان استقلال یا وجود همبستگی سریالی پسماندهای مدل است؛ که در اینجا مقدار دورین واتسون برابر ۲/۴۵ که مقدار این آماره در محدود ۱/۵ تا ۲/۵ می باشد بنابراین استقلال پسماندهای مدل مورد تأیید قرار می گیرد. آزمون VIF بیانگر این است که مقادیر عامل تورم واریانس تمامی متغیرها کمتر از پنج است، مشکل همخطی در نمونه مورد بررسی وجود ندارد. با توجه به فرضیه چون متغیرهای افشای ریسک، مالکیت دولتی در تعامل با افشای ریسک بر ارزش گذاری زیر قیمت واقعی عرضه اولیه سهام به ترتیب برابر ۰/۰۶۶- و ۰/۰۳۷- و معنی دار می باشد. پس فرض H_0 رد می شود؛ یعنی مالکیت دولتی بر روابط بین افشای ریسک با ارزش گذاری زیر قیمت واقعی عرضه اولیه سهام نقش تعدیل گری دارد.

فرضیه ۲: مالکیت دولتی بر روابط بین افشای ریسک با نوسانات بازده عرضه اولیه سهام نقش تعدیل گری دارد.
درباره فرضیه دوم پژوهش مدل (۲) برآورد می گردد:

$$\text{Volatility} = \beta_0 + \beta_1 \text{RiskDisc} + \beta_2 \text{RiskDisc} \times \text{StateSupport} + \beta_3 \text{ROE} \\ + \beta_4 \text{LargestOwn} + \beta_5 \text{SharesIssued} + \beta_6 \text{Asset} + \beta_7 \text{VCFO} + \beta_8 \text{CFO} \\ + \beta_9 \text{MV} + \beta_{10} \text{Lev} + \beta_{11} \text{Growth} + \varepsilon$$

(۲)

جدول ۷ خلاصه نتایج الگوی ۲ با استفاده از روش مقطعی

متغیرها	نماد متغیرها	ضرایب	خطای استاندارد	آماره -t	سطح معناداری	آزمون vif
عرض از مبدأ	α_0	0.998799	0.207840	4.805608	0.0000	-
افشای ریسک	RiskDisc	-0.005045	0.001882	-2.680658	0.0120	1.182600
مالکیت دولتی در تعامل با افشای ریسک	RiskDisc* StateSupport	-0.003905	0.001496	-2.610648	0.0129	1.120497
بازده حقوق صاحبان سهام	ROE	0.109155	0.040140	2.719373	0.0098	1.159684
مالکیت عمده	LargestOwn	0.138885	0.051431	2.700390	0.0103	1.285451
تعداد سهام منتشر شده	SharesIssued	-0.040253	0.008951	-4.496963	0.0001	4.793207
دارایی ها	Asset	0.030346	0.015476	1.960840	0.0573	4.945525
نوسان جریان نقد عملیاتی	VCFO	-0.899276	0.357972	-2.512137	0.0164	4.095571
جریان نقد عملیاتی	CFO	0.575243	0.128262	4.484907	0.0001	4.021612
ارزش بازار سهام	MV	-0.017232	0.005498	-3.134049	0.0033	1.484856
اهرم مالی	Lev	0.267547	0.169556	1.577929	0.1229	3.188159

رشد شرکت	Growth	-	0.087470	0.029334	-	2.981841	0.0050	4.098465
ضریب تعیین	0.814789							
ضریب تعیین تعدیل شده	0.761176							
آماره-F	15.19742							
سطح معناداری	0.000000							
دوربین واتسون	1.997351							

منبع: یافته های محقق

نتایج حاصل از تخمین نشان می دهد که احتمال آماره t برای ضرایب متغیرهای افشای ریسک، مالکیت دولتی در تعامل با افشای ریسک، بازده حقوق صاحبان سهام، مالکیت عمده، تعداد سهام منتشر شده، نوسان جریان نقد عملیاتی، جریان نقد عملیاتی، ارزش بازار سهام و رشد شرکت بر نوسانات بازده عرضه اولیه سهام کمتر از ۵٪ است؛ لذا ارتباط فوق از لحاظ آماری معنی دار می باشد؛ و ضریب متغیرهای افشای ریسک، مالکیت دولتی در تعامل با افشای ریسک بر نوسانات بازده عرضه اولیه سهام به ترتیب برابر ۰/۰۰۵- و ۰/۰۰۳۹- و معنی دار می باشد. همانطور که مشخص هست قدر مطلق ضریب متغیر مالکیت دولتی در تعامل با افشای ریسک بر نوسانات بازده عرضه اولیه سهام کمتر از ضریب متغیر افشای ریسک بر نوسانات بازده عرضه اولیه سهام است که نشان می دهد مالکیت دولتی نقش تعدیل کنندگی در افشای ریسک بر نوسانات بازده عرضه اولیه سهام داشته است. احتمال آماره t برای متغیرهای دارایی ها و اهرم مالی بر نوسانات بازده عرضه اولیه سهام بیشتر از ۵٪ است؛ لذا ارتباط فوق از لحاظ آماری معنی دار نمی باشد؛ بنابراین با اطمینان ۹۵٪ این متغیرها در مدل بی معنی می باشد. ضریب تعیین تعدیل شده قدرت توضیح دهندگی متغیرهای مستقل را نشان می دهد که قادر است به میزان ۷۶٪ تغییرات متغیر وابسته را توضیح دهند. احتمال آماره F بیانگر این است که کل مدل از لحاظ آماری معنی دار می باشد. برای بررسی استقلال پسماندهای مدل های برازش شده از آماره آزمون دوربین- واتسون استفاده شد. اگر مقدار این آماره در محدود ۱/۵ تا ۲/۵ باشد. استقلال پسماندهای مدل مورد تأیید قرار می گیرد، در غیر این صورت شواهد حاکی از فقدان استقلال یا وجود همبستگی سریالی پسماندهای مدل است؛ که در اینجا مقدار دوربین واتسون برابر ۱/۹۹ که مقدار این آماره در محدود ۱/۵ تا ۲/۵ می باشد بنابراین استقلال پسماندهای مدل مورد تأیید قرار می گیرد. آزمون VIF بیانگر این است که مقادیر عامل تورم واریانس تمامی متغیرها کمتر از پنج است، مشکل همخطی در نمونه مورد بررسی وجود ندارد. با توجه به فرضیه چون متغیرهای افشای ریسک، مالکیت دولتی در تعامل با افشای ریسک بر نوسانات بازده عرضه اولیه سهام به ترتیب برابر ۰/۰۰۵- و ۰/۰۰۳۹- و معنی دار می باشد. پس فرض H_0 رد می شود؛ یعنی مالکیت دولتی بر روابط بین افشای ریسک با نوسانات بازده عرضه اولیه سهام نقش تعدیل گری دارد.

۵. بحث و نتیجه گیری

خاص شرکت تأثیر می گذارد، اما شواهد تجربی کمی در مورد چگونگی نقش دولت وجود دارد؛ چگونگی واکنش سرمایه گذاران به اطلاعات افشا شده توسط شرکت هایی که اقتصاد آن ها با مالکیت قابل توجه دولت و همچنین حمایت دولتی از فعالیت های اقتصادی مشخص می شود حائز اهمیت است؛ بنابراین در این پژوهش به بررسی تأثیر مالکیت دولتی بر روابط بین افشای ریسک با ارزش گذاری زیر قیمت واقعی و نوسانات بازده عرضه اولیه سهام پرداخته شد.

به منظور تحقق این هدف از روش های آماری چندمتغیره همچون رگرسیون خطی جهت طراحی مدل برای بررسی تأثیر افشای ریسک بر ارزش گذاری زیر قیمت واقعی و نوسانات بازده عرضه اولیه سهام و شناسایی نقش مالکیت دولتی بر روابط بین متغیرهای مذکور استفاده شده است، بر اساس آزمون فرضیه اول، مالکیت دولتی بر روابط بین افشای ریسک با ارزش گذاری زیر قیمت واقعی عرضه اولیه سهام نقش تعدیل گری دارد؛ این گونه استدلال می شود که برای کاهش عدم تقارن اطلاعاتی و کاهش قیمت گذاری کمتر از ارزش واقعی، شرکت های صادرکننده ممکن است افشای اطلاعات را افزایش دهند که منبع اطلاعات اولیه برای سرمایه گذاران احتمالی در طول دوره عرضه اولیه است؛ افشای ریسک نیز اطلاعات مهمی در مورد ریسک پذیری جریان های نقدی آتی شرکت های عرضه اولیه فراهم می کند، به ویژه زمانی که افشا شامل احتمال نتایج نامطلوب باشد؛ به علاوه شرکت های تحت حمایت دولت به طور ضمنی توسط دولت در برابر ریسک ورشکستگی بیمه می شوند، زیرا دولت تمایل دارد شرکت های تحت حمایت دولت را، زمانی که از مشکلات مالی رنج می برند، نجات دهد و این ممکن است انگیزه سرمایه گذاران برای واکنش به افشای اطلاعات توسط شرکت های تحت حمایت دولت را نسبت به شرکت های با مالکیت غیر دولتی کاهش دهد؛ لذا همان گونه که انتظار می رفت مالکیت دولتی تأثیر افشای ریسک بر ارزش گذاری زیر قیمت واقعی را تعدیل می نماید (کاهش می دهد)؛ در این راستا بیتی و همکاران (۲۰۱۹) شواهدی ارائه می دهند که افشای ریسک سالانه اطلاعاتی را در مورد عدم قطعیت خاص شرکت منتقل می کند و سرمایه گذاران سهام نیز به همین ترتیب به این افشاها واکنش نشان می دهند؛ چن و همکاران (۲۰۲۲)، نیز یک ارتباط نسبتاً ضعیف بین کیفیت افشای ریسک و کاهش قیمت اولیه سهام در بین شرکت های تحت حمایت دولت پیدا نمودند؛ نمازی و عزیزی (۱۴۰۰) و غنیمی (۱۳۹۴)، نیز دریافتند کیفیت گزارشگری مالی بر قیمت-گذاری کمتر از حد عرضه های اولیه عمومی سهام تأثیر منفی و معناداری دارد؛ که در راستای نتایج پژوهش حاضر می باشد. این یافته ها می تواند علاوه بر بیان اهمیت نقش مالکیت دولتی در حوزه حسابداری مالی، به تأثیر آن بر تصمیمات داخلی مدیران و در نهایت ارزش گذاری زیر قیمت واقعی عرضه اولیه سهام اشاره کند و موجب شناخت بیشتر مدیران نسبت به اهمیت و نقش مالکیت دولتی و تأثیر آن بر رفتار قیمت سهام شود؛ لذا با توجه به اهمیت موضوع و یافته های پژوهش که به آنها اشاره شد، پیشنهاد می گردد استفاده کنندگان صورت های مالی و نهادهای ناظر بر آنها همانند حسابرسان داخلی و مستقل و بازرسان، این مسئله را مد نظر قرار دهند که اثر تعاملی مالکیت دولتی و افشای ریسک می تواند به عنوان فاکتوری برای تغییر ارزش گذاری زیر قیمت واقعی عرضه اولیه سهام شرکتها باشد؛ بر مبنای یافته های پژوهش به سازمان بورس و اوراق بهادار پیشنهاد می شود، به صورت ادواری شرکتها را از نظر درصد مالکیت دولتی رتبه بندی نمایند تا هم بر شفافیت بازار افزوده شود و هم سرمایه گذاران بازار سرمایه بتوانند با اتکا بر آنها تصمیمات بهتری اتخاذ نمایند. سرمایه گذاران نیز به اطلاعات موجود در بازار نظیر افشای ریسک که تأثیر بسزایی در شکل گیری قیمت سهام دارد و به کمک آن میتواند ارزش گذاری سهام و

در نتیجه سودهای آتی خود را پیشبینی کنند، توجه کنند. تحلیلگران و مشاوران مالی نیز در ارائه مشاوره ها و تحلیلهای خود به افشای اطلاعات ریسکس به منظور تنظیم پورتفوی کارآمد برای مشتریان خود توجه کنند.

براساس فرضیه دوم مبنی بر این که مالکیت دولتی بر روابط بین افشای ریسک با نوسانات بازده عرضه اولیه سهام نقش تعدیل گری دارد، نتایج به دست آمده از رگرسیون خطی، نشان داد، مالکیت دولتی در تعامل افشای ریسک، قادر به کاهش نوسانات بازده عرضه اولیه سهام در شرکتها می باشد، این نتایج حاکی از آن است که سرمایه گذاران عمدتاً در هنگام پاسخ به افشای عوامل ریسک شرکت های عرضه اولیه تحت حمایت دولت، شدت حمایت دولت را در نظر می گیرند؛ نوسانات بازده سهام پس از عرضه اولیه یکی دیگر از نشانه های افزایش عدم اطمینان اطلاعات است و افشای ریسک، عدم اطمینان در مورد واریانس جریان های نقدی آتی شرکت عرضه اولیه سهام را کاهش می دهد؛ به عبارت دیگر در شرکت های ایرانی با افزایش کیفیت افشا، عدم تقارن اطلاعاتی کاهش یافته و همچنین تقارن اطلاعاتی منجر به کاهش نوسانپذیری بازده سهام میگردد و بدین طریق کیفیت بالای افشای اطلاعاتی نظیر افشای ریسک منجر به کاهش نوسان پذیری بازده سهام میگردد. این بدان معناست که کیفیت بالای افشای اطلاعاتی هم به طور مستقیم و هم همزمان (با کاهش عدم تقارن اطلاعاتی) منجر به کاهش نوسان پذیری بازده سهام میگردد. در توجیه این ارتباط میتوان گفت که مدیران شرکتهایی که سعی در ارائه اطلاعات با کیفیت دارند با این کار شکاف اطلاعاتی بین استفاده کنندگان درون سازمانی و برون سازمانی (عدم تقارن اطلاعاتی) را کاهش داده و این امر زمینه لازم را برای کاهش نوسان پذیری بازده سهام را فراهم مینماید؛ از طرفی در اقتصاد تحت کنترل دولت، دولت نقش مهمی در تخصیص منابع ایفا می کند؛ این گونه به نظر می رسد که شرکت های دولتی با موانع کمتری برای دسترسی به سهام خارجی و سرمایه بدهی مواجه هستند؛ لذا ضرورت گزارش اطلاعات شفاف که هزینه تامین مالی را کاهش می دهد در شرکت های دولتی کمتر احساس می شود؛ با کاهش شفافیت اطلاعات؛ عدم تقارن اطلاعاتی افزایش می یابد و این ممکن است واکنش سرمایه گذاران به افشای اطلاعات توسط شرکت های تحت حمایت دولت را نسبت به شرکت های با مالکیت غیر دولتی کاهش دهد؛ لذا مالکیت دولتی در کنار افشای ریسک؛ محرکی برای کاهش تغییرات قیمت سهام و نوسانات بازده عرضه اولیه سهام می باشد؛ در این راستا هوپ و همکاران (۲۰۱۶) دریافتند که افشای ریسک خاص واکنش های بازار قوی ای را در ایالات متحده برمی انگیزد؛ جعفری و همکاران (۱۴۰۰)، نیز دریافتند که بین افشای اطلاعات آینده نگر مالی و نوسان پذیری بازده سهام رابطه وجود دارد؛ که در راستای نتایج پژوهش حاضر می باشد. با توجه به مراتب فوق، این موضوع کاملاً آشکار می شود که دستیابی شرکت ها به افشا و کیفیت بالاتر اطلاعات نظیر افزایش گزارشگری ریسک؛ باعث کاهش ارزش گذاری زیر قیمت واقعی و نوسانات بازده عرضه اولیه سهام است؛ بنابراین از آنجا که ناتوانی و عدم آگاهی سرمایه گذاران در تفسیر اطلاعات افشا شده ی مرتبط با ریسک میتواند بر نتایج پژوهش تاثیر گذار باشد؛ پیشنهاد میشود سازمان بورس از طریق ارائه برنامه های آموزشی بیشتر، توانایی سرمایه گذاران و سایر افراد ذینفع بیرونی را در استفاده از اطلاعات مالی افشا شده به ویژه در ارتباط با ریسک افزایش دهد. همچنین سازمان بورس و سایر مراجع ذیصلاح میتوانند شرکتها را بر اساس سطح افشای ریسک انجام شده طبقه بندی کنند. برای مدیران شرکتها نیز پیشنهاد میشود نوع اطلاعاتی را که در ارتباط با ریسکهای عمده شرکت در گزارشهای مالی افشا میشود مورد بازبینی قرار داده و تا حد امکان آن دسته از اطلاعات مالی و غیر مالی را افشا کنند که توانایی سرمایه گذاران را در ارزیابی ریسک -های عمده شرکت بهبود ببخشد.

به منظور استفاده بیشتر از نتایج پژوهش و نیز با توجه به کمکی که نتایج پژوهش به روشنتر شدن تأثیر افشای ریسک بر ارزش گذاری زیر قیمت واقعی و نوسانات بازده عرضه اولیه سهام شرکت‌های تولیدی میکند، در آینده میتوان به موضوعهای زیر توجه بیشتری کرد:

- ۱- برای افزایش روایی نتایج این قبیل تحقیقات در تحقیقات بعدی می توان از نمونه بزرگتری استفاده کرد.
- ۲- پیشنهاد میشود پژوهشگران آینده با توجه به پژوهشهای خارجی، تأثیر افشای ریسک بر ارزش گذاری زیر قیمت واقعی و نوسانات بازده عرضه اولیه سهام را با میانجیگری عواملی مانند نوع بازار محصول، چرخه عمر شرکت و ... بررسی نمایند.
- ۳- بررسی دیدگاه معامله گران بازار نسبت به نحوه ی ارائه ی افشای داوطلبانه ریسک
- ۴- به محققان آتی پیشنهاد می شود که تأثیر سایر متغیرهای حاکم بر محیط گزارشگری مالی از قبیل کیفیت حسابرسی، تمرکز یا پراکندگی مالکیت و نوع مالکیت را بر روابط بین افشای ریسک با ارزش گذاری زیر قیمت واقعی و نوسانات بازده عرضه اولیه سهام را بررسی نمایند.
- ۵- یکی دیگر از عوامل تأثیرگذار بر رابطه بین افشای ریسک با ارزش گذاری زیر قیمت واقعی و نوسانات بازده عرضه اولیه سهام فعالیت واحدهای تجاری می باشد، بنابراین پیشنهاد میگردد که در تحقیق های آتی تأثیر صنعت نیز مدنظر قرار گیرد.

محدودیت‌های تحقیق

مهمترین محدودیت پژوهش هایی از این قبیل، ذهنی بودن اندازه گیری برخی از متغیرها (در این پژوهش سطح افشای ریسک) میباشد. ذهنی بودن بدین معنی که معیار سنجش افشای ریسک ممکن است سلیقه ای باشد و با تغییر شاخصهای اندازه گیری سطح افشای ریسک، نمرات سطح افشای شرکتها نیز تغییر کرده و نتایج پژوهش تحت تأثیر قرار گیرد. همچنین در این پژوهش، دادههای مورد استفاده بابت تورم تعدیل نشده است. با توجه به وجود تورم و متفاوت بودن آن در بازه های زمانی مختلف، در صورتیکه داده های پژوهش بابت تورم تعدیل میشد ممکن بود نتایج متفاوتی حاصل شود.

۷. منابع

۱. بابایی، ف، مسعودی، ج. (۱۳۹۵). بررسی ارتباط بین نوسانات بازده سهام و ارزش شرکت، چهارمین کنفرانس ملی مدیریت، اقتصاد و حسابداری، تبریز، سازمان مدیریت صنعتی آذربایجان شرقی، دانشگاه تبریز.
۲. جعفری، علی و صحراری، ناصر و صلحی فام اصل، ملیحه، ۱۴۰۰، بررسی رابطه بین افشای اطلاعات آینده نگر و نوسان پذیری بازده سهام، فصلنامه چشم انداز حسابداری و مدیریت، دوره: ۴، شماره: ۵۰.
۳. حیدری، مهدی؛ منصورفر، غلامرضا؛ رضایی فیروزجایی، مهدی؛ (۱۳۹۵) "بررسی اثر کیفی اجزای افشاء ریسک شرکتی بر عدم تقارن اطلاعاتی با توجه به متغیرهای تعدیل گر ریسکی بودن، شرایط رکود و تحلیل-گران نهادی در بورس اوراق بهادار تهران" تحقیقات مالی، پاییز ۱۳۹۵، دوره هیجدهم - شماره ۳ علمی-پژوهشی (وزارت علوم)/ ISC 24 صفحه - از ۳۹۱ تا ۴۱۴.
۴. خیام بور، اکبر و خردیار، سینا و رضایی، فرزین و وطن پرست، محمدرضا، ۱۳۹۹، ارزیابی سودمندی در تصمیم افشاء اطلاعات مولفه های ریسک، مهندسی مالی و مدیریت اوراق بهادار، دوره: ۱۱، شماره: ۴۲.
۵. دهقان خانقاهی، بیتا و بحری ثالث، جمال و جبارزاده کنگرلویی، سعید و آشتاب، علی، ۱۴۰۰، تدوین الگوی عوامل موثر بر قیمت گذاری کمتر از واقع عرضه عمومی اولیه سهام.

۶. رجب پور، فاطمه و بذرافشان، آمنه، ۱۳۹۸، رابطه بین رقابت بازار محصول و افشای عوامل ریسک: با رویکرد متن کاوی، چهارمین کنفرانس بین المللی دستاوردهای نوین پژوهشی در علوم انسانی و مطالعات اجتماعی و فرهنگی، اصفهان.
۷. نمازی، نویدرضا و عزیزی، پدram، ۱۴۰۰، بررسی تاثیر تعدیلی کیفیت حسابرسی بر رابطه بین کیفیت گزارشگری مالی و قیمت گذاری کمتر از واقع عرضه عمومی اولیه سهام.

8. Aharony, J., Lin, C.J., Loeb, M.P., 1993. Initial public offerings, accounting choices, and earnings management. *Contemp. Account. Res.* 10 (1), 61–81.
9. Beatty, A., Cheng, L., Zhang, H., 2019. Are risk factor disclosures still relevant? Evidence from market reactions to risk factor disclosures before and after the financial crisis. *Contemp. Account. Res.* 36 (2), 805–838.
10. Berggrun, L., Lizarzaburu, E., & Cardona, E. (2016). Idiosyncratic volatility and stock returns: Evidence from the MILA. *Research in International Business and Finance*, 37, 422-434.
11. Campbell, J., Chen, L. H., Dhaliwal, D. S., Lu, H., & Steele, L. B. (2014). The information content of mandatory risk factor disclosures in corporate filings. *Review of Accounting Studies*, 19(1), 396–455.
12. Campbell, J.L., Chen, H., Dhaliwal, D.S., Lu, H.-M., Steele, L.B., 2014. The information content of mandatory risk factor disclosures in corporate filings. *Rev. Account. Stud.* 19 (1), 396–455.
13. Chen, F., Yao, Y., & Zhao, M. (2022). Do investors turn a blind eye to risk-factor disclosures by state-supported firms?. *Journal of Accounting and Public Policy*, 106939.
14. Elsayed, M., & Elshandidy, T. (2021). Internal control effectiveness, textual risk disclosure, and their usefulness: US evidence. *Advances in accounting*, 53, 100531.
15. Gough, N., 2015. Chinese state-owned company defaults on its domestic bonds. *The New York Times*.
16. Hope, O.-K., Hu, D., Lu, H., 2016. The benefits of specific risk-factor disclosures. *Rev. Account. Stud.* 21 (4), 1005–1045.
17. Lee B., Nathan Mauck. (2016). Dividend initiations, increases and idiosyncratic volatility, *Journal of Corporate Finance* 40, 47–60
18. Lee Jaehong., Cho Eunjung., Choi Hyunjung, (2016), The Effect Of Internal Control Weakness On Investment Efficiency. *The Journal of Applied Business Research – May/June 2016 Vol. 32, No. 3, PP. 649-662.*
19. Lowry, M., Officer, M.S., Schwert, G.W., 2010. The variability of IPO initial returns. *J. Finance* 65 (2), 425–465.
20. Piotroski, J.D., Wong, T.J., Zhang, Tianyu, 2015. Political incentives to suppress negative information: evidence from Chinese listed firms. *J. Account. Res.* 53 (2), 405–459.
21. Ranjan Kumar Mitra, (2016), The association between earnings quality and firm-specific return volatility: evidence from Japan, *Review of Accounting and Finance*, Vol. 15 Iss 3 pp.
22. Ritter, J.R., Welch, L., 2002. A review of IPO activity, pricing, and allocations. *J. Finance* 57 (4), 1795–1828.
23. Schrand, C., Verrecchia, R.E., 2005. Information disclosure and adverse selection explanations for IPO underpricing. *The Wharton School Working Paper. University of Pennsylvania*.
24. Tucker, J.W., Zhang, X., 2016. Corporate disclosure and research opportunities in China. *China J. Account. Stud.* 4 (1), 1–14.

Die impak van openbare eienaarskap op die verhoudings tussen risiko-openbaarmaking en waardasie onder reële prys en fluktuasies in opbrengs op aanvanklike voorraadvoorsiening

Gita Sadeghi Tabatabai ^{*1}

Date of Receipt: 2022/03/13 Date of Issue: 2022/04/24

Abstract:

The purpose of this study was to investigate the effect of public ownership on the relationship between risk disclosure with valuation below the real price and fluctuations in the return on initial public offering. The spatial realm of companies listed on the Tehran Stock Exchange and the realm of time between 2015 and 2020 and 50 companies have been selected as a statistical sample by the method of systematic elimination. For data collection, reference to financial statements, explanatory notes and stock exchange monthly, and in order to describe and summarize the data, descriptive and inferential statistics have been used. In data analysis, it has been used to confirm and refute hypotheses (EViews software). The results showed that government ownership has a moderating role on the relationship between risk disclosure by valuing below the real price of the initial public offering and also government ownership has a moderating role on the relationship between risk disclosure and fluctuations in the return on initial public offering.

Keywords

Valuation below real price, fluctuations in stock initial return, risk disclosure, government ownership.

1. M.Sc., English Language Teaching, Semnan Branch, Islamic Azad University, Semnan, Iran. (* Corresponding Author: (Gita20005p@yahoo.com)