

## بررسی رابطه سازوکارهای راهبری شرکتی و عملکرد کوتاه مدت عرضه اولیه سهام در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران

قدرت اله طالب نیا<sup>۱</sup>

مریم پوربهرامی<sup>۲</sup>

### چکیده

تحقیق حاضر به بررسی سازوکارهای راهبری شرکتی و عملکرد کوتاه مدت عرضه اولیه سهام می‌پردازد که در آن عملکرد سهام‌های عرضه اولیه در طی سالهای ۱۳۸۳ تا ۱۳۸۹، دو ماه پس از عرضه آن در بورس اوراق بهادار تهران محاسبه و مورد تجزیه و تحلیل قرار گرفته است. در این تحقیق ابتدا به مقایسه میانگین بازدهی سهام عرضه اولیه و بازدهی شاخص بورس در طی یک دوره دو ماهه پس از عرضه اولیه سهام پرداخته شده است. نتایج تحقیق نشان می‌دهد که میانگین بازدهی سهام عرضه اولیه بیشتر از میانگین بازدهی بازار طی دوره متناظر است. این پدیده به قیمت‌گذاری کمتر از واقع سهام معروف است و سبب کسب بازدهی غیرعادی مثبت برای خریداران سهام عرضه‌های اولیه می‌شود. در ادامه اثر سازوکارهای راهبری شرکتی در غالب سه متغیر اندازه هیات مدیره، نسبت اعضای غیر موظف و متمایز بودن مدیرعامل و رئیس هیات مدیره بر کسب بازدهی بیشتر سهام عرضه اولیه نسبت به بازدهی بازار یک بار به صورت مجزا و یک بار به صورت توأم مورد بررسی قرار گرفت. نتایج تحقیق نشان می‌دهد که بین تعداد اعضای هیات مدیره و کسب بازدهی بیشتر سهام عرضه اولیه نسبت به بازدهی بازار رابطه معناداری وجود ندارد، بین نسبت اعضای غیر موظف و کسب بازدهی بیشتر سهام عرضه اولیه نسبت به بازدهی بازار رابطه معناداری وجود دارد، بین متمایز بودن مدیرعامل و رئیس هیات مدیره و کسب بازدهی بیشتر سهام عرضه اولیه نسبت به بازدهی بازار رابطه معناداری وجود دارد و میان سازوکارهای راهبری شرکتی و کسب بازدهی بیشتر سهام عرضه اولیه نسبت به بازدهی بازار رابطه معناداری وجود دارد.

**واژگان کلیدی:** عرضه عمومی اولیه، راهبری شرکتی، قیمت‌گذاری کمتر از واقع، عملکرد کوتاه مدت

---

۱. استادیار حسابداری، عضو هیات علمی دانشکده حسابداری و مدیریت دانشگاه آزاد اسلامی واحد علوم و

تحقیقات تهران (نویسنده مسئول) *Email: gh\_talebnia@yahoo.com*

۲. کارشناس ارشد مدیریت مالی دانشگاه آزاد اسلامی واحد علوم و تحقیقات تهران

تاریخ دریافت: ۱۳۹۰/۱۰/۱۳ تاریخ پذیرش: ۱۳۹۰/۱۱/۲۸

## ۱. مقدمه

بازار سرمایه در اقتصاد کشورها از اهمیت زیاد و قابل توجهی در رونق فعالیت‌های اقتصادی، سرمایه‌گذاری و تخصیص بهینه سرمایه برخوردار است. یکی از کارکردهای بازار سرمایه تامین مالی شرکت‌ها از طریق عرضه عمومی سهام آنها می‌باشد. شرکت‌ها در این بازار می‌توانند از طریق عرضه اولیه سهام خود، با هزینه نسبتاً پایینی وجوه مورد نیاز خود را تامین نمایند. همچنین افراد می‌توانند با سرمایه‌گذاری در بورس و خرید سهام این شرکت‌ها در عواید حاصل از فعالیت شرکت‌ها سهیم گردند. موضوعی که در رابطه با عرضه اولیه مورد توافق اکثر محققان است، ارزان‌فروشی یا قیمت گذاری کمتر از واقع سهام این شرکت‌ها است، این امر که سبب کاهش ثروت سهامداران اولیه می‌گردد، باعث شده افراد بتوانند با خرید سهام این شرکت‌ها بازده غیر عادی به دست آورند. در این تحقیق به بررسی پدیده قیمت گذاری کمتر از واقع سهام شرکت‌ها در اولین عرضه سهام آنها به بورس اوراق بهادار تهران پرداخته می‌شود و تاثیر یکی از مهمترین سازوکارهای راهبری شرکتی که ویژگی‌های هیات مدیره است بر کسب بازده بیشتر سهام عرضه اولیه نسبت به بازده بازار مورد بررسی قرار می‌گیرد.

## ۲. بیان و تشریح موضوع

عرضه اولیه سهام، یکی از مهمترین وقایع در طول عمر شرکت است. شرکت‌های تازه پذیرفته شده در بورس اغلب توجه بسیاری از سرمایه گذاران را جلب می‌نمایند. در واقع تحقیق در مورد عملکرد عرضه‌های اولیه، شواهدی را دال بر این که عرضه‌های اولیه به عنوان گروه متمایزی از سهام برای سرمایه‌گذاری ارزشمند هستند یا خیر، فراهم می‌آورد.

هدف اصلی شرکت‌ها، برای ورود به بورس این است که، بتوانند سرمایه مورد نیاز برای ادامه فعالیت و گسترش عملیات خود را تامین کنند. به همین دلیل برای شرکت‌ها مهم است که قیمت تعیین شده برای سهام آنها، نشان‌دهنده ارزش واقعی دارایی‌ها و فرصت‌های توسعه و رشد آنها در آینده باشد. این موضوع در حالی است که مطالعات و تحقیقات انجام شده در سراسر دنیا در زمینه عرضه اولیه اوراق بهادار نشان می‌دهد

که قیمت تعیین شده برای سهام و اوراق بهادار شرکت‌ها در اولین عرضه آنها در بازار مطلوب نبوده و باعث شده که سرمایه گذاران بتوانند با خرید سهام این شرکت‌ها در کوتاه مدت، سود کلانی را عاید خود کنند.

در زمینه عرضه اولیه سهام مطالعات مختلفی صورت گرفته است. از محورهای اصلی در این تحقیقات بررسی روند تغییرات بازده سهام جدید در مقایسه با بازده بازار در طی زمان‌های مختلف است. مطالعات در اکثر کشورها وجود بازده کوتاه مدت بیشتر از بازار و بازده بلند مدت کمتر از بازار در مورد عرضه‌های اولیه را اثبات می‌نماید. مطالعات بسیاری به بررسی عوامل موثر بر رفتار سهام‌های عرضه اولیه پرداخته اند. مطالعات کمتری نیز در زمینه اثرات سازوکارهای راهبری شرکتی بر عملکرد سهام‌های عرضه اولیه صورت گرفته است. این پژوهش‌ها، تصویر بهتری از رابطه بین حاکمیت هیات مدیره و عملکرد شرکت نمایان می‌سازند و شواهدی را فراهم می‌سازند که چگونه ساختار هیات مدیره بر عملکرد شرکت در زمان عرضه اولیه تاثیر می‌گذارد و در شکل گیری هیات مدیره و افزایش شانس موفقیت شرکت‌های عرضه شونده در فرآیند عرضه اولیه سهام موثر خواهند بود.

مساله اصلی در این تحقیق، بررسی عملکرد کوتاه مدت سهام جدید در مقایسه با عملکرد شاخص بورس و تعیین اثرات سازوکارهای راهبری شرکتی بر عملکرد کوتاه مدت سهام جدید و شناسایی روابط بین این عوامل در بورس اوراق بهادار تهران است. در این تحقیق، به منظور بررسی سازوکارهای راهبری شرکتی از متغیرهایی چون اندازه هیات مدیره، نسبت اعضای غیر موظف هیات مدیره و متمایز بودن مدیرعامل و رئیس هیات مدیره استفاده شده است.

### ۳. ضرورت انجام پژوهش

عرضه اولیه سهام زمانی روی می‌دهد که سهام شرکتی برای اولین بار به عموم فروخته شود. این مرحله در رشد شرکت‌ها بسیار حائز اهمیت بوده و منافع بسیاری را عاید موسسان و سرمایه گذاران اولیه شرکت می‌کند. این مساله با در نظر گرفتن افزایش چشمگیر تعداد شرکت‌های جدید ورود به بورس اوراق بهادار تهران و تلاش دولت

برای خصوصی سازی شرکت‌ها و در نتیجه ادامه روند ورود شرکت‌های تازه وارد به بورس اهمیت بیش از پیش پیدا می‌کند.

در حالیکه مطالعات انجام گرفته در بسیاری از کشورها نشان می‌دهند که سرمایه‌گذاری در سهام های عرضه اولیه در بلند مدت سودده نمی‌باشند، مطالعات انجام شده بر روی بازده کوتاه مدت بیان می‌دارند که سرمایه‌گذاری در سهام‌های عرضه اولیه در کوتاه مدت بسیار سودآوراند. این پدیده به قیمت‌گذاری کمتر از واقع سهام نیز معروف است و سبب کسب بازده غیر عادی مثبت توسط سهامداران در کوتاه مدت می‌گردد. در این حالت ( اگر سهام شرکت کمتر از ارزش واقعی آن فروخته شود) شرکت دیگر نمی‌تواند به راحتی سرمایه مورد انتظار خود را تامین کرده و مسلماً دچار زیان خواهد شد. یکی از دلایل این موضوع، وجود عدم تقارن اطلاعات بین عرضه کنندگان سهام جدید، موسسات تامین سرمایه و سرمایه گذاران بالقوه شرکت است که این موضوع در عمل باعث می‌شود تعیین قیمت سهام این شرکت‌ها به صورت مناسب و مطلوب صورت نگیرد. به عبارت دیگر، از آنجا که فروشندگان اولیه سهام در شرکت‌های عرضه اولیه اطلاعات بهتری درباره ارزش شرکت و ریسک شرکت نسبت به سرمایه گذاران خارجی دارند، عرضه های اولیه اصولاً با عدم تقارن اطلاعاتی همراه هستند. هیات مدیره ممکن است به عنوان سیگنالی از کیفیت در زمان عرضه اولیه سهام برای کاهش مشکل عدم تقارن اطلاعاتی عمل نماید و عملکرد کمتر از واقع سهام‌های عرضه اولیه را کاهش دهد (سرتو و همکاران، ۲۰۰۱). هیات مدیره، بخش مهمی از اطلاعاتی است که به بازار عرضه اولیه ارائه می‌شود. زیرا هیات مدیره به عنوان بخش مهمی از ساختار حاکمیتی شرکت عرضه شونده توسط پذیرهنویسان در هنگام ارزش‌گذاری شرکت ارزیابی می‌گردد (وینکوپ، ۲۰۰۱).<sup>۲</sup> با توجه به جمیع موارد پیشگفته و با توجه به اهمیت موضوع راهبری شرکتی و در راس آن ساختار هیات مدیره به عنوان اصلی‌ترین سازوکار راهبری شرکتی زمینه تحقیق برای محقق فراهم شد تا به بررسی تاثیر سازوکارهای راهبری شرکتی بر قیمت‌گذاری کمتر از واقع عرضه اولیه سهام، یا به عبارت دیگر، بر کسب بازده کوتاه مدت بیش از بازده بازار این سهام‌ها طی دوره متناظر بپردازد.

---

1.Certo et. al

2.Whincop

## ۴. مبانی نظری پژوهش

## ۴.۱. عرضه عمومی اولیه و حاکمیت شرکتی

عرضه عمومی شرکت مقطع مهمی در چرخه زندگی شرکت محسوب می‌شود. برای اکثر شرکت‌ها دلیل اول برای عرضه عمومی، جذب سرمایه از طریق انتشار سهام و همچنین توسعه بازاری است که در آن موسسان و سایر سهامداران بعدها سهام خود را بفروشند و بخشی از ثروت شرکت را شناسایی کنند (ریتر و ولچ، ۲۰۰۲)<sup>۱</sup>. به هر حال همراه با فرآیند عرضه اولیه سهام هزینه‌هایی نیز وجود دارد. هزینه‌های قابل توجه چون هزینه‌های حقوقی، حسابرسی، پذیره نویسی و رقیق شدن ثروت حقوق صاحبان سهام که با قیمت گذاری کمتر از واقع عرضه اولیه سهام<sup>۲</sup> همراه است (ریتر، ۱۹۹۸)<sup>۳</sup>. به طور خلاصه، عرضه عمومی اولیه نه تنها مرحله کلیدی در رشد سازمانی محسوب می‌شود بلکه یک قدم جلوتر به سمت جدایی بیشتر مالکیت از کنترل می‌باشد که به طور بالقوه مشکل نظریه نمایندگی را بیشتر می‌کند (فیلاتوچف، ۲۰۰۲)<sup>۴</sup>.

به عنوان بخشی از فرآیند عرضه اولیه شرکت‌های عرضه شده باید خودشان را برای بازرسی نهادهای نظارتی و سرمایه‌گذاری آماده کنند. از آنجایی که عرضه اولیه اولین باری است که اکثر شرکت‌ها از سرمایه‌گذاران متفرقه جذب سرمایه می‌کنند، تشکیل راهبری شرکتی موثری که حقوق سهامداران اقلیت را حفظ نماید، به‌طور بحث‌انگیزی از مهم‌ترین مسائل در زمان عرضه اولیه است (بیکر و گومپرز، ۲۰۰۳)<sup>۵</sup>. مسائل نمایندگی بیشتر به شرکت‌های کوچکی مربوط می‌شوند که تصمیم به عرضه اولیه دارند، در مقابل شرکت‌هایی هستند که با سابقه ترند و سهام ممتاز منتشر می‌کنند، زیرا هزینه نمایندگی بیشتری در اثر عرضه اولیه عمومی‌شان متحمل می‌شوند. انتخاب ساختار راهبری شرکتی در نتیجه نشان‌دهنده یکی از تصمیم‌گیری‌های مهمی است که شرکت‌های عرضه

1. Ritter &amp; Welch

2. Initial Public Offering (IPO)

3. Ritter

4. Filatotchev

5. Baker &amp; Gompers

شونده لازم است در زمان عرضه اولیه اتخاذ کنند (جنکینسون و لیجانگ کوئیست، ۱۹۹۶).

راهبری شرکتی، با سازوکارهایی سر و کار دارد که ذینفعان شرکت برای کنترل مجموعه داخل شرکت و مدیریت آن اعمال می‌کنند تا منافعشان حفظ شود (جان و سنبت، ۱۹۹۸).<sup>۲</sup> جدایی کنترل مدیریت از مالکیت سهام، نیاز به راهبری شرکتی را تشدید می‌کند. از آنجایی که هزینه‌های نمایندگی نهایتاً توسط مالکان شرکت‌ها متحمل می‌شوند، عدم اطمینان بالای ذاتی در فرآیند عرضه عمومی اولیه، سهامداران را از مشارکت در عرضه عمومی اولیه منصرف می‌کند مگر در شرایطی که به وسیله حاکمیت موثر سرمایه‌گذاری‌شان محافظت گردد. با ارتقای سطح اطمینان سرمایه‌گذاران، شرکت‌های عرضه شده از مزایای دسترسی به وجوه بیشتر و همچنین برائت از ریسک بالقوه تقلب که بیشتر سرمایه‌گذاران از آن گریزان هستند بهره‌مند می‌شوند (برتون و همکاران، ۲۰۰۴).<sup>۳</sup>

هیات مدیره سازوکاری برای نظارت شرکت است. همان طوری که فیلاتوچو و بیشاپ<sup>۴</sup> (۲۰۰۲) اشاره کردند " زمانی که به بانکهای سرمایه‌گذاری مراجعه می‌شود و به دنبال عرضه هستیم مدیران متوجه می‌شوند که ترکیب و قابلیت‌های اعضای هیات مدیره برای عرضه موفق بسیار حیاتی است." با در نظر داشتن هیات مدیره به عنوان جزء موثر راهبری شرکتی نظریه پردازان نظریه نمایندگی معتقدند که هیات مدیره کنترل‌های داخلی مهمی را ارائه می‌کند که به حل مشکلات و اختلافات نمایندگی کمک کرده و منافع مدیران و سهامداران را همسو می‌سازد. کسندر و دالتون<sup>۵</sup> (۱۹۸۶) همچنین اشاره می‌کنند که " مسئولیت نهایی برای عملکرد شرکت بر عهده هیات مدیره می‌باشد: مسئولیت نهایی قابل واگذاری نمی‌باشد." همچنین فاما و جنسن<sup>۶</sup> (۱۹۸۳) معتقدند که اثرگذاری هیات مدیره در اداره تمایلات فرصت طلبانه مدیریت برای بقای تمامی شرکت‌هایی است که جدایی مالکیت از کنترل از ویژگی‌های آنها می‌باشد.

- 
1. Jenkinson & Ljungqvist
  2. John & Senbet
  3. Burton et. al
  4. Filatotchev & Bishop
  5. Kesner & Dalton

مسئولیت اصلی هیات مدیره نظارت و کنترل مدیریت ارشد می‌باشد. به طور خاص، اعضای هیات مدیره مسئول انتخاب مدیر عامل، اطمینان از صلاحیت مدیران، ارزیابی عملکرد مدیریت، حفظ تمامیت مدیران از طریق حسابرسی مستمر، اخراج مدیر عامل‌های فعلی می‌باشد. بدین ترتیب مرور چارچوب هیات مدیره در زمان عرضه اولیه بسیار حائز اهمیت می‌باشد.

این مطالعه به بررسی ویژگی‌های هیات مدیره همچون اندازه، ترکیب و رهبری هیات مدیره بر قیمت گذاری کمتر از واقع سهام عرضه اولیه می‌پردازد. از نظر شواهد در ادبیات عرضه اولیه سهام، سرتو و همکاران (۲۰۰۱) رابطه معکوسی بین اندازه هیات مدیره و ارزش گذاری کمتر از واقع به نفع هیات مدیره‌های بزرگتر گزارش می‌کنند. در حالیکه هوتون و همکارانش (۲۰۰۱) هیچ‌گونه رابطه معنی‌داری نیافتند. در زمینه ترکیب هیات مدیره، هوتن و همکاران (۲۰۰۱) و سرتو و همکاران (۲۰۰۱) بر رابطه بین هیات مدیره‌ها و بازده اولیه عرضه‌های اولیه، به جای عملکرد بلندمدت آنها تمرکز کردند و متوجه شدند که اعضای موظف که آشنایی بیشتری با عملیات شرکت و فرصتهای رشد آن دارند به شرکت‌های دارای عرضه اولیه خدمات بیشتری ارائه می‌دهند تا اعضای غیر موظف. مطالعات هر دو نشان می‌دهد که هیات مدیره‌هایی که اکثریت اعضای آن غیر موظف هستند در سطح اطمینان ۵٪ با ارزش‌گذاری کمتر از واقع بیشتری همراه است. در زمینه رهبری هیات مدیره نیز تعدادی از مطالعات، رابطه بین رهبری هیات مدیره و قیمت‌گذاری کمتر از واقع عرضه اولیه سهام را بررسی کردند و نتایج معنادار نیافتند (هوتون و همکاران (۲۰۰۱)، سرتو و همکاران (۲۰۰۱)، فیلاتچو و پیشاپ (۲۰۰۲)). از طرف دیگر بالاتبات و همکاران (۲۰۰۴)، با استفاده از نمونه‌ای از عرضه‌های اولیه استرالیایی تاییدی بر رابطه مثبت بین رهبری دوگانه و عملکرد شرکت‌ها یافتند.

##### ۵. فرضیه‌های پژوهش

فرضیه اول: عملکرد کوتاه مدت سهام جدید بیشتر از عملکرد کوتاه مدت بازار طی دوره متناظر است.

فرضیه دوم: بین سازوکارهای راهبری شرکتی و کسب بازده کوتاه مدت بیشتر سهام عرضه اولیه نسبت به بازده کوتاه مدت بازار رابطه معنادار وجود دارد.

فرضیه فرعی اول: بین اندازه هیات مدیره شرکت و کسب عملکرد کوتاه مدت بیشتر سهام عرضه اولیه نسبت به عملکرد کوتاه مدت بازار رابطه معنادار وجود دارد.

فرضیه فرعی دوم: بین نسبت اعضای غیرموظف به کل اعضای هیات مدیره و کسب عملکرد کوتاه مدت بیشتر سهام عرضه اولیه نسبت به عملکرد کوتاه مدت بازار رابطه معنادار وجود دارد.

فرضیه فرعی سوم: بین متمایز بودن مدیرعامل و رئیس هیات مدیره و کسب عملکرد کوتاه مدت بیشتر سهام عرضه اولیه نسبت به عملکرد کوتاه مدت بازار رابطه معنادار وجود دارد.

## ۶. جامعه نمونه آماری پژوهش

جامعه آماری این پژوهش کلیه شرکت‌هایی است که طی سالهای ۱۳۸۳ تا ۱۳۸۹، برای اولین بار وارد بورس اوراق بهادار تهران شده‌اند. نمونه آماری این تحقیق به دلیل استفاده از کلیه شرکت‌های تازه پذیرفته شده همان جامعه آماری است و کل جامعه مورد آزمون قرار می‌گیرد. لازم به ذکر است که غربالگری در صورت لزوم صورت گرفته است. در صورت عدم معامله سهام این شرکت‌ها در بورس و یا در اختیار نبودن برخی از داده‌ها در رابطه با آن شرکت‌ها، آنها از نمونه حذف گردیده‌اند.

## ۷. متغیرهای پژوهش و روش استخراج آنها

در این تحقیق، متغیرهای اندازه هیات مدیره، نسبت اعضای غیر موظف هیات مدیره، و مجزا بودن مدیرعامل و رئیس هیات مدیره به عنوان متغیر مستقل و اختلاف بین عملکرد کوتاه مدت (بازده کوتاه مدت) شرکت تازه پذیرفته شده در بورس از عملکرد کوتاه مدت بازار طی دوره دو ماهه به عنوان متغیر وابسته مطرح هستند.

اندازه هیات مدیره: اندازه هیات مدیره از طریق مجموع تعداد اعضای هیات مدیره اندازه گیری می‌شود.



نسبت اعضای غیر موظف به کل اعضای هیات مدیره: این متغیر از تقسیم تعداد اعضای غیر موظف هیات مدیره به کل اعضای هیات مدیره استخراج شده است. عضو غیر موظف عضو پاره وقت هیات مدیره است که فاقد مسئولیت اجرایی در شرکت می‌باشد.

مجزا بودن مدیر عامل و رئیس هیات مدیره (راهبری هیات مدیره): یک وظیفه عمده هیات مدیره نظارت بر عملکرد مدیریت می‌باشد. بر اساس تئوری نمایندگی، برای استقلال هیات مدیره از مدیریت، رئیس هیات مدیره و بالاترین مقام اجرایی نباید شخص واحدی باشند. عدم انتخاب یک نفر در دو سمت یک متغیر دو دویی است که ارزش یک زمانی به آن تعلق می‌گیرد که یک شخص همزمان سمت‌های ریاست هیات مدیره و مدیریت عامل را به عهده بگیرند. لازم به ذکر است در صورتی که مدیر عامل، نایب رئیس هیات مدیره نیز باشد این متغیر یک لحاظ شده است.

**اختلاف بازده کوتاه مدت شرکت‌های تازه پذیرفته شده در بورس نسبت به سایر شرکت‌های فعالیت کننده در بازار طی دوره مشابه:** این متغیر که همان قیمت گذاری کمتر از واقع عرضه اولیه سهام می‌باشد، از طریق بازده اولیه اندازه‌گیری می‌شود و عبارت است از اختلاف بازده کوتاه مدت شرکت‌های تازه پذیرفته شده در بورس نسبت به سایر شرکت‌های فعالیت کننده در بازار طی دوره مشابه. برای اندازه‌گیری این اختلاف بازده، قیمت سهام شرکت تازه وارد در زمان ورود با قیمت سهام آن در دو ماه پس از شروع فعالیت آن در بازار مقایسه شده و بازده کوتاه مدت شرکت تازه وارد به دست می‌آید. در مقابل، بازده کوتاه مدت بازار نیز، با استفاده از مقایسه شاخص کل قیمت بورس در زمان ورود شرکت به بورس و دو ماه پس از آن، محاسبه شده و تفاوت بین بازده کوتاه مدت شرکت جدید و بازده کوتاه مدت بازار از لحاظ آماری با استفاده از روش آماری آزمون t مستقل مورد سنجش و بررسی قرار می‌گیرد.

$$\text{underpricing} = \frac{P_{it} - P_{i0}}{P_{i0}} - \frac{P_{mt} - P_{m0}}{P_{m0}}$$

$P_{it}$ : قیمت سهم  $i$  در انتهای ماه  $t$

$P_{i0}$ : قیمت سهم  $i$  در زمان عرضه اولیه

$P_{mt}$ : شاخص کل بورس در پایان ماه t

$P_{m0}$ : شاخص کل بورس در زمان عرضه اولیه

متغیرهای کنترلی:

تاریخچه عملیاتی : تاریخچه عملیاتی عبارت است از تعداد سالهایی که شرکت عرضه شده قبل از عرضه اولیه خود تاسیس شده است که از تفریق سال عرضه منهای سال تاسیس محاسبه می گردد.

اندازه شرکت: اندازه شرکت از طریق لگاریتم طبیعی ارزش دفتری مجموع داراییها قبل از عرضه اولیه محاسبه می گردد.

## ۸. آمار توصیفی

در نگاره (۱) نتایج آمار توصیفی متغیرهای تحقیق نشان داده شده است. همانطور که مشاهده می شود در داده های این تحقیق توزیع چوله به راست یا چپ مشاهده نمی شود و تقریباً تمام متغیرها تقارن نسبی دارند. این ویژگی اهمیت زیادی دارد، زیرا تقارن یکی از ویژگیهای توزیع نرمال است.

نگاره (۱): آماره توصیفی متغیرها

متغیرها	تعداد	میانگین	میانه	انحراف معیار	چولگی	کشیدگی
نسبت اعضای غیرموظف	۷۱	۰,۵۷	۰,۶۰	۰,۲۹	-۰,۶۲	-۰,۳۸
لگاریتم دارایی	۷۱	۱۳,۸۷	۱۳,۸۳	۲,۳۹	۰,۲۸	۰,۱۸
فاصله سالها	۷۱	۱۹,۳۴	۱۷,۰۰	۱۳,۵۲	۰,۸۰	-۰,۱۳
Underpricing	۷۱	۰,۳۴	۰,۱۹	۰,۵۳	۰,۶۹	۰,۶۴
بازدهی ۶۰ روزه سهم	۷۱	۰,۳۲	۰,۱۴	۰,۵۲	۰,۳۰	۰,۴۴
بازدهی ۶۰ روزه شاخص	۷۱	-۰,۰۲	-۰,۰۲	۰,۱۷	-۰,۷۸	۰,۵۸

## ۹. روش های آماری آزمون فرضیه های پژوهش

برای تجزیه و تحلیل اطلاعات و انجام آزمون های آماری از برنامه نرم افزاری اسپاس اس استفاده شده و بخشی از محاسبات نیز به کمک برنامه اکسل انجام شده

است. برای آزمون فرضیه اصلی اول تحقیق از آزمون  $t$  مستقل و برای آزمون سایر فرضیه‌ها از رگرسیون استفاده شده است. اثر متغیرهای مستقل را یکبار به همراه یکدیگر و یکبار به صورت مجزا مورد آزمون قرار داده ایم. دلیل انتخاب چنین روشی بررسی کامل متغیرهای مستقل تحقیق و شناخت کامل تاثیر آنها بر روی متغیر وابسته است.

**آزمون فرضیه اصلی اول تحقیق:** بازده کوتاه مدت سهام جدید بیشتر از بازده کوتاه مدت بازار طی دوره متناظر است.

فرض  $H_0$ : بیانگر این است که میزان میانگین بازدهی ۶۰ روزه سهم کمتر یا برابر بازدهی ۶۰ روزه شاخص است،

فرض  $H_1$ : بیانگر این است که میانگین بازدهی ۶۰ روزه سهم بیشتر از بازدهی ۶۰ روزه شاخص است.

برای آزمون فرضیه اول قبل از مقایسه بازدهی سهام و بازدهی شاخص از آزمون کلموگروف-اسمیرنوف برای بررسی نرمال بودن توزیع متغیر وابسته استفاده شد.

نتایج آزمون کلموگروف اسمیرنوف برای بازدهی ۶۰ روزه سهام و شاخص نشان داد که مقدار آماره احتمال آزمون کلموگروف-اسمیرنوف برابر ۰,۶۳ می‌باشد. از آنجا که مقدار این آماره بیش از ۵ درصد (مقدار خطا) است فرض نرمال بودن توزیع بازده با احتمال ۹۵ درصد پذیرفته می‌شود.

قبل از آزمون  $t$  برای مقایسه میانگین بازدهی سهام و بازدهی شاخص طی دوره ۶۰ روزه پس از عرضه اولیه، آزمون همسانی واریانسها انجام گرفت. در این مرحله از آزمون لوین استفاده شد. در این آزمون اگر مقدار سطح معناداری بیش از  $\alpha$  مورد نظر پژوهش (۰,۰۵) باشد، فرض برابری واریانس دو نمونه پذیرفته می‌شود و در غیر این صورت رد می‌گردد و بعد از آزمون همسانی واریانس، آزمون برابری میانگین انجام می‌گردد.

نتایج این آزمون در نگاره (۲) ارایه شده است:  
نگاره (۲): نتایج آزمون فرضیه اول

آزمون t			آزمون لوین		تعداد نمونه در هر سید
Sig	Df	t	sig	F	
۰,۰۰۰	۸۵	۵,۲۸	۰,۰۰۰	۴۹,۳۱۷	۷۱

مقدار احتمال برای آزمون همسانی واریانس برابر با ۰/۰۰۰ است یعنی واریانس این متغیر در دو گروه ناهمسان است. بنابراین تحت ناهمسانی واریانس مقدار آماره سطح معناداری کمتر از ۰,۰۵ است در نتیجه فرض صفر رد می‌گردد. یعنی میزان میانگین بازدهی ۶۰ روزه سهم و بازدهی ۶۰ روزه شاخص برابر نیست. بلکه مقدار میانگین میانگین بازدهی ۶۰ روزه سهم نسبت به بازدهی ۶۰ روزه شاخص افزایش یافته است. برای آزمون فرضیه اصلی دوم ابتدا فرضیه‌های فرعی مورد آزمون قرار گرفت. **آزمون فرضیه فرعی اول:** بین اندازه هیات مدیره شرکت و کسب بازده کوتاه مدت بیشتر سهام عرضه اولیه نسبت به بازده کوتاه مدت بازار رابطه معنادار وجود دارد. مدل رگرسیونی که برای بررسی این فرضیه مورد استفاده قرار گرفت به شرح زیر است.

$$Underpricing = \beta_0 + \beta_1 X_i + \beta_2 Z_{1i} + \beta_3 Z_{2i} + \varepsilon_i$$

که در آن X تعداد اعضای هیات مدیره،  $Z_1$  و  $Z_2$  دو متغیر کنترلی تاریخچه عملیاتی شرکت و فاصله سال‌ها هستند.

فرضیه صفر بیان می‌دارد که هیچ رابطه‌ای بین تعداد اعضای هیات مدیره و کسب بازده کوتاه مدت بیشتر سهام عرضه اولیه نسبت به بازده کوتاه مدت بازار وجود ندارد، در حالیکه فرضیه یک از وجود رابطه بین این دو متغیر صحبت می‌کند. قبل از برآورد رگرسیون ابتدا فروض کلاسیک رگرسیون مورد بررسی قرار گرفت. سپس به بررسی معنادار رگرسیون و ضرایب آن پرداخته شد.

در نگاره زیر نتایج تحلیل رگرسیونی آورده شده است :

نگاره (۳): نتایج آزمون فرضیه فرعی اول

دورین واتسن	معنی داری مدل		ضریب تعیین شده	ضریب تعیین شده	تعداد اعضای هیات مدیره			مقدار ثابت (a)
	مقدار احتمال	F			vif	sig	$\beta$	
۱۸۳۹	۰.۰۳۱	۳.۱۴۶	۰.۰۸۴	۰.۱۲۳	۱.۰۶۸	۰.۸۰۵	-۰.۰۲۹	۱.۴۹۴

معناداری مدل رگرسیون با استفاده از آزمون F آزمون می‌شود و از آنجاییکه مقدار آماره F کمتر از ۰,۰۵ است مدل معنادار است. برای بررسی معنادار بودن ضرایب رگرسیون از آزمون t استفاده شده است. با توجه به اینکه آماره سطح معناداری بزرگتر از ۰,۰۵ است، بنابراین فرض صفر رد نمی‌گردد. به عبارت دیگر هیچ رابطه ای بین تعداد اعضای هیات مدیره و کسب بازده کوتاه مدت بیشتر سهام عرضه اولیه نسبت به بازده کوتاه مدت بازار وجود ندارد. نتایج آزمون برای متغیرهای کنترلی نشان دهنده آن است که تنها بین متغیر اندازه شرکت و کسب بازده کوتاه مدت بیشتر سهام عرضه اولیه نسبت به بازده کوتاه مدت بازار رابطه معنادار و معکوسی وجود دارد.

**آزمون فرضیه دوم فرعی:** بین نسبت اعضای غیرموظف و کسب بازده کوتاه مدت بیشتر سهام عرضه اولیه نسبت به بازده کوتاه مدت بازار رابطه معنادار وجود دارد. مدل رگرسیونی که برای بررسی این فرضیه مورد استفاده قرار می‌گیرد به شرح زیر است:

$$Underpricing = \beta_0 + \beta_1 X_i + \beta_2 Z_{1i} + \beta_3 Z_{2i} + \varepsilon_i$$

که در آن x نسبت اعضای غیر موظف به کل اعضای هیات مدیره،  $Z_1$  و  $Z_2$  دو متغیر کنترلی تاریخچه عملیاتی و اندازه شرکت هستند.

فرضیه صفر بیان می‌دارد که هیچ رابطه ای بین نسبت اعضای غیر موظف و کسب بازده کوتاه مدت بیشتر سهام عرضه اولیه نسبت به بازده کوتاه مدت بازار وجود ندارد. در حالیکه فرضیه یک از وجود رابطه بین این دو متغیر صحبت می‌کند. قبل از برآورد رگرسیون ابتدا فروض کلاسیک رگرسیون مورد بررسی قرار گرفت. سپس به بررسی معنادار رگرسیون و ضرایب آن پرداخته شد.

در نگاره زیر نتایج تحلیل رگرسیونی آورده شده است :

نگاره (۴): نتایج آزمون فرضیه فرعی دوم

دورین واتسن	معنی داری مدل		ضریب تعیین تعدیل شده	ضریب تعیین	نسبت اعضای غیرموظف			مقدار ثابت (a)
	مقدار احتمال	F			vif	sig	$\beta$	
۱۸۵۵	۰.۰۰۳	۵.۰۳۳	۰.۱۴۷	۰.۱۸۴	۱.۶۴۱	۰.۰۲۸	۰.۳۱۷	۰.۴۱۷

مقدار سطح معنادار F برابر ۰,۰۰۳ است. این مقدار کمتر از ۰,۰۵ است. بنابر این در سطح اطمینان ۹۵ درصد مدل معنادار وجود دارد. تشخیص معنادار بودن مدل رگرسیون با استفاده از آزمون t انجام می‌شود. با توجه به اینکه آماره برابر ۰,۰۲۸ است و این مقدار کمتر از ۰,۰۵ است، بنابراین فرض صفر رد می‌گردد. به عبارت دیگر بین نسبت اعضای غیر موظف و کسب بازده کوتاه مدت بیشتر سهام عرضه اولیه نسبت به بازده کوتاه مدت بازار رابطه معنادار وجود دارد و از آنجایی که ضریب  $\beta$  مثبت است این رابطه مستقیم است. نتایج آزمون برای متغیرهای کنترلی نشان دهنده آن است که تنها بین متغیر اندازه شرکت و کسب بازده کوتاه مدت بیشتر سهام عرضه اولیه نسبت به بازده کوتاه مدت بازار رابطه معنادار و معکوسی وجود دارد.

**آزمون فرضیه فرعی سوم:** بین متمایز بودن مدیرعامل و رئیس هیات مدیره و کسب بازده کوتاه مدت بیشتر سهام عرضه اولیه نسبت به بازده کوتاه مدت بازار رابطه معنادار وجود دارد.

مدل رگرسیونی که برای بررسی این فرضیه مورد استفاده قرار گرفت به شرح زیر است.

$$Underpricing = \beta_0 + \beta_1 X_i + \beta_2 Z_{1i} + \beta_3 Z_{2i} + \varepsilon_i$$

که X یک متغیر دودویی است که زمانی که مدیرعامل و رئیس هیات مدیره از هم جدا باشند مقدار صفر و در غیر این صورت مقدار یک را می‌گیرد،  $Z_1$  و  $Z_2$  دو متغیر کنترلی تاریخچه عملیاتی شرکت و اندازه شرکت هستند.

فرضیه صفر بیان می‌دارد که هیچ رابطه‌ای بین تفکیک وظایف رئیس هیات مدیره و مدیرعامل و کسب بازده کوتاه مدت بیشتر سهام عرضه اولیه نسبت به بازده کوتاه مدت

بازار وجود ندارد. در حالیکه فرضیه یک از وجود رابطه بین این دو متغیر صحبت می‌کند. قبل از برآورد رگرسیون ابتدا فروض کلاسیک رگرسیون مورد بررسی قرار گرفت. سپس به بررسی معنادار رگرسیون و ضریب آن پرداخته شد.

در نگاره زیر نتایج تحلیل رگرسیونی آورده شده است :

نگاره (۵): نتایج آزمون فرضیه فرعی سوم

دورین واتسون	معنی داری مدل		ضریب تعیین تعدیل شده	ضریب تعیین	مجزا بودن مدیرعامل و رئیس هیات مدیره			مقدار ثابت (a)
	مقدار احتمال	F			vif	sig	$\beta$	
۱۸۵۵	۰.۰۰۱	۶.۴۳۶	۰.۱۸۹	۰.۲۲۴	۱.۴۰	۰.۰۰۴	۰.۳۷۶	۰.۴۸۴

با توجه به اینکه مقدار سطح معناداری F برابر ۰,۰۰۱ است و این مقدار کمتر از ۰,۰۵ است، بنابراین در سطح اطمینان ۹۵ درصد مدل معنادار است. تشخیص معنادار بودن مدل رگرسیون با استفاده از آزمون t انجام شده است. از آنجاییکه این آماره برابر ۰,۰۰۴ است و این مقدار کمتر از ۰,۰۵ است بنابراین فرض صفر رد می‌گردد. به عبارت دیگر بین تفکیک وظایف رئیس هیات مدیره و مدیرعامل و کسب بازده کوتاه مدت بیشتر سهام عرضه اولیه نسبت به بازده کوتاه مدت بازار رابطه معنادار وجود دارد. در شرکت‌هایی که مدیرعامل و رئیس هیات مدیره متمایز بوده‌اند مقدار میانگین متغیر وابسته نسبت به سایر شرکت‌ها (شرکت‌هایی که یک نفر نقش مدیر عامل و رئیس هیات مدیره را بر عهده داشته) کمتر بوده است. نتایج آزمون برای متغیرهای کنترلی نشان دهنده آن است که تنها بین متغیر اندازه شرکت و کسب بازده کوتاه مدت بیشتر سهام عرضه اولیه نسبت به بازده کوتاه مدت بازار رابطه معنادار و معکوسی وجود دارد. **آزمون فرضیه اصلی دوم:** بین سازو کارهای راهبری شرکتی و کسب بازده کوتاه مدت بیشتر سهام عرضه اولیه نسبت به بازده کوتاه مدت بازار رابطه معنادار وجود دارد. مدل رگرسیونی که برای بررسی این فرضیه مورد استفاده قرار گرفت به شرح زیر است.

$$\text{Under Pricing} = \beta_0 + \beta_1 X_{1i} + \beta_2 X_{2i} + \beta_3 X_{3i} + \beta_4 Z_{1i} + \beta_5 Z_{2i} + \varepsilon_i$$

که در آن  $X_1$  تعداد اعضای هیات مدیره،  $X_2$  نسبت اعضای غیر موظف،  $X_3$  متمایز بودن مدیر عامل و رئیس هیات مدیره و  $Z_1$  و  $Z_2$  دو متغیر کنترلی تاریخچه عملیاتی شرکت و اندازه شرکت هستند.

#### نگاره (۶): نتایج آزمون فرضیه اصلی دوم

مقدار ثابت (a)	تعداد اعضای هیات مدیره			نسبت اعضای غیر موظف			تمایز بودن مدیرعامل و رئیس هیات مدیره			ضریب تعیین	ضریب تعیین	معنی داری مدل		دوربین واتسن
	vif	sig	$\beta$	vif	sig	$\beta$	vif	sig	$\beta$			F	مقدار احتمال	
-۰.۰۲۱	۱.۱۴	۰.۹۷	-۰.۰۰۵	۱.۸۳	۰.۱۲	۰.۲۳	۱.۵۸	۰.۰۲	۰.۳۲	۰.۲۵	۰.۲۰	۴.۳۹	۰.۰۰۲	۱.۸۷

فرضیه صفر بیان می‌دارد که هیچ رابطه‌ای بین سازوکارهای راهبری شرکتی و کسب بازده کوتاه مدت بیشتر سهام عرضه اولیه نسبت به بازده کوتاه مدت بازار وجود ندارد. در حالیکه فرضیه یک از وجود رابطه بین این دو متغیر صحبت می‌کند. قبل از برآورد رگرسیون ابتدا فروض کلاسیک رگرسیون مورد بررسی قرار گرفت. سپس به بررسی معناداری رگرسیون و ضرایب آن پرداخته شد. با توجه به اینکه مقدار سطح معناداری F برابر ۰,۰۰۲ است و این مقدار کمتر از ۰,۰۵ است، بنابراین در سطح اطمینان ۹۵ درصد مدل معنادار است. سپس با استفاده از معیار ضریب تعیین، شدت همبستگی مدل بررسی شده است. میزان ضریب تعیین در این آزمون ۰,۲۵ است، یعنی در حدود ۲۵ درصد از تغییرات متغیر وابسته توسط متغیرهای مستقل و کنترلی بیان می‌گردد. معنادار بودن مدل رگرسیون با استفاده از آزمون t تست می‌گردد. چنانچه آماره سطح معناداری کمتر از مقدار خطا باشد معناداری ضرایب جدول مورد تایید است. مقدار آماره سطح معناداری برای تعداد هیات مدیره برابر با ۰,۹۷، نسبت غیرموظف برابر با ۰,۱۲، متمایز بودن مدیرعامل و رئیس هیات مدیره برابر با ۰,۰۲ است. بنابراین میان متمایز بودن مدیرعامل و رئیس هیات مدیره و متغیر وابسته رابطه معناداری وجود دارد. در شرکت‌هایی که مدیرعامل و رئیس هیات مدیره مجزا بوده‌اند مقدار قیمت‌گذاری کمتر از واقع کمتر از شرکت‌هایی است که نقش مدیر عامل و رئیس هیات مدیره برعهده یک نفر بوده است. نتایج آزمون برای متغیرهای کنترلی نشان دهنده آن است که تنها بین متغیر



تاریخچه عملیاتی شرکت و کسب بازده کوتاه مدت بیشتر سهام عرضه اولیه نسبت به بازده کوتاه مدت بازار رابطه معنادار و مثبتی وجود دارد.

#### ۱۰. نتیجه گیری

در این تحقیق ابتدا به بررسی وجود پدیده قیمت گذاری کمتر از واقع سهام عرضه اولیه در یک دوره دوماهه پس از عرضه اولیه در بورس اوراق بهادار تهران پرداخته شد. با توجه به نتایج به دست آمده مشخص گردید که بازده کوتاه مدت شرکت‌های تازه پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار به طور قابل توجهی بیشتر از بازده کوتاه مدت معمول بورس طی دوره مشابه است. این نتیجه که با مطالعات لاگ (۱۹۷۳)، ایبوتسن (۱۹۷۵)، ریتز و ولچ (۲۰۰۲)، لی و همکاران (۱۹۹۶) و لوئیس (۱۹۹۳) همسو می‌باشد، نشان می‌دهد که بورس اوراق بهادار تهران از نظر وجود پدیده بازده کوتاه مدت بیشتر شرکت‌های تازه وارد به بازار سرمایه، مشابه بازارهای سرمایه در کشورهای دیگر دنیاست. دلایلی که امکان دارد باعث شود که عرضه اولیه سهام همراه با بازده کوتاه مدت غیر عادی باشد به قرار زیر است: اگر بازده اینگونه سهام بالاتر از بازده بورس نباشد به خاطر نا آشنا بودن مردم با سهم جدید تمایل زیادی برای خرید آن سهم به وجود نمی‌آید و چه بسا سهم جدید به فروش نرود. با قیمت گذاری پایین تر از واقع سهم جدید در واقع آن سهم در نزد مردم جذاب شده و گردش آن در بازار بیشتر می‌شود و بازار را به حرکت در می‌آورد. در عرضه اولیه درصد کمی از سهام شرکت به بازار عرضه می‌شود. درست است که عرضه کننده با قیمت گذاری کمتر از واقع دچار زیان می‌گردد، ولی این زیان به خاطر کم بودن حجم عرضه در مقایسه با سودهای آتی که در نتیجه بازده زیاد در روزهای اولیه است ناچیز است و این عامل سبب ایجاد تمایل برای قیمت گذاری کمتر است. به عبارت دیگر عرضه کننده سهام عرضه اولیه درصد کمی را به قیمت کم عرضه می‌کند و به این طریق بازده این سهام در روزهای اولیه بالا می‌رود و بعد از افزایش رضایت بخش قیمت سهام، درصد بیشتری را با قیمت بالاتر عرضه می‌کند و سودی که از این طریق می‌برد بالاتر از زیان اولیه است. اگر خلاف این موضوع اتفاق افتد ممکن است در عرضه اولیه سودی نصیب شرکت عرضه

کننده شود ولی بنا به تجربه و به احتمال زیاد قیمت سهام در روزهای بعد کاهش پیدا کند و در نهایت زیان بیشتری نسبت به سود عرضه اولیه نصیب شرکت عرضه کننده می‌شود.

در ادامه به بررسی رابطه ویژگی‌های هیات مدیره به عنوان اصلی ترین سازوکار راهبری شرکتی و قیمت گذاری کمتر از واقع عرضه اولیه سهام پرداخته شد. از ویژگی‌های عرضه اولیه سهام شرایط عدم اطمینان و عدم تقارن اطلاعاتی است که منجر به قیمت گذاری کمتر از واقع اوراق بهادار می‌شود. به نفع مدیران شرکت‌های با کیفیت است که اطلاعات مطلوب را برای ارزش گذاری بهتر سهام شرکت منتقل کنند. بدین منظور آنها می‌توانند از سازوکارهای سیگنال دهی که به سرمایه گذاران بالقوه این امکان را می‌دهد که کیفیت عرضه را تخمین زنند استفاده نمایند. شواهد تجربی گذشته پیشنهاد می‌کند که اندازه هیات مدیره، استقلال و جدایی مدیریت عامل از ریاست هیات مدیره به طور معنادار با کیفیت هیات مدیره مرتبط است. در این تحقیق بررسی شد که آیا هیات مدیره می‌تواند به عنوان نشانی از کیفیت شرکت محسوب شود و عدم اطمینان را درباره ارزش حقوق صاحبان شرکت کاهش دهد. نتایج تحقیق نشان داد که تاثیر تعداد اعضای هیات مدیره بر اختلاف بازده کوتاه مدت شرکت‌های تازه پذیرفته شده با سایر شرکت‌های بورس معنی دار نیست، این نتیجه با نتایج مطالعه هوتن و همکاران (۲۰۰۱) همسو می‌باشد. علاوه بر این نتایج تحقیق نشان داد که هرچه نسبت اعضای غیرموظف در ترکیب هیات مدیره بیشتر باشد قیمت گذاری کمتر از واقع سهام بیشتر بوده و این امر منجر به کسب بازدهی بیشتر عرضه اولیه نسبت به بازدهی بازار طی دوره مشابه می‌گردد. نتایج حاصل از این فرضیه با نتایج مطالعات هوتن و همکاران (۲۰۰۱) و سرتو و همکاران (۲۰۰۱) مطابقت دارد. از آنجایی که قیمت گذاری کمتر از واقع نشان‌دهنده کاهش ثروت سهامداران اولیه است رابطه مثبت بین نسبت اعضای غیر موظف و بازده اولیه عرضه اولیه سهام (قیمت گذاری کمتر از واقع سهام) بیان کننده ارجحیت اعضای هیات مدیره موظف در شرکت‌های عرضه اولیه سهام است. همچنین نتایج تحقیق بیان داشت که در شرکت‌هایی که مدیرعامل و رئیس هیات مدیره یکی بوده‌اند، قیمت گذاری کمتر از واقع بیشتر بوده و این امر منجر به کسب بازدهی بیشتر سهام عرضه اولیه نسبت به بازدهی بازار طی دوره مشابه شده است. در مقابل در شرکت‌هایی که تفکیک وظایف مدیرعامل و رئیس هیات مدیره صورت

گرفته است، قیمت گذاری کمتر از واقع کمتر بوده است. این نتیجه با مطالعات بالاتبات و همکاران (۲۰۰۴) همسو می باشد. سپس به بررسی توام متغیرهای مورد بررسی پرداخته شد. در واقع نتایج نشان داد که گزینه داشتن یک هیات مدیره منسجم در زمان عرضه اولیه بر قیمت گذاری کمتر از واقع سهام و ارزان فروشی آن موثر است. به طور خاص نتایج تحقیق نشان داد که تفکیک وظایف مدیریت عامل و ریاست هیات مدیره سبب می شود قیمت گذاری کمتر از واقع کمتر صورت گرفته، لذا ثروت سهامداران در اینگونه شرکتها بیشتر حفظ می گردد. در مقابل تصدی همزمان این دو پست توسط یک نفر سبب افزایش قیمت گذاری کمتر از واقع سهام شده و در نتیجه خریداران سهام عرضه اولیه در کوتاه مدت به بازدهی بیشتری نسبت به بازدهی بازار دست می یابند.

#### ۱۱. محدودیت های پژوهش

مهمترین محدودیت در انجام این تحقیق تعدد متغیرهای مزاحم است که ممکن است روابط بین متغیرها را تحت تاثیر قرار دهد. از جمله مهمترین آنها می توان به عوامل کلان اقتصادی نظیر نرخ بهره، بی ثباتی های سیاسی و اقتصادی کشورمان که بر سرمایه گذاری ها و معاملات بورس تاثیر فراوان دارد اشاره نمود. این تحقیق با این فرض صورت گرفته که دوره تحقیق همگن است اما بورس ایران در دوره تحقیق بین سالهای ۱۳۸۳ تا ۱۳۸۹ دچار نوسان گردیده و کاملاً همگن نبوده است.

با توجه به استاندارد نبودن ساختار گزارش هیات مدیره به مجامع عمومی و از آنجا که اطلاعات مربوط به ترکیب هیات مدیره غالباً از این گزارش استخراج می شود. دسترسی به اطلاعات مورد نیاز آزمون فرضیه ها با محدودیت روبرو بوده است. گرچه این محدودیت با وجود نرم افزارهای موجود در بورس و یا مراجعه به سایر گزارشات این شرکتها مرتفع گردید، اما الزامی نمودن هیات مدیره به ارائه گزارش در قالب یک شکل استاندارد لازم به نظر می رسد.

#### ۱۲. پیشنهاد های مبتنی بر نتایج پژوهش

با توجه به تایید فرضیه اصلی اول تحقیق مبنی بر بیشتر بودن بازدهی عرضه اولیه سهام نسبت به بازدهی بازار در کوتاه مدت و در نظر گرفتن اینکه الگوی رفتار بازده سهام جدید(بیشتر بودن بازده سهام عرضه اولیه نسبت به بازده بازار در کوتاه مدت) در بورس اوراق بهادار تهران مشابه سایر کشورهای جهان است، خرید سهام در ماههای نخستین ورود سهام به بورس اوراق بهادار تهران نسبت به ماههای بعدی معامله ارجحیت دارد.

با توجه به تایید فرضیه اصلی دوم، نتایج حاصل از این تحقیق نشان می‌دهد که ویژگی‌های هیات مدیره در زمان عرضه اولیه بر قیمت گذاری کمتر از واقع سهام تاثیر می‌گذارد. به عبارت دیگر، انتخاب هیات مدیره اثر بخش در زمان عرضه اولیه سهام عامل موثری در کاهش ارزان‌فروشی سهام محسوب شده و می‌تواند نقش مهمی در حفظ ثروت سهامداران اولیه داشته باشد. لذا به شرکت‌ها پیشنهاد می‌گردد این ویژگیها را در ترکیب هیات مدیره خود به منظور کاهش قیمت گذاری کمتر از واقع و در نتیجه حفظ ثروت سهامداران اولیه مد نظر قرار دهند. از طرف دیگر با توجه به نتایج تحقیق پیشنهاد می‌شود خریدان سهام عرضه اولیه نیز در تصمیم‌گیری برای خرید سهام عرضه اولیه علاوه بر ارزش بنیادی سهام، به ویژگی‌های هیات مدیره در زمان عرضه اولیه سهام نیز توجه داشته باشند.

### ۱۳. پیشنهاد برای پژوهش‌های آتی

با توجه به اینکه در راهبری شرکتی عوامل گوناگونی مطرح هستند. پیشنهاد می‌شود تاثیر سایر سازو کارهای راهبری شرکتی همچون سرمایه‌گذاران نهادی، کمیته حسابرسی و ... بر کسب بازدهی بیشتر سهام عرضه اولیه نسبت به بازدهی بازار مورد بررسی قرار گیرد.

علاوه بر این پیشنهاد می‌شود تحقیق مشابهی به بررسی رابطه سازوکارهای راهبری شرکتی و عملکرد بلند مدت عرضه اولیه سهام بپردازد.

## منابع و مأخذ

۱. آذر، عادل و مومنی، منصور "آمار و کاربرد آن در مدیریت" جلد دوم، انتشارات سمت، چاپ اول، تهران ۱۳۷۷.
۲. ایمانی، حمیدرضا، ۱۳۸۴، "بررسی قیمت گذاری سهام شرکت‌ها در اولین عرضه سهام آنها در بورس اوراق بهادار تهران"، *دانشکده مدیریت دانشگاه تهران*، پایان نامه کارشناسی ارشد.
۳. باقری، مجتبی، ۱۳۸۹، "بررسی رابطه بین سازوکارهای راهبری شرکتی با میزان ثروت ایجاد شده برای سهامداران"، رساله مقطع کارشناسی ارشد، *موسسه آموزش عالی رجا*.
۴. بستانیان، مریم، "عوامل موثر بر بازده کوتاه مدت و بلندمدت سهام در عرضه اولیه به بورس اوراق بهادار تهران"، رساله مقطع کارشناسی ارشد، *دانشگاه الزهراء*، ۱۳۸۵.
۵. تاجیک نیا، الهام، "تبیین عوامل مالی و غیر مالی بر عملکرد کوتاه مدت عرضه اولیه سهام در بورس اوراق بهادار تهران"، رساله مقطع کارشناسی ارشد، *دانشگاه آزاد واحد علوم و تحقیقات*، ۱۳۸۸.
۶. خاکی، غلامرضا "روش تحقیق با رویکردی به پایان نامه نویسی"، *انتشارات بازتتاب*، چاپ سوم، تهران ۱۳۸۶.
۷. سالکی، علی، ۱۳۸۸، "رابطه میان سازوکارهای راهبری شرکتی و عدم تقارن اطلاعاتی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران"، رساله مقطع کارشناسی ارشد، *دانشگاه پیام نور*.
۸. عبده تبریزی، حسین و دموری، داریوش، ۱۳۸۲، "شناسایی عوامل موثر بر بازده بلند مدت سهام جدید پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران"، *تحقیقات مالی*، شماره ۱۵، سال پنجم.
۹. نبوی چاشمی، سید علی، ۱۳۸۹، "ارائه الگوی سنجش تاثیر سازوکارهای راهبری شرکتی بر مدیریت سود در بورس اوراق بهادار تهران"، رساله دکتری، *دانشگاه آزاد واحد علوم و تحقیقات*.
10. Baker, M., Gompers, P.A., 2003. The determinants of board structure at the initial public offering. *Journal of Law and Economics* 46, 569-598.
11. Burton, B., Helliard, C., Power, D., 2004. The role of corporate governance in the IPO process: A note. *Corporate Governance: An International Review* 12, 353-360.
12. Certo, S.T., Daily, C.M., Dalton, D.R., 2001b. Signaling firm value through board structure: An Investigation of initial public offerings. *Entrepreneurship: Theory and Practice* 26, 33-50.
13. Chemmanur, T.J., Paeglis, I., 2005. Management quality, certification, and initial public offerings. *Journal of Financial Economics* 76, 331-368.

14. Daily, C.M., Dalton, D.R., 1993. Board of directors leadership and structure: Control and performance implications. *Entrepreneurship Theory and Practice* 17, 65-81.
15. Fama, E.F., Jensen, M.C., 1983. Separation of ownership and control. *Journal of Law and Economics* 26, 301-325.
16. Filatotchev, I., 2002. 'Going public with good governance': Board selection and share ownership in UK IPO firms. URL <http://ssrn.com/abstract=311363>
17. Filatotchev, I., Bishop, K., 2002. Board composition, share ownership, and underpricing of U.K. IPO firms. *Strategic Management Journal* 23, 941-955.
18. Howton, S.W., Olson, G.T., 2001. Board ownership and IPO returns. *Journal of Economics and Finance* 25, 100-114.
19. Jenkinson, T., Ljungqvist, A., 1996. Going public : The theory and evidence on how companies raise equity finance. *Oxford University Press*, New York.
20. John, K., Senbet, L.W., 1998. Corporate governance and board effectiveness. *Journal of Banking and Finance* 22, 371-403.
21. Kesner, I.F., 1987. Director's stock ownership and organizational performance: An investigation of Fortune 500 companies. *Journal of Management* 13, 499-508.
22. Lin, Michelle Ching-Yi, 2005. Initial Public Offerings and Board governance: An Australian Study. Thesis (Ph.D.), *University of Western Australia*.
23. Ritter, J.R., 1998. Initial public offerings. *Contemporary Finance Digest* 2, 5-30.
24. Ritter, J.R., Welch, I., 2002. A review of IPO activity, pricing, and allocations. URL <http://papers.nber.org/papers/w8805.pdf>
25. Whincop, M.J., 2001. Entrepreneurial governance. URL <http://ssrn.com/abstract=254169>

## **The Investigation of Corporate Governance Mechanisms and Short Term IPO Performance in TSE's Listed Companies**

Ghodratolah Talebnia<sup>1</sup>  
Maryam Pourbahrami<sup>2</sup>

### **Abstract**

This study investigates the mechanisms of Corporate Governance and Initial Public Offerings (IPO's) short-term performance during the years of 1383 to 1389 in which the period of two months post-IPO has been considered and analyzed. Initially the average return of the IPO has been compared with the return of the Market index during a two month period after the IPO date. The results demonstrate the fact that the return of IPOs is higher than the return of the Market Index for the same period. This phenomenon is known as IPO Underpricing which leads to abnormal higher returns for their buyers. Subsequently the impact of corporate governance mechanisms, through three variables of: Board of director's size, Independent member ratio and the separation of the CEO and Chairman, on gaining higher returns for IPOs compared to Market Index returns were examined individually and mutually. The results show that: There is no significant relationship between the Board size and Underpricing. There is a significant relationship between the independent members' ratio and Underpricing. There is a significant relationship between the separation of the CEO and Chairman and Underpricing. There is a significant relationship between Corporate Governance mechanisms and Underpricing.

**Keywords:** Initial Public Offering (IPO), Corporate Governance, Underpricing, Short-term Performance

---

1.Associate professor, Accounting and Management Faculty, Azad Islamic University, Science and Research Branch  
(Corresponding Author) Email:gh\_talebnia@yahoo.com  
2.Msc in Financial Management, Accounting and Management Faculty, Azad Islamic University, Science and Research Branch.