



## تاثیر انتخاب ارکان راهبری بر قیمت گذاری سهام: مطالعه موردی شرکت‌های عرضه اولیه شده در بورس اوراق بهادار تهران

نرجس کمالی کرمانی<sup>۱</sup>

عضو هیئت علمی گروه حسابداری دانشگاه بجنورد

(تاریخ دریافت: ۱ اردیبهشت ۱۳۹۷؛ تاریخ پذیرش: ۱۵ مرداد ۱۳۹۷)

در این پژوهش به بررسی تاثیر بکارگیری موسسان و متولیان واحد تجاری در سمت عناصر سرپرستی و تصمیم‌گیر واحد اقتصادی تحت تملک خود بر قیمت‌گذاری سهام آن واحدها در زمان ورود به بورس اوراق بهادار تهران، پرداخته می‌شود. به بیانی دیگر تحقیق حاضر، تاثیرپذیری قیمت‌گذاری سهام عرضه اولیه از مبدا و منشا ارکان راهبری را مورد بررسی قرار می‌دهد. نمونه پژوهش شامل ۱۲۷ شرکت دولتی و غیردولتی عرضه اولیه شده در بورس اوراق بهادار تهران در بازه زمانی ۱۳۸۲ تا ۱۳۹۵ است. یافته‌های تحقیق حاکی از عدم تاثیرپذیری کمتر قیمت‌گذاری سهام شرکت‌های عرضه اولیه در بورس اوراق بهادار تهران از عضو هیات مدیره بودن موسسان، حضور موسسان در ارکان راهبری و اندازه هیات مدیره است. نتیجه پژوهش عملکرد مناسب جایگاه نظارتی بورس را در ارزشگذاری حقوق مالکان و حفظ آن نشان می‌دهد.

**واژه‌های کلیدی:** ارکان راهبری، حاکمیت شرکتی، عرضه اولیه و کمتر قیمت‌گذاری سهام.

پژوهشگاه علوم انسانی و مطالعات فرهنگی  
پرتال جامع علوم انسانی

<sup>۱</sup>narjes.kamali@gmail.com

## مقدمه

با گسترش و پیچیده تر شدن دنیای اقتصاد، لازمه فعالیت در این حوزه گردآوری استعدادها، ظرفیتها و منابع افراد مختلف و همگرا نمودن آنها در جهت حداکثر سازی منافع صاحبان منابع است. محدود بودن سرمایه‌های افراد و وجود فرصت‌های مختلف سرمایه‌گذاری، واحدهای تجاری را وارد یک فرآیند رقابتی برای جذب این منابع می‌سازد. هدف سرمایه‌گذار حداکثر سازی منافع است و طیف گسترده‌ای از عوامل در راستای این مهم و انتخاب واحد اقتصادی سرمایه‌پذیر موثر است. وجود ارکان راهبری توانمند در واحد تجاری یکی از مهمترین عوامل موفقیت در جلب اعتماد سرمایه‌گذاران و سپردن منابع مالی به آنها است. عناصر تصمیم ساز و هدایتگر مفید، زمینه‌ساز پیشرفت واحد تجاری هستند. عملکرد مطلوب مدیرعامل، رئیس هیات‌مدیره، اعضای هیات‌مدیره، موسسان، مدیران موظف و غیر موظف، کمیته‌ها، سهامداران و سایر ذی‌نفعان که امکان اثر گذاری بر حرکت و عملکرد شرکت را دارند، تعیین کننده مسیر رشد و تعالی واحد اقتصادی است.

## بیان مسئله و پرسش پژوهش

مرحله گذار واحدهای اقتصادی از یک شرکت خصوصی به شرکت عمومی، نقطه عطفی در حیات بنگاه تجاری محسوب می‌شود. در شرایطی که واحد تجاری در تملک خصوصی قرار دارد خیلی از مسائل و مشکلات نمایندگی ظهور و بروز ندارد. تملک سرمایه‌های افراد و قبول نقش نمایندگی از سوی ارکان راهبری، شرکت را با چالش‌های جدیدی روبه‌رو می‌کند. رسوایی‌های مالی سال‌های اخیر موجب پدید آمدن نگرانی‌هایی در بین سهامداران و سایر تامین‌کنندگان منابع مالی واحدهای اقتصادی شده است. بوجود آمدن معضلات مالی باعث ایجاد سوال‌هایی در ذهن افراد، در رابطه با عملکرد ارکان راهبری و عوامل نظارتی درون سازمانی و برون سازمانی شده است.

افزایش شرکت‌های با مالکیت عمومی و نقش بسیار مهم ارکان راهبری این شرکت‌ها در تامین منافع سهامداران و فقدان پژوهشی در رابطه با تعامل متولیان، پایه‌گذاران و مالکان اصلی واحد اقتصادی با ارکان راهبری و چگونگی انتخاب عناصر راهبر و هدایت‌گر بر قیمت‌گذاری سهام شرکت‌های عرضه اولیه، ایجاب می‌نماید تا به منظور تبیین این موضوع پژوهشی در حوزه اقتصاد کشور صورت گیرد. به همین منظور پژوهش حاضر در پی پاسخ به این سوال است که آیا اینکه چه کسانی به عنوان اعضای هیات‌مدیره و مدیرعامل شرکت، به عنوان اصلی‌ترین ارکان هدایت و سرپرستی شرکت منصوب می‌باشند در تعیین قیمت سهام شرکت‌های عرضه اولیه تاثیرگذار است یا خیر.

## مبانی نظری پژوهش

سازوکارهای راهبری شرکتی شامل رویه‌ها و روش‌هایی است که منجر به پشتیبانی از منافع ذینفعان و استفاده بهینه از منابع متعلق به آنان در روند فعالیت‌های عملیاتی شرکت می‌گردد. این تعریف، به ارتباط دو سویه بین سازوکارهای راهبری شرکتی و معیارهای عملکرد شرکت اشاره دارد و به نوعی بر ارتباط بین سازه‌های نظارتی و اجرایی در شرکت‌ها تأکید می‌نماید [۲۲]. اصول حاکمیت شرکتی می‌تواند به

ثبات بازارهای مالی، تشویق سرمایه گذاران و رشد اقتصادی منجر شده و به شرکت ها در اجرای اصول صحیح راهبری شرکتی در عرصه رقابت کمک کند در حقیقت این اصول نقش مهمی در بهبود کارایی و رشد اقتصادی و در عین حال افزایش اعتماد سرمایه گذاران دارد. نتیجه این که، اصول راهبری شرکتی موجب ارتباط بین مدیریت، هیئت مدیره شرکت و سهامداران شده و همچنین منجر به سازوکارهایی می شود که اهداف شرکتی و نحوه دستیابی به آنها را مشخص می کند. اجرای صحیح این اصول انگیزه های لازم را برای مدیران شرکت ها در دستیابی به اهداف تعیین شده و همچنین نحوه نظارت کارای سهامداران را تبیین می کند [۹۸].

### نظام های درونی و بیرونی راهبری شرکتی

ساختار نظام راهبری در هر کشور تابعی از متغیرهای داخلی و بیرونی است. عناصر داخلی شامل ساختار مالکیت، وضعیت اقتصادی، نظام قانونی (مقرراتی) سیاست های دولت و فرهنگ جامعه است. عناصر بیرونی به تعامل و روابط اقتصادی با سایر کشورها مثل جریان ورود و خروج سرمایه و شرایط اقتصاد جهانی مربوط می شود، در سطح شرکتی، ساختار مالکیت و چارچوب قانونی مهمترین عوامل مؤثر بر راهبری شرکتی هستند.

### ساختارهای مالکیت شرکت

صرف نظر از نظام قانونی، ساختار مالکیت شرکت ها نیز می تواند ایجاد و توسعه مدل حاکمیت شرکتی را تحت تأثیر قرار دهد. ساختار مالکیت دو بعد دارد: تمرکز مالکیت و هویت سهامداران، سهامداران مالکان شرکت هستند و انجام عملیات بازرگانی را به نمایندگی از خود به مدیران واگذار می کنند که این امر ممکن است به تضاد منافع منجر شود. در انگلستان و آمریکا شرکت سهامی عام دارای مالکیت پراکنده است و سهامداران تأثیر ضعیفی بر مدیریت شرکت دارند؛ در حالی که کشورهایی که خاستگاه و منشأ قانون مدنی دارند، مانند ژاپن و آلمان در بیشتر موارد دارای ساختار مالکیت متمرکز هستند، ساختار مالکیت پراکنده به وسیع تر شدن موضوع نمایندگی منجر می شود، که با سهامدار شدن مؤسسان، اعضای هیئت مدیره و مدیرعامل و همچنین حضور مؤسسان در هیئت مدیره یا شرکت و در نهایت از مؤسسان بودن مدیرعامل می توان تا حدودی از این مسئله جلوگیری کرد.

### ترکیب و ساختار هیئت مدیره

هیات مدیره ها یکی از ارکان راهبری در شرکت های امروزی به شمار می روند که اغلب از آنها به عنوان اهرم اجرایی اصول حاکمیتی شرکت و مسئول نظارت و سیاست گذاری در شرکت ها یاد می شود. این افراد می بایست سلامت شرکتی را در حوزه های متنوعی همچون عملکرد مالی مناسب شرکت، قانونی بودن فعالیت ها، تناسب فرآیندها و اقدامات صورت پذیرفته شرکت با اهداف راهبردی شرکت، تضمین نمایند [۱۱]. موضوع اصلی در مباحث ساختار هیات مدیره، مساله نمایندگی است زیرا ممکن است اهداف این افراد در راستای تامین خواسته های مالکان نباشد. یکی از مباحث اصلی مطرح در زمینه ی موضوع هیات مدیره، مساله ی ترکیب هیئت مدیره است. ترکیب هیات مدیره به عنوان نسبت اعضای

غیرموظف هیات مدیره به کل تعداد اعضای هیئت مدیره نگریسته می‌شود. هر چه ترکیب هیات مدیره از اعضای مستقل تری تشکیل شده باشد، مشکلات نمایندگی کمتر می‌گردد [۲۴].

### عرضه اولیه

اصطلاح عرضه عمومی اولیه از اواخر دهه ۱۹۷۰ میلادی در متن سخنرانی‌ها و ادبیات بازار سرمایه ظاهر شد. به طور کلی، اولین فروش سهام یک شرکت به عموم مردم را عرضه عمومی اولیه سهام می‌نامند. یکی از پدیده‌های مورد توجه، بازده کوتاه مدت بیشتر از بازده بازار (قیمت گذاری کمتر از حد) است. معمولاً شرکت‌ها برای ترغیب سرمایه‌گذاران بالقوه و ایجاد عرضه‌های موفق، سهام خود را با قیمتی کمتر از قیمت ذاتی به بازار عرضه می‌کنند.

### تئوری علامت دهی

این تئوری بیان می‌کند که قیمت اولیه نشانه‌ای از کیفیت سهام جدید است. عرضه زیر قیمت سهام جدید اطلاعات مهمی درباره کیفیت شرکت به سرمایه‌گذاران می‌دهد، زیرا فقط شرکت‌های خوب اطمینان دارند که این زیان بعداً جبران خواهد شد. علاوه بر آن هر چه سهامی بهتر باشد عرضه اولیه آن نسبت به سهام بد (با کیفیت پایین) بیشتر زیر قیمت است زیرا عرضه زیر قیمت سهام جدید، هزینه است که شرکت‌های خوب متحمل می‌شوند و این هزینه به وسیله منافع ناشی از عرضه بعدی سهام به قیمتی بالاتر در بازار ثانویه (افزایش سرمایه) جبران می‌گردد [۷].

### فرضیه بازخور بازار

فرضیه بازخور بازار که رقیب فرضیه علامت دهی است به شکل دیگری عرضه زیر قیمت سهام جدید را توضیح می‌دهد. در این فرضیه شرکت‌های با کیفیت بالا سهام‌های بعدی را فقط در واکنش به اطلاعات فراهم شده از سوی بازار در مورد ارزش‌هایشان عرضه می‌کنند. به عبارت دیگر بازار اطلاعات بهتری نسبت به ناشر سهام دارد، یعنی اگر بازدهی بعدی سهام جدید بالا باشد شرکت سهام‌های بعدی را نیز عرضه می‌کند (عرضه ثانویه سهام) و اگر بازدهی آتی بالا نباشد شرکت دیگر سهامی عرضه نخواهد کرد [۷].

### فرضیه نفرین برنده

در این فرضیه، بازده‌های غیرعادی سهام عرضه‌های اولیه پاداشی جهت جذب سرمایه‌گذاران غیر حرفه‌ای به مشارکت مستمر در بازار عرضه‌های اولیه محسوب می‌شود [۲۹]. زیرا سرمایه‌گذاران حرفه‌ای و آگاه در مقایسه با سرمایه‌گذاران غیر حرفه‌ای، اطلاعات بیش‌تر و بهتری درباره ارزش ذاتی سهم عرضه شده در اختیار دارند. بر همین اساس سرمایه‌گذاران آگاه می‌توانند عرضه‌های اولیه خوب را از عرضه‌های اولیه بد تشخیص دهند. همین موضوع سبب نفرین سرمایه‌گذاران آگاه به وسیله سرمایه‌گذاران غیرحرفه‌ای (نفرین برنده) می‌گردد [۱۹].

### فرضیه ابهام آتی

این فرضیه عامل اصلی قیمت گذاری کمتر از واقع سهام عرضه های اولیه را به ابهام آتی در خصوص ارزش ذاتی سهام عرضه شده نسبت می دهد. طبق این فرضیه، هر قدر ابهام آتی درباره ارزش ذاتی سهم عرضه شده بیشتر باشد، مزیت اطلاعاتی سرمایه گذاران آگاه نسبت به سرمایه گذاران غیر حرفه ای افزایش می یابد. بنابراین با فرض ثابت بودن سایر عوامل، عرضه هایی بین بازده سهام عرضه های اولیه و عایدات حاصل از عرضه اولیه سهام (حجم ریالی معامله) رابطه معناداری وجود داشته باشد. این فرضیه توسط محققانی هم چون کیماز<sup>۱</sup> [۲۶] مورد تایید قرار گرفته است.

### پیشینه پژوهش

#### پژوهش های داخلی

ثقفی و همکاران (۱۳۹۵) به بررسی رابطه بین تشکیل کمیته حسابرسی با از مؤسسان بودن مدیر عامل، اندازه و استقلال هیأت مدیره در ۱۱۷ شرکت عرضه اولیه شده در بورس اوراق بهادار تهران در بازه زمانی بین سال های ۱۳۸۲ تا ۱۳۸۵ پرداختند. نتایج تحقیق نشان می دهد، علیرغم نظریه ها و استدلال های قوی، بین این دسته از ساز و کارها در شرکت های عرضه اولیه شده در بورس اوراق بهادار تهران، رابطه معناداری وجود ندارد [۶].

ایزدی نیا و رسائیان در سال (۱۳۹۰) به بررسی ارتباط سازوکارهای راهبری شرکتی و کیفیت سود پرداختند. نمونه انتخابی شامل ۱۰۰ شرکت در دوره زمانی بین سال های ۱۳۸۱ تا ۱۳۸۶ است. نتایج پژوهش نشان می دهد که حدود ۶۱ درصد تغییرات در کیفیت سود بر مبنای تغییر در درصد اعضای غیر موظف هیئت مدیره و درصد سرمایه گذاری نهادی تشریح می شود [۲].

آقایی و همکاران در سال (۱۳۸۸) به بررسی رابطه بین ویژگی های راهبری شرکتی و محتوای اطلاعاتی سود در صورت وجود مدیریت سود در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در سال های ۱۳۸۰ تا ۱۳۸۶ می پردازند. یافته های آنها نشان می دهد دوگانگی وظیفه مدیرعامل تأثیری در بهبود محتوای اطلاعاتی سود چه در زمان وجود انگیزه مدیریت سود بالا و چه در زمان وجود انگیزه مدیریت سود پایین ندارد [۴].

حساس یگانه و همکاران در سال (۱۳۸۷) در تحقیق خود، به این نتیجه رسیدند که بین سازوکارهای حاکمیت شرکتی، شامل تعداد اعضای هیئت مدیره، تعداد مدیران غیر موظف، تفکیک وظایف مدیرعامل از رئیس هیئت مدیره، ساختار مالکیت و وجود واحد حسابرسی داخلی با مدیریت سود رابطه معناداری وجود ندارد [۸].

هادوی (۱۳۸۷) به بررسی رابطه بین کیفیت سود و حاکمیت شرکتی پرداخته و به این نتیجه دست یافته که بین درصد مالکیت اعضای هیئت مدیره و تعداد اعضای غیرموظف هیئت مدیره با کیفیت سود همبستگی معنی داری وجود ندارد [۱۴].

<sup>1</sup>Kiyamaz, Halil

ایمانی در سال (۱۳۸۴) در تحقیقی که در بورس اوراق بهادار تهران انجام داد به این نتیجه رسید که بین نوع صنعت، زمان عرضه، میزان سرمایه شرکت و عرضه زیر قیمت سهام رابطه معنی دار وجود دارد و علت عرضه زیر قیمت سهام جدید را تا حدی به علامت دهی شرکت ها نسبت داد [۳].

ظریف فرد و مهرجو (۱۳۸۳) در پژوهشی عملکرد قیمت گذاری سهام شرکت های جدید ورود به بورس اوراق بهادار تهران را بررسی کرده اند. در این پژوهش بازده کوتاه مدت سهام ۹۱ شرکت جدیدالورود در طول سال های ۱۳۷۸ تا ۱۳۸۲ مطالعه شده است. نتایج این پژوهش نشان داد بازده کوتاه مدت شرکت های تازه پذیرفته شده بیشتر از بازده بازار بوده است [۱۰].

### پژوهش های خارجی

آگاتی و همکاران<sup>۱</sup> (۲۰۱۲) در تحقیقی به بررسی قیمت گذاری کمتر از واقع سهام عرضه های عمومی اولیه و شناسایی عوامل مؤثر بر آن پرداخت. نتایج تحقیق نشان داد که قیمت گذاری کمتر از واقع سهام عرضه های عمومی اولیه در بورس لندن در حدود ۱۰-۲۰٪ است و دو متغیر ریسک ناشی از عدم اطمینان و شهرت ناشر پذیره نویس رابطه مثبت معناداری بر بازده کوتاه مدت دارد در حالی که متغیر قدرت مالی شرکت در مقطع عرضه اولیه با بازده رابطه معکوس دارد [۱۵].

شرمان و بوچدادی<sup>۲</sup> (۲۰۱۱) تفاوت معنی داری بین بازده های بلند مدت سهام عرضه های اولیه بین دو گروه شرکت های اسلامی و غیراسلامی در بورس اوراق بهادار مالزی شناسایی نمودند [۳۰].

چای، دیوید سون و دادالت<sup>۳</sup> (۲۰۰۳) در مقاله ای تحت عنوان رابطه بین مدیریت سود و حاکمیت شرکتی به بررسی نقش هیئت مدیره و کمیته حسابرسی اعضای هیئت مدیره و کمیته اجرایی در جلوگیری از مدیریت سود شرکتها پرداخته اند. در نهایت چنین نتیجه گیری شده که فعالیت کمیته حسابرسی و هیئت مدیره و مهارت های مالی اعضای آنها عوامل مهمی در محدود کردن مدیران برای تشویق آن ها به مدیریت سود می باشد [۳۱].

فلیشر و سو<sup>۴</sup> در سال ۱۹۹۹ با توجه به رابطه میان عرضه زیر قیمت و میزان فروش عرضه های ثانویه به این نتیجه رسیدند که مدل علامت دهی الگوی رفتاری عرضه زیر قیمت سهام جدید را توجیه می کند [۲۳].

### هدف پژوهش

پژوهش حاضر بر آن است که با جمع آوری اطلاعات و شواهد لازم و آزمون فرضیه ها و تحلیل نتایج، به این پرسش پاسخ دهد که نحوه انتخاب ارکان راهبری بر قیمت گذاری سهام شرکت های عرضه اولیه موثر است یا خیر. هدف تحقیق بررسی تاثیر حضور موسسان و متولیان اصلی شرکت به عنوان عناصر

<sup>1</sup>Agathee, UshadS. ,Sannassee Raja. V. , Brooks, Chris

<sup>2</sup>Suheman, Aviya ;Buchdadi, Donter

<sup>3</sup>Xie, B., Davidson, W and DaDalt, P

<sup>4</sup>Su, Dongwei; Fleissner, Belton

سرپرستی و هدایت‌گری بر قیمت‌گذاری سهام شرکت‌های عرضه اولیه شده در بورس اوراق بهادار تهران می‌باشد.

### فرضیه‌های پژوهش

با توجه با مبانی نظری و پرسشی که در قسمت بیان مسئله به آن اشاره شد فرضیه‌های پژوهش به شرح ذیل ارائه می‌شود:

فرضیه (۱): بین عضو هیئت مدیره بودن مؤسسان و کمتر قیمت گذاری کردن سهام در شرکت‌های عرضه اولیه شده در بورس اوراق بهادار تهران، رابطه وجود دارد.

فرضیه (۲): بین حضور مؤسسان در واحد تجاری و کمتر قیمت گذاری کردن سهام در شرکت‌های عرضه اولیه شده در بورس اوراق بهادار تهران، رابطه وجود دارد.

فرضیه (۳): بین اندازه هیئت مدیره و کمتر قیمت گذاری سهام در شرکت‌های عرضه اولیه شده در بورس اوراق بهادار تهران، رابطه دارد.

### روش شناسی پژوهش

این پژوهش از نظر هدف کاربردی و از نظر ماهیت و روش از نوع همبستگی پس رویدادی است. پژوهش حاضر، از این منظر که داده‌های مورد نیاز در مقاطع خاصی از زمان گردآوری می‌شود مقطعی می‌باشد.

### مدل پژوهش

جهت آزمون فرضیه‌های پژوهش از مدل رگرسیون OLS به شرح استفاده شده است.

$$IR_i = \text{Constant}_i + \beta \text{Governance}_i + \beta \text{Legal Controls}_i + \beta \text{Firm Controls}_i + \varepsilon_i$$

تعریف متغیرهای مورد استفاده در مدل (۱)، به شرح زیر است:

$IR_t$ : کمتر قیمت گذاری سهام در دو هفته بعد از عرضه اولیه که از رابطه (۱) بدست می‌آید.

رابطه (۱): محاسبه کمتر قیمت گذاری سهام

$$IR_t = \frac{\text{قیمت سهام در روز 14 عرضه‌ها بعد} - \text{قیمت عرضه اولیه}}{\text{قیمت عرضه اولیه}}$$

تعریف اجزاء سازنده رابطه (۱) به شرح زیر است:

قیمت عرضه اولیه: قیمت سهام در اولین روز عرضه در بورس. قیمت سهام در ۲ هفته بعد از عرضه اولیه: که این ۱۴ روز مدت زمانی است که با استفاده از پرسش نامه از کارگزاران سهام بدست آمده و نشان دهنده روزی است که بحث‌ها در مورد سهام عرضه اولیه شده در بازار اوراق بهادار ایران کم رنگتر می‌شود.

**Governance**: سازوکار حاکمیت شرکتی می‌باشد، در صورت تفکیک نقش رئیس هیئت مدیره از مدیرعامل، عضو هیئت مدیره بودن مؤسسان، حضور داشتن مؤسسان در سازمان به جای این متغیر (۱) و در غیر این صورت (۰) در نظر گرفته می‌شود.

هم چنین اندازه هیئت مدیره که شامل تمام اعضای موظف و غیر موظف می‌باشد را نیز شامل می‌شود. Legal Controls (متغیر کنترلی): چنانچه بازار به قوانین ومقررات پایبند باشد (۱) و در غیر این صورت (۰) در نظر گرفته می‌شود. Firm Controls (متغیر کنترلی): شامل اندازه شرکت که برابر لگاریتم طبیعی جمع دارایی مشهود می‌باشد.

### جامعه و نمونه آماری

جامعه آماری تحقیق عبارت است از کلی هشرکت‌هایی که سهام آنها برای اولین بار در بورس و اوراق بهادار تهران در بازه مورد نظر عرضه شده است. به دلیل تعداد محدود اعضای جامعه آماری پژوهش، یعنی شرکت‌های عرضه اولیه، نمونه‌گیری انجام نشده‌است. جامعه آماری تحقیق حاضر، براساس معیارهای چهار گانه زیر محدود شده است:

۱- باتوجه به دوره زمانی مورد نظر پژوهش (۱۳۸۲-۱۳۹۵) نام شرکت در این دوره در فهرست شرکت‌های پذیرفته شده در بورس درج شده باشد.

۲- در این بازه زمانی عرضه اولیه شده باشند.

۳- پس از اولین عرضه عمومی، خرید و فروش سهام آنها برای مدت زمان طولانی متوقف نشده باشد.

۴- اسناد، مدارک و گزارش‌های مورد نیاز جهت آزمون مدل‌ها در دسترس باشد.

بدین منظور ابتدا از ۱۴۰ نفر کارمند و تحلیلگر که در سال ۱۳۹۵ در کارگزاری‌های شهر تهران شاغل بوده‌اند در رابطه با روز کم رنگتر شدن بحث‌ها در رابطه با سهام عرضه اولیه شده بوسیله پرسش نامه اطلاعات جمع آوری شده که در نهایت ۱۲۰ مورد از آنها پذیرفته شده و به اتفاق با روز ۱۴ بعد از عرضه اولیه موافق بوده‌اند. سپس جهت بررسی فرضیات تحقیق بررسی‌ها نشان دهنده آن بود که، نام ۱۶۵ شرکت در بازه مورد نظر در بورس درج شده که تعداد ۱۸ مورد از آنها بنابر دلایلی عرضه نشده و تعداد ۲۰ مورد از آنها نیز بنا بر دلایل دیگر مثل عدم دسترسی به امید نامه و یا صورت‌های مالی از لیست جامعه مورد بررسی حذف و در نهایت ۱۲۷ شرکت مورد بررسی نهایی قرار گرفتند.

### روش گردآوری و آماده سازی داده‌ها

داده‌های مورد نیاز پژوهش حاضر از منابع اطلاعاتی زیر گردآوری شده است:

- نرم افزارهای اطلاعاتی تدبیر پردازوره آوردنوبن.
- صورت‌های مالی حسابرسی شده شرکت‌های پذیرفته شده در بورس که نزد کتابخانه سازمان بورس تهران موجود است.
- بانک اطلاعاتی جامع شرکت‌های پذیرفته شده در بورس (سایت اینترنتی سازمان بورس تهران) استفاده خواهد شد.
- امیدنامه شرکت‌های پذیرفته شده



## روش تجزیه و تحلیل داده ها

با توجه به روش تحقیق، یعنی مطالعه داده‌های گردآوری شده برای آزمون فرضیه‌های تحقیق از آمار توصیفی، تحلیل رگرسیون خطی و آزمون‌های مربوط استفاده شده است و با توجه به پیچیدگی و دشواری کار با معادلات رگرسیون در قالب چنین داده‌هایی [۱۲]، آزمون‌های آماری و تجزیه و تحلیل-های مرتبط به کمک نرم افزار آماری SPSS انجام پذیرفته است.

## آزمون فرضیه‌های پژوهش

نتایج حاصل از آزمون فرضیه‌های پژوهش به شرح جدول شماره (۱) است.

| فرضیه | آماره دوربین-<br>واتسون | آماره<br>وایف | ضریب تعیین<br>تعدیل شده | آماره<br>F | سطح معناداری<br>آماره F | سطح معناداری<br>آماره t |
|-------|-------------------------|---------------|-------------------------|------------|-------------------------|-------------------------|
| ۱     | ۱/۹۲                    | ۱/۰۰۸         | /۰۹۶                    | ۳/۲۲۰      | /۰۲۸                    | /۳۳۴                    |
| ۲     | ۱/۹۴                    | ۱/۰۱۳         | /۰۸۹                    | ۳/۰۰۹      | /۰۳۸                    | /۶۱۹                    |
| ۳     | ۱/۹۱                    | ۱/۰۱۶         | /۰۷۷                    | ۲/۴۲۸      | /۰۷۲                    | /۷۷۴                    |

فرضیه (۱): بین کمتر قیمت گذاری سهام و عضو هیئت مدیره بودن مؤسسان، در شرکت‌های عرضه اولیه شده در بورس اوراق بهادار تهران، رابطه وجود دارد.

$H_0$ : بین عضو هیئت مدیره بودن مؤسسان با کمتر قیمت گذاری سهام در شرکت‌های عرضه اولیه شده، رابطه وجود ندارد.

$H_1$ : بین عضو هیئت مدیره بودن مؤسسان با کمتر قیمت گذاری سهام در شرکت‌های عرضه اولیه شده، رابطه وجود دارد.

در نهایت طبق جدول (۱) سطح معناداری آماره t برابر با ۳۳۴ می‌باشد که از آنجا که در سطح معناداری ۹۵ درصد این مقدار از ۵ درصد بیشتر است پس متغیر مستقل (عضو هیئت مدیره بودن مؤسسان) بر متغیر وابسته (کمتر قیمت گذاری سهام) تأثیر ندارد. بنابراین، فرض  $H_0$  پذیرفته و ادعای ما مبنی بر وجود رابطه بین عضو هیئت مدیره بودن مؤسسان و کمتر قیمت گذاری سهام در شرکت‌های عرضه اولیه شده، رد می‌شود.

فرضیه (۲): بین کمتر قیمت گذاری سهام و حضور مؤسسان در شرکت‌های عرضه اولیه شده، رابطه وجود دارد.

$H_0$ : بین حضور مؤسسان در شرکت با کمتر قیمت گذاری سهام در شرکت‌های عرضه اولیه، رابطه وجود ندارد.

$H_1$ : بین حضور مؤسسان در شرکت با کمتر قیمت گذاری سهام در شرکت‌های عرضه اولیه، رابطه وجود دارد.

در این فرضیه نیز مطابق جدول (۱)، سطح معناداری آماره  $t$  برای متغیر مستقل حضور مؤسسان در شرکت برابر با ۰/۶۱۹ می باشد، که از آنجا که در سطح ۹۵ درصد این مقدار از ۰/۰۵ بیشتر می باشد، بنابراین فرض  $H_0$  ما پذیرفته و ادعای ما مبنی بر وجود رابطه بین حضور مؤسسان در شرکت با کمتر قیمت گذاری سهام در شرکت های عرضه اولیه، رد می شود.

فرضیه (۳): اندازه هیئت مدیره با کمتر قیمت گذاری سهام در شرکت های عرضه اولیه پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، رابطه دارد.

$H_0$ : بین اندازه هیئت مدیره با کمتر قیمت گذاری سهام، رابطه وجود ندارد.

$H_1$ : بین اندازه هیئت مدیره با کمتر قیمت گذاری سهام، رابطه وجود دارد.

مطابق جدول (۱)، سطح معناداری آماره  $t$  برای متغیر مستقل اندازه هیئت مدیره برابر با ۰/۷۷۴ می باشد، که از آنجا که در سطح ۹۵ درصد این مقدار از ۰/۰۵ بیشتر می باشد، بنابراین فرض  $H_0$  ما پذیرفته و ادعای ما مبنی بر وجود رابطه بین اندازه هیئت مدیره با کمتر قیمت گذاری سهام شرکت های عرضه اولیه، رد می شود.

### بحث و نتیجه گیری

با توجه به یافته های پژوهش می توان در مجموع چنین نتیجه گیری کرد که روند قیمت گذاری سهام و عملکرد شرکت های تازه پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران برای سال عرضه اولیه عمومی شدن تنها حاصل سازوکارهای حاکمیت شرکتی نمی باشد. بلکه این موضوع معلول رشد فزاینده تصمیم های سوداگرانه، مدیران، مؤسسان و سرمایه گذاران در حوزه قیمت گذاری و در نتیجه پرنرنگتر شدن جایگاه ارزش فعالیت های غیربنیادی در قیمت بازار (اثر رفتار) نیز بوده است. این همه در حالی می باشد که ارائه یک روش جایگزین در امر شرکت داری به منظور ارزیابی عملکرد و دستیابی به سطح بهینه آن، به جای بررسی رابطه میان سازوکارهای حاکمیت شرکتی و رویکردهای سنتی مدیریت مورد استفاده در شرکت ها منجر به دستاوردها و یافته های جالب توجهی خواهد شد.

همچنین می بایست توجه داشت، تأیید نشدن وجود رابطه ای میان سازوکارهای حاکمیت شرکتی و بازدهی قیمتی سهام شرکت های عرضه اولیه شده در بورس اوراق بهادار تهران در بازه زمانی مورد بررسی تحقیق جایگاه نظارتی بورس را در ارزش گذاری حقوق مالکان و حفظ آن نشان می دهد. از سوی دیگر یافته نشدن هیچ گونه شواهدی مبنی بر وجود این رابطه به هنگام استفاده از روش های آماری، نمی توان به طور قطعی چنین نتیجه گیری کرد که دستیابی به این امر غیر ممکن بوده و یا در بورس ایران وجود ندارد زیرا این تحقیق بر شرکت های عرضه اولیه صورت پذیرفته و فقط، سال عرضه عمومی اولیه شدن مد نظر بوده در حالی که برای سایر شرکت ها که از فعالیت آنها در بورس مدت ها می گذرد وضعیت می تواند مغایر با یافته های پژوهش حاضر باشد.

## فهرست منابع

۱. احمدپور، احمد، کاشانی پور، محمد، شجاعی، محمد رضا (۱۳۹۱)، "بررسی تأثیر حاکمیت شرکتی بر هزینه تأمین مالی از طریق بدهی (استقراض)"، **حسابداری و حسابرسی**، شماره ۶۲، ص ۱۷-۶۲.
۲. ایزدی نیا، ناصر، رسائیان، امیر (۱۳۹۰)، "سازوکارهای نظام راهبری شرکتی و کیفیت سود"، **پژوهش های تجربی حسابداری مالی**، دانشگاه بین المللی امام خمینی، سال اول، شماره اول، ص ۵۲-۶۷.
۳. ایمانی، حمیدرضا، (۱۳۸۴)، "بررسی قیمت گذاری سهام شرکت ها در اولین عرضه سهام آنها به بورس اوراق بهادار تهران"، پایان نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه تهران.
۴. آقای، محمد علی، چالاک، پری (۱۳۸۸)، "بررسی رابطه بین ویژگی های حاکمیت شرکتی و مدیریت سود در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران" **فصلنامه تحقیقات حسابداری و حسابرسی**، انجمن حسابداری ایران، شماره ۴.
۵. بدری، احمد (۱۳۸۷)، "مبانی و ضرورت حاکمیت شرکتی" **مجموعه مقالات همایش حاکمیت شرکتی**، تهران، نشر بورس اوراق بهادار (مدیریت آموزش).
۶. ثقفی، علی، برزیده، فرخ، طالبی نجف آبادی، عبدالحسین (۱۳۹۵)، "بررسی رابطه بین تشکیل کمیته حسابرسی با از مؤسسان بودن مدیرعامل، اندازه و استقلال هیأت مدیره در شرکت های عرضه اولیه شده در بورس اوراق بهادار تهران"، **تحقیقات حسابداری و حسابرسی**، تهران، انجمن حسابداری ایران، پاییز، شماره ۳۱.
۷. جعفری پرور، مصطفی، (۱۳۸۹)، "بررسی شواهدی از کمتر قیمت گذاری سهام شرکت های تازه پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران"، پایان نامه کارشناسی ارشد، رشته اقتصاد، دانشگاه تهران.
۸. حساس یگانه، یحیی (۱۳۸۷)، "حاکمیت (راهبری) شرکتی و پاسخگویی"، **مجموعه مقالات همایش حاکمیت شرکتی**، تهران، نشر بورس اوراق بهادار (مدیریت آموزش) ص ۶۵-۸۲.
۹. حساس یگانه، یحیی. (۱۳۸۴). سیستم های حاکمیت شرکتی. **ماهنامه حسابدار**، شماره ۱۶۹.
۱۰. ظریف فرد، احمد و حامد مهرجو (۱۳۸۳) "بررسی عملکرد قیمت گذاری سهام در اولین عرضه سهام شرکتها در بورس اوراق بهادار تهران"، **فصلنامه مطالعات تجربی حسابداری مالی**، سال دوم، شماره ۸، (زمستان): ۲۸-۱.

۱۱. غفاری، عباس (۱۳۸۹)، "حاکمیت شرکتی و نقش‌های نوین هیات مدیره" هشتمین کنفرانس بین‌المللی مدیریت ۲۷ الی ۲۹ آذرماه.
۱۲. گجراتی، دامودار (۱۳۸۵)، " مبانی اقتصاد سنجی (جلد دوم)", ترجمه حمید ابریشمی، چاپ چهارم، تهران: انتشارات دانشگاه تهران.
۱۳. فلیحی، ن. و مروت، ش. (۱۳۹۱)، " بررسی اثرات خصوصی‌سازی از طریق بازار بورس اوراق بهادار بر روی رشد اقتصادی در ایران با رویکرد سیستم دینامیکی"، فصلنامه پژوهش‌های اقتصادی.
۱۴. هادوی، ع. (۱۳۸۷). بررسی ارتباط بین کیفیت سود و برخی از جنبه‌های حاکمیت شرکتی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، پایان‌نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه آزاد اسلامی بروجرد.
15. Agathee, Ushad S., Sannasse Raja. V. , Brooks, Chris. (2012). "The underpricing of IPOs on the Stock Exchange of Mauritius". **Research in International Business and Finance** 26. 281-303.
16. Alavi, Arash . KienPham , Peter . My Pham ,Toan . (October 2006). "Pre-IPO Ownership Structure and Its Impact on the IPO Process" .**School of Banking and Finance, University of New South Wales**.
17. Bruce Hearn , 2011. "The impact of corporate governance measures on the performance of West African IPO firms". **Emerging Markets Review** 12, 130–151.
18. Bruton, G.D., Filatotchev, I., Chahine, S., Wright, M., 2010. " Governance, ownership structure, and performance of IPO firms: the impact of different types of private equity investors and institutional environments". **Strategic Management Journal** 31 (5), 491–509.
19. Chan, Kalok . Wang, Junbo. Wei, K. C. John. (2004). " Underpricing and long-term performance of IPOs in china". J. corp. **Finance** 10, 409-430.
20. Coles, J.W., McWilliams, V.B., and Sen, N. (2001). "An examination of the relationship of governance mechanisms to performance". **Journal of Management**, 27: 23-50.
21. Dedman, E. (2000). "An investigation into the determinants of UK board structure before and after Cadbury". **Corporate Governance**, 8: 133-153.
22. Demsetz, H., and Villalonga, B., (2001), "Ownership Structure and Corporate Performance", **Journal of Corporate Finance**, Vol.: 7, Pp: 209–33.
23. Filatotchev, I., Lien, Y.-C., Piesse, J., 2005. "Corporate governance and performance in publically listed, family-controlled firms: evidence from Taiwan". **Asia-Pacific Journal of Management** 22, 257–283.
24. Hermalin, B.E. and M.S. Weisbach (1991) The effects of board Composition and direct incentives on firm performance, *Financial Management*, (21) 4pp. 101-112.

25. Jackson, S. and M. Pitman (2001). "Auditors and Earnings Management." **The CPA Journal, Vol. 71, No. 7, PP. 39-44.**
26. Kiyamaz, Halil. (2000). "The Initial and Aftermarket Performance of IPOs in an Emerging Market: Evidence from Istanbul Stock Exchange". **Journal of multinational Financial Management. 213-227.**
27. La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., (2008). "The economic consequences of legal origins". **Journal of Economic Literature 46, 285-332.**
28. Rechner, P and Dalton, D. (1991). "CEO duality and organizational performance: a longitudinal analysis". **12(2):155-161**
29. Su, Dongwei; Fleissner, Belton. (1999). "An Empirical Investigation of underpricing Chinese IPOs", **Pacific-Basin Finance Journal 7. 173-202.**
30. Suheman, Aviya ; Buchdadi, Donter. (2011). "The long-run performance of Initial Public Offerings (IPOs): comparison between Shariah and Non shariah-based Firms". **International Research of Finance and Economics. 74-84.**
31. Xie, B., Davidson, III W. N. and DaDalt, P. J., (2003), "Earnings management and corporate governance: the role of the board and the audit committee", **Journal of Corporate Finance, 9, 95-316.**



## **The Effect of Selection of Governing Elements on the Pricing of Shares of Companies Approved by Tehran Stock Exchange: A Case Study of Initial Public Offering Companies**

**Narjes Kamali Kermani<sup>1</sup>**

Member of the scientific Board of Accounting, University of Bojnord

(Received: 21 April 2018; Accepted: 6 August 2018)

The purpose of this paper is to investigate the effect of employing founders and trustees of business units as supervisors and decision makers of the economic unit on the pricing of stocks at the time of entry into Tehran Stock Exchange. In other words, the present study aims to examine the impact of governing elements on stock price. The research sample includes 127 state and private companies publicly offered in Tehran Stock Exchange from 1382 to 1395. Findings indicate that lower pricing of shares in the stock companies in Tehran Stock Exchange is not affected by the presence of founders in the board of directors, the presence of founders in as governing elements and the size of the board of directors. The results of the research show the proper functioning of the stock exchange's regulatory position in valuing and protecting the owners' rights.

**Keywords:** Underpricing Of Stocks, Governing Elements, Initial Public Offering, Corporate Governance.

پژوهشگاه علوم انسانی و مطالعات فرهنگی  
رتال جامع علوم انسانی

---

<sup>1</sup>narjes.kamali@gmail.com