

تاثیر حاکمیت شرکتی بر عملکرد شرکتها در عرضه‌های اولیه سهام¹ (IPO)

استاد راهنما دکتر باقرزاده ، ترجمه و پدیدآورنده سعید شعبانی
کارشناسی ارشد حسابداری دانشگاه آزاد اسلامی واحد قزوین

چکیده: این مقاله به بررسی تاثیر ارزشگذاری کمتر از واقع و ارزش بازار سهام شرکت که برخاسته از اجرای یک سری ویژگی‌ها در شرکتهای ipo² از قبیل تفکیک وظایف بین مدیر عامل و رئیس هیئت مدیره ، صرف نظر کردن از جایگاه و مقام موسس ، تشکیل کمیته‌ها و اندازه‌ی هیئت مدیره می‌پردازد. در این مقاله ویژگی‌های مدیر ، مالکیت و رابطه‌ی بین آنها در ارزشگذاری کمتر از واقع حفظ شده است. نمونه‌های بکار برده شده در این مقاله یک نمونه‌ی جامع از 34 شرکت در بازار بورس اوراق بهادار تهران است و جمع‌آوری اطلاعات مربوطه از طریق مطالعه میدانی و استفاده از گزارشات سازمان بورس اوراق بهادار تهران توسط نرم افزار رهاورد نوین در دو بازه زمانی دو هفته اول و 180 روز بعد از ورود به بورس می‌باشد. روش تحلیل داده‌ها روش رگرسیون یک و چند متغیره می‌باشد. اما به دلیل کم بودن تعداد نمونه‌ها و متفاوت بودن بورس تهران با بازارهای جهانی و وجود مداخلات سیاسی بالا و دخالت دولت و دولتمردان در بازار بورس نتایج قابلیت اتکای کمی دارد. با گسترش شرکت های سهامی و مطرح شدن تئوری نمایندگی و افزایش وظایف و اختیارات هیئت مدیره شرکتها ، این سوال مطرح گردید که مدیرانی که در واقع مالک کل شرکت نیستند چگونه پیگیر منافع سهامداران و سایر مالکان خواهند بود و در ضمن چه تضمینی وجود دارد که منافع کلیه سهامداران شرکت و گروههای ذینفع ، از سوی شرکت لحاظ گردد؟ و در واقع آیا شرکتهای با سطح حاکمیت شرکتی بالاتر ، از ارزش بالاتری نیز برخوردار هستند.

واژگان کلیدی: سهام عرضه‌های عمومی اولیه ، ارزشگذاری کمتر از واقع ، حاکمیت شرکتی ، تئوری نمایندگی

¹Bruce Hearn. E-mail address: bruce.hearn@le.ac.uk.
1566-0141/\$ – see front matter © 2011 Elsevier B.V. All rights reserved.
doi:10.1016/j.ememar.2011.02.004

2 . Initial Public Offering

تأثیر حاکمیت شرکتی بر عملکرد شرکتها در عرضه‌های اولیه سهام..... 2

فهرست مطالب

3.....	مقدمه
4.....	مفاهیم و تعاریف
5.....	پیشینه تحقیق
6.....	انواع سیستم های حاکمیت شرکتی
6.....	عوامل موثر بر ارزش گذاری زیر قیمت
8.....	جدول قیمت بازنگری شده
9.....	عرضه های عمومی اولیه
9.....	ناهنجاری های عرضه عمومی اولیه سهام
9.....	فرضیه ها
11.....	روش تجزیه و تحلیل داده ها
11.....	متدولوژی
11.....	ارزش شرکت
12.....	جدول مربوطه
15.....	نتایج و یافته ها
17.....	منابع

مقدمه

امروزه میزان قابل توجهی متن و نوشتار بر تأثیر مکانیسم‌های حاکمیت شرکتی بر عملکرد شرکت‌های ipo و همچنین ارزشگذاری کمتر از واقع سهام آنها وجود دارد هرچند که تمام این متون مربوط به بازارهای پیشرفته‌ی اروپا و ایالات متحده است. همچنین تأکید قابل ملاحظه‌ای در متون اخیر در مورد نقش مطلوب اداره‌ی شرکت با معیارهای مالی جهانی 2008 - 2009 و بحران مالی و نقش موسسات در تسهیل بازده اقتصادی مطلوب شده است. به عنوان نمونه بازارهای محلی آفریقای غربی با یک شکاف جدا کننده منطبق با توسعه‌ی سازمانی و قانونی جدا از بازارهایی از قبیل بورس محلی فرانسه است. کامرون و مجمع‌الجزایر کپ ورد (کشوری در آفریقا) از قوانین مدنی فرانسه پیروی می‌کنند. در حالی که غنا و نیجریه از قانون مدنی برگرفته از انگلیس پیروی میکند. و بخصوص علاقه قابل ملاحظه‌ای در این بازارها به عنوان منبع توسعه ملی و جذب سرمایه گذاری خارجی ایجاد شده است. انگیزه‌ی مطالعه آفریقای غربی به علت وجود تفاوت‌های بارز و آشکار در قانون مدنی برگرفته از فرانسه و انگلیس میباشد. آزمون شرکت‌های تحت ipo نقطه‌ی عطف مهمی در چرخه‌ی حیات شرکت از زمانی که احتمال اینکه حاکمیت شرکتی (راهبری شرکتی) آن، در فهرستی که بواسطه‌ی پیروی از نظارت کاملتری از گذشته است قرار می‌گیرد. اکثر قوانین مصوب حاکمیت شرکتی و بهترین رهنمودهای عملی آن از بازارهای پیشرفته OECD از قبیل انگلستان، ایالات متحده و اروپا نشئت گرفته است. این بر تقسیم بهینه وظایف بسیار متمرکز شده است و ارتباط بین واحدهای مختلف را به منظور ایجاد یک مجموعه‌ی رسمی جهانی استاندارد که همه‌ی اعضا از آن پیروی می‌کنند را افزایش می‌دهد. (جنسون و مک لینگ 1976)³

این مقاله درباره‌ی اثر مکانیسم‌های حاکمیت شرکتی از قبیل حفظ موسسین به عنوان مدیر عامل (CEO)، اندازه‌ی هیئت مدیره، تشکیل کمیته‌های مستقل و تفکیک وظایف مدیر از رئیس هیئت مدیره به معنی کیفیت برخاسته از اجرای این مکانیسم‌ها که بر سرمایه‌گذاران بالقوه ipo متمرکز شده‌اند. شرکت‌هایی که موسس آنها یک نقش کنترلی را همانطور که مدیرعامل یک ipo دنبال می‌کند حفظ می‌کنند.

بنابراین گمان می‌کنیم که افزایش در اندازه‌ی هیئت مدیره رابطه‌ی مثبتی با افزایش (کاهش) قیمت که منعکس کننده‌ی هزینه‌ی اطلاعات نامتقارن از هماهنگی ضعیف است خواهد داشت.

به نظر می‌رسد که تفکیک وظایف مدیرعامل از رئیس هیئت مدیره منجر به ارزشگذاری کمتر از واقع می‌شود که رابطه‌ی منفی با اطلاعات نامتقارن خواهد داشت. همچنین تشکیل کمیته‌های هیئت مدیره به عنوان یک راهبری شرکتی رابطه‌ی منفی با ارزشگذاری کمتر از واقع در کاهش اطلاعات نامتقارن دارد.

سالانه شرکت‌های زیادی برای اولین بار مبادرت به عرضه عمومی سهام خود در بازار بورس می‌نمایند چرا که تبدیل شرکت سهامی خاص به سهامی عام منافی زیادی برای شرکت مانند: افزایش سرمایه، رقابت بیشتر، کسب معافیت‌های مالیاتی، دسترسی سریع و آسان به منابع مالی ارزان قیمت و... را به دنبال دارد اما در مقابل، با ارزشگذاری زیر قیمت و افت شدید قیمت در بلندمدت مواجه‌اند.

3. (Jensen and Meckling (1976), La Porta et al, 1999, 2000).

کمبود اطلاعات کافی در خصوص عملکرد گذشته شرکت، ابهام در خصوص چشم‌انداز آتی، نبود سابقه معاملاتی شرکت و نیز عدم تقارن اطلاعاتی بین عرضه‌کنندگان سهام (مالکان اصلی شرکت) و خریداران (سرمایه‌گذاران بیرونی) موجب پیچیدگی قیمت‌گذاری سهام برای اولین عرضه در بازار بورس می‌شود.

مفاهیم و تعاریف

Underpricing: به معنای ارزشگذاری کمتر از واقع است و مفهوم ارزشگذاری کمتر از واقع در انتشار سهام عرضه‌های اولیه این است که یک ثروت مستقیمی از موسسین و سهامداران اولیه به سرمایه‌گذاران خارجی جدید انتقال می‌یابد، که علت ارزشگذاری کمتر از واقع سهام در عرضه‌های اولیه وجود عدم تقارن اطلاعاتی بین سهامداران اولیه و سرمایه‌گذاران بیان شده بنابراین شرکت فروشنده سهام را به قیمتی کمتر از واقع عرضه می‌کند.

Ipo: فرآیندی که طی آن، شرکتها برای اولین بار مبادرت به عرضه عمومی سهام خود در بورس اوراق بهادار می‌نمایند.

حاکمیت شرکتی: مجموعه سازوکارهای درون شرکتی و برون شرکتی جهت هدایت و کنترل شرکتها طراحی و به مرحله اجرا گذارده میشود تا مسئولیت پاسخگویی مدیران را افزایش، تضاد منافع بین صاحبان سهام و مدیریت را کاهش و کیفیت گزارشگری مالی را افزایش دهد. بررسی تعاریف و مفاهیم گوناگون حاکمیت شرکتی و مرور دیدگاه‌های صاحب نظران حکایت از آن دارد که:

حاکمیت شرکتی عبارت است از «فرایند نظارت و کنترل برای تضمین عملکرد مدیر شرکت مطابق با منافع سهامداران (پارکینسون، ۱۹۹۴) ساختارها، فرآیندها، فرهنگ‌ها و سیستم‌هایی که فعالیت‌های موفقیت‌آمیز در سازمان را پدید می‌آورند» (کیسی و رایت، ۱۹۹۳).

نظام حاکمیت شرکتی (راهبری شرکتی) بر شفافیت و افشای اطلاعات و حذف اطلاعات درونی تأکید داشته و با استفاده از تمهیدات و مکانیزم‌هایی سعی در عدم تمرکز قدرت در شرکت‌ها و تفکیک کامل مدیریت از مالکیت، سعی در رعایت صرفه و صلاح سهامداران به طور یکسان دارد.

پیشینه تحقیق

موضوع حاکمیت شرکتی به شکل کنونی، ابتدا در دهه ۱۹۹۰ در انگلستان، آمریکا و کانادا و در پاسخ به مشکلات مربوط به کارایی هیئت مدیره شرکت‌های بزرگ مطرح گردید. وجود حاکمیت شرکتی با کاهش ریسک ناشی از بحران مالی همراه است. این مسأله زمانی از اهمیت ویژه‌ای برخوردار است که چنین ریسکی منجر به ایجاد هزینه‌های بالایی شود. همچنین حاکمیت شرکتی باعث کاهش هزینه‌های سرمایه‌گذاری می‌شود و در نتیجه ارزش شرکت را افزایش می‌دهد. حاکمیت شرکتی بی‌شک ظهور شرکت‌های سهامی در جهان صنعتی که از قرن ۱۸ میلادی آغاز شد، از بزرگترین تحولات اقتصادی و شاید مهمترین عامل پیشرفت صنعتی بشمار می‌آید. از نتایج این پدیده، جدایی مالکیت از مدیریت، وجود تفاوت طبیعی در تابع مطلوبیت آنها و در نتیجه شکل‌گیری تضاد منافع و به دنبال آن ایجاد رابطه مالک-نماینده و تئوری نمایندگی است. از همان زمان مسأله تداخل حقوق به صورت اعم و خطر سلب حقوق سهامداران اقلیت توسط سهامداران بزرگ دارای نفوذ

کنترلی بطور اخص، از مشکلات مهم مالک-نماینده در بیشتر کشورهای جهان بوده است. بحث حاکمیت شرکتی از دهه ۱۹۹۰ در انگلستان، آمریکا و کانادا در پاسخ به مشکلات ناشی از عدم اثربخشی هیأت مدیره در عملکرد شرکت های بزرگ آغاز گردید. پایه های آغازین حاکمیت شرکتی با تهیه گزارش کدبری در انگلستان، گزارش دی در کانادا و مقررات هیئت مدیره در جنرال موتورز آمریکا شکل گرفت.

ازسوی دیگر، حسابداران و حسابرسان، سرمایه گذاران جزء و سایر بازیگران صحنه پول و سرمایه نیز از فلسفه وجودی و ضرورت اصلاح و بهبود مستمر حاکمیت شرکتی آگاه می باشند (حساس یگانه و باغومیان، ۱۳۸۵).

برای درک بهتر مفهوم حاکمیت شرکتی، می توان از دو دیدگاه کلان و خرد آن را تشریح کرد: از دیدگاه خرد، حاکمیت شرکتی در برگیرنده مجموعه ای از روابط میان مدیریت شرکت، هیئت مدیره آن، سهامداران و سایر ذینفعان است.

از دیدگاه کلان، حاکمیت شرکتی مناسب، یعنی مقداری که شرکت ها در یک فضای باز و صادقانه اداره می شوند.

برای جلب اعتماد بازار، کارآمدی سرمایه، تجدید ساختارهای صنعتی کشورها و در نهایت ثروت عمومی جامعه دارای

اهمیت است (قدس، ۱۳۸۷).

اهداف اصلی نظام حاکمیت شرکتی پاسخگویی، شفافیت، عدالت، انصاف، رعایت حقوق ذینفعان و منافع عمومی جامعه می باشد. حمایت از حقوق سهامداران اقلیت، تأکید بر نقش هیأت مدیره مستقل و ناظران خارج از سازمان، جلوگیری و مبارزه با فساد، تضمین رعایت اخلاق، حذف معاملات درون بنگاهی و با اشخاص وابسته، اطلاع رسانی مرتبط و به موقع از اصول اساسی حاکمیت شرکتی می باشد. نظام حاکمیت شرکتی به دنبال اطمینان یافتن از وجود چارچوبی است که توازن بین آزادی عمل مدیریت، پاسخگویی و صیانت از منافع ذینفعان را فراهم می نماید. (عیوضلو و صادقی، ۱۳۸۷)

حاکمیت شرکتی می تواند از راه های زیر بر رشد و توسعه اقتصادی اثرگذار باشد:

- حاکمیت شرکتی باعث کاهش هزینه های سرمایه گذاری می شود و در نتیجه ارزش شرکت را افزایش می دهد .

در نتیجه منجر به جذب سرمایه گذاری شده و اشتغال بیشتری را به همراه دارد.

- حاکمیت شرکتی عملکرد عملیاتی شرکت را بهبود می بخشد و علاوه بر مدیریت منابع باعث تخصیص بهینه منابع نیز

می شود که در نهایت به افزایش ثروت می انجامد.

- وجود حاکمیت شرکتی با کاهش ریسک ناشی از بحران مالی همراه است. این مسأله زمانی از اهمیت ویژه ای برخوردار

است که چنین ریسکی منجر به ایجاد هزینه های بالایی شود.

- برخورداری از حاکمیت شرکتی مناسب به معنای ارتباط بهتر با ذینفعان در روابط کاری و اجتماعی شرکت است .

انواع سیستم های حاکمیت شرکتی

بررسی های انجام شده نشان می دهد که هر کشوری سیستم منحصر به فرد خود را دارد و به تعداد کشورهای دنیا سیستم حاکمیت شرکتی وجود دارد. ساختار مالکیت و چارچوب های قانونی از اصلی ترین و تعیین کننده ترین عوامل سیستم حاکمیت شرکتی هستند. همچنین عوامل خارجی از قبیل، میزان جریان سرمایه از خارج به داخل، وضعیت اقتصاد جهانی، عرضه سهام در بازار سایر کشورها و سرمایه گذاران نهادی بین مرزی، بر سیستم حاکمیت شرکتی یک کشور تأثیر دارند.

۱) سیستم های درون سازمانی

سیستم حاکمیت درون سازمانی، سیستمی است که در آن شرکت های فهرست بندی شده یک کشور، تحت مالکیت و کنترل تعداد کمی از سهامداران اصلی هستند. به سیستم های درون سازمانی به دلیل روابط نزدیک بین شرکت ها و سهامداران عمده آنها، سیستم رابطه ای نیز گفته می شود.

۲) سیستم های برون سازمانی

عبارت برون سازمانی اشاره به سیستم های تأمین مالی دارد.

عوامل موثر بر ارزش گذاری زیر قیمت به شرح زیر می باشد:

1. اطلاعات حسابداری (این اطلاعات مربوط به سال پیش از عرضه عمومی می باشد).

✓ نسبت سود بعد از کسر مالیات به دارایی ها

✓ وجه نقد

✓ نسبت دارایی های جاری به بدهی جاری

✓ نسبت بدهی ها به کل دارایی

✓ درآمد فروش

✓ کل دارایی ها

2. اطلاعات مربوط به مالکیت

✓ تعداد خریداران سهام در اولین روز عرضه عمومی

✓ ساختار مالکیت پیش از عرضه عمومی (در صورت وجود سهامدار عمده با در اختیار داشتن % 51 یا بیشتر از

سهام شرکت، مقدار 1 و در غیر اینصورت مقدار 0 می گیرند).

✓ درصد تعداد سهام در عرضه عمومی اولیه به تعداد کل سهام پس از عرضه عمومی

3. شرایط بازار

✓ متوسط بازده روزانه شاخص قیمت سهام (مربوط به 20 روز پیش از اولین عرضه)

4. اطلاعات مربوط به انتشار سهام

✓ تعداد سهام منتشر شده برای اولین بار (حاصل از تقسیم میزان سرمایه شرکت در اولین روز عرضه بر ارزش اسمی هر سهم)

✓ تعداد سهام فروخته شده در اولین عرضه عمومی

قیمت بازنگری شده (درصد): روش محاسبه آن عبارت است از:

میانگین بالاترین و پایین ترین قیمت در روز عرضه - قیمت عرضه شده

میانگین بالاترین و پایین ترین قیمت در روز عرضه

تحلیل مربوطه در جدول صفحه بعد ارائه شده است.

7

ردیف	نام شرکت	صنعت	قیمت روز اول			قیمت بازننگری شده
			اولین عرضه	میانگین	بالاترین	
1	سیمان بهبهان	سیمان، گچ	45,000	45,000	44,999	
2	سیمان آرتا اردبیل	سیمان، گچ	30,000	31,673	29,999	
3	سیمان سپاهان	سیمان، گچ	23,328	11,000	23,327	
4	سیمان بجنورد	سیمان، گچ	18,000	18,000	17,999	
5	سیمان کارون	سیمان، گچ	12,980	12,183	12,979	
6	سیمان غرب	سیمان، گچ	6,000	6,000	5,999	
میانگین قیمت بازننگری شده صنعت						
130,303						
1	رادپاتور ایران	قطعات خودرو	10,000	10,000	9,999	
2	سازه پویش	قطعات خودرو	9,001	9,001	9,000	
3	آهنگری تراکتور	قطعات خودرو	9,000	9,000	8,999	
4	کاربراتور ایران	قطعات خودرو	9,000	9,000	8,999	
5	نصیر ماشین	قطعات خودرو	5,000	5,000	4,999	
6	کمک فنر ایندماپین	قطعات خودرو	4,800	4,801	4,799	
7	رینگ سازی مشهد	قطعات خودرو	1,527	1,515	1,526	
میانگین قیمت بازننگری شده صنعت						
47,013						
1	درخشان تهران	لاستیک ، پلاستیک	11,400	11,400	11,399	
2	آرتاویل تایر	لاستیک ، پلاستیک	6,100	6,100	6,099	
3	درخشان یزد	لاستیک ، پلاستیک	3,000	3,000	2,999	
میانگین قیمت بازننگری شده صنعت						
18,498						
1	لبنیات کالبر	غذایی	7,000	7,415	6,999	
2	مهرام	غذایی	3,507	3,507	3,506	
میانگین قیمت بازننگری شده صنعت						
8,752						
1	دارو سبحان	دارو	18,431	18,400	18,430	
2	دارو فارابی	دارو	11,500	11,500	11,499	
3	کیمیدارو	دارو	10,500	10,500	10,499	
4	داروپخش	دارو	8,506	8,506	8,505	
5	دارو زهراوی	دارو	7,150	7,201	7,149	
6	دارو حکیم	دارو	6,000	6,000	5,999	
7	دارو امین	دارو	5,300	5,410	5,299	
8	دارو عیبیدی	دارو	5,200	5,200	5,199	
9	دارو داملران	دارو	4,000	4,000	3,999	
10	فرآورده تزریقی	دارو	3,400	3,400	3,399	
11	سینادارو	دارو	3,050	3,261	3,049	
12	داروسازی کوثر	دارو	3,000	3,000	2,999	
13	دارو اکسیر	دارو	2,800	3,001	2,799	
14	تهران دارو	دارو	1,004	1,200	1,003	
میانگین قیمت بازننگری شده صنعت						
6,416						
1	ورزیران	کافی های غیر فلزی	2,576	2,576	2,575	
میانگین قیمت بازننگری شده صنعت						
2,575						
1	نئوپان 22 بهمن	صنایع چوبی	2,500	2,500	2,499	
میانگین قیمت بازننگری شده صنعت						
2,499						

عرضه عمومی اولیه

اصطلاح عرضه عمومی اولیه که رواج آن به بازارهای پررونق 1990 برمی گردد، عبارت است از این که یک شرکت برای اولین بار در طول دوران فعالیت خود اقدام به عرضه سهام به عموم می نماید (جانگوییست و همکاران 2000)⁴ نکته قابل توجه آن است که شرکت هایی که برای اولین بار در بورس عرضه میشوند تازه تاسیس نبوده و غالباً حداقل دارای 3 سال سابقه فعالیت میباشند (زارعی، 1383)؛ لذا در این اصطلاح، کلمه اولیه، به معنی عرضه سهام شرکت برای اولین بار به سهامداران بیرونی از طریق بورس، در زمانی می باشد که شرکت مزبور، در پروسه ای از فعالیت خود دریافته است که پذیرش در بورس، کمک شایانی به جذب سرمایه - چه از طریق سهامداران و چه از طریق استقراض -، کاهش هزینه های تامین مالی و حتی کاهش مالیات می نماید.

تعداد سهامی که طی یک فرایند عرضه عمومی اولیه وارد بازار معامله می شود به ساختار مالکیت پیش از IPO بستگی دارد به گونه ای که اگر قبل از اولین عرضه عمومی، تمرکز مالکیت سهام وجود داشته باشد و سهامداران قبلی احساس نمایند که به واسطه IPO قدرت کنترل خود در امور شرکت را از دست خواهند داد، سهام کمتری، منتشر خواهد شد و به گونه ای نیز توزیع می گردد که سهامداران بزرگ دیگری به وجود نیایند. (علوی، کین فام و می فام)⁵ برخی از مشکلات عرضه اولیه سهام آن است که IPO، فروش سهام بنگاه هایی است که پیش از آن، توسط تعداد معدودی سرمایه گذار تامین مالی شده اند، در نتیجه به احتمال فراوان همین عامل باعث می شود تا سرمایه گذاران اولیه (قبل از عرضه) نسبت به سرمایه گذاران بعدی در هنگام عرضه سهام، دارای اطلاعات بیشتر و مهم تری در مورد وضعیت بنگاه باشند که سبب ایجاد عدم تقارن اطلاعات و به دنبال آن، برخی ناهنجاری های مرتبط می گردد. از دیگر مشکلات مرتبط با عرضه اولیه سهام چگونگی رفتار مدیریت و شرایط بازار در هنگام عرضه است چون عرضه اولیه در مدت زمان محدودی انجام می گیرد، حوادثی که طی آن مدت رخ می دهد به سرعت بر روی عرضه تاثیر میگذارد به گونه ای که اگر در هنگام عرضه، شرایط بازار نامساعد بوده و یا رفتار مدیریت مناسب نباشد، ممکن است ارزش بنگاه کم تر از ارزش واقعی، برآورد و مجبور شود سهام را به قیمتی پایین تر از قیمت واقعی آن بفروشد و یا حتی عرضه سهام را تا مساعد شدن شرایط به تعویق بیندازد. (دستگیر و علیخانی بوانی، 1385)

اعضای تیم IPO

گروه های درگیر در یک فرایند عرضه عمومی اولیه شامل مدیریت شرکت، مشاوران حقوقی، پذیره نویسان و مشاوران حقوقی آن ها، حسابداران مستقل، مشاوران مالی و در برخی از موارد یک شرکت روابط عمومی فعال در زمینه مالی می باشند.

تیم مدیران شرکت از عوامل مهم موثر در موفقیت عرضه عمومی اولیه است؛ مدیریت خوب باید بتواند برای شرکت خود جایگاه مطلوبی در بازار یافته و آن را تثبیت نماید.

4 . Ljungqvist et al

5 . Alavi , Kien Pham & My Pham

ناهنجاری های عرضه عمومی اولیه سهام

1. افت قیمت در بلند مدت

2. ارزش گذاری زیر قیمت

$$\text{ارزشگذاری زیر قیمت} = \frac{\text{مهرانه قیمت پایانی اولین روزمهرانه بورس} - \text{قیمت پایانی مهرانه به فروش بورس}}{\text{قیمت پایانی مهرانه به فروش بورس}}$$

به بیان ساده، ارزان فروشی به حالتی اطلاق میشود که در آن شرکت انتشار دهنده سهام، قیمت عرضه سهام را به طور تعجب آوری بسیار پایین تر از قیمت بازار آن تعیین می نماید، به گونه ای که نخستین سرمایه گذاران IPO، تنها از مبادله سهام در روز اول خریداری آن بازده قابل توجهی به دست می آورند؛ از همین رو، عرضه عمومی اولیه با بازده غیرمعمول اولیه از محل ارزش گذاری زیر قیمت، توصیف می شود (دستگیر و علیخانی بوانی، 1386)؛ سود برندگان از محل ارزان فروشی سهام، نخستین سرمایه گذاران IPO و بازندگان این عرصه، سهامداران قبلی شرکت (پیش از عرضه عمومی اولیه) هستند زیرا به این ترتیب از یک سو سهام شرکت ارزان تر فروخته می شود و از سوی دیگر قدرت کنترل خود در امور شرکت را از دست می دهند. (میشل لوری و کوین مورفی⁶، 2006)

هرچه شرکت قدیمی تر و شناخته شده تر بوده و اطلاعات مالی بیشتری از عملکرد خود در دسترس سرمایه گذاران قرار داده باشد، عدم تقارن اطلاعات و به دنبال آن میزان ارزش گذاری زیر قیمت کاهش خواهد یافت (کای، رامچاند و وارگا، 2004) به وضوح مشخص است که ارزش گذاری زیر قیمت برای مالکان شرکت هزینه زا است به این معنی که در حال حاضر، سهام متعلق به سهامداران پیشین به قیمت بسیار پایینی به فروش می رسد ولی پس از عرضه عمومی، ارزش سهام تحت کنترل قرار خواهد گرفت.

فرضیه های تحقیق

1. رابطه ی بین حفظ مالکیت مدیرعامل و ارزشگذاری کمتر از واقع:

- 1-1: بین قیمتگذاری کمتر از واقع و حفظ مالکیت توسط مدیرانی که به عنوان بومی های شرکت عمل می کنند رابطه ی مثبتی وجود دارد. ارزشگذاری کمتر از واقع ابتدا کاهش یافته و سپس با افزایش در مالکیت افزایش می یابد.
- 1-2: بین قیمتگذاری کمتر از واقع و حفظ مالکیت توسط موسسین که به عنوان بومی های شرکت عمل می کنند رابطه ی معکوس (منفی) وجود دارد. ارزشگذاری کمتر از واقع ابتدا افزایش یافته و سپس با افزایش در مالکیت کاهش می یابد.

2. تاثیر نحوه اداره هیئت مدیره بر عملکرد شرکت:

- 1-2: بین اندازه هیئت مدیره با ارزش شرکتهای ipo رابطه ی مثبت وجود دارد.
- 2-2: بین اندازه هیئت مدیره با ارزشگذاری کمتر از واقع در شرکتهای ipo رابطه ی مثبت وجود دارد.
- 3-2: بین موسس شرکت در نقش مدیرعامل با ارزش شرکتهای ipo رابطه ی منفی وجود دارد.

- 4-2: بین موسس شرکت در نقش مدیرعامل با ارزشگذاری کمتر از واقع در شرکتهای ipo رابطه ی مثبت وجود دارد.
- 5-2: بین تشکیل کمیته های هیئت مدیره با ارزش شرکتهای ipo رابطه ی مثبت وجود دارد.
- 6-2: بین تشکیل کمیته های هیئت مدیره با ارزشگذاری کمتر از واقع در شرکتهای ipo رابطه ی منفی وجود دارد.
- 7-2: بین تفکیک وظایف مدیرعامل با رئیس هیئت مدیره با ارزش شرکتهای ipo رابطه ی منفی وجود دارد.
- 8-2: بین تفکیک وظایف مدیرعامل با رئیس هیئت مدیره با ارزشگذاری کمتر از واقع در شرکتهای ipo رابطه ی مثبت وجود دارد.

$$Performance_i = Constant + \beta Governance_i + \beta Legal\ Controls_i + \beta Firm\ Controls_i + \varepsilon_i$$

هرملین و ویس بچ^۷ مدارکی یافتند که نشان می داد هیئت مدیره های کوچکتر بسیار موثرتر از هیئت مدیره های بزرگترند چون هزینه های نمایندگی شرکت به دلیل تعداد اعضای بیشتر هیئت مدیره که وظیفه ای ندارند افزایش می یابد. در نتیجه اینگونه برداشت می شود که هیئت مدیره های بزرگ در شرکتهای بزرگتر، با ارزش بالاتر موجب متحمل شدن ارزشگذاری کمتر از واقع و هزینه سهام می شود.

3. عوامل تعیین کننده ی شرکتها برای تشکیل کمیته ها و جداسازی وظایف رئیس هیئت مدیره از مدیرعامل:

- 1-3: بین تفکیک وظایف رئیس هیئت مدیره با مدیرعامل با موسس در نقش مدیرعامل به احتمال زیاد رابطه ی منفی وجود دارد.

- 2-3: بین تشکیل کمیته ها با موسس در نقش مدیرعامل رابطه ی منفی وجود دارد.

این فرضیه ها با استفاده از رگرسیون آماری آزمون شدند که به صورت زیر است:

$$Dependent_i = Constant + \beta Variables_i + \beta Legal\ Controls_i + \beta Firm\ Controls_i + \varepsilon_i$$

در اینجا نسبت مدیران اجرایی به غیر اجرایی اندازه گیری می شود.

4. رابطه ی مالکیت حفظ شده:

- 1-4: بین مدیرعامل حفظ مالکیت شده با تاسیس کمیته رابطه مثبت وجود دارد.

- 2-4: بین مدیرعامل حفظ مالکیت شده با اندازه ی هیئت مدیره رابطه ی منفی وجود دارد.

رگرسیون OLS برای سنجش این فرضیه به کار برده شده است:

$$Ownership_i = Constant + \beta Variables_i + \beta Firm\ Controls_i + \beta IPO\ Controls_i + \varepsilon_i$$

مک لینگ و فاما ذکر کردند که افزایش مالکیت و کنترل توسط مدیران به صورت بالقوه برای ارزش شرکت زیان آور است و مشکلات نا همخوانی اطلاعات را افزایش می دهد بنابراین سطوح بالاتر مالکیت و مدیر تاثیر مثبتی بر ارزشگذاری کمتر از واقع می گذارد.

روش تجزیه و تحلیل داده ها

مناسب ترین روش برای تجزیه و تحلیل داده ها، استفاده از «رگرسیون های یک و چند متغیره» می باشد که با نرم افزار SPSS و بعضاً در Excel با توابع مربوطه تحلیل شده است. نتایج اولیه به عنوان معیار ارزشگذاری کمتر از واقع در دو بازه ی زمانی دو هفته اول و 180 روز بعد از ورود به بورس استفاده میشود.

متدولوژی

این مقاله به اثرات عملکرد شرکتهای ipo از بین مکانیسم های حاکمیت شرکتی یعنی تفکیک وظایف مدیرعامل از رئیس هیئت مدیره ، ایجاد کمیته های مستقل ، اندازه هیئت مدیره ، حفظ مالکیت موسسه عنوان مدیرعامل متمرکز شده است. تجزیه و تحلیل نهایی از عوامل تعیین کننده ی شرکتهای ipo که مکانیسم های حاکمیت شرکتی و کمیته های هیئت مدیره و جداسازی وظایف مدیرعامل و رئیس هیئت مدیره را انجام می دهند تشکیل شده است.

ارزش شرکت

برآورد ارزش شرکت لگاریتمی از ارزش بازار در چهاردهمین روز معامله و درآمدهای شرکت در سال ipo است:

$$value_i = \log \left(\frac{\text{ارزش بازار در روز چهاردهم مبادله سهام}}{\text{درآمد حاصل در سال ipo}} \right)$$

ردیف	نام شرکت	صنعت	ارزش بازار در روز چهاردهم	درآمد سال عرضه اولیه	ارزش شرکت
1	کیمیدارو	دارو	105,800	54,986,200,000	(5.72)
2	دارو حکیم	دارو	6,000	7,535,300,000	(6.10)
3	داروسازی کوثر	دارو	3,000	5,697,900,000	(6.28)
4	دارو امین	دارو	5,410	12,902,300,000	(6.38)
5	دارو داملران	دارو	4,000	15,430,000,000	(6.59)
6	دارو سبحان	دارو	18,431	79,700,000,000	(6.64)
7	دارو عبیدی	دارو	5,200	28,328,200,000	(6.74)
8	دارو زهراوی	دارو	7,201	41,630,700,000	(6.76)
9	سینادارو	دارو	3,261	20,161,800,000	(6.79)
10	فرآورده تزریقی	دارو	3,400	24,067,200,000	(6.85)
11	تهران دارو	دارو	1,200	10,912,100,000	(6.96)
12	دارو فارابی	دارو	11,500	127,044,900,000	(7.04)
13	داروپخش	دارو	8,506	120,688,000,000	(7.15)
14	دارو اکسیر	دارو	3,001	134,572,000,000	(7.65)
(6.69) میانگین صنعت دارو					
1	سیمان بهبهان	سیمان، گچ	45,000	148,814,000,000	(6.52)
2	سیمان غرب	سیمان، گچ	6,000	28,994,900,000	(6.68)
3	سیمان سپاهان	سیمان، گچ	23,328	114,985,000,000	(6.69)
4	سیمان آرتا اردبیل	سیمان، گچ	33,000	184,453,700,000	(6.75)
5	سیمان بجنورد	سیمان، گچ	18,000	216,718,000,000	(7.08)
6	سیمان کارون	سیمان، گچ	12,980	235,307,000,000	(7.26)
(6.83) میانگین صنعت سیمان					
1	کاربراتور ایران	قطعات خودرو	9,000	10,824,700,000	(6.08)
2	کمک فنر ایندامین	قطعات خودرو	4,801	23,930,900,000	(6.70)
3	آهنگری تراکتور	قطعات خودرو	9,000	46,322,500,000	(6.71)
4	رادیاتور ایران	قطعات خودرو	10,000	68,124,200,000	(6.83)
5	سازه پویش	قطعات خودرو	9,001	118,106,000,000	(7.12)
6	نصیر ماشین	قطعات خودرو	5,000	72,283,000,000	(7.16)
7	رینگ سازی مشهد	قطعات خودرو	1,541	312,414,000,000	(8.31)
(6.99) میانگین صنعت قطعات خودرو					
1	ورزیران	کانی های غیر فلزی	2,576	26,413,000,000	(7.01)
2	درخشان یزد	لاستیک ، پلاستیک	3,000	8,539,400,000	(6.45)
3	درخشان تهران	لاستیک ، پلاستیک	11,400	42,006,000,000	(6.57)
4	آرتاویل تابر	لاستیک ، پلاستیک	6,100	149,764,000,000	(7.39)
5	نئوپان 22 بهمن	صنایع چوبی	2,500	19,384,300,000	(6.89)
6	مهرام	غذایی	3,507	42,034,700,000	(7.08)
7	لبنیات کالبر	غذایی	7,581	138,660,000,000	(7.26)
(6.95) میانگین سایر صنایع					

تأثیر حاکمیت شرکتی بر عملکرد شرکتها در عرضه‌های اولیه سهام..... 13

	نام شرکت	اعضا موظف	اعضا غیر موظف	تعداد کل اعضا	نسبت اعضا موظف به کل اعضا	نسبت اعضا غیرموظف به موظف	واقعی EPS سال قبل از ورود به بورس	ارزش ویژه سهم	بالاترین قیمت روز عرضه	درآمد سال عرضه اولیه
1	سازه پویش	2	4	6	33.3	200	7,793	1,095	9,001	118,106
2	رادیاتور ایران	2	4	6	33.3	200	7,482	2,699	10,000	68,124.2
3	کاربراتور ایران	3	3	6	50	100	6,173	1,733	9,000	10,824.7
4	نصیر ماشین	2	3	5	40	150	2,266	3,089	5,000	72,283
5	آهنگری تراکتور	3	3	6	50	100	2,124	2,069	9,000	46,322.5
6	رینگ سازی مشهد	3	3	6	50	100			1,515	312,414
7	کمک فنر آیندامین	2	3	5	40	150	9,890	12,839	4,801	23,930.9
میانگین صنعت قطعات خودرو										
					42.4	142.9	5,104	3,361	6,902	93,144
1	سیمان سپاهان						1,818	1,790	11,000	114,985
2	سیمان غرب	2	4	6	33.3	200	659	1,141	6,000	28,994.9
3	سیمان بهبهان	2	4	6	33.3	200			45,000	148,814
4	سیمان آرتا اردبیل	1	5	6	16.7	500			32,711	184,453.7
5	سیمان بجنورد	3	3	6	50	100			18,000	216,718
6	سیمان کارون	1	5	6	16.7	500			12,980	235,307
میانگین صنعت سیمان										
					30	300	413	489	20,949	154,879
1	کیمیدارو	2	4	6	33.3	200	2,416	1,208	10,500	54,986.2
2	داروپخش	3	3	6	50	100	2,297	1,390	8,506	120,688
3	دارو عبیدی	4	2	6	66.7	50	2,255	1,761	5,200	28,328.2
4	دارو داملران	4	2	6	66.7	50	1,862	1,105	4,000	15,430
5	سینادارو	1	5	6	16.7	500	1,316	1,100	3,261	20,161.8
6	دارو امین	2	4	6	33.3	200	1,223	1,410	5,410	12,902.3
7	دارو فارابی	3	3	6	50	100	1,200	1,135	11,500	127,044.9
8	دارو حکیم	7	0	7	100	0	1,102		600	7,535.3
9	دارو زهراوی	3	3	6	50	100	949	1,320	7,201	41,630.7
10	فرآورده تزریقی	3	3	6	50	100	883	2,779	3,400	24,067.2
11	داروسازی کوثر	3	3	6	50	100	653	1,090	3,000	5,697.9
12	دارو اکسیر	4	2	6	66.7	50	306	1,074	3,001	134,572
13	تهران دارو	2	4	6	33.3	200	201	1,387	1,200	10,912.1
14	دارو سبحان	6	0	6	100	0			18,400	79,700
میانگین صنعت دارو										
					54.76	125	1,190	1,197	6,084	48,833
1	لبنیات کالبر						1,126	2,717	7,581	138,660
2	مهرام						930	610	3,507	42,034.7
3	آرتاویل تابر	4	1	5	80	25	798	1,672	6,100	149,764
4	درخشان تهران						524	1,837	1,500	42,006
5	درخشان یزد								1,100	8,539.4
6	ورزیران						271	1,588	2,576	26,413
7	نثویان 22 بهمن	1	4	5	20	400	2,312	1,019	2,500	19,384.3
میانگین سایر صنایع										
					50	212.5	852	1,349	3,552	60,972

	نام شرکت	تاریخ ورود به بورس	بازده دوهفته اول			بازده 180 روز			قیمت روز اول		
			شرکت	صنعت	بازده غیر عادی	شرکت	صنعت	بازده غیر عادی	اولین عرضه	میانگین قیمت	بالا ترین
1	نصیر ماشین	83/10/14		-3.96		-0.77	-3.38	2.61	5,000	5,000	5,000
2	گاربواتور ایران	75/12/27	0	0.97	-0.97	-2.76	9.6	-12.36	9,000	9,000	9,000
3	کمک فنر ایندամین	75/12/26	0	0.13	-0.13	0	8.9	-8.9	4,801	4,801	4,800
4	آهنگری تراکتور	76/04/26		0.04			1.33		9,000	9,000	9,000
5	رینگ سازی مشهد	82/12/02		0.74		17.12	-2.69	19.81	1,541	1,515	1,527
6	رادیاتور ایران	75/12/21	8.37	1.29	7.08	10.08	9.97	0.11	10,000	10,000	10,000
7	سازه پوش	83/10/02		0.05		21.04	-2.24	23.28	9,001	9,001	9,001
صنعت قطعات خودرو											
			2.79	-0.74	5.98	44.71	21.49	24.55	6,904	6,902	6,906
1	سیمان کارون	82/05/21		-0.25		16.95	31.97	-15.02	12,980	12,183	12,980
2	سیمان غرب	74/08/21	0	1.66	-1.66	0	7.67	-7.67	6,000	6,000	6,000
3	سیمان سپاهان	75/05/01		4.16		0	2.78	-2.78	23,328	11,000	23,328
4	سیمان بهبهان	81/12/29		0.72		19.87	60.84	-40.97	45,000	45,000	45,000
5	سیمان بجنورد	82/09/25		8		32.61	11.03	21.58	18,000	18,000	18,000
6	سیمان آرتا اردبیل	82/07/28		2.79		3.82	44.27	-40.45	33,000	31,673	30,000
صنعت سیمان											
			0	17.08	-1.66	73.25	158.56	-85.31	22,551	20,643	23,051
1	دارو عبیدی	77/05/27		4.55		36.56	13.47	23.09	5,200	5,200	5,200
2	دارو حکیم	71/08/01		1.71		0	4.87	-4.87	6,000	6,000	6,000
3	داروسازی کوثر	72/12/01		1.16			23.9		3,000	3,000	3,000
4	کیمیدارو	70/10/01	0	0	0	3.18	4.6	-1.42	105,800	10,500	10,500
5	فرآورده تزریقی	78/05/04		1.84		12.23	47.85	-35.62	3,400	3,400	3,400
6	سینادارو	74/12/01		1.21		19.76	35.51	-15.75	3,261	3,261	3,050
7	داروپخش	72/12/02		1.16		0	24.01	-24.01	8,506	8,506	8,506
8	دارو فارابی	74/07/01		8.75		0	17.79	-17.79	11,500	11,500	11,500
9	دارو سبحان	81/03/24		5.94			36.41		18,431	18,400	18,431
10	دارو زهراوی	80/10/18		0.43		19.28	29.95	-10.67	7,201	7,201	7,150
11	دارو داملران	73/08/09		1.91			50.68		4,000	4,000	4,000
12	دارو اکسیر	79/10/12	0	2.1	-2.1	28	25.47	2.53	3,001	3,001	2,800
13	دارو امین	74/12/01		1.21		0	35.51	-35.51	5,410	5,410	5,300
14	تهران دارو	77/08/24		1.64			4.2		1,200	1,200	1,004
صنعت دارو											
			0	33.61	-2.1	119.01	354.22	-120.02	6,47	6,470	13,279
1	آرتاویل تایر	83/10/01		6.36		-0.17	5.71	-5.88	6,100	6,100	6,100
2	درخشان تهران	80/08/01	-2.45	-0.46	-1.99	2.69	5.18	-2.49	11,400	11,400	11,400
3	درخشان یزد	70/12/01		0			15.47		3,000	3,000	3,000
4	ورزبران	76/06/25	0	-0.91	0.91	0	3.68	-3.68	2,576	2,576	2,576
5	مهرام	75/12/25	0	0.68	-0.68	-9.06	-10.14	1.08	3,507	3,507	3,507
6	لبنیات کالبر	83/06/02		1.7		-6.65	6.96	-13.61	7,581	7,415	7,000
7	ننوبان 22 بهمن	76/05/06		0		2.04	7.28	-5.24	2,500	2,500	2,500
سایر صنایع											
			-2.45	7.37	-1.76	-11.15	34.14	-29.82	5,155	5,214	5,238

نتیجه گیری

نتایج بدست آمده نشان می‌دهد که به دلیل بالا بودن ریسک و ناشناخته بودن شرکت در بدو ورود به بورس اوراق بهادار معمولاً سهام کمتر از واقع قیمت گذاری می‌شود. همچنین نتایج نشان می‌دهد که قیمت بازنگری شده در شرکت‌های صنایع سیمان و قطعات خودرو در بازار بورس تهران بالاتر از بقیه صنایع هستند و مردم گرایش بیشتری به سمت خرید اوراق سهام این صنایع با افق بلند مدت هستند در نتیجه سهام این صنایع در صنایع بررسی شده فوق‌الذکر طرفداران بیشتری در روز اول عرضه سهام دارد.

نتایج بدست آمده از تحلیل‌ها در بورس اوراق بهادار تهران طی نمونه‌های انتخاب شرکتها جهت عرضه اولیه سهام خود در دو بازه زمانی 14 روز اولی و 180 روز پس از ورود به بورس (اطلاعات در هر دو بازه به طور میانگین می‌باشد)، نشان می‌دهد که نمونه‌های مذکور یا در اولین روز عرضه معامله نشده و یا اطلاعات مربوطه در سیستم اطلاع رسانی رهاورد نوین ثبت نشده است بنابراین قابلیت تحلیل در بازه کوتاه مدت میسر نمی‌باشد، اما میانگین قیمت اولین روز عرضه نشان می‌دهد که قیمت عرضه شده در بازار برای صنعت سیمان بالاترین قیمت و به ترتیب صنعت قطعات خودرو و دارو در رتبه‌های بعدی قرار دارند و همچنین بالاتری قیمت در روز عرضه مربوط به صنعت سیمان و پس از آن صنعت دارویی می‌باشد، بنابراین از نتایج اینگونه برمی‌آید که برخی صنایع مانند سیمان و قطعات خودرو در بازار بورس ایران وجهه خوبی دارند و تقاضا برای آنها بیش از بقیه صنایع می‌باشد و این در حالی است که نسبت اعضای غیرموظف هیئت مدیره در صنعت سیمان بالاتر از همه صنایع می‌باشد و به ترتیب سایر صنایع، خودرو، و دارو در رتبه‌های بعدی هستند ولی میانگین EPS صنعت خودرو بالاتر از بقیه صنایع در سال مالی قبل از عرضه اولیه و در مقابل درآمد سال اول عرضه سهام در بورس برای سایر صنایع بالاتر است این نتایج به دلیل عدم پوشش کلیه صنایع قابلیت اتکای کمی دارد.

میزان ارزشگذاری کمتر از واقع به طور مثبتی با اندازه‌ی هیئت مدیره، موسس و بنیانگذار، جایگاه مدیرعامل و جداسازی وظایف مدیرعامل از رئیس هیئت مدیره در ارتباط است و ارزش شرکت به طور قطع با اندازه‌ی هیئت مدیره، روسای کمیته‌ها و به طور منفی با وظایف مدیرعامل و جداسازی وظایف مدیرعامل با رئیس هیئت مدیره در ارتباط است.

چنانچه مدیرعامل شرکت جدا از اعضای هیئت مدیره باشد ارزشگذاری بالاتر خواهد بود. شرکت‌هایی که دارای مدیر عاملی جدا از اعضای هیئت مدیره می‌باشند از ارزش بالاتری نیز برخوردارند. تفکیک وظایف مدیرعامل از وظایف رئیس هیئت مدیره موجب روشن شدن دامنه مسئولیت پاسخگویی و رفع ابهامات در زمینه وظایف این دونهاده می‌گردد و در ضمن مدیرعامل مستقل می‌تواند نقش موثرتری در راهبری مناسب شرکتها و لحاظ نمودن منافع کلیه سهامداران و ذینفعان داشته باشد.

همچنین افزایش نسبت اعضای غیر موظف هیئت مدیره به اعضای موظف هیئت مدیره دارای تأثیر منفی بر ارزیابی‌های بازار از شرکت‌ها شده است. این امر نشان دهنده عدم آشنایی بازار با نقش اعضای غیر موظف هیئت مدیره و همچنین عدم اهتمام این اعضا در امر راهبری شرکتهایی که در آن به صورت غیر موظف عضو هیئت مدیره هستند، می باشد. بنابراین پیشنهاد می گردد اکثریت اعضای هیئت مدیره به صورت غیر موظف باشند و این نسبت افزایش یافته و در ضمن این اعضا غیرموظف وظایف خود را راجع به تشکیل کمیته های مربوطه (از جمله کمیته حسابرسی داخلی و...) و همچنین گزارشات ویژه کمیته های مربوطه از جمله گزارش پایداری شرکتها و... انجام دهند.

میانگین سهامداری توسط مدیران ارشد شرکت (اعضاء هیئت مدیره شرکت) دارای تأثیر مثبت در بالا بردن ارزش شرکت در سطح شرکتهای مورد مطالعه می باشد. شرکتهایی که عمده سهامداران آن همان اعضای هیئت مدیره شرکت می باشند یا به بیانی دیگر شرکتهایی که اعضای هیئت مدیره از میان سهامداران عمده شرکت انتخاب گردیده اند؛ از ارزش بازار بالاتری نیز برخوردار می باشند. و این نشان می دهد مدیرانی که خود نیز مالک شرکت باشند، اهتمام و کوشش بیشتری را در جهت راهبری مناسب شرکت و در نتیجه افزایش ارزش شرکت، مصروف خواهند داشت.

به دلیل گستردگی فرضیه‌های منبع اصلی و عدم قابلیت اجرای تمامی فرضیات در ایران بعضا از فرضیه ها چشم پوشی شده و نتایج گاهها ممکن است ایراداتی داشته باشد که به دلیل عدم آگاهی راقم این سطور از نرم افزارهای مالی مربوط به جمع آوری و تحلیل داده ها از قبیل نرم افزار مالی رهاوردنوین و SPSS می باشد.

در پایان از زحمات استاد گرانقدرم جناب آقای دکتر سعید باقرزاده کمال امتنان و تشکر را دارم که افقی روشن برایم جهت ورود به بازارهای مالی و پیشرفت در مقاطع مالی ایجاد نمود.

منابع:

فارسی :

1. دستگیر ، محسن . علیخانی یوانی ، مهدی " (1386). علل ارزان فروشی سهام در عرضه های اولیه : عدم تقارن اطلاعات ، نمونه ترس از خرید آسان . " ماهنامه بورس ، شماره 63- 64
2. حق بین ، زینب (1387)، " بررسی انواع ناهنجاری های مربوط به عرضه عمومی اولیه سهام در بورس اوراق بهادار تهران " پایان نامه کارشناسی ارشد

لاتین :

1 .School of Management, Ken-Edwards Building, University of Leicester, Leicester, LE1 7RH, UK .E-mail address: bruce.hearn@le.ac.uk.

2 .Jensen, M., 1993. The modern industrial revolution, exit, and the failure of internal control systems. Journal of Finance 48, 831–880.

3 .BVC website, 2010. Bolsa de Valores de Cabo Verde. <http://www.bvc.cv/>. 2010. Accessed 20 May 2010.

4 .Hermalin, B., Weisbach, M., 2003. Boards of directors as an endogenously determined institution: a survey of the economics literature. Economic Policy Review 9, 7–26.

5. Roosenboom, P., Schramade, W., 2006. The price of power: valuing the controlling position of owner-managers in French IPO firms. Journal of Corporate Finance 12, 270–295

6. World Bank, 2005. Doing business in Africa report. <http://www.doingbusiness.org/>. 2005. Accessed 21 January 2010.

7- Ritter , Jay .(October 2007). "**Some Factoids About the 2006 IPO Market**" . University of Florida .

8- Melnik, Arie. C. Thomas, Dylan .(may 2003). "**Value Relevance of Accounting Information And The Predictability of IPO Underpricing** ". Fourteenth Annual Conference of the Academy of Entrepreneurial Finance , Chicago .

9-Ljungqvist , Alexander .(2005). "**IPO Underpricing**" . Tuck School Of Business at Dartmouth , handbook of corporate finance : empirical corporate finance , vol 1 , chapter 12 .

