

بررسی ارتباط بین تجربه مدیریت و قیمت‌گذاری کمتر از واقع عرضه عمومی اولیه سهام (IPO) در شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران

کلاله شایان‌فر^۱

چکیده- هدف این تحقیق بررسی ارتباط بین تجربه مدیریت و عملکرد شرکت‌های دارای عرضه اولیه سهام (IPO) بوده است. در این تحقیق قلمرو مکانی شامل کلیه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران و قلمرو زمانی سال‌های بین ۱۳۸۸ تا ۱۳۹۲ بوده است. در این تحقیق تجربه مدیریت متغیر مستقل و عملکرد کوتاه مدت IPO، عملکرد بلندمدت IPO و قیمت‌گذاری کمتر از اندازه متغیرهای وابسته در نظر گرفته شدند. معیار انتخاب نمونه این تحقیق روش نمونه‌گیری هدفمند بوده که براساس همین روش تعداد ۱۸ شرکت دارای عرضه اولیه سهام در دوره بازه زمانی تعیین شده انتخاب شدند. با استفاده از سطح معنی‌داری آماره F به بررسی معناداری کل مدل و با استفاده از سطح معنی‌داری آماره t به بررسی معنی‌داری هر یک از متغیرها و تایید و یا رد هر یک از فرضیه‌های تحقیق پرداختیم. نرم‌افزار مورد استفاده در این تحقیق ایویوز ۷ بوده است. نتایج تحقیق نشان داد بین تجربه مدیریت و قیمت‌گذاری کمتر از واقع عرضه عمومی اولیه سهام (IPO) رابطه معناداری وجود ندارد.

واژگان کلیدی: تجربه مدیریت، قیمت‌گذاری کمتر از واقع، عملکرد کوتاه مدت، عملکرد بلندمدت، عرضه عمومی اولیه سهام.

۱- مقدمه

در جهان پرتلاطم امروزی که سازمان‌ها و جوامع با تحولات شگرف محیطی و فناوری و به تبع آن تجارت جهانی و جهانی شدن روبه‌رو هستند، توان دستیابی به سطح مطلوب و مورد انتظاری از عملکرد در حاله‌ای از ابهام فرو رفته است. در این رهگذر، آنچه می‌تواند حیات بالنده و رو به رشد سازمان‌ها را تضمین کند، وجود نظام مدیریتی مقتدر و کارآمد است. به عبارت دیگر در صورت اقتدار و توانمندی رکن مدیریت سازمان است که می‌توان حسن عملکرد سازمان‌ها را در شرایط فعلی انتظار داشت (فرهی و همکاران، ۱۳۸۴). تجربه،

۱. کارشناسی ارشد حسابداری، دانشگاه آزاد اسلامی، واحد نور (نویسنده مسئول)، ایمیل: kalaleh1254@yahoo.com

مهمترین عامل در فراگیری قابلیت‌های مدیریتی است. بررسی‌ها نشان می‌دهد کسب قابلیت‌های مدیریتی، تا ۷۰ درصد از طریق تجربه صورت می‌پذیرد. اینکه ما فردی را در سازمان خود مجرب می‌نامیم و شایسته عهده‌دار شدن مسئولیتی می‌دانیم، ناشی از همین موضوع است. افراد به مرور و با قرار گرفتن در موقعیت‌های مختلف، به توانایی‌هایی می‌رسند که بوسیله آن می‌توانند با مسایل گوناگون روبرو شده و بر شرایط دشوار غلبه نمایند. این‌گونه است که می‌توان گفت هر ماموریت جدید، مهارت جدیدی را به ما آموزش می‌دهد که یک تجربه سازنده است. برای تجربه مدیریتی می‌توان تعاریفی مختلف و از ابعاد گوناگون ارایه نمود. از یک منظر، تجربه مدیریتی هر اقدام، ماموریت یا پروژه‌ای است که موجب ایجاد تغییر و یا ارتقاء در سطح عملکرد سازمان از طریق بکارگیری رویکردها، شیوه‌ها و روش‌های مدیریتی می‌شود. همچنین تجربه مدیریتی را می‌توان فرایند مواجهه و شناخت مساله، اتخاذ تصمیم و اقدام در جهت اجرای آن در جریان حل یک مساله یا مشکل جدید تعریف نمود. مستندسازی تجربه مدیریتی نیز فرایندی است که طی آن با دیدگاهی جامع، به ثبت یک تجربه مدیریتی می‌پردازیم به گونه‌ای که دیگران بتوانند با مراجعه به مستندی که تهیه شده است، به ابعاد گوناگون تجربه و فرایند تحقق آن پی برده و از آن درس‌آموزی و یادگیری لازم را داشته باشند. مستندسازی تجربه مدیریتی می‌تواند به شیوه‌های مختلف انجام شود و از آن جمله، استفاده از فیلم و تصاویر و ابزارهای دیگر برای ثبت وقایع و اتفاقات مهم و مرتبط است. اما یک روش بهینه در مستندسازی تجربه مدیریتی، مستندسازی مکتوب و تهیه یک مقاله یا متنی مشابه آن با قابلیت انتقال تجربه مدیریتی با تمام گستردگی‌ها و پیچیدگی‌های تجربه می‌باشد (رسولی و همکاران، ۱۳۹۳). در این تحقیق ما به دنبال بررسی ارتباط بین تجربه مدیریت و قیمت‌گذاری کمتر از واقع عرضه عمومی اولیه سهام در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران هستیم. در ادامه به طور مختصر به چارچوب نظری پژوهش و سوال تحقیق مورد بررسی قرار می‌گیرد و سپس به متغیرها و فرضیه‌های آن، پرداخته شده و در ادامه، تعریف نظری متغیرهای تحقیق و در نهایت پیشنهادات تحقیق به همراه محدودیت‌های تحقیق بیان می‌شود.

۲- مبانی نظری

۲-۱- تجربه مدیریت

تجربه، مهم‌ترین عامل در فراگیری قابلیت‌های مدیریتی است. بررسی‌ها نشان می‌دهد کسب قابلیت‌های مدیریتی، تا ۷۰ درصد از طریق تجربه صورت می‌پذیرد. اینکه ما فردی را در سازمان خود مجرب می‌نامیم و شایسته عهده‌دار شدن مسئولیتی می‌دانیم، ناشی از همین موضوع است. افراد به مرور و با قرار گرفتن در موقعیت‌های مختلف، به توانایی‌هایی می‌رسند که بوسیله آن می‌توانند با مسایل گوناگون روبرو شده و بر

شرایط دشوار غلبه نمایند. این گونه است که می‌توان گفت هر ماموریت جدید، مهارت جدیدی را به ما آموزش می‌دهد که یک تجربه سازنده است (علوی و بختیاری، ۱۳۸۷).

برای تجربه مدیریتی می‌توان تعاریفی مختلف و از ابعاد گوناگون ارایه نمود. از یک منظر، تجربه مدیریتی هر اقدام، ماموریت یا پروژه‌ای است که موجب ایجاد تغییر و یا ارتقاء در سطح عملکرد سازمان از طریق بکارگیری رویکردها، شیوه‌ها و روش‌های مدیریتی می‌شود. همچنین تجربه مدیریتی را می‌توان فرایند مواجهه و شناخت مساله، اتخاذ تصمیم و اقدام در جهت اجرای آن در جریان حل یک مساله یا مشکل جدید تعریف نمود. مستندسازی تجربه مدیریتی نیز فرایندی است که طی آن با دیدگاهی جامع، به ثبت یک تجربه مدیریتی می‌پردازیم به گونه‌ای که دیگران بتوانند با مراجعه به مستندی که تهیه شده است، به ابعاد گوناگون تجربه و فرایند تحقق آن پی برده و از آن درس‌آموزی و یادگیری لازم را داشته باشند (شاو و همکاران، ۲۰۰۱).

مستندسازی تجربه مدیریتی می‌تواند به شیوه‌های مختلف انجام شود و از آن جمله، استفاده از فیلم و تصاویر و ابزارهای دیگر برای ثبت وقایع و اتفاقات مهم و مرتبط است. اما یک روش بهینه در مستندسازی تجربه مدیریتی، مستندسازی مکتوب و تهیه یک مقاله یا متنی مشابه آن با قابلیت انتقال تجربه مدیریتی با تمام گستردگی‌ها و پیچیدگی‌های تجربه می‌باشد. وقتی یک تجربه مدیریتی تدوین و مستندسازی می‌شود می‌توان برای آن کاربردهای مختلفی در جهت آموزش، هم‌آموزی و یادگیری سازمانی متصور بود. باید توجه داشت که تجربه منبع اصلی آموزش مدیریت، وظایف، مسئولیت‌ها و چالش‌های شغل است (عظیمی و همکاران، ۱۳۹۱).

۲-۲- عرضه اولیه سهام

اصطلاح عرضه عمومی اولیه^۲ که رواج آن به بازارهای پررونق ۱۹۹۰ برمی‌گردد، عبارت است از این که یک شرکت برای اولین بار در طول دوران فعالیت خود اقدام به عرضه سهام به عموم می‌نماید (جانگویست و همکاران^۳، ۲۰۰۰). نکته قابل توجه آن است که شرکت‌هایی که برای اولین بار در بورس عرضه می‌شوند تازه تاسیس نبوده و غالباً حداقل دارای ۳ سال سابقه فعالیت می‌باشند (زارعی، ۱۳۸۳). لذا در این اصطلاح، کلمه اولیه، به معنی عرضه سهام شرکت برای اولین بار به سهامداران بیرونی از طریق بورس، در زمانی می‌باشد که

1. Shaw et al
2. Initial Public Offering (IPO)
3. Jangwist et al

شرکت مزبور، در پروسه‌ای از فعالیت خود دریافته است که پذیرش در بورس، کمک شایانی به جذب سرمایه - چه از طریق سهامداران و چه از طریق استقراض - کاهش هزینه‌های تامین مالی و حتی کاهش مالیات می‌نماید. تعداد سهامی که طی یک فرایند عرضه عمومی اولیه وارد بازار معامله می‌شود به ساختار مالکیت^۱ پیش از IPO بستگی دارد به گونه‌ای 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 گونه‌ای نیز توزیع می‌گردد که سهامداران بزرگ دیگری به وجود نیایند. در مقابل این منافع، عرضه عمومی اولیه سهام و ورود به بورس اوراق بهادار، دارای مخارج و محدودیت‌هایی نیز می‌باشد که از مهم‌ترین هزینه‌ها، می‌توان به هزینه تهیه اطلاعات طبق قوانین بورس اوراق بهادار، هزینه حسابرسی بنگاه و ارائه صورت‌های مالی حسابرسی شده، هزینه‌های پذیره‌نویسی و صدور سهام و نیز برخی هزینه‌های کیفی نظیر مدت زمانی که مدیران ارشد بنگاه‌ها برای انجام امور مربوط به IPO صرف می‌نمایند، اشاره نمود که البته مقدار این هزینه‌ها بسته به حجم عرضه و توان بازسازی شرکت‌ها متفاوت است (دستگیر و علیخانی بوانی، ۱۳۸۵).

۳- پیشینه تحقیقات

گائو^۲ (۲۰۱۱)؛ در تحقیق خود علاوه بر بررسی متغیرهای مالی به بررسی متغیرهای غیرمالی موثر بر قیمت عرضه سهام جدید شرکت‌های داروسازی و بیوتکنولوژی پرداخت. مهم‌ترین متغیرهای مالی مورد مطالعه عبارتند از: جریان نقدی عملیاتی، فروش، سود خالص، سود عملیاتی، کل دارایی‌ها، مخارج تحقیق و توسعه و نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار. مهم‌ترین متغیرهای غیرمالی نیز تعداد محصولات شرکت، مرحله توسعه محصول و حمایت قانونی از حقوق مادی و معنوی حق اختراع‌ها بودند. نتایج تحقیق نشان داد که از بین متغیرهای مالی تنها مخارج تحقیق و توسعه و از بین متغیرهای غیرمالی تعداد محصولات شرکت، مرحله توسعه محصول و حمایت قانونی از حقوق مادی و معنوی حق اختراع‌ها مهم‌ترین متغیرهای تاثیرگذار بر قیمت عرضه سهام شرکت‌های داروسازی و بیوتکنولوژی به شمار می‌روند.

1. Ownership Structure
2. Gao

ژنگ^۱ (۲۰۱۲)؛ در پژوهش خود به بررسی رابطه بین ویژگی‌های شرکت‌های جدیدالورود و پیش‌بینی مدیران پرداخت. نمونه وی شامل ۳۱۸۶ شرکت جدیدالورود به بورس کانادا طی سال‌های ۱۹۹۶ تا ۲۰۱۱ بود. نتایج وی بیانگر این بود که بین ارزان‌فروشی و متغیرهایی چون نرخ رشد سالیانه فروش و سود قبل از مالیات رابطه مثبت معناداری وجود دارد.

بال و شیواکومار^۲ (۲۰۱۲)؛ به بررسی کیفیت سود در هنگام عرضه‌های عمومی اولیه پرداختند، آنها نشان دادند که برخلاف باور عموم، شرکت‌ها هنگام عرضه عمومی اولیه گزارش‌هایی را که بیشتر محافظه‌کارانه هستند را ارائه می‌کنند. عموم سرمایه‌گذاران کیفیت گزارشگری بالاتری را به دلیل مواجه شدن با اطلاعات نامتقارن بیشتر در مقایسه با سرمایه‌گذاران خصوصی (سرمایه‌گذاران آگاه) تقاضا دارند.

ریتز^۳ (۲۰۱۳)؛ بازدهی بلندمدت (بازدهی ۵ سال پس از عرضه بدون در نظر گرفتن بازدهی روز اول) سهام عرضه‌های اولیه در مقایسه با سایر شرکت‌ها با اندازه مشابه به صورت میانگین ۳.۳ درصد سالانه کمتر بوده است. همچنین، این بازدهی در مقایسه با سایر شرکت‌ها با اندازه و نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار مشابه ۱.۸ درصد سالانه کمتر بوده است.

چو و لی^۴ (۲۰۱۳)؛ در پژوهشی با مطالعه ۵۹۱ شرکت که در بورس کره جنوبی بین سال‌های ۲۰۰۱ تا ۲۰۱۱ درج گردیده‌اند، به بررسی رابطه مخارج (سرمایه‌گذاری) پژوهش و توسعه بر کمتر قیمت‌گذاری عرضه‌های عمومی اولیه در صنایع‌های تک کره جنوبی پرداختند. نتایج این پژوهش نشان داد که شرکت‌های یک بیش از سایر شرکت‌ها کمتر قیمت‌گذاری می‌کردند.

تروسل و همکاران^۵ (۲۰۱۴) به بررسی ارتباط بین تجربه مدیریت و عملکرد شرکت‌های دارای عرضه اولیه سهام سوئدی پرداختند. آنها ۱۲۲ شرکت پذیرفته شده در بورس سوئد را که دارای عرضه اولیه سهام بودند را به عنوان نمونه تحقیق انتخاب کردند. نتایج آنها نشان داد بین تجربه مدیریت و عملکرد شرکت‌های دارای عرضه اولیه سهام سوئدی رابطه معناداری وجود ندارد.

-
1. Zhang
 2. Ball & Shivakumar
 3. Ritter
 4. Cho & Li
 5. Thorsell et al

مرادی و رستمی (۱۳۹۳)؛ به بررسی ارتباط بین سازوکارهای حاکمیت شرکتی و عملکرد شرکت پس از عرضه اولیه: شواهدی از شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران براساس داده‌های ۷۰ شرکت طی سال ۱۳۸۱ تا ۱۳۸۷ پرداختند. عملکرد مالی با معیارهای نسبت بازده دارایی‌ها و Q توبین اندازه‌گیری می‌شود. روش آماری مورد استفاده جهت آزمون فرضیه‌های مطرح شده در این پژوهش داده‌های تابلویی است. نتایج تحقیق نشان داد بین سازوکارهای حاکمیت شرکتی و عملکرد شرکت پس از عرضه اولیه رابطه معناداری وجود دارد.

۴- متدولوژی تحقیق

۴-۱- فرضیه‌های تحقیق

- بین تجربه مدیریت و قیمت‌گذاری کمتر از واقع عرضه عمومی اولیه سهام (IPO) رابطه معناداری وجود دارد.

۴-۲- جامعه و نمونه آماری

جامعه آماری تحقیق حاضر شرکت‌های دارای عرضه اولیه سهام پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می‌باشد که در بازه زمانی ۱۳۸۸ تا سال ۱۳۹۲ در فهرست شرکت‌های بورس قرار گرفته باشند. معیار انتخاب نمونه این تحقیق به روش نمونه‌گیری هدفمند می‌باشد که براساس همین روش تعداد ۱۸ شرکت دارای عرضه اولیه سهام در دوره بازه زمانی تعیین شده انتخاب شدند.

۴-۳- روش تحقیق

در این پژوهش از این‌رو که در پی یافتن رابطه معناداری بین متغیرهای تحقیق هستیم و همین‌طور به مطالعه حدود تغییرات متغیر وابسته با توجه به حدود تغییرات متغیرهای مستقل می‌پردازیم، در زمره پژوهش‌های همبستگی قرار دارد، بنابراین روش پژوهش از نظر ماهیت و محتوایی یک پژوهش از نوع همبستگی می‌باشد که برای کشف همبستگی بین متغیرها به روش پس‌رویدادی عمل خواهد شد. تحقیق حاضر از لحاظ نوع کار تحقیقاتی و از نظر هدف، یک تحقیق کاربردی است که از اطلاعات واقعی و روش‌های مختلف آماری برای رد یا عدم رد فرضیه‌ها استفاده می‌گردد، و در حوزه تئوری اثباتی قرار می‌گیرد.

۴-۴- مدل رگرسیونی

$$\text{Underpricing}_{it} = \gamma_0 + \gamma_1 \text{Director Experience}_{it} + \gamma_2 \text{Board Size}_{it} + \gamma_3 \text{Age}_{it} + \gamma_4 \text{Firm Size}_{it} + \varepsilon_{it}$$

Underpricing_{it}: در این تحقیق بازده کوتاه مدت به دلیل حجم کم معاملات در روزهای اولیه بعد از عرضه عمومی برای دوره ۲ ماهه براساس تغییرات قیمت سهام بعد از عرضه عمومی اولیه محاسبه می‌شود.
Director Experience_{it}: تعداد سال‌هایی که مدیر در سمت مدیریت شرکت به فعالیت می‌پردازد (کمتر از ۳ سال به عنوان با تجربه پایین و بیشتر از ۳ سال به عنوان با تجربه بالا) (تروسن و ایزاکسون، ۲۰۱۴).
Board Size_{it}: تعداد افراد حاضر در کمیسیون‌های هیات مدیره و مدیران (حساس‌یگانه و همکاران، ۱۳۸۶).

Age_{it}: تعداد سال‌های پذیرش در بورس اوراق بهادار تهران (حساس‌یگانه و همکاران، ۱۳۸۶).

Firm Size_{it}: لگاریتم طبیعی ارزش دفتری کل دارایی‌های شرکت (حساس‌یگانه و همکاران، ۱۳۸۶).

۴-۵- روش تجزیه و تحلیل داده‌ها

در فرآیند تحقیق، پس از گردآوری داده‌ها، گام بعدی شامل تجزیه و تحلیل داده‌ها است. در این پژوهش دو دسته پردازش اصلی به طور عمده در این تحقیق بر روی داده‌ها انجام می‌شود. برای این کار از آمار توصیفی و آمار استنباطی استفاده می‌گردد. در آمار توصیفی که معمولاً به توصیف داده‌ها می‌پردازد از شاخص‌های تمایل مرکزی و شاخص‌های پراکندگی برای بیان داده‌های جمع‌آوری شده استفاده می‌کنیم. برای نمایش و نشان دادن نتایج کار معمولاً از جداول توزیع فراوانی - براساس تعداد موارد مطلق و نسبی، درصد - و نیز نمودارهای مختلف هیستوگرام، ستونی یا دایره‌ای استفاده می‌کنیم. همچنین در این زمینه استفاده از شاخص‌های پراکندگی مانند واریانس، انحراف معیار، انحراف استاندارد و ... نیز قابل ذکر است. در بخش آمار استنباطی به آزمون فرضیه‌های مورد بررسی در تحقیق پرداخته می‌شود. با استفاده از آزمون همبستگی پیرسون به بررسی رابطه بین متغیرهای تحقیق و با استفاده از آزمون رگرسیون خطی ساده به بررسی میزان تاثیر هر یک از متغیرهای مستقل بر متغیر وابسته تحقیق خواهیم پرداخت و با استفاده از سطح معنی‌داری آمار F به بررسی معناداری کل مدل و با استفاده از سطح معنی‌داری آماره t به بررسی معنی‌داری هر یک از متغیرها و تایید و یا رد هر یک از فرضیه‌های تحقیق می‌پردازیم.

۵- نتایج

۵-۱- بررسی ناهمسانی واریانس

برای بررسی وجود ناهمسانی واریانس جملات اخلال آزمون آرچ LM در تحقیق انجام شده است. نتایج آزمون ناهمسانی واریانس آرچ LM به شرح جدول زیر می‌باشد:

جدول ۱-۱- نتایج آزمون ناهمسانی آرچ LM مدل تحقیق

شرح	مقدار آماره	احتمال
F-statistic	۱۰۰۱۵۹۸	۰.۲۶۴
Obs*R-squared	۲.۶۱۹۹۹۵	۰.۲۶۴

* سطح خطای ۵ درصد

با توجه به جدول ۱-۱- آماره F آزمون در سطح ۵ درصد معنادار نیست، بنابراین فرض همسانی واریانس تایید شده و ناهمسانی واریانس جملات اخلال رد می‌شود.

۵-۲- آزمون معنی‌دار بودن روش اثرات ثابت

جدول ۱-۲- آزمون F لیمر و هاسمن

آزمون F لیمر			
شرح	مقدار آماره	درجه آزادی	احتمال
Cross-section F	۱.۹۱۶۵۵۵	۱۷	*۰.۰۲۳
Cross-section Chi-square	۱۵۲.۴۱۷۴۲۶	۱۷	*۰.۰۰۴
آزمون هاسمن			
شرح	مقدار آماره	درجه آزادی	احتمال
Cross-section F	۷.۵۵۲۱۷۸	۵	*۰.۰۴۱

* سطح خطای ۵ درصد

با توجه به جدول ۱-۲- نتایج دو آزمون انجام شده (F و هاسمن) در هر دو آزمون احتمال بدست آمده کمتر از ۵ درصد بوده و بنابراین باید در مدل رگرسیونی مربوطه از روش اثرات ثابت استفاده شود.

۵-۳- روش لین - لوین

لین و لوین نشان دادند که در داده‌های تلفیقی (پانل)، استفاده از آزمون ریشه واحد مربوط به این داده‌ها، دارای قدرت بیشتری نسبت به آزمون‌های ریشه واحد متداول مثل آزمون دیکی- فولر، دیکی- فولر پیشرفته و آزمون

فیلیس - پرون است. در این پژوهش از آزمون لین و لوین استفاده می‌گردد. فرضیه صفر آزمون، بیانگر وجود ریشه واحد متغیرهاست.

جدول ۱-۳- آزمون ریشه واحد جمعی بر روی متغیرها به روش لین و لوین

متغیرها	آماره	احتمال
قیمت گذاری کمتر از واقع	۴۸۶۹	*.۰۰۱۳۰
تجربه مدیریت	-۷.۲۲۲	*.۰۰۰۱۵
اندازه هیات مدیره	۶.۲۵۴	*.۰۰۰۲۰
سن شرکت	-۱.۵۹۰	*.۰۰۳۱۰
اندازه شرکت	۲۸۸۲	*.۰۰۰۵۳

*سطح خطای ۵ درصد

با توجه به جدول ۱-۳- بررسی مقادیر آماره‌های محاسبه شده و احتمال پذیرش آن‌ها نشان می‌دهد که فرضیه صفر مبنی بر نامانایی برای همه متغیرها رد می‌شود و تمامی متغیرهای مورد مطالعه در سطح مانا هستند.

۵-۴- آزمون فرضیه تحقیق

جدول ۱-۴- آزمون رگرسیون فرضیه تحقیق

نام متغیر	ضریب تاثیر	انحراف برآورد	آماره t	سطح معناداری
ثابت	۰.۵۲۶	۰.۱۲۷	۴.۱۴۱	*.۰۰۱۶
تجربه مدیریت	۰.۴۱۸	۰.۳۹۶	۱.۰۵۵	۰.۰۸۴
اندازه هیات مدیره	۱.۳۳۶	۰.۲۵۱	۵.۳۲۲	*.۰۰۰۵
سن شرکت	-۰.۲۹۷	۰.۲۸۴	-۱.۰۴۵	۰.۰۸۳
اندازه شرکت	۲.۳۳۱	۰.۹۹۳	۲.۳۴۷	۰.۰۵۹

*سطح خطای ۵ درصد

جدول ۱-۵- قابلیت تبیین و معناداری کل مدل

ANOVA		دوربین - واتسون	R	
.Sig	F		ضریب تعیین شده	ضریب تعیین
*.۰۰۰۰	۷۱.۶۶۲	۱.۵۲۹	۰.۴۳۹	۰.۴۴۸

**سطح خطای ۱ درصد

با توجه به جدول ۱-۴- چون مقدار آمارهٔ آزمون دوربین واتسون در فاصلهٔ ۱.۵ تا ۲.۵ قرار دارد فرض وجود همبستگی بین خطاها رد می‌شود و می‌توان از رگرسیون استفاده کرد. با توجه به معنی‌داری مقدار آزمون $F(71.662)$ در سطح خطای کوچک‌تر از ۰.۰۱، می‌توان نتیجه گرفت که مدل رگرسیونی تحقیق مرکب از متغیرهای مستقل، کنترل و وابسته، مدل خوبی بوده و مجموعه متغیرهای مستقل و کنترلی قادرند تغییرات متغیر وابسته را تبیین کنند. مقدار ضریب تعیین تعدیل شده برابر با ۰.۴۳۹ می‌باشد، نشان می‌دهد که ۴۳.۹ درصد از کل تغییرات متغیر وابسته تحقیق، وابسته به متغیرهای مستقل و کنترلی در این مدل می‌باشد. همچنین، ضریب تاثیر متغیر تجربه مدیریت بر قیمت‌گذاری کمتر از واقع عرضه عمومی اولیه سهام برابر با ۰.۴۱۸ است، که حکایت از تاثیر مثبت و مستقیم تجربه مدیریت بر قیمت‌گذاری کمتر از واقع عرضه عمومی اولیه سهام دارد. از طرفی، با توجه به سطح معناداری آماره t متغیر تجربه مدیریت بر قیمت‌گذاری کمتر از واقع عرضه عمومی اولیه سهام (۰.۰۸۴)، به دلیل کمتر نبودن از سطح خطای ۵ درصد نمی‌توان با اطمینان ۹۵ درصد فرضیه صفر را رد نمود و می‌توان بیان کرد، بین تجربه مدیریت و قیمت‌گذاری کمتر از واقع عرضه عمومی اولیه سهام (IPO) رابطه معناداری وجود ندارد.

۶- نتیجه‌گیری

نتیجه آزمون فرضیه اول نشان داد بین تجربه مدیریت و قیمت‌گذاری کمتر از واقع عرضه عمومی اولیه سهام (IPO) رابطه معناداری وجود ندارد. نتیجه آزمون فرضیه دوم نشان داد بین تجربه مدیریت و عملکرد کوتاه مدت عرضه عمومی اولیه سهام (IPO) رابطه معناداری وجود دارد. نتیجه آزمون فرضیه سوم نشان داد بین تجربه مدیریت و عملکرد بلندمدت عرضه عمومی اولیه سهام (IPO) رابطه معناداری وجود دارد. از همین رو، تروسل و همکاران (۲۰۱۴) به بررسی ارتباط بین تجربه مدیریت و عملکرد شرکت‌های دارای عرضه اولیه سهام سوئدی پرداختند. نتایج آنها نشان داد بین تجربه مدیریت و عملکرد شرکت‌های دارای عرضه اولیه سهام سوئدی رابطه معناداری وجود ندارد. براساس بررسی‌های انجام شده هیچ تحقیق داخلی و خارجی که دقیقاً به موضوع تحقیق پرداخته باشند و بتوان با نتیجه این تحقیق مقایسه نمود، یافت نشد. با توجه به نتیجه فرضیه تحقیق می‌توان استنباط نمود قیمت‌گذاری کمتر از واقع عرضه عمومی اولیه سهام تحت تاثیر سایر عوامل به جزء توانایی مدیریت شرکت عرضه اولیه سهام می‌باشد. با توجه به نتیجه فرضیه دوم تحقیق می‌توان استنباط نمود عملکرد کوتاه مدت عرضه عمومی اولیه سهام شرکت‌ها علاوه بر تاثیرپذیری از سایر عوامل، از تجربه

مدیریت نیز تاثیر مثبت و معناداری می‌پذیرد. با توجه به نتیجه فرضیه سوم تحقیق می‌توان استنباط نمود عملکرد بلندمدت عرضه عمومی اولیه سهام شرکت‌ها علاوه بر تاثیرپذیری از سایر عوامل، از تجربه مدیریت نیز تاثیر مثبت و معناداری می‌پذیرد.

۷- پیشنهادهای تحقیق

- ۱- تجربه مدیریت می‌تواند تاثیر مثبت و مستقیم بر عملکرد کوتاه مدت و بلندمدت عرضه عمومی اولیه سهام (IPO) داشته باشد؛ بنابراین به سهامداران، سرمایه‌گذاران و سایر گروه‌های ذینفع پیشنهاد می‌شود در زمان تصمیمات خود در شرکت‌های دارای عرضه اولیه سهام، حتماً به عامل تجربه مدیریت آن شرکت توجه کافی را داشته باشند تا از این طریق به بازده موردنظر دست پیدا کنند.
- ۲- به هیات مدیره شرکت‌های دارای عرضه اولیه سهام پیشنهاد می‌شود حتماً مدیرانی را به کار بگمارند که از تجربه مدیریتی بالایی برخوردار باشند تا از این طریق به عملکرد بالاتری دست پیدا نمایند.
- ۳- به سازمان بورس اوراق بهادار تهران پیشنهاد می‌شود شرکت‌ها را براساس تجربه مدیران آن‌ها رتبه‌بندی نماید تا از این طریق سهامداران، سرمایه‌گذاران و سایر گروه‌های ذینفع بتوانند تصمیمات آگاهانه‌تری اتخاذ نمایند.

۸- منابع و مآخذ

۱. آذربایجانی، کریم؛ سروش‌یار، افسانه و یاریان‌کوپائی، سمانه. (۱۳۹۰). جستجوی بهترین معیار عملکرد مالی. مجله حسابرس. شماره ۵۲
۲. احدیان‌پور پروین، دنیا. (۱۳۹۰). رابطه شاخص‌های ارزیابی عملکرد با ارزش ایجاد شده سهامداران در شرکت‌های رشدی و ارزشی. فصلنامه علمی پژوهشی دانش مالی تحلیل اوراق بهادار. شماره ۱۲.
۳. باقرزاده، سعید؛ نیک‌بخت، محمدرضا و نوروش، ایرج. (۱۳۸۸). عوامل موثر بر بازده کوتاه مدت سهام عرضه‌های عمومی اولیه در بورس اوراق بهادار تهران. پژوهش‌های مدیریت در ایران. دوره ۱۵. شماره ۷۰. صص ۷۷-۱۰۷
۴. رضایی، فرزین؛ محسنی، رضا و مریم‌رایقی. (۱۳۹۱). مقایسه عوامل موثر بر نرخ بازده دارایی‌ها با تاکید بر راهبردهای تجاری. فصلنامه علمی پژوهش حسابداری مدیریت. سال ششم. شماره ۱۷.

۵. رضایی‌نژاد، فرشاد؛ دهقان، اکبر؛ بابادی، محبوبه و بابادی، معصومه. (۱۳۹۲). تاثیر توانایی مدیریت بر کیفیت سود. اولین کنفرانس ملی حسابداری و مدیریت.
۶. صالح‌نژاد، سیدحسن و غیور، وحیدرضا. (۱۳۸۹). تاثیر نرخ بازده دارایی‌ها و نرخ بازده حقوق صاحبان سهام و اهرم مالی بر قیمت سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. فصلنامه مدیریت. سال هفتم. شماره ۱۸.
۷. صحت، سعید؛ شریعت‌پناهی، سیدمجید و مسافری‌راد، فراز. (۱۳۹۰). رابطه بازده دارایی‌ها، بازده حقوق صاحبان سهام و ارزش افزوده اقتصادی در صنعت بیمه. فصلنامه مطالعات تجربی حسابداری مالی. سال نهم. شماره ۳۲. صص ۱۲۱-۱۴۰.
۸. قالیباف اصل، حسن؛ صادقی‌دمنه، رحیم و کلانتری دهقی، مهدیه. (۱۳۹۱). رابطه قیمت‌گذاری کمتر از حد و نقدشوندگی سهام بعد از عرضه عمومی اولیه در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. فصلنامه علمی پژوهشی دانش مالی تحلیل اوراق بهادار. شماره ۱۵. صص ۱۳-۲۹.
۹. محمودی، محمد و متان، مجتبی. (۱۳۹۰). تحلیل پوششی داده‌ها و متغیرهای مالی ارزیابی عملکرد شرکت‌های بورس اوراق بهادار تهران. دانشگاه آزاد اسلامی واحد فیروزکوه، سومین همایش ملی تحلیل پوششی داده‌ها.
۱۰. منصورفر، غلامرضا؛ دیدار، حمزه و حسین‌پور، وحید. (۱۳۹۰). تاثیر توانایی مدیریت بر کیفیت سود شرکت‌های بورس اوراق بهادار تهران. نشریه مدیریت کسب‌وکار. دوره ۳. شماره ۱۱.
11. Ardekani, A, Younesi, N & Hashemijoo ,M. (2012). Acquisition, earnings management and firm's performance: evidence from Malaysia. Journal of business studies quarterly, vol 4. No 1,pp 91-110
12. Chemmanur, T, Peaglis, I & Simmonyan, K. (2009). Management quality, financial investments and asymmetric information. Journal of financial quantitative analysis. 44(5), pp 1045-1079
13. Clarke, J, Dunber, G & Kahle, K. (2013). Long- run performance and insider trading in completed and canceled seasoned equity offerings. available at www.ssrn.com
14. Dichev, I & Tang, V. (2008). Matching and the changing properties of accounting earnings over the last 40 years. The accounting review, vol 83. No 6, pp 1425-1460

15. Erickson, M, Hanlon, M & Maydew, E. (2006). Is there a link between executive compensation and accounting fraud? *Journal of accounting research*, vol 44. No 1, pp 113-143
16. Fairfield, P, Whisenant, S& Yohn, T. (2003). Accrued earnings and growth: implications for future profitability and market mispricing. *The journal of accounting research*, vol 32. No 1, pp 353-381
17. Francis, Bill, B, Xian Sun, Qiang Wu, (2014), Managerial ability and Tax avoidance, the journal of American Accounting association.
18. Hamm, S, Li, E& Ng, J.(2014). Management earnings guidance and stock price crash risk. Singapore management university school of accountancy research paper.
19. Kim, K & Shin, H. (2001). The underpricing of seasoned equity offerings. Social Science Research Network. Working paper
20. Oskar, A.B. (2013). Ownership effects on underpricing of Norwegian SEOs. Master of Science in business economics major in finance.
21. Patrick, G & Eisgruber. (1968).The impact of managerial ability and capital structure on growth of the farm firm. *American Journal of agricultural economics*, vol 50. No 3.
22. Stephan, A, & Shonkwiler, J. (1994). Managerial ability and financial success. *Agricultural and resource economic review*.
23. Thorsell, A, & Isaksson, A. (2014). Director experience and the performance of IPOs: evidence from Sweden. *Australasian accounting business and finance journal and authors*, vol8. No 1
24. Vincent, A, Sabato, G, & Schmid, M. (2012). Risk management, corporate governance, and bank performance in the financial crisis. *Journal of banking and finance*, vol 36, pp 3213-3226