



## Specialist CEOs and IPO Survival

Fereydoon Rahnamay Roodposhti<sup>1</sup>, Anahita Zandi<sup>2</sup>

Received: 2018/09/12

Accepted: 2019/01/16

Research Paper

### Abstract

This study examines the influence of specialist CEOs on the probability of failure and survivability of initial public offering (IPO) firms during the years 2006 to 2016. In this research, CEOs classified to specialist and generalist groups based on index of skills. Specialist CEOs pursue a career in particular functional roles, firms and industry sectors, as opposed to generalist CEOs who accumulate their work experience through various positions, firms and industries. In this research, strong evidence was found that IPO firms with a specialist CEOs have a lower probability of failure and a longer time to survive in subsequent periods following the offering. The findings suggest that specialist CEOs ability has significant implications for post-issue performance of newly listed firms. Additionally, specialist CEOs can operate in line with the goals of firm and stockholders that cause to increase the sustainability of IPO firms in longer of time.

**Keywords:** CEO's Work Experience, IPO, IPO Survival, Specialist CEOs.

**JEL classification:** G32, G30. G31

---

DOI: 10.22051/ijar.2019.22088.1435

<sup>1</sup>Professor of Accounting, Islamic Azad University, Science and Research Branch, Tehran, Iran.  
(rahnama.roodposhti@gmail.com)

<sup>2</sup> PhD of Accounting, Islamic Azad University, Iran. Corresponding Author,  
(zandi\_anna@yahoo.com)

<http://ijar.alzahra.ac.ir>

## مدیران اجرایی متخصص و بقاء شرکت‌های دارای عرضه

### اولیه عمومی سهام

فریدون رهنمای رود پشته<sup>۱</sup>، آناهیتا زندی<sup>۲</sup>

تاریخ دریافت: ۹۷/۰۶/۲۱

تاریخ پذیرش: ۹۷/۱۰/۲۶

مقاله پژوهشی

#### چکیده

این پژوهش به بررسی تأثیر مدیران اجرایی ارشد در احتمال شکست یا پایداری شرکت‌های دارای عرضه اولیه عمومی سهام (IPO) طی سال‌های ۱۳۸۵ تا ۱۳۹۵ پرداخته است. برای این بررسی، مدیران اجرایی ارشد بر اساس شاخص‌های مهارت‌های عمومی به دو دسته متخصص و عمومی با مهارت، تقسیم شدند. مدیران اجرایی متخصص به دنبال نقش‌های کاربردی خاص در شرکت‌ها و صنایع هستند، در حالی که مدیران عمومی تجربه کاری خود را از فعالیت در سمت‌ها، شرکت‌ها و صنایع مختلف بدست می‌آورند. در این پژوهش، شواهد محکمی مبنی بر اینکه شرکت‌های عرضه اولیه با داشتن مدیر متخصص، به احتمال کمتر با شکست روبرو می‌شوند و پایدارتر هستند، ارائه شد. یافته‌های این تحقیق حاکی از آن است که توانایی مدیران متخصص پیامدهای قابل توجهی در عملکرد شرکت‌های تازه ثبت شده ایجاد می‌کند. علاوه بر این، مدیران متخصص می‌توانند اقداماتی در راستای اهداف شرکت و سهامداران انجام دهند که موجب افزایش پایداری شرکت‌های عرضه اولیه در طولانی مدت شوند.

**واژه‌های کلیدی:** شرکت‌های عرضه اولیه، بقای شرکت‌های عرضه اولیه، مدیران اجرایی ارشد متخصص،

تجربه کاری مدیران اجرایی ارشد

طبقه‌بندی موضوعی: G31، G30، G32

DOI: 10.22051/ijar.2019.22088.1435

<sup>۱</sup>استاد حسابداری، دانشگاه آزاد اسلامی واحد علوم و تحقیقات تهران، ایران. (rahnama.roodposhti@gmail.com)  
<sup>۲</sup>دکتری حسابداری، دانشگاه آزاد اسلامی، نویسنده مسئول. (zandi\_anna@yahoo.com)

<http://ijar.alzahra.ac.ir>

## مقدمه

شواهد تجربی موجود در بازارهای بین‌المللی در زمینه عرضه اولیه نشان می‌دهد که اگرچه شرکت‌های عرضه اولیه اغلب بازده اولیه قابل توجهی ارائه می‌دهند، اما در بلندمدت عملکرد ضعیفی داشته، به طوری که حدود ۳۰٪ این شرکت‌ها در ۵ سال اول فعالیت خود شکست خورده و یا واگذار شده‌اند (ریتر، ۲۰۰۳؛ ریتر و ولج، ۲۰۰۲؛ جنکینسون و لیونکوویست، ۲۰۰۱؛ لوفران و همکاران، ۱۹۹۴). در انتقال مالکیت خصوصی به مالکیت عمومی، شرکت‌های عرضه اولیه با چالش‌های مختلفی مانند تغییر در ساختار مالکیت و حاکمیت راهبردی، نظارت دقیق‌تر از طرف تنظیم‌کنندگان و بازیگران بازار سرمایه، افزایش رقابت در بازار و غیره روبرو هستند (جین و کینی، ۲۰۰۰؛ جین و کینی، ۲۰۰۸). تمام این چالش‌ها بقای شرکت‌های عرضه اولیه را تهدید می‌کنند. مطالعات پیشین به طور دقیق به بررسی ویژگی‌های مختلف تأثیرگذار در بقاء شرکت‌های عرضه اولیه می‌پردازند. این خصوصیات شامل سابقه شرکت، وسعت شرکت، روند قیمت‌گذاری، سطح فعالیت عرضه اولیه، مالکیت داخلی، عوامل ریسک (هنسلر و همکاران، ۱۹۹۷)، کیفیت ممیزی (دمرز و جوس، ۲۰۰۵؛ جین و مارتین، ۲۰۰۷)، حمایت از سرمایه‌گذاری (جین و کینی، ۲۰۰۰)، اثربخشی هیئت‌مدیره (چریتو و همکاران، ۲۰۰۷) و مدیریت درآمد (الهداب و همکاران، ۲۰۱۵) است؛ با این حال، در مورد عوامل تعیین‌کننده بقای شرکت‌های عرضه اولیه در سطح مدیریتی اطلاعات قابل توجهی وجود ندارد.

در دهه‌های اخیر، توجه خاصی به میزان تأثیر مدیران اجرایی ارشد در سطح سازمانی شده است. در دهه ۱۹۵۰، اغلب مدیران اجرایی با حقوق دریافتی کمی بالاتر از مدیران زیردست خود، همراه با شرکت رشد می‌کردند و به ندرت اخراج می‌شدند (فریدمن و جنتر، ۲۰۱۰؛ خورانا، ۲۰۰۲؛ هو، ۲۰۱۵)، اما از دهه ۱۹۹۰، تغییرات قابل توجهی در موقعیت مدیران اجرایی ارشد بوجود آمد. از این دوره به بعد، مدیران اجرایی در مطبوعات برجسته‌تر شدند و بازار کار مناسب‌تری برای آنها بوجود آمد؛ آنها راحت‌تر اخراج می‌شدند و علاوه بر حقوق مشخص، به آنها مزایا و سنوات قابل توجهی نیز داده می‌شد (کوینگلی و همبریک، ۲۰۱۵؛ کبلن و میتون، ۲۰۱۲؛ خورانا، ۲۰۰۲؛ فریدمن و جنتر، ۲۰۱۰؛ مورفی و همکاران، ۲۰۰۴؛ هوارد و همکاران، ۲۰۰۴). کوینگلی و همبریک (۲۰۱۵)، "اثر مدیر اجرایی ارشد" را بررسی کردند و نشان دادند که اهمیت مدیران اجرایی در حال افزایش است، به ویژه اینکه نسبت عملکرد آنها به عملکرد

شرکت‌های تحت مدیریت آنها در دهه‌های مطالعه شده، به‌طور قابل توجهی همخوانی داشت. مکلی (۲۰۰۸) نیز نشان داد که میزان تأثیر مدیر اجرایی ارشد در عملکرد شرکت ۲۹/۲٪ است. نظریه ایلئون بالا (پلکان بالاتر) از همبریک و مسون (۱۹۸۴) فرض می‌کند که ویژگی‌ها و تجربیات مدیریتی می‌تواند بر تصمیم‌گیری مدیران ارشد و به تبع بر نتایج سازمانی تأثیرگذار باشد. به ویژه تجربه کاری یک عامل مهم در این زمینه به شمار می‌رود و تأثیر قابل توجه آن در استراتژی اتخاذ شده شرکت بر اساس شواهد تجربی مختلف اثبات شده است. در همین ارتباط، کارایی متفاوت مدیران اجرایی ارشد در زمینه‌های مهندسی و علمی (ملمیندیر و تیت، ۲۰۰۵)، تخصص مالی (کاستودیو و متزگر، ۲۰۱۳) و تجربه‌های کاری حرفه‌ای خاص (هوانگ، ۲۰۱۴؛ کاستودیو و متزگر، ۲۰۱۳)، در تحقیقات بررسی شده است. روند اخیر در زمینه کسب و کار نیز رشد قابل توجه درصد مدیران اجرایی با پیشینه‌های حرفه‌ای و تجربیات مختلف را نشان می‌دهد (کراسلند و همکاران، ۲۰۱۴). علاوه بر این، مهارت‌های مدیریتی عمومی که به راحتی قابل انتقال در سراسر شرکت‌ها و صنایع هستند، برخلاف مهارت‌های مدیریتی خاص که مختص شرکت‌ها و صنایع خاص هستند، در بازار کار مدیران اجرایی بیشتر کاربرد دارد. شرکت‌ها پرداخت‌های بالاتری به مدیران اجرایی ارشد عمومی که مهارت‌های مدیریتی عمومی خود را از سمت‌های مختلف در شرکت‌ها و صنایع مختلف کسب کردند، در مقایسه با مدیران متخصص در زمینه‌های خاص، ارائه می‌دهند (کاستودیو و همکاران، ۲۰۱۳). بنابراین، با توجه به اهمیت فزاینده مدیران اجرایی در موفقیت سازمان‌ها و به خصوص با افزایش اولویت مدیران اجرایی با مهارت‌های مدیریتی عمومی، سوال اینجاست که آیا بقای شرکت‌های عرضه اولیه با مدیر اجرایی متخصص در مقایسه با شرکت‌های عرضه اولیه با مدیر اجرایی عمومی (با مهارت)، طولانی‌تر است یا خیر؟

### مبانی نظری

انگیزه‌های متفاوت میان مدیران اجرایی متخصص و عمومی روند اقدامات و تصمیم‌گیری‌ها را جهت می‌دهد و در نتیجه بر ریسک شکست یا بقای شرکت‌های عرضه اولیه موثر است. ممکن است مدیران اجرایی عمومی انگیزه‌های مختلف ریسک‌پذیری را دارا باشند که در راستای اهداف شرکت نباشد (میشرا، ۲۰۱۴). مدیران اجرایی ارشد عمومی بیشتر در معرض

تغییر شغل هستند (جیانتی، ۲۰۱۱) و به دلیل حضور برجسته آنها در پایگاه‌های اطلاعاتی به راحتی استخدام می‌شوند (داسگوبتا و دینگ، ۲۰۱۰). قابلیت استخدام بالاتر باعث می‌شود سرمایه آنها کمتر وابسته به شرکت‌های تحت مدیریتشان باشد. علاوه بر این، مطالعات پیشین نشان می‌دهد اهداف مدیران اجرایی عمومی با استراتژی‌های شرکت تحت مدیریت خود متناقض است (همبریک و همکاران، ۱۹۹۳) و آنها دارای ریسک‌پذیری متفاوتی هستند (واردمن و همکاران، ۲۰۰۸). همچنین، آنها نسبت به تجربیات جدید واکنش‌های متفاوتی دارند (زیمرم، ۲۰۰۸؛ بودرو و همکاران، ۲۰۰۱) و عکس‌العمل مثبتی نسبت به آزمایش و تغییر دارند (کراسلند و همکاران، ۲۰۱۴). مدیران اجرایی عمومی تمایل بیشتری به اتخاذ استراتژی‌های پرمخاطره برای اثبات توانایی‌های خود در بازار دارند. در نتیجه مدیران اجرایی عمومی انگیزه بیشتری در پیگیری پروژه‌های ریسک‌دار، بدون توجه به پیامدهای چنین استراتژی‌هایی در پایداری بلندمدت شرکت دارند. از سوی دیگر، تحرک شغلی مدیران اجرایی متخصص در شرکت‌ها و صنایع محدودتر است (کاستودیو و همکاران، ۲۰۱۳). بنابراین، آینده سرمایه مدیران اجرایی متخصص به عملکرد بلندمدت شرکت وابسته است که باعث افزایش انگیزه آنها در پایدار نگاه داشتن شرکت می‌شود. علاوه بر این، کراسلند و همکاران (۲۰۱۴) استدلال می‌کنند که مدیران اجرایی با تنوع تخصص کمتر تمایل به ثبات در تصمیم‌گیری‌های استراتژیک دارند. همچنین، تخصص قابل توجه در صنعت، درک کامل از شرکت و روابط بلندمدت با مشتریان و تامین‌کنندگان، مدیران اجرایی متخصص را قادر می‌سازد تصمیمات استراتژیک مناسب‌تری برای اطمینان از پایداری شرکت‌های عرضه اولیه اتخاذ نمایند. بنابراین، انتظار می‌رود شرکت‌های دارای مدیر اجرایی متخصص، کمتر دچار شکست شوند و پایدارتر باشند.

بر اساس استدلال کاستادیو و همکاران (۲۰۱۳) در این پژوهش، یک شاخص مهارت‌های عمومی ایجادگردید که ویژگی‌هایی از سابقه کاری مدیران اجرایی را خلاصه می‌کند و شامل نقش‌های مدیر اجرایی، تعداد شرکت‌های پیشین تحت مدیریت او، تعداد صنایعی که در آنها مدیر بوده است و اینکه او در شرکت‌های پیشین خود به همین سمت مشغول بوده یا خیر، است. در صورتی که شاخص مهارت‌های مدیر اجرایی برابر یا بیشتر از میانگین نمونه کلی باشد، مدیر اجرایی به‌عنوان مدیر اجرایی عمومی طبقه‌بندی می‌شود و در غیر این صورت، مدیر اجرایی به‌عنوان مدیر اجرایی متخصص محسوب می‌شود. در پژوهش کاستادیو و همکاران، تجزیه و

تحلیل بقای شرکت‌های عرضه اولیه در نمونه مورد مطالعه آنها از سال ۱۹۹۹ تا ۲۰۰۹ نشان می‌دهد، شرکت‌های عرضه اولیه با مدیر اجرایی متخصص، دارای احتمال کمتر در شکست و احتمال بقای بالاتر در دوره‌های پس از عرضه اولیه، هستند. به ویژه، خطر شکست شرکت‌های عرضه اولیه با مدیر اجرایی متخصص، ۳۳٪ کمتر از شرکت‌های دارای مدیر اجرایی عمومی است. به علاوه، نتایج بررسی آنها نشان می‌دهد مدیران اجرایی عمومی حقوق بالاتری نسبت به مدیران اجرایی متخصص دریافت می‌کنند، در حالی که تأثیر مثبتی بر عملکرد شرکت ندارند.

تحقیقات پیشین به بررسی ویژگی‌های مختلف مدیر اجرایی ارشد مانند سن (سرفلینگ، ۲۰۱۴؛ اورنس و ریپول، ۲۰۱۳)، تحصیلات (کینگ و همکاران، ۲۰۱۶)، تجربیات اولیه زندگی (ملمیندیر و همکاران، ۲۰۱۴)، ویژگی‌های روانی مانند اعتماد به نفس کاذب (ملمیندیر و تیت، ۲۰۰۵ و ۲۰۰۸؛ هوانگ و همکاران، ۲۰۱۶)، نگرش به ریسک (کین و مکیون، ۲۰۱۶؛ گراهام و همکاران، ۲۰۱۳)، مهارت‌های مدیریتی خاص (کابلان و همکاران، ۲۰۱۲)، اثرات ثابت مدیریتی (برتراند و شوار، ۲۰۰۳) پرداخته است. همچنین، از نظر تجربه کاری مدیران اجرایی ارشد، مطالعات پیشین به بررسی تجربه‌های عملکردی (کاستودیو و مترگر، ۲۰۱۴؛ ملمیندیر و تیت، ۲۰۰۵)، تخصص صنعتی (هوانگ، ۲۰۱۴؛ کستودیو و مترگر، ۲۰۱۳؛ اورنس و ریپول، ۲۰۱۳) و تنوع حرفه کاری (هو و لیو، ۲۰۱۵؛ کراسلند و همکاران، ۲۰۱۴) پرداخته‌اند. این مطالعات عمدتاً ویژگی‌ها و تجربیات مدیران اجرایی را به تصمیمات استراتژیک آنها در سازمان مرتبط می‌سازند. شواهد تجربی در خصوص تأثیر سابقه کاری مدیران اجرایی بر بقای بلندمدت شرکت‌های عرضه اولیه کمیاب است. بر اساس تحقیقات انجام شده در خارج و بررسی مطالعات داخلی، این پژوهش اولین مطالعه در ایران است که مستقیماً به بررسی تأثیر توانایی مدیریتی مدیران اجرایی بر بقای شرکت‌های عرضه اولیه می‌پردازد.

### توانایی مدیریتی مدیر اجرایی و بقاء شرکت‌های عرضه اولیه

نظریه ایلنون بالا (پلکان بالاتر) از همبریک و مسون (۱۹۸۴) فرض می‌کند که ویژگی‌ها و تجربیات مدیریتی می‌تواند بر تصمیم‌گیری مدیران ارشد تأثیرگذار باشد و بدین ترتیب بر نتایج سازمانی تأثیر بگذارد. مطالعات تجربی مختلف، یافته‌هایی مطابق با این نظریه ارائه می‌دهند و اهمیت ناهمگنی مدیریتی در توصیف استراتژی‌ها و عملکرد سازمانی را نشان می‌دهند. به‌عنوان

مثال، برتراند و اسکار (۲۰۰۳)، دریافتند که اثرات ثابت مدیر، اثر قابل توجهی در ناهمگنی تصمیمات سازمانی همچون سیاست‌های سرمایه‌گذاری مانند هزینه‌های سرمایه و خرید، سیاست‌های مالی مانند دارایی‌های نقدی، مزیت‌های سرمایه، پوشش بهره، پرداخت سود و سایر استراتژی‌های سازمانی مانند تحقیق و توسعه، تبلیغات و تنوع فعالیت، دارد. مطالعات بعدی به بررسی تأثیرات روانشناختی مدیران مانند اعتماد به نفس بیش از حد و نگرش‌های شخصی نسبت به ریسک (هوانگ و همکاران، ۲۰۱۶؛ کین و مکین، ۲۰۱۶؛ گراهام و همکاران، ۲۰۱۳؛ ملمیندیر و همکاران، ۲۰۱۱؛ ملمیندیر و تیت، ۲۰۰۸؛ ملمیندیر و تیت، ۲۰۰۵)، تجربیات اولیه زندگی (ملمیندیر و همکاران، ۲۰۱۱)، سن (سرفلینگ، ۲۰۱۴؛ اورنس و ریپول، ۲۰۱۳) و تحصیلات (کینگ و همکاران، ۲۰۱۶)، بر تصمیمات سازمانی او پرداختند. همچنین، مطالعات، تأثیرات قابل توجه تجربه پیشین مدیران اجرایی ارشد مانند پیشینه مهندسی و علمی (ملمیندیر و تیت، ۲۰۰۵؛ کاستودیو و مترگر، ۲۰۱۴) و تجربه حرفه‌ای او در صنعت خاص (هوانگ، ۲۰۱۴؛ کاستودیو و مترگر، ۲۰۱۴؛ اورنس و ریپول، ۲۰۱۳) را در اتخاذ استراتژی‌های سازمانی نشان دادند. بدنبال کاستودیو و همکاران (۲۰۱۳)، یک شاخص قدرت عمومی بر اساس جنبه‌های مختلف کاری مدیران اجرایی ایجاد شد. بر اساس تعریف کاستودیو و همکاران (۲۰۱۳)، توانایی مدیریت عمومی مجموعه‌ای از دانش‌ها، مهارت‌ها و تجاربی است که مدیر اجرایی ارشد از کار در نقش‌های کاربردی مختلف در شرکت‌ها و صنایع مختلف در طول عمر کاری خود بدست آورده است. بر خلاف توانایی مدیریتی عمومی، توانایی مدیریتی تخصصی شامل مجموعه‌ای از مهارت‌های خاص مانند نقش‌های کاربردی در شرکت‌ها و صنایع مختلف است. به عبارتی، مدیران متخصص با پیشرفت از طریق تصدی وظایف مختلف در سازمان‌ها و کسب و کارها، طیف وسیعی از تجارب را بدست می‌آورند و توانایی شناختی خود را برای رسیدگی به شرایط تجاری گسترش می‌دهند (دراگونی و همکاران، ۲۰۱۱؛ تسلوک و جیکوبز، ۱۹۹۸). بنابراین، مدیران اجرایی عمومی در میان شرکت‌ها یا مجموعه‌های پیچیده‌تر مطلوب‌تر به شمار می‌روند (یوان، ۲۰۰۹) و برای رسیدگی به شرایط پیچیده‌تر کسب و کار مانند تغییرات در بازار محصول (هابارد و بالیا، ۱۹۹۵)، تکنولوژی و شیوه‌های مدیریتی (گاریسیانو و راسی هنزبرگ، ۲۰۰۶)، بازسازی، ادغام، شوک‌های صنعتی و اختلالات عملیاتی (کاستودیو و همکاران، ۲۰۱۳)، مناسب‌تر محسوب می‌شوند. با این حال، تأثیر مدیران اجرایی عمومی در زمینه عرضه اولیه نامعلوم است.

میشرا (۲۰۱۴)، بیان می‌کند که مدیران اجرایی ارشد با تجربه مدیریت عمومی دارای انگیزه‌هایی هستند که ممکن است با منافع سهامداران متناقض باشد. به‌طور خاص، مدیران اجرایی عمومی در انگیزه‌های ریسک‌پذیری خود در مقایسه با مدیران اجرایی متخصص متفاوت هستند. آنها دارای مهارت‌های مدیریتی هستند که به راحتی در سراسر شرکت‌ها و صنایع قابل انتقال است و به‌طور فزاینده‌ای در بازار کار اجرایی، مورد استفاده قرار می‌گیرد (کاستودیو و همکاران، ۲۰۱۳). بنابراین، آنها به احتمال بیشتر از یک بازار کار امیدوارکننده بهره می‌برند و تغییر شغل می‌دهند. همچنین، آنها در پایگاه‌های جستجوی مدیران اجرایی شرکت‌ها، خود را برجسته‌تر نشان می‌دهند و در نتیجه راحت‌تر استخدام می‌شوند (داسگوبتا و دینگ، ۲۰۱۰). به همین دلیل، سرمایه بلندمدت مدیران اجرایی ارشد عمومی کمتر وابسته به چشم‌انداز آینده شرکت است. علاوه بر این، مدیران اجرایی با تجارب کاری متنوع از نظر روانی کمتر متعهد به استراتژی‌های فعلی شرکت هستند (همبریک و همکاران، ۱۹۹۳)؛ آنها گرایش متفاوت به ریسک دارند (واردمن و همکاران، ۲۰۰۸؛ نیکولسن و همکاران، ۲۰۰۵) و به احتمال بیشتر از تجربیات و تغییرات استفاده می‌کنند (کرلسلند و همکاران، ۲۰۱۴). مدیران اجرایی عمومی ممکن است تلاش کنند تا با استفاده از استراتژی‌های پرمخاطره به بازار نشان دهند از توانایی بالاتری بهره‌مند هستند. بنابراین، مدیران اجرایی عمومی ممکن است انگیزه بیشتری برای پیگیری پروژه‌های خطرآفرین داشته باشند و به پیامدهای این استراتژی‌ها در بلندمدت توجه نکنند.

بر خلاف مدیران اجرایی عمومی، تجربه کاری مدیران اجرایی متخصص بر توابع، شرکت‌ها و صنایع مشخص متمرکز است و انتخاب‌های آنها در تغییر شغل محدودتر است (کاستودیو و همکاران، ۲۰۱۳). عملکرد ضعیف شرکت، بازتاب منفی برای سابقه کاری مدیران اجرایی متخصص و موقعیت استخدام آنها در آینده خواهد داشت. تحرک شغلی پایین در سراسر شرکت‌ها و صنایع باعث می‌شود آینده کاری مدیران اجرایی متخصص به عملکرد و اعتبار شرکت تحت مدیریت آنها وابسته باشد. بنابراین، آنها انگیزه‌های بیشتری برای افزایش اعتبار شرکت دارند، زیرا منافع بلندمدت خود را وابسته به این مسئله می‌دانند. علاوه بر این، مشارکت طولانی مدت در صنعت و شرکت‌های خاص توسط مدیران اجرایی متخصص باعث بدست آوردن تخصص صنعتی قابل توجه با درک دقیق از محیط کسب و کار شرکت و برقراری ارتباطات با مشتریان و تامین‌کنندگان، می‌شود. در نتیجه، مدیران اجرایی متخصص می‌توانند



تصمیمات مناسب تری در ارتباط با تخصیص منابع، اتخاذ نمایند و به نظر می‌رسد که آنها برای شرکت‌های عرضه اولیه در اعمال تغییرات ساختاری و عمومی سازی، مناسب تر هستند. طبق استدلال‌های ذکر شده، می‌توان انتظار داشت که مدیران اجرایی متخصص بر خلاف مدیران اجرایی عمومی خدمات قابل توجهی به بقاء شرکت‌های عرضه اولیه ارائه دهند و به‌طور خاص، با احتمال شکست پایین تری در دوره‌های پس از عرضه اولیه مواجه باشند.

### پیشینه پژوهش

فاریس (۲۰۱۴)، به بررسی مشارکت هیئت‌مدیره و مدیرعامل در ارزیابی بهینه عرضه اولیه عمومی پرداخته است. هدف این مقاله گسترش حاکمیت شرکت‌های کوچک با تأثیر مداخله مدیران اجرایی در هیئت‌مدیره، در ارزیابی عرضه اولیه عمومی است. نتایج این بررسی نشان می‌دهد که مشارکت هیئت‌مدیره و مدیرعامل تأثیر مثبتی بر سرمایه‌گذاران در عرضه اولیه سهام داشته است.

باری و همکاران (۲۰۱۵)، به بررسی تامین مالی، سرمایه‌گذاری و عملکرد عرضه اولیه عمومی پرداخته‌اند. در این بررسی به نقش واسطه‌گران مالی، وام‌دهندگان و سرمایه‌گذاران، در یک نمونه‌ای بالغ بر ۶۰۰۰ شرکت / سال در عرضه اولیه عمومی در طول سال‌های ۱۹۸۰ تا ۲۰۱۲ پرداخته شده است. نتایج این بررسی نشان می‌دهد که شرکت‌هایی با سطح بدهی بلندمدت و بازدهی اولیه، در سرمایه‌گذاری موفق‌تر از شرکت‌هایی با سطح پایین بدهی‌های بلندمدت بوده‌اند.

بولتنو کمپل (۲۰۱۶)، به بررسی اعتماد به نفس مدیران در عرضه اولیه عمومی پرداخته است. او بیان می‌کند که عدم تقارن اطلاعاتی ممکن است به‌عنوان یک مبدل برای ارتباط بین اعتماد به نفس مدیریت و عرضه اولیه عمل نماید. مدیران در تولید اطلاعات قبل از عرضه اولیه به شیوه‌های مختلفی عمل می‌کنند که نتایج این بررسی نشان می‌دهد مدیران با اعتماد به نفس کاذب، برای دریافت ارزش بالاتر برای سهام در عرضه اولیه تلاش می‌کنند و عموماً باعث ضرر بیشتر شرکت شده‌اند.

لی (۲۰۱۶)، به بررسی عوامل موثر در تقاضای سهامداران در عرضه اولیه عمومی با نقش مشوق‌های سهامداران و مدیران شرکت‌ها پرداخته است. هدف این پژوهش، بررسی انگیزه‌های

مدیرعامل و حاکمیت شرکتی در عرضه اولیه عمومی بر روند واگذاری و تقاضای سهامداران در بورس اوراق بهادار کشور چین بوده است. نتایج نشان داد که احتمال ادعا تقلب شرکت‌ها در عرضه اولیه عمومی برای شرکت‌هایی که هیئت‌مدیره آنها تحت مالکیت شخصی است و مدیران اجرایی آنها مسن‌تر هستند، بالاتر است.

راگوزینو (۲۰۱۷)، به بررسی اثرات فعالیت شرکت‌ها پیش از عرضه اولیه عمومی بر رشد شرکت در بورس امریکا طی سال‌های ۲۰۰۲ تا ۲۰۱۴ پرداخت. نتایج این بررسی نشان داد که فعالیت‌های شرکت‌ها می‌تواند بر رشد شرکت‌های کارآفرینی تأثیر فوق‌العاده‌ای داشته باشد.

نخعی (۱۳۹۴)، به بررسی ارتباط بین عملکرد شرکت‌ها پس از عرضه عمومی اولیه و مدت زمان سپری شده از پذیرش آنها در بورس اوراق بهادار تهران پرداخته است. یافته‌های تحقیق نشان داده است که عملکرد آتی شرکت‌ها رابطه مستقیمی با مدت زمان سپری شده از پذیرش آنها در بورس اوراق بهادار دارد.

شفیع‌پور (۱۳۹۴)، به بررسی مدیریت سود و ساختار مالکیت در عرضه عمومی اولیه پرداخت. نتایج این بررسی نشان داد که ارقام تعهدی اختیاری قبل از عرضه اولیه توانایی توضیح‌دهندگی ساختار مالکیت شکل گرفته پس از عرضه را دارد، اما معکوس آن برقرار نیست. به عبارتی، دلیلی برای رد رابطه مستقیم میان ارقام تعهدی اختیاری قبل از عرضه با ساختار مالکیت یافت نشد. بنابراین، از آنجا که با افزایش مدیریت سود قبل از عرضه، درصد مالکیت نهادی افزایش یافته است، می‌توان نتیجه گرفت که عوامل مهم دیگری به غیر از ارقام تعهدی اختیاری در تصمیمات سرمایه‌گذاران نهادی موثر است.

### فرضیه‌های پژوهش

فرضیه ۱: احتمال کمتری برای شکست در عرضه اولیه عمومی شرکت با حضور مدیران ارشد اجرایی متخصص متصور است.

فرضیه ۲: احتمال بیشتری برای شکست در عرضه اولیه عمومی شرکت با حضور مدیران ارشد اجرایی عمومی متصور است.

## روش پژوهش

روش پژوهش مورد استفاده، رگرسیون چند متغیره است که با الگوبرداری از پژوهش گانوپولوس و فام (۲۰۱۸) انجام شده است. جامعه آماری این پژوهش شامل شرکت‌های تازه پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران برای دوره زمانی ۱۳۸۵ تا ۱۳۹۵ است که اطلاعات آن برای دوره مورد بررسی در دسترس باشد. نمونه‌گیری این تحقیق به صورت مرحله‌ای و هدفمند است که به روش غربال‌گری به شرح زیر انجام شده است.

- عرضه عمومی اولیه باشد.
  - اسناد، مدارک و گزارش‌های مورد نیاز جهت آزمون مدل‌ها در دسترس باشد.
- جهت گردآوری اطلاعات در خصوص بررسی ادبیات موضوع پژوهش از روش کتابخانه‌ای و مطالعات اسنادی استفاده شده است. برای دستیابی به اطلاعات مورد نیاز برای پردازش فرضیه‌های پژوهش از مجلات و سالنامه‌های انتشارات سازمان بورس اوراق بهادار تهران، گزارش‌های سالانه شرکت‌ها، اطلاعات موجود در نرم افزار شرکت ره‌آورد نوین و دیگر نرم افزارهای مربوطه و بررسی صورت‌های مالی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران استفاده شده است.

## مدل‌های پژوهش

مدل‌های پژوهش برگرفته از پژوهش گانوپولوس و فام (۲۰۱۸) به صورت زیر برآورد شده‌اند:

$$H(t) = h_0(t) [a_0 + b_1 \text{ Specialist CEO} + \beta_i \text{ Controls } i,t] + \varepsilon \quad (1)$$

$$H(t) = h_0(t) [a_0 + b_1 \text{ Generalist CEO} + \beta_i \text{ Controls } i,t] + \varepsilon \quad (2)$$

## متغیرها و نحوه محاسبه آنها

### متغیر وابسته

متغیر وابسته در این پژوهش، ریسک شکست است. بنابراین، ضریب مثبت (منفی) نشان می‌دهد که شکست در عرضه اولیه با احتمال بیشتری (کمتری) اتفاق می‌افتد و زمان بقا کوتاه‌تر (طولانی‌تر) است. نسبت خطر برای هر متغیر مستقل و کنترلی به‌عنوان ضریب نما برای متغیر محاسبه می‌شود. این نسبت افزایش خطر شکست را برای یک واحد افزایش در مقدار متغیر اندازه می‌گیرد.

$H(t)$ : خطر برآورد شده نهایی است که برای اندازه‌گیری آن از مدل آلتمن (۱۹۶۸) که توسط کردستانی و همکاران (۱۳۹۳) تعدیل شده است، برای شرکت‌های عرضه اولیه استفاده می‌شود. این مدل به شرح زیر است:

$$\text{Adj Z-Score} = 0.291WC/TA + 2.458RE/TA - 0.301EBIT/TA - 0.079BVE/TL - 0.05TS/TA \quad (3)$$

که در آن  $WC/TA$ : نسبت سرمایه در گردش به کل دارایی‌ها،  $RE/TA$ : نسبت سود (زیان) انباشته به کل دارایی‌ها،  $EBIT/TA$ : نسبت سود (زیان) عملیاتی به کل دارایی‌ها،  $BVE/TL$ : نسبت ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام به کل بدهی‌ها و  $TS/TA$ : نسبت فروش خالص به کل دارایی‌ها است.

محدوده درماندگی مالی، بین ورشکستگی و سلامت مالی تعریف می‌شود. بر این اساس، محدوده‌های مدل تعدیل شده آلتمن طبق تطبیق مراحل مختلف درماندگی مالی و ورشکستگی (نیوتن و آلتمن) به شرح زیر است:

$$\text{Adj Z-Score} \leq 0.14 \text{ - مرحله ورشکستگی با احتمال خیلی زیاد (۹۵ درصد)}$$

$$0.14 > \text{Adj Z-Score} > 0.02 \text{ - مرحله درماندگی مالی کامل}$$

$$0.36 > \text{Adj Z-Score} > 0.20 \text{ - مرحله کسری وجه نقد و عدم توانایی در پرداخت دیون مالی یا}$$

تجاری

$$0.6 > \text{Adj Z-Score} > 0.36 \text{ - مرحله نهفتگی درماندگی مالی}$$

۰/۶ Adj Z-Score  $\geq$  مرحله سلامت مالی

$S(t)$ : تابع عملکرد ریسک ابتدایی است که برای برآورد ریسک شکست از تابع Nelson-Aalen برای شرکت‌های حاضر در عرضه اولیه عمومی و با توجه به مدل بالا استفاده می‌شود.

$$S(t) = \sum d_i / n_i \quad (۴)$$

که در آن  $n_i$  تعداد شرکت‌های در معرض خطر (دچار درماندگی مالی) در زمان  $t$ ،  $d_i$  تعداد شرکت‌های شکست خورده یا ورشکسته در زمان  $t$  است.

در نهایت  $H(t)$ : خطر تخمین زده شده نهایی است که برابر است با:

$$H(t) = 100 * (\text{نسبت ریسک برآورد شده} - 1) \quad (۵)$$

### متغیرهای مستقل

**Generalist CEO**: مهارت‌های عمومی مدیر عامل است که بر اساس پژوهش هانگ (۲۰۱۷) برآورد شده است. مهارت‌های عمومی مدیر عامل شامل نقش‌های مدیر اجرایی، تعداد شرکت‌های پیشین تحت مدیریت او، تعداد صنایعی که در آنها مدیر بوده است و اینکه در شرکت‌های پیشین خود به همین سمت مشغول بوده است یا خیر، است. اگر شاخص‌های مهارت عمومی مدیر عامل بالاتر از حد متوسط باشد یک و در غیر این صورت برابر با صفر است.

**Specialist CEO**: تخصص مدیر عامل است که بر اساس پژوهش هانگ (۲۰۱۷) برآورد شده است. متغیر عددی که اگر فردی متخصص باشد برابر با یک و در غیر این صورت صفر است. برای دسته‌بندی، اگر شاخص توانایی عمومی مدیر عامل کمتر از رده‌ی متوسط باشد، به عنوان متخصص طبقه‌بندی می‌شود. همچنین، در این پژوهش مدیران عاملی که مدرک مالی دارند و قبلاً در سمت‌های مدیر مالی، رئیس حسابداری و معاون اداری و مالی بوده‌اند، به عنوان مدیران متخصص طبقه‌بندی شده‌اند. تخصص مدیر عامل یک متغیر ساختگی (مصنوعی) است؛ به این صورت که اگر مدیر عامل شرکت دارای مدرک حداقل لیسانس در رشته‌های مالی از قبیل حسابداری، مدیریت و اقتصاد باشد، مقدار این متغیر یک و در غیر این صورت صفر فرض می‌شود. در نهایت، جهت محاسبه شاخص تخصص مدیر عامل امتیاز این دو شاخص با هم جمع و بر تعداد معیار تقسیم می‌شود.

### متغیرهای کنترلی

سن شرکت: لگاریتم طبیعی عمر شرکتی که سهامش برای اولین بار پذیره نویسی می‌شود. عمر شرکت از تفاوت بین سال تاسیس شرکت و عرضه اولیه عمومی بدست می‌آید. فروش: لگاریتم مجموع فروش شرکت در پایان سال مالی است. حسابرسی: در صورتی که شرکت مورد بررسی در پژوهش، توسط سازمان حسابرسی حسابرسی شده باشد عدد یک و در غیر این صورت عدد صفر به آن اختصاص داده شده است. سودآوری: نسبت سود قبل از کسر مالیات به کل دارایی‌ها است. اهرم مالی: نسبت کل بدهی به کل دارایی‌های شرکت است. نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری: نسبت ارزش بازار سهام به ارزش دفتری سرمایه است. هزینه‌های تحقیق و توسعه: نسبت هزینه‌های تحقیق و توسعه به ارزش دفتری دارایی است. هزینه تبلیغات: نسبت هزینه تبلیغات به کل دارایی‌ها است. مخارج سرمایه‌ای: مخارج سرمایه به کل دارایی‌ها است و در نهایت بازده اولیه: بازده سهام در روز اول معاملات سهام شرکت است.

### یافته‌های پژوهش

#### آمار توصیفی متغیرهای پژوهش

آماره توصیفی متغیرهای پژوهش در نگاره شماره (۱) ارائه شده است.

اصلی‌ترین شاخص مرکزی میانگین است که نشان دهنده نقطه تعادل و مرکز ثقل توزیع است و شاخص خوبی برای نشان دادن مرکزیت داده‌ها است. برای مثال، مقدار میانگین برای متغیر تخصص مدیرعامل برابر ۰/۳۲۵ است که نشان می‌دهد بیشتر داده‌ها حول این نقطه تمرکز هستند. به‌طور کلی پارامترهای پراکندگی، معیاری برای تعیین میزان پراکندگی از یکدیگر یا میزان پراکندگی آنها نسبت به میانگین است

## نگاره (۱): آمار توصیفی متغیرهای پژوهش

انحراف معیار	کمینه	بیشینه	میانگین	معیارها متغیرها
۰/۷۰۷	۰	۱	۰/۳۲۵	تخصص مدیر عامل
۰/۳۴	۰	۱	۰/۱۷۷	مهارت مدیر عامل
۰/۶۱۷	۴/۱۷۴	۱/۳۸۲	۲/۸۱۵	عمر شرکت
۰/۶۷	۳/۵۲	۸/۵۴	۵/۸۲	فروش
۰/۴۸۵	۰	۱	۰/۳۷۷	حسابرسی
۰/۱۳	-۰/۴۵	۰/۶۳	۰/۱۰	سودآوری
۰/۱۹	۰/۱۰	۰/۶۳	۰/۵۳۱	اهرم مالی
۲/۴۶۲	۱/۳۴	۱۳/۵۱	۲/۸۶	نسبت ارزش
۲/۶۶۲	۴/۴۱۵	۲۸/۲۹	۰/۳۱۸	تحقیق و توسعه
۲/۳۱	۵/۴۵	۲۴/۴۶	۰/۳۷۶	تبلیغات
۱/۲۲۴	-۰/۰۰۸۸	۶/۳۷۹	۰/۶۸۹	مخارج سرمایه‌ای
۶۰۳۳۴/۹۰	-۷۷/۷۱۴۹	۲۰۰۰	۲۲۳۹/۸۴۶	بازده اولیه

## آزمون پایایی متغیرهای پژوهش

براساس نتایج آزمون مانایی (لوین لین و جو) مطابق نگاره (۲)، همه متغیرهای حاضر در سطح صفر مانا هستند.

## نگاره (۳): مانایی متغیرها

متغیر	ضریب	احتمال	سطح پذیرش
نسبت خطر	-۱۳۶/۵۲۲	۰/۰۲۰	I (0)
تخصص مدیر عامل	-۱۳۴/۹۶۳	۰/۰۰۰	I (0)
مهارت مدیر عامل	-۱۶/۳۹۷	۰/۰۰۰	I (0)
عمر شرکت	-۲۱/۲۸۰	۰/۰۱۰	I (0)
فروش	-۱۰/۴۱۵	۰/۰۰۸	I (0)
حسابرسی	-۳/۲۳۲	۰/۰۰۰	I (0)
سودآوری	-۶/۵۰۴	۰/۰۲۰	I (0)
اهرم مالی	-۲۹/۷۲	۰/۰۰۰	I (0)
نسبت ارزش	-۸/۲۴۴	۰/۰۰۰	I (0)
تحقیق و توسعه	-۱۸/۳۷۲	۰/۰۰۵	I (0)
تبلیغات	-۱۴/۰۱۲	۰/۰۰۰	I (0)
مخارج سرمایه‌ای	-۱۴/۳۷۲	۰/۰۰۰	I (0)
بازده اولیه	-۱۱/۷۱۷	۰/۰۰۵	I (0)

## آزمون فرضیه اول پژوهش

همانطور که در نگاره (۳) مشاهده می‌شود، برای بررسی درستی مدل، از معیارهای ضریب تعیین ( $R^2$ )، ضریب تعیین تعدیل شده ( $Adj.R^2$ ) و آماره دورین واتسون ( $D-W$ ) و برای بررسی معنی‌داری مدل نیز از آماره  $F$  استفاده شده است. مقدار ضریب تعیین  $0.73$  و ضریب تعیین تعدیل شده برابر  $0.726$  است. بنابراین، قدرت توضیح‌دهندگی و برازش مدل در سطح خوبی قرار دارد. آماره دورین واتسون برابر با  $1/63$  است و از آنجا که بازه  $1/5$  تا  $2/5$  نشان‌دهنده عدم وجود خود همبستگی مرتبه اول است، بنابراین خودهمبستگی مرتبه اول در جزء خطای مدل وجود ندارد. در نهایت مقدار آماره  $F$  برابر با  $173/72$  و مقدار احتمال آن برابر با  $0.0000$  است و از آنجایی که مقدار احتمال آن کمتر از  $0.05$  است، بنابراین معنی‌داری مدل تأیید می‌شود. با توجه به سطح معنی‌داری آزمون تی‌استودنت و ضریب رگرسیونی مدل ( $Beta = -0.375561$ )، تخصص مدیرعامل دارای رابطه معنی‌داری و منفی با متغیر شکست در عرضه عمومی اولیه است. بنابراین، احتمال کمتری برای شکست در عرضه اولیه عمومی شرکت‌ها با حضور مدیران ارشد اجرایی متخصص متصور است.



در واقع ضریب منفی حاکی از آن است که شرکت‌های عرضه اولیه که توسط مدیر عامل متخصص اداره می‌شوند، با احتمال خطر شکست کمتری مواجه هستند. نسبت خطر (۰/۳۵۱) نشان می‌دهد که ریسک شکست شرکت‌های عرضه اولیه با مدیرعامل متخصص ۳۵ درصد از ریسک شکست شرکت‌ها با مدیرعامل غیرمتخصص، کمتر است. همچنین، ضرایب متغیرهای کنترلی نشان می‌دهد که شرکت‌های در حال رشد و سودآور دارای مدیرعامل متخصص هستند که این مساله منجر به احتمال کمتر شکست در عرضه اولیه عمومی سهام آنها می‌شود. اهرم مالی تأثیر قابل توجهی بر احتمال شکست شرکت‌های عرضه اولیه دارد و ارتباط قابل توجهی بین بقای شرکت‌های عرضه اولیه و تصمیمات سرمایه‌گذاری راهبردی از جمله هزینه‌های تحقیق و توسعه و هزینه‌های سرمایه آنها یافت شد. مطابق با پژوهش جین و مارتین (۲۰۰۵) بقای شرکت‌های عرضه اولیه که توسط موسسات حسابرسی با کیفیت بالا، حسابرسی می‌شوند، تحت تأثیر قرار می‌گیرد و در این پژوهش نیز ارتباط معنی‌داری بین این دو متغیر یافت شد.

### آزمون فرضیه دوم پژوهش

همانطور که در نگاره شماره (۴) مشاهده می‌شود، مقدار ضریب تعیین ۰/۶۶۱ و ضریب تعیین تعدیل شده برابر ۰/۶۵۵ است. بنابراین، قدرت توضیح‌دهندگی و برازش مدل در سطح خوبی قرار دارد. آماره دوربین واتسون برابر با ۲ است و از آنجا که بازه ۱/۵ تا ۲/۵ نشان‌دهنده عدم وجود خود همبستگی مرتبه اول است، بنابراین خودهمبستگی مرتبه اول در جزء خطای مدل وجود ندارد. در نهایت مقدار آماره F برابر با ۱۲۵/۱۳ و مقدار احتمال آن برابر با ۰/۰۰۰۰ است و از آنجایی که مقدار احتمال آن کمتر از ۰/۰۵ است، بنابراین معنی‌داری مدل تأیید می‌شود. با توجه به سطح معنی‌داری آزمون تی استودنت و ضریب رگرسیونی مدل (۰/۰۰۰۰۰۰۲۷۳)  $\beta =$ ، مهارت عمومی مدیرعامل دارای رابطه معنی‌داری و مثبتی با متغیر شکست در عرضه عمومی اولیه است. بنابراین، احتمال بیشتری برای شکست در عرضه اولیه عمومی شرکت‌ها با حضور مدیران ارشد اجرایی عمومی متصور است. به عبارتی، ضریب مثبت نشان می‌دهد که شرکت‌های عرضه اولیه که توسط مدیرعامل عمومی اداره می‌شوند، با احتمال خطر شکست بیشتری مواجه هستند. نسبت خطر (۱/۷۲۷) از شاخص مهارت مدیرعامل نشان می‌دهد که برای هر واحد افزایش شاخص توانایی‌های عمومی، خطر شکست در شرکت به میزان ۷۲/۱ درصد افزایش می‌یابد.

## نگاره (۳): برازش مدل فرضیه اول پژوهش

متغیر	ضریب رگرسیونی	t آماره	احتمال	نسبت خطر شکست
تخصص مدیرعامل	-۰/۳۷۵۵۶۱	-۴/۶۷۴۵۲۱	۰/۰۰۰۰	۰/۳۵۱
سن شرکت	-۰/۰۰۵۰۵۶	-۰/۲۷۳۲۳۴	۰/۷۸۴۸	۰/۴۱۳
فروش	-۰/۰۱۹۳۹۳	-۱/۱۰۷۳۵۱	۰/۲۶۸۷	۰/۵۵۳
شرکت بزرگ حسابرسی	۱/۱۸۰۶۵۱	۱۲/۵۵۶۳۱	۰/۰۰۰۰	۰/۶۸۷
سود آوری	-۲/۱۳۶۲۵۶	-۱۰/۵۶۱۸۲	۰/۰۰۰۰	۰/۴۲۵
اهرم مالی	۰/۹۵۴۴۱۹	۱۷/۲۵۲۴۴	۰/۰۰۰۰	۰/۶۴۳
نسبت ارزش	۰/۰۱۱۷۸۲	۰/۱۴۹۵۱۸	۰/۸۸۱۲	۰/۱۲۵
تحقیق و توسعه	۰/۰۰۰۰۰۰۲	۳/۵۹۲۱۵۸	۰/۰۰۰۴	۰/۴۷۹
تبلیغات	-۰/۰۰۹۸۱۹	-۰/۵۰۹۳۲۲	۰/۶۱۰۷	۰/۲۱۳
مخارج سرمایه ای	۰/۱۱۳۴۷۰	۲/۹۳۲۹۵۲	۰/۰۰۳۵	۱/۷۸۱
بازده اولیه	۰/۲۰۴۱۸۷	۲/۹۷۴۰۷۰	۰/۰۰۳۱	۰/۶۶۲
ضریب ثابت	-۷/۸۲۳۵۹۷	-۱۸/۱۷۷۲۹	۰/۰۰۰۰	
ضریب تعیین	۰/۷۳۰	F آماره	۱۷۳/۷۲ (۰/۰۰۰)	
ضریب تعیین تعدیل شده	۰/۷۲۶	دوربین واتسون	۱/۶۳	

## نگاره (۴): برازش مدل فرضیه دوم پژوهش

متغیر	ضریب رگرسیونی	t آماره	احتمال	نسبت خطر شکست
مهارت عمومی مدیر عامل	۰/۰۰۰۰۰۰۰۲۷۳	۳/۷۶۲۰۴۷	۰/۰۰۰۰۲	۱/۷۲۱
سن شرکت	۰/۶۰۶۲۹۱	۳/۲۲۶۴۶۵	۰/۰۰۱۳	۰/۵۰۳
فروش	۰/۰۰۰۰۰۰۵۵۳	۲۸/۹۳۹۶۲	۰/۰۰۰۰	۰/۵۲۱
شرکت بزرگ حسابرسی	۰/۱۱۰۵۷۶	۲/۴۰۵۱۴۴	۰/۰۱۶۵	۰/۴۷۱
سود آوری	-۰/۱۵۲۷۴۳	-۰/۹۳۲۹۱۱	۰/۳۵۱۳	۱/۵۳۸
اهرم مالی	۰/۰۱۹۲۱۲	۰/۳۹۴۹۳۸	۰/۶۹۳۱	۰/۳۲۱
نسبت ارزش	-۰/۲۴۸۱۶۴	-۲/۳۳۵۶۶۵	۰/۰۱۹۹	۰/۸۴۷
تحقیق و توسعه	برای	۱/۸۵۰۱۰	۰/۰۴۸۸	۲/۴۱۷
تبلیغات	۰/۹۳۵۶۳۲	۳/۱۹۷۶۲۹	۰/۰۰۱۵	۰/۸۷۴
مخارج سرمایه ای	۰/۰۰۰۰۰۰۳۷	۱۲/۴۵۸۵۴	۰/۰۰۰۰	۰/۶۵۲
بازده اولیه	۰/۲۷۳۱۹۱	۳/۸۱۶۱۵۱	۰/۰۰۰۰۲	۰/۴۱۲
ضریب ثابت	-۴/۶۳۳۷۶۹	-۳/۲۰۹۴۸۰	۰/۰۰۱۴	
ضریب تعیین	۰/۶۶۱	F آماره	۱۲۵/۱۳ (۰/۰۰۰)	
ضریب تعیین تعدیل شده	۰/۶۵۵	دوربین واتسون	۲	

## نتیجه گیری

این پژوهش به بررسی تأثیر مدیران اجرایی ارشد در احتمال شکست و پایداری شرکت‌های دارای عرضه اولیه عمومی سهام طی سال‌های ۱۳۸۵ تا ۱۳۹۵ پرداخته است. در این پژوهش، ارتباط میان مدیران اجرایی ارشد متخصص در احتمال شکست یا بقاء شرکت‌های عرضه اولیه در دوره‌های پس از عرضه اولیه بررسی شد. با استفاده از تحلیل بقاء، می‌توان پی برد که شرکت‌های عرضه اولیه با مدیریت اجرایی متخصص دارای احتمال شکست پایین‌تر و بقای بلندمدت‌تر هستند. این نتایج با نتایج پژوهش‌کاستودیو و همکاران (۲۰۱۳)، براکمن و همکاران (۲۰۱۶) و مکلی (۲۰۰۸) که بیان کردند، مدیران اجرایی متخصص بر خلاف مدیران اجرایی

عمومی خدمات قابل توجهی به بقاء شرکت‌های عرضه اولیه ارائه می‌دهند، مطابقت دارد و با نظریه ایلنون بالا (پلکان بالاتر) از همبریک و مسون (۱۹۸۴) که فرض می‌کند، ویژگی‌ها و تجربیات مدیریتی می‌تواند بر تصمیم‌گیری مدیران ارشد و به تبع بر نتایج سازمانی تأثیرگذار باشد، در تضاد است. به عبارتی، با توجه به نتایج فرضیه‌های پژوهش می‌توان استنباط نمود که شرکت‌های عرضه اولیه با مدیرعامل متخصص نسبت به شرکت‌هایی که دارای مدیر عامل عمومی هستند، با ریسک پایین‌تر و بقای طولانی‌تری مواجه هستند. تحلیل نتایج نشان می‌دهد که مدیران اجرایی متخصص نقش موثری در ادامه بقا شرکت‌های عرضه اولیه عمومی دارند. یافته‌های این تحقیق حاکی از آن است که توانایی‌های مدیران متخصص، پیامدهای قابل توجهی در عملکرد شرکت‌های تازه ثبت شده ایجاد می‌کند. علاوه بر این، مدیران متخصص می‌توانند انگیزه‌هایی در راستای اهداف شرکت و سهامداران بوجود آورند و موجب افزایش پایداری شرکت‌های عرضه اولیه در بلندمدت شوند. بنابراین، سرمایه‌گذاران برای سرمایه‌گذاری در شرکت‌های عرضه اولیه عمومی می‌توانند این شاخص‌ها را مورد توجه قرار دهند.

### پیشنهادات

با توجه به اینکه تخصص مدیر عامل بر تصمیمات آنها موثر است و می‌تواند بقای شرکت‌های عرضه اولیه را تحت تأثیر قرار دهد، در تحقیقات آتی می‌توان ویژگی‌های شخصیتی مدیران از قبیل اعتماد به نفس بیش از حد مدیریتی و سبک‌های مدیریتی را بر بقای شرکت‌های دارای عرضه اولیه بررسی نمود. همچنین، به نظر می‌رسد شرکت‌هایی با مدیران متخصص، بعلاوه آشنایی با استانداردهای حسابداری نسبت به سایر شرکت‌ها، صورت‌های مالی با کیفیت‌تری داشته باشند، بنابراین بررسی این موضوع می‌تواند مفید باشد. مدل رگرسیونی این پژوهش برای شرکت‌های عرضه اولیه در نظر گرفته شده است، بنابراین تحقیق حاضر می‌تواند برای تمامی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار انجام گیرد و اثر تخصص مدیران بر عملکرد و احتمال ورشکستگی شرکت‌ها بررسی شود.

## بی‌نوشت

۱ Upper echelons theory ۲ Altman

## منابع

- Alhadab, M. , Clacher, I. , & Keasey, K. (2015). Real and accrual earnings management and IPO failure risk. *Accounting and Business Research*, 45 (1) , 55-92.
- Altman, E. I. (1968). Financial ratios, discriminant analysis and the prediction of corporate bankruptcy. *The journal of finance*, 23 (4) , 589-609.
- Barry, C. B. , & Mihov, V. T. (2015). Debt financing, venture capital, and the performance of initial public offerings. *Journal of Banking & Finance*, 58, 144-165.
- Bertrand, M. , & Schoar, A. (2003). Managing with style: The effect of managers on firm policies. *The Quarterly journal of economics*, 118 (4) , 1169-1208.
- Brockman, P. , Lee, H. S. G. , & Salas, J. M. (2016). Determinants of CEO compensation: Generalist–specialist versus insider–outsider attributes. *Journal of Corporate Finance*, 39, 53-77.
- Boulton, T. J. , & Campbell, T. C. (2016). Managerial confidence and initial public offerings. *Journal of Corporate Finance*, 37, 375-392.
- Charitou, A. , Louca, C. , & Vafeas, N. (2007). Boards, ownership structure, and involuntary delisting from the New York Stock Exchange. *Journal of Accounting and Public Policy*, 26 (2) , 249-262.
- Crossland, C. , Zyung, J. , Hiller, N. J. , & Hambrick, D. C. (2014). CEO career variety: Effects on firm-level strategic and social novelty. *Academy of Management Journal*, 57 (3) , 652-674.
- Custódio, C. , & Metzger, D. (2013). How do CEOs matter? The effect of industry expertise on acquisition returns. *The Review of Financial Studies*, 26 (8) , 2008-2047.
- Dasgupta, S. , & Ding, F. (2010). Search intermediaries, internal labor markets, and CEO pay. *Internal Labor Markets, and CEO Pay* (November 10, 2010).
- Demers, E. , & Joos, P. (2007). IPO failure risk. *Journal of Accounting Research*, 45 (2) , 333-371.
- Dragoni, L. , Oh, I. S. , Vankatwyk, P. , & Tesluk, P. E. (2011). Developing executive leaders: The relative contribution of cognitive ability, personality, and the accumulation of work experience in predicting strategic thinking competency. *Personnel psychology*, 64 (4) , 829-864.
- Mousa, F. T. , Ritchie, W. J. , & Reed, R. (2014). Founder-CEO board involvement and optimal IPO valuation. *Management Decision*.
- Frydman, C. , & Jenter, D. (2010). CEO compensation. *Annu. Rev. Financ. Econ.* , 2 (1) , 75-102.
- Gao, N. , & Jain, B. A. (2011). Founder CEO management and the long-run investment performance of IPO firms. *Journal of Banking & Finance*, 35 (7) , 1669-1682.

- Giannetti, M. (2011). Serial CEO incentives and the structure of managerial contracts. *Journal of Financial Intermediation*, 20 (4) , 633-662.
- Graham, J. R. , Harvey, C. R. , & Puri, M. (2013). Managerial attitudes and corporate actions. *Journal of financial economics*, 109 (1) , 103-121.
- Garicano, L. , & Rossi-Hansberg, E. (2006). Organization and inequality in a knowledge economy. *The Quarterly journal of economics*, 121 (4) , 1383-1435.
- Gounopoulos, D. , & Pham, H. (2018). Specialist CEOs and IPO survival. *Journal of Corporate Finance*, 48, 217-243.
- Hayward, M. L. A. , V. P. Rindova, and T. G. Pollock. 2004. Believing one's own press: the causes and consequences of CEO celebrity. *Strategic Management Journal* 25 (7): 637-653.
- Hayward, M. L. , Rindova, V. P. , & Pollock, T. G. (2004). Believing one's own press: The causes and consequences of CEO celebrity. *Strategic Management Journal*, 25 (7) , 637-653.
- Hambrick, D. C. , Geletkanycz, M. A. , & Fredrickson, J. W. (1993). Top executive commitment to the status quo: Some tests of its determinants. *Strategic Management Journal*, 14 (6) , 401-418.
- Hensler, D. A. , Rutherford, R. C. , & Springer, T. M. (1997). The survival of initial public offerings in the aftermarket. *Journal of Financial Research*, 20 (1) , 93-110.
- Huang, R. , Tan, K. J. K. , & Faff, R. W. (2016). CEO overconfidence and corporate debt maturity. *Journal of Corporate Finance*, 36, 93-110.
- Hu, C. , & Liu, Y. J. (2015). Valuing diversity: CEOs' career experiences and corporate investment. *Journal of Corporate Finance*, 30, 11-31.
- Hubbard, R. G. , & Palia, D. (1995). Executive pay and performance evidence from the US banking industry. *Journal of financial economics*, 39 (1) , 105-130.
- Jain, B. A. , & Kini, O. (2000). Does the presence of venture capitalists improve the survival profile of IPO firms?. *Journal of Business Finance & Accounting*, 27 (9-10) , 1139-1183.
- Jain, B. A. , & Kini, O. (2008). The impact of strategic investment choices on post-issue operating performance and survival of US IPO firms. *Journal of business finance & accounting*, 35 (3-4) , 459-490.
- Jain, B. A. , & Kini, O. (2000). Does the presence of venture capitalists improve the survival profile of IPO firms?. *Journal of Business Finance & Accounting*, 27 (9-10) , 1139-1183.
- Jenkinson, T. , Ljungqvist, A. , & Ljungqvist, A. P. (2001). *Going public: The theory and evidence on how companies raise equity finance*. Oxford University Press on Demand.
- Jensen, M. C. , & Meckling, W. H. (1979). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs, and ownership structure. In *Economics social institutions* (pp. 163-231). Springer, Dordrecht.
- Kaplan, S. N. , Klebanov, M. M. , & Sorensen, M. (2012). Which CEO characteristics and abilities matter?. *The Journal of Finance*, 67 (3) , 973-1007.

- King, T. , A. Srivastav, and J. Williams. 2016. What's in an education? Implications of CEO education for bank performance. *Journal of Corporate Finance* 37: 287-308
- King, T. , Srivastav, A. , & Williams, J. (2016). What's in an education? Implications of CEO education for bank performance. *Journal of Corporate Finance*, 37, 287-308.
- Kordestani, Gh. R. , Tatali, R. , KothariFar, H. (2014). Estimation of the predictive power of Altman's modified model from Newton financial distress and corporate bankruptcy. *Investment Knowledge* 3 (9) , 83-100.) In Persian (.
- Li, X. , Pukthuanthong, K. , Walker, M. G. , & Walker, T. J. (2016). The determinants of IPO-related shareholder litigation: The role of CEO equity incentives and corporate governance. *Journal of Financial Markets*, 31, 81-126.
- Loughran, T. , Ritter, J. R. , & Rydqvist, K. (1993). Initial public offerings: International insights. Center for International Business Education and Research, College of Commerce and Business Administration, University of Illinois at Urbana-Champaign.
- Malmendier, U. , & Tate, G. (2005). CEO overconfidence and corporate investment. *The journal of finance*, 60 (6) , 2661-2700.
- Mishra, D. R. (2014). The dark side of CEO ability: CEO general managerial skills and cost of equity capital. *Journal of Corporate Finance*, 29, 390-409.
- Murphy, K. J. , & Zabochnik, J. (2004). CEO pay and appointments: A market-based explanation for recent trends. *American economic review*, 94 (2) , 192-196.
- Nakhemi, H. & Emidian, M. (2015). The relationship between companies' performance after the initial public offering and the time elapsed for their admission to the Tehran Stock Exchange. *Third International Conference on Accounting and Management with New Science Research Approach*, Tehran. (In Persian (.
- Nicholson, N. , Soane, E. , Fenton-O'Creevy, M. , & Willman, P. (2005). Personality and domain-specific risk taking. *Journal of Risk Research*, 8 (2) , 157-176.
- Orens, R. , & Reheul, A. M. (2013). Do CEO demographics explain cash holdings in SMEs?. *European Management Journal*, 31 (6) , 549-563
- Quigley, T. J. , & Hambrick, D. C. (2015). Has the "CEO effect" increased in recent decades? A new explanation for the great rise in America's attention to corporate leaders. *Strategic Management Journal*, 36 (6) , 821-830.
- Ragozzino, R. , Shafi, K. , & Blevins, D. P. (2017). The effects of pre-IPO corporate activity on newly-public firms' growth. *Long Range Planning*, 51 (2) , 219-233.
- Ritter, J. R. , & Welch, I. (2002). A review of IPO activity, pricing, and allocations. *The journal of Finance*, 57 (4) , 1795-1828.
- Sanders, W. G. , & Hambrick, D. C. (2007). Swinging for the fences: The effects of CEO stock options on company risk taking and performance. *Academy of Management Journal*, 50 (5) , 1055-1078.

- ShafiPour, S. , M. , JalaliAliabadi, F. (1394). IPOsurvival: profit management and ownership structure. *Empirical Accounting Research*, 4 (4) , 17-32.) In Persian (.
- Serfling, M. A. (2014). CEO age and the riskiness of corporate policies. *Journal of Corporate Finance*, 25, 251-273.
- Schultz, P. (1993). Unit initial public offerings: A form of staged financing. *Journal of Financial Economics*, 34 (2) , 199-229.
- Tesluk, P. E. , & Jacobs, R. R. (1998). Toward an integrated model of work experience. *Personnel psychology*, 51 (2) , 321-355.
- Vardaman, J. M. , Allen, D. G. , Renn, R. W. , & Moffitt, K. R. (2008). Should I stay or should I go? The role of risk in employee turnover decisions. *Human Relations*, 61 (11) , 1531-1563.
- Xuan, Y. (2009). Empire-building or bridge-building? Evidence from new CEOs' internal capital allocation decisions. *The Review of Financial Studies*, 22 (12) , 4919-4948.