



Shahid Bahonar
University of Kerman



Iranian E-Commerce Scientific
Association

Analyzing and Identifying the Challenges of Public and Initial Stock Offering in Tehran Stock Exchange Using Theme Networks Method

Saeed Iranmanesh¹ and Esmail Akhlaghi Yazdinejad²

1. Department of Economics, Faculty of Management, Economics and Accounting, University of Hormozgan, Bandar Abbas, Iran.

Email: saeed_iranmanesh@hormozgan.ac.ir

2. Corresponding Author, Department of Accounting, Faculty of Management, Economics and Accounting, University of Hormozgan, Bandar Abbas, Iran. Email: e.akhlaghi@hormozgan.ac.ir

ARTICLE INFO

Article Type:

Research Article.

Article History:

Received: 14 September 2024

Received in revised form: 13 January 2025

Accepted: 28 April 2025

Available online: 3 September 2025

Keywords:

Stock Exchange,
Challenges Solutions,
Capital Market,
IPO,
Theme networks.

JEL Classification:

R58, M41, G21.

A B S T R A C T

Objective: This research first seeks to identify the obstacles to the initial supply and acceptance of companies in the Tehran Stock Exchange and then to provide operational solutions to solve them.

Method: The research method in the present study is descriptive-survey. In order to collect research data, interviews were used, the results of which were analyzed with thematic network technique. The statistical society consists of the research of capital market experts. Obstacles and solutions were collected through conducting 15 semi-structured interviews with experts with a targeted approach. In the data analysis stage, the qualitative method of theme analysis was used and the points extracted from the interviews were placed in three basic, organizing and comprehensive themes. Then the results were returned to the interviewees and their opinion was obtained to obtain confirmation.

Results: Finally, the basic solutions related to the themes of the organizer were extracted from the aforementioned interviews. Among the challenges, we can mention the lack of transparency of company owners, the existence of a pessimistic view, the bank-oriented economy, and the existence of weak incentives. Also, among the proposed solutions, we can mention raising awareness about the capital market, institutionalizing the correct culture of partnership, and institutionalizing the culture of financial transparency.

Conclusion: According to the results of the research, it is recommended that the relevant institutions take into account the presented solutions and challenges to modify and change the existing rules and regulations or formulate new rules and regulations.

Cite this article: Iranmanesh, S., & Akhlaghi Yazdinejad, E. (2026). Analyzing and identifying the challenges of public and initial stock offering in Tehran Stock Exchange using theme networks method. *Journal of Development and Capital*, 11(1), 1-18. [In Persian].

DOI: <https://doi.org/10.22103/jdc.2025.24039.1499>



Publisher: Shahid Bahonar University of Kerman.

© Iranmanesh & Akhlaghi Yazdinejad

Introduction

This study first seeks to identify the barriers to initial public offerings and admission of companies to the Tehran Stock Exchange and then to provide operational solutions to overcome them. In this regard, the present study has conducted interviews to understand the existing barriers and challenges that prevent some companies from being listed and admitted to the capital market or slow down this process. It is worth noting that so far in Iran, these challenges have not been seriously investigated, and no appropriate solution has been presented to overcome these challenges, which makes this research gap clearly visible. It is important to note that in this study, in addition to extracting the challenges of public offerings in the capital market by conducting interviews with experts, they have also been analyzed and reviewed through the content analysis method and finally provides solutions to overcome the aforementioned challenges, which has not been researched on this issue in the country so far.

Method

The aim of this study is to first identify the barriers to the supply and acceptance of companies in the capital market and then provide operational solutions to overcome them. In the present study, data was collected through interviews with experts and semi-structured interviews were the basis of the researcher's work. To determine the number of samples in the present study, the theoretical saturation approach was used. In this approach, the number of people interviewed, in other words, the sample size depends on the theoretical saturation of the questions under study, so that whenever the researcher concludes that the answers given or the interviews conducted with informed people are similar to each other to the extent that they lead to repetition of the answers or interviews and there is no new data in them, he considers the number of interviews sufficient and stops the interviews. In this study, after conducting 11 interviews, the answers became repetitive and no new data was obtained. To ensure this, another interview was conducted and the data was repeated again. As a result, after conducting 15 interviews, the data of this study confidently reached theoretical saturation, as a result, the sample size in this study reached 15 people. The thematic scope of this study is to identify and resolve the challenges in the initial offering and admission of companies to the Tehran Stock Exchange using the topic network technique. In addition, the spatial scope of this study is the Tehran Stock Exchange and the temporal scope of this study is the years 2019 to 2024.

Results

In this section, we analyze the studies conducted in the research process. Considering the selected method (topic analysis and topic network analysis) in order to meet the research objectives (examining the challenges of the initial offering and admission to the Tehran Stock Exchange), interviews were conducted with experts in the field of capital markets. In accordance with the steps and principles of the aforementioned method, the process of collecting and analyzing data from each interview was carried out simultaneously, and after completing the analysis of the interview in question, the next interview was started. In this section, in order to prevent the research from becoming too long, the findings of one of the interviews were first analyzed and basic themes were extracted. It should be noted that basic themes were extracted for all interviews, as in the interview mentioned in this study. It is important to note that from the end of the eleventh interview to the end of the fifteenth interview, no new basic themes were added to the themes of the previous interviews, and only the previous basic themes were repeated. During this interview, the data and codes were repeatedly referred to, and then the results were returned to the interviewees and their opinions were obtained for confirmation. Among the 15 interviews conducted, a total of 68 key

points were identified, and these points were conceptualized in the form of 29 basic themes and one overarching theme. Then, explaining and relating the basic themes will shape them into organizing themes. Finally, after extracting themes related to supply and acceptance challenges from the interviews, solutions related to each of the organizing themes were extracted from the interviews.

Conclusions

The research method was organized into three stages: data collection, data mining, and validation to extract supply and acceptance challenges and their appropriate solutions. It should be noted that the semi-structured interview method was used in the data collection stage. The sampling method in this stage was purposeful. In the data analysis stage, the content analysis method was used, and the points extracted from the interviews were placed in three formats: basic theme, organizing theme, and comprehensive theme. In the validation stage, the research results were returned to the interviewees and their opinions were obtained for approval. Also, in the research process, the researcher's commitment to the mechanism of continuous comparisons increased the internal validity of the research. In general, based on the research conducted, the challenges and solutions have been classified into four general categories: legal, financial and economic, cultural and social, and administrative and regulatory. Administrative and regulatory challenges also include the lack of agility and lack of attention from the Tehran Province Companies Registration Office, the existence of unnecessary administrative bureaucracy in the Stock Exchange Organization for issuers of initial securities, and the lack of proper organization and systematization of initial public offering and admission consultants. Financial and economic challenges also include the lack of representatives of some industries and groups in the initial public offering market, the lack of a clear process for admitting active companies in some industries, and the non-admission of some companies due to weak financial structures.

Author Contributions

All authors contributed equally to the conceptualization of the article and writing of the original and subsequent drafts.

Data Availability Statement

Data available on request from the authors.

Acknowledgements

The authors would like to thank all participants in the present study. The authors thank all participants in this study.

Ethical Considerations

The authors avoided data fabrication, falsification, plagiarism, and misconduct.

Funding

This research did not receive any specific grant from funding agencies in the public, commercial, or not-for-profit sectors.

Conflict of Interest

The authors declare no conflict of interest.



انجمن علمی تجارت الکترونیکی ایران

مجله توسعه و سرمایه

شماره پانزدهم: ۲۰۰۸-۲۴۲۸ شماره کاتالوگ: ۲۶۰۶-۲۶۴۵

Homepage: <https://jdc.uk.ac.ir>



دانشگاه شهید باهنر کرمان

واکاوی و شناسایی چالش‌های عرضه عمومی و اولیه سهام در بورس اوراق بهادار تهران با استفاده از روش شبکه‌های مضامین

سعید ایرانمنش^۱ و اسماعیل اخلاقی یزدی‌نژاد^۲

۱. گروه اقتصاد، دانشکده مدیریت، اقتصاد و حسابداری، دانشگاه هرمزگان، بندرعباس، ایران. saeed_iranmanesh@hormozgan.ac.ir
۲. نویسنده مسئول، گروه حسابداری، دانشکده مدیریت، اقتصاد و حسابداری، دانشگاه هرمزگان، بندرعباس، ایران. e.akhlaghi@hormozgan.ac.ir

چکیده

اطلاعات مقاله

هدف: این پژوهش ابتدا به دنبال بررسی شناسایی موانع عرضه اولیه و پذیرش شرکت‌ها در بورس اوراق بهادار تهران و سپس ارائه راهکارهای عملیاتی جهت رفع آنهاست.

نوع مقاله: مقاله پژوهشی.

روش: روش تحقیق در پژوهش حاضر توصیفی-پیمایشی است. جهت جمع‌آوری داده‌های تحقیق از مصاحبه استفاده شده که نتایج آن با تکنیک شبکه مضامین تحلیل شده‌اند. جامعه آماری متشکل از تحقیق خبرگان بازار سرمایه است. موانع و راهکارها از طریق انجام ۱۵ مصاحبه نیمه‌ساختاریافته با خبرگان با رویکردی هدفمند گردآوری شد. در مرحله تحلیل داده‌ها، از روش کیفی تحلیل مضمون استفاده شد و نکات مستخرج از مصاحبه‌ها در سه مضمون پایه، سازمان‌دهنده و فراگیر قرار گرفت. سپس نتایج به مصاحبه‌شوندگان عودت گردید و نظر آنها جهت حصول تأیید اخذ شد.

تاریخ‌ها:

تاریخ دریافت: ۱۴۰۳/۶/۲۴

تاریخ بازنگری: ۱۴۰۳/۱۰/۲۴

تاریخ پذیرش: ۱۴۰۴/۲/۸

تاریخ انتشار برخط: ۱۴۰۴/۶/۱۲

یافته‌ها: در نهایت راهکارهای اساسی مربوط به مضامین سازمان‌دهنده از مصاحبه‌های مزبور استخراج گردید. از جمله چالش‌ها می‌توان به شفافیت‌گریزی صاحبان شرکت‌ها، وجود نگاه بدبینانه، بانک محور بودن اقتصاد و وجود مشوق‌های ضعیف اشاره نمود. همچنین از جمله راهکارهای ارائه شده می‌توان آگاهی‌سازی در خصوص بازار سرمایه، نهادینه‌سازی فرهنگ صحیح شراکت و نهادینه‌سازی فرهنگ شفافیت مالی را نام برد.

واژه‌های کلیدی:

بورس اوراق بهادار تهران،

چالش‌ها و راهکارها،

بازار سرمایه،

عرضه اولیه،

شبکه‌های مضامین.

نتیجه‌گیری: باتوجه‌به نتایج تحقیق توصیه می‌شود نهادهای ذی‌ربط با عنایت به راهکارها و چالش‌های ارائه شده اقدام به اصلاح و تغییر قوانین و ضوابط موجود و یا تدوین قوانین و ضوابط جدید نمایند.

طبقه‌بندی JEL:

R58, M41, G21.

استناد: ایرانمنش، سعید و اخلاقی یزدی‌نژاد، اسماعیل (۱۴۰۵). واکاوی و شناسایی چالش‌های عرضه عمومی و اولیه سهام در بورس اوراق بهادار تهران با استفاده از روش شبکه‌های مضامین. *مجله توسعه و سرمایه*، ۱۱(۱)، ۱-۱۸. <https://doi.org/10.22103/jdc.2025.24039.1499>

ناشر: دانشگاه شهید باهنر کرمان.

© ایرانمنش و اخلاقی یزدی‌نژاد.



۱- مقدمه

با نگاهی به تجربه کشورهای توسعه یافته و صنعتی مشاهده می‌شود توسعه بخش مالی و اجزای آن، از جمله بازار سرمایه در این کشورها، به گونه‌ای بوده است که همواره بخش چشمگیری از منابع مالی مورد نیاز بنگاه‌های تولیدی و اقتصادی، از طریق بورس اوراق بهادار به عنوان مهم‌ترین نهاد بازار سرمایه تأمین شده و سالانه شرکت‌های زیادی برای اولین بار مبادرت به عرضه عمومی سهام خود می‌کنند (فنگ و همکاران، ۲۰۲۴). در این میان بازار سرمایه کشور ما علی‌رغم قدمت قابل توجه، نتوانسته جایگاه اصلی خود را در اقتصاد کشور پیدا کند (کشتکار، ۱۳۸۰).

پذیرش شرکت‌ها در بورس اوراق بهادار علاوه بر مزیت‌هایی که برای شرکت‌ها در بازار سرمایه پدید می‌آورد، مزایایی نیز برای سهام‌داران، ناشر متقاضی و نیز برای اقتصاد کلان به دنبال خواهد داشت (فتح‌علیان و همکاران، ۱۳۹۹). این مزایا به تفکیک عبارتند از:

۱. مزایای مربوط به ناشر: عرضه و پذیرش سهام شرکت‌ها در بازار سرمایه دارای مزایایی برای ناشران نظیر تأمین مالی آسان و ارزان، بهره‌گیری از امکان وثیقه‌گذاری سهام و اخذ ساده‌تر تسهیلات بانکی، صدور اوراق مشارکت و گواهی سپرده، بهره‌مندی از معافیت مالیاتی (میرمعینی و همکاران، ۱۳۹۵)، معرفی شرکت به بازار از طریق امکان مشاهده نماد شرکت به وسیله تعداد زیادی از سرمایه‌گذاران، کشف عادلانه قیمت سهام و افزایش نقدشوندگی سهام و کاهش هزینه سرمایه است.

۲. مزایای مرتبط با سهام‌داران: عرضه پذیرش سهام شرکت‌ها در بازار سرمایه دارای مزایایی برای سهام‌داران نظیر تعیین قیمت منصفانه‌داری‌ها، کسب بازده مناسب و پوشش نسبی در مقابل تورم، کاهش ریسک سرمایه‌گذاری به دلیل ارتقا شفافیت، نقدشوندگی بالا به دلیل وجود بازار منسجم و پاسخگویی بیشتر مدیران شرکت‌ها است.

۳. مزایای مرتبط با اقتصاد کلان: عرضه پذیرش سهام شرکت‌ها در بازار سرمایه دارای مزایایی برای اقتصاد کلان نظیر تجهیز پس‌اندازها و منابع مالی خرد مالی جهت انجام طرح‌های بزرگ، رشد و توسعه اقتصادی کشور، تخصیص بهینه سرمایه، کنترل حجم نقدینگی، نظارت عمومی بر بنگاه‌های اقتصادی، گسترش اقتصاد بازار محور و کمک به افزایش آهنگ رشد پس‌انداز و سرمایه‌گذاری است.

با وجود مزیت‌های ذکر شده ممکن است استقبال شرکت‌ها برای عرضه عمومی سهام خود در بازار سرمایه قابل توجه باشد؛ ولی موانعی ساختاری در سمت پذیرش مانع عرضه عمومی بسیاری از شرکت‌ها می‌شود. در این شرایط کشورهای توسعه یافته جهت برطرف‌سازی این موانع تلاش‌های فراوانی کرده‌اند. در این راستا ساختارهایی موازی ایجاد کرده‌اند تا موانع و محدودیت‌های موجود برای پذیرش شرکت‌ها کمتر شود (مشایخی، ۱۳۷۷). در کشورهای پیشرفته، سالانه شرکت‌های زیادی برای اولین بار مبادرت به عرضه عمومی سهام خود می‌نمایند (ژائو و چن، ۲۰۲۳). علی‌رغم وجود مزایا و منافعی که پذیرش و عرضه اولیه در سطح خرد و کلان به همراه دارد برخی از بنگاه‌ها به دلیل وجود برخی از مشکلات و چالش‌ها تمایلی بابت عرضه عمومی سهام خود در بازار سرمایه را ندارند. این مبحث به دلیل وجود نقدینگی بی سابقه در کشور و اقبال عمومی آحاد افراد به سمت بازار بورس و فرابورس اهمیت می‌یابد و ضروری است بازار سرمایه ایران همزمان با رشد نقدینگی توسعه و گسترش یابد. این توسعه و گسترش در راستای پاسخگویی و استفاده‌ی حداکثری از نقدینگی بی‌امان در ساختار اقتصادی کشور است.

در این راستا پژوهش حاضر برای درک موانع و چالش‌های موجود که باعث عدم امکان عرضه و پذیرش برخی شرکت‌ها در بازار سرمایه می‌شود و یا این فرایند را کند می‌کند، مصاحبه‌هایی ترتیب داده است. شایان ذکر است تا کنون در ایران این چالش‌ها به‌طور جدی مورد واکاوی قرار نگرفته‌اند و هم‌چنین راهکار مناسبی نیز برای رفع این چالش‌ها ارائه نشده است که این خلأ تحقیقاتی به‌وضوح قابل رویت است.

ذکر این نکته ضروری است که در این پژوهش علاوه بر استخراج چالش‌های عرضه عمومی در بازار سرمایه به‌وسیله انجام مصاحبه با خبرگان، از طریق روش تحلیل مضمون به تحلیل و بررسی آنها نیز پرداخته شده و در نهایت راهکارهایی جهت رفع چالش‌های مزبور ارائه می‌کند که تا کنون پیرامون این موضوع در کشور پژوهشی صورت نگرفته بود.

۲- مبانی نظری

ظهور نظام مالی یک کشور مجموعه‌ای از بنگاه‌ها، بازارها، قوانین و مقررات و تکنیک‌هایی است که در آن اوراق قرضه، سهام و سایر اوراق بهادار معامله می‌شوند و بدین گونه در سراسر دنیا گسترش یافته‌اند. شبکه بانکی، بورس اوراق بهادار، مؤسسات بیمه، شرکت‌های سرمایه‌گذاری، مؤسسات مالی - اعتباری و نهادهای مشابه، در مجموع سازمان‌هایی هستند که بخش مالی اقتصاد کشور را تشکیل می‌دهند (خدادادی و رضایان، ۱۳۸۵). بخش مالی به مجموعه‌ای از نهادها و سازمان‌هایی گفته می‌شود که عمدتاً به تجهیز منابع و تخصیص اعتبار می‌پردازند. تردیدی وجود ندارد که برای رشد فعالیت‌های اقتصادی نیازمند سرمایه‌گذاری هستیم و زمانی در آمد ملی افزایش می‌یابد که در اقتصاد به‌اندازه کافی سرمایه‌گذاری شده باشد. افزایش سرمایه‌گذاری نیز به نوبه خود مستلزم تجهیز منابع مالی بیشتر است و این وظیفه بر عهده بخش مالی است؛ لذا توسعه بازارهای سرمایه از پیش‌نیازهای اصلی جهت رشد اقتصادی و افزایش رفاه اجتماعی است (اقبال‌نیا و همکاران، ۱۳۹۸).

توسعه نظام تأمین مالی برای بازار سرمایه در دو بازار اولیه و ثانویه متصور است. بازار اولیه بازاری است که در آن اوراق بهادار برای اولین بار معامله می‌شود و شرکت‌ها سرمایه مورد نیاز خود را از آنجا به دست می‌آورند؛ اما بازار ثانویه بازاری است که در آن اوراق بهادار قدیمی و موجود مجدداً دست‌به‌دست شده و مورد معامله قرار می‌گیرد. با مروری تاریخی بر فعالیت شاخص بانک‌های سرمایه‌گذاری درمی‌یابیم که در سال‌های اولیه پیدایش، فعالیت آنها عمدتاً به بازار اولیه محدود بوده، اما به مرور حوزه فعالیتشان به بازار ثانویه نیز کشیده شده است (حیدری هراتمه و ابراهیمی، ۱۴۰۲).

شاخص بانک‌های سرمایه‌گذاری با محصولات و خدمات متنوع خود، به طور مستقیم و غیرمستقیم موجبات توسعه نظام تأمین مالی را برای هر اقتصادی فراهم می‌آورند، اما از آنجا که طیف وسیعی از خدمات آنها را در زمینه تأمین مالی شاهد هستیم، در این بخش از نقش‌های غیرمستقیم صرف نظر کرده، به توضیح تفصیلی مواردی می‌پردازیم که به طور مستقیم در توسعه نظام تأمین مالی دخالت دارند (جعفروند آذر، ۱۳۸۶). در این بخش برخی مفاهیم کلیدی ناظر به عرضه و پذیرش شرکت‌ها در بازار سرمایه تبیین می‌شود. پذیرش سهام عبارت است از فرایند ورود شرکت‌ها به بورس اوراق بهادار جهت عرضه سهام آنها به صورت عمومی بر اساس الزامات تعیین شده به‌وسیله بورس و فرابورس (اکو، ۲۰۱۵). عرضه عمومی اولیه به معنای اولین انتشار عمومی سهام است. لازم به ذکر است که شرکت‌هایی که برای اولین بار در بورس عرضه می‌شوند تازه تأسیس نیستند و غالباً دارای ۳ سال سابقه فعالیت هستند. کلمه اولین بار در اینجا یعنی این که مالکیت سهام شرکت برای اولین بار در بورس به سهام‌داران بیرونی عرضه می‌شود (حاجی غلام سر یزدی و همکاران، ۱۳۹۷).

عرضه‌های اولیه سهام امکان جذب سرمایه‌های جدید را برای شرکت‌ها فراهم می‌کنند که می‌تواند به توسعه زیرساخت‌ها، ارتقای فناوری و رشد کسب و کارها کمک کند. این موضوع به خصوص برای شرکت‌های ایرانی که با مشکلات ارزی و تورمی مواجه‌اند، می‌تواند نقشی حیاتی در تأمین منابع مالی ایفا کند (یو و ژانگ، ۲۰۲۴). در شرایط فعلی که نرخ تورم بالاست، جذب سرمایه از طریق عرضه‌های اولیه، به شرکت‌ها امکان می‌دهد تا در مسیر رشد بمانند و از نوسانات ارزی عبور کنند. بررسی عملکرد شرکت‌های تازه‌وارد به بورس در سال‌های اخیر تصویر امیدوارکننده‌تری ارائه می‌دهد. بسیاری از این شرکت‌ها توانسته‌اند پس از ورود به بورس، رشد قابل توجهی در اشتغال، ظرفیت تولید و صادرات داشته باشند. این نشان می‌دهد که عرضه‌های اولیه، فراتر از یک ابزار تأمین مالی، می‌تواند محرکی برای توسعه اقتصادی باشند (هوشیار و همکاران، ۱۴۰۲).

۲-۱- عرضه عمومی اولیه (IPO)

عرضه عمومی اولیه به معنای اولین انتشار عمومی سهام است. لازم به ذکر است که شرکت‌هایی که برای اولین بار در بورس عرضه می‌شوند تازه تأسیس نیستند و غالباً دارای ۳ سال سابقه فعالیت هستند. کلمه اولین بار در اینجا یعنی این که مالکیت سهام شرکت برای اولین بار در بورس به سهام‌داران بیرونی عرضه می‌شود (حاجی غلام سر یزدی و همکاران، ۱۳۹۷).

۲-۲- فرایندپذیرش تا عرضه سهام در بازار سرمایه ایران

۱- تشکیل تیم پذیرش: متقاضی موظف است قبل از شروع فرایندپذیرش با هریک از اعضای تیم پذیرش، قرارداد منعقد کند.
۲- ارائه مستندات و مدارک جهت بررسی درخواست پذیرش اوراق بهادار: متقاضی پذیرش باید فرم درخواست پذیرش خود را به انضمام مدارکی نظیر: پرسش‌نامه پذیرش، امیدنامه، رسید حق پذیرش، صورت مالی سالانه، گزارش هیئت مدیره به مجامع عمومی عادی و فوق‌العاده، برنامه کسب و کار (برنامه کسب و کار)، اساسنامه، نمودار سازمان، گزارش ارزش‌گذاری تهیه شده به وسیله متعهد خرید و سایر اطاعات و مستندات موردنیاز بورس.

۳- بررسی درخواست پذیرش اوراق بهادار: بورس موظف است پس از بررسی مدارک و مستندات و همچنین در صورت نیاز بازدید حضوری از محل و یا کارخانه شرکت متقاضی، نسبت به ادامه فرایندپذیرش متقاضی یا رد درخواست پذیرش، اقدام نماید و بورس حداکثر ۲۵ روز کاری پس از کسب اطمینان از ادامه فرایندپذیرش، گزارش کارشناسی خود حاوی اظهارنظر در خصوص احراز شرایط پذیرش متقاضی را به انضمام مستندات مربوطه از طریق سامانه الکترونیکی به هیئت پذیرش ارسال و سپس هیئت پذیرش نظر کتبی خود را با ذکر دلایل مبنی بر تأیید یا رد پذیرش اوراق بهادار، از طریق بورس به متقاضی اعلام می‌کند.
۱) درج: پس از پذیرش سهام شرکت می‌بایست نماد معاملاتی اوراق بهادار در فهرست نمادهای معاملاتی بورس جهت عرضه اولیه یا انجام معامله در هر یک از بازارهای بورس قرار گیرد.

۲) عرضه اولیه (هیئت مدیره سازمان بورس و اوراق بهادار، دستورالعمل پذیرش اوراق بهادار در بورس اوراق بهادار تهران، ۱۳۸۶).

۲-۳- مزایای عرضه و پذیرش سهام شرکت‌ها در بازار سرمایه

پذیرش شرکت‌ها در بورس اوراق بهادار علاوه بر مزیت‌هایی که برای شرکت‌ها بازار سرمایه پدید می‌آورد، مزایایی نیز برای سهام‌داران، ناشر متقاضی و نیز برای اقتصاد کلان به دنبال خواهد داشت (نجفی راد و همکاران، ۱۴۰۰). این مزایا به تفکیک عبارتند از:

۱. مزایای مربوط به ناشر: عرضه و پذیرش سهام شرکت‌ها در بازار سرمایه دارای مزایایی برای ناشران نظیر تأمین مالی آسان و ارزان، بهره‌گیری از امکان وثیقه‌گذاری سهام و اخذ ساده‌تر تسهیلات بانکی، صدور اوراق مشارکت و گواهی سپرده، بهره‌مندی از معافیت مالیاتی (میر معینی و همکاران، ۱۳۹۵)، معرفی شرکت به بازار از طریق امکان مشاهده نماد شرکت به وسیله تعداد زیادی از سرمایه‌گذاران، کشف عادلانه قیمت سهام و افزایش نقدشوندگی سهام و کاهش هزینه سرمایه است.

۲. مزایای مرتبط با سهام‌داران: عرضه پذیرش سهام شرکت‌ها در بازار سرمایه دارای مزایایی برای سهام‌داران نظیر تعیین قیمت منصفانه دارایی‌ها، کسب بازده مناسب و پوشش نسبی در مقابل تورم، کاهش ریسک سرمایه‌گذاری به دلیل ارتقا شفافیت، نقدشوندگی بالا به دلیل وجود بازار منسجم و پاسخگویی بیشتر مدیران شرکت‌ها است.

۳. مزایای مرتبط با اقتصاد کلان: عرضه پذیرش سهام شرکت‌ها در بازار سرمایه دارای مزایایی برای اقتصاد کلان نظیر تجهیز پس‌اندازها و منابع مالی خرد مالی جهت انجام طرح‌های بزرگ، رشد و توسعه اقتصادی کشور، تخصیص بهینه سرمایه، کنترل حجم نقدینگی، نظارت عمومی بر بنگاه‌های اقتصادی، گسترش اقتصاد بازار محور و کمک به افزایش آهنگ رشد پس‌انداز و سرمایه‌گذاری است (نادری و همکاران، ۱۴۰۲)

یکی از مهم‌ترین دغدغه‌ها، کشف قیمت سهام در حدودی است که به اندازه کافی مشوق سرمایه‌گذار برای خرید این سهام تازه‌وارد باشد. سهم تعیین شده برای اولین عرضه عمومی باید به گونه‌ای باشد که منجر به حداکثر کردن ارزش شرکت، جبران هزینه‌های کسب اطلاعات به وسیله سرمایه‌گذاران و پوشش ریسک سرمایه‌گذار در مقام خریدار سهام شرکتی که تاکنون سهام خود را عرضه ننموده است، شود (شرمن، ۲۰۰۰).

۲-۴- فرایند عرضه اولیه و پذیرش در بورس‌های اوراق بهادار جهان

فرایند عرضه اولیه و پذیرش در بورس‌های اوراق بهادار جهان به روش‌های مختلف با توجه به ویژگی‌های خاص اقتصاد و بازار سرمایه هر کشور صورت می‌پذیرد که در این قسمت فرایند عرضه اولیه و پذیرش در بورس‌های اوراق بهادار توکیو و استانبول ذکر می‌شود.

در بورس اوراق بهادار توکیو مراحل زیر برای عرضه اولیه و پذیرش شرکت‌ها صورت می‌گیرد:

مرحله اول: انتخاب طرف‌های درگیر در عرضه اولیه و پذیرش سهام شرکت‌ها که شامل مشاوران، مؤسسه حسابرسی، وکلا و ... است.

مرحله دوم: آماده‌سازی شرکت برای پذیرش، تکمیل فرم‌ها و طراحی و پیاده‌سازی سیستم‌های پیشرفت.

مرحله سوم: ارزیابی اطلاعات به وسیله متعهد پذیرهنویس و در نهایت ثبت و عرضه سهام.

در بورس اوراق بهادار استانبول مراحل زیر برای عرضه اولیه و پذیرش شرکت‌ها صورت می‌گیرد:

مرحله اول: ارسال درخواست به هیئت مدیره بازار سرمایه و بورس استانبول.

مرحله دوم: نگارش برنامه مطلوب و جامع بازاریابی.

مرحله سوم: ارزیابی شرکت به وسیله متخصصان مورد تأیید بورس و در نهایت ثبت سهام.

مرحله چهارم: انجام عرضه اولیه عمومی سهام شرکت در بورس اوراق بهادار استانبول و امکان انجام معامله.

علی‌رغم تمام فواید مطرح شده در عرضه اولیه از منظر خرد و کلان همواره انتشار سهام در گام نخست دارای موانع و چالش‌هایی است که شناخت آنها می‌تواند کمک شایانی به پیاده‌سازی موفقیت‌آمیز عرضه اولیه داشته باشد؛ لذا پژوهش حاضر به شناسایی و رفع چالش‌های موجود در عرضه اولیه عمومی و پذیرش شرکت‌ها در بورس اوراق بهادار تهران می‌پردازد.

۳- پیشینه تحقیق

در این قسمت پیشینه پژوهش‌های خارجی و داخلی مرتبط با موضوع پژوهش بیان می‌شود.

جوویان^۱ و همکاران (۲۰۲۲) به تجزیه و تحلیل عملکرد مالی قبل و بعد از عرضه عمومی اولیه در شرکت‌های سهامی پرداختند. نتایج تحقیق بیان کرد که تفاوت معنی‌داری در تمامی متغیرها یعنی دارایی‌های جاری، نسبت بدهی به حقوق صاحبان سهام، بازده دارایی‌ها و بازده حقوق صاحبان سهام در زمان قبل از انجام عرضه اولیه و پس از آن وجود ندارد.

در پژوهشی دیگر که توسط **سرج^۲ و همکاران (۲۰۲۲)** در مورد بازارهای سهام در حال ظهور و عملکرد عرضه‌های اولیه بود نتایج، خاطرنشان کردند که خرید عرضه‌های اولیه در قیمت پیشنهادی در کوتاه‌مدت برای سرمایه‌گذاران سودآور است و نگهداری آن سهام در میان‌مدت و بلندمدت باید از طریق استراتژی سرمایه‌گذاری خرید و نگهداری انجام شود.

گوپتا^۳ و همکاران (۲۰۲۳) این واقعیت را نشان دادند نرخ اشتراک سرمایه‌گذاران، هزینه‌های انتشار، شهرت مدیر ارشد و سن شرکت از چالش‌های پیش روی شرکت‌های هندی در راستای پذیرش در بورس اوراق بهادار و عرضه اولیه است.

چن و فو^۴ (۲۰۲۲) به بررسی تأثیر اصلاح سیستم ثبت عرضه اولیه بر ایجاد انگیزه در بازار سرمایه چین پرداختند. نتایج آنها نشان داد نرخ ثبت عرضه‌های اولیه به طور قابل توجهی افزایش یافته است و معرفی سیستم ثبت به طور مؤثری اشتیاق شرکت‌های کوچک و متوسط را برای عرضه عمومی برانگیخته و نشاط جدیدی را به بازار آورده است.

ورنوا و لوکینا^۵ (۲۰۲۳) در پژوهشی دیگر به بررسی مشکلات و چالش‌های محیطی برای شرکت‌های متقاضی عرضه اولیه پرداختند. آنها دریافتند ویژگی‌های جغرافیایی و زمانی متفاوت و افزایش هزینه‌ها موانعی در برابر اقدام شرکت‌ها به پذیرش در بورس اوراق بهادار و عرضه اولیه است.

فنگ و همکاران (۲۰۲۴) در پژوهشی در چین به این نتیجه رسیدند عواملی همچون ریسک‌گریزی و عدم تمایل به شفافیت مالی جهت فرار مالیاتی از جمله موانعی هستند که باعث می‌شوند شرکت‌ها تمایل چندانی به پذیرش در بورس اوراق بهادار نداشته باشند.

کلباسی و خسروی‌پور (۱۳۹۹) در تحقیق خود در مورد تأثیر کیفیت حسابرسی بر کیفیت گزارشگری مالی در زمان عرضه اولیه به این نتیجه رسیدند که در عرضه‌های اولیه، بزرگی و شهرت حسابرس مستقل بر میزان کیفیت گزارشگری مالی اثرگذار است. بدین صورت که با افزایش یا کاهش سطح کیفیت حسابرسی، سطح کیفیت گزارشگری مالی نیز افزایش یا کاهش می‌یابد. همچنین آنها نشان دادند رتبه مؤسسه حسابرسی بر کیفیت گزارشگری مالی صاحبکاران نیز اثرگذار است.

پاپی‌زاده و همکاران (۱۴۰۱) به بررسی اثرات شاخص بانک‌های سرمایه‌گذاری بر حجم معاملات بازارهای اولیه و ثانویه بورس ایران پرداختند. آنها با استفاده از آنالیز شوک‌های بازار و نتایج آنها نشان دادند در بخش بانک‌های دولتی و خصوصی، عرضه اولیه بیشترین تأثیر را روی شاخص قیمت سهام دارد تا بقیه شاخص‌ها.

¹ Jovian

² Serge

³ Gupta

⁴ Chen & Fu

⁵ Voronova

شیرزادی و همکاران (۱۴۰۲) در پژوهشی با عنوان چالش‌های تغییر طبقه‌بندی جریان‌های نقدی: شواهدی از عرضه‌های عمومی اولیه در بورس اوراق بهادار تهران به بررسی تغییر طبقه‌بندی جریان‌های نقدی و چالش‌های آن در میان صورت جریان وجوه نقد پرداختند. برای اندازه‌گیری تغییر طبقه‌بندی جریان‌های نقدی، از متغیرهای مبتنی بر نشانه‌هایی از جریان‌های نقدی استفاده شده است. آزمون فرضیه‌های پژوهش، با استفاده از نمونه آماری شامل ۷۰ شرکت با عرضه عمومی اولیه پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، در بازه زمانی ۱۳۸۳ تا ۱۳۹۸ با استفاده از رگرسیون چندگانه انجام شده است و نتایج نشان می‌دهد بین جریان نقد خروجی فعالیت‌های سرمایه‌گذاری و تأمین مالی (همچنین جریان نقد ورودی فعالیت‌های سرمایه‌گذاری) با جریان وجه نقد عملیاتی غیرمنتظره ارتباط مثبت (منفی) معناداری وجود دارد؛ اما جریان نقد ورودی فعالیت‌های تأمین مالی با جریان وجه نقد عملیاتی غیرمنتظره ارتباط معناداری ندارد.

نیک‌پی پسپان و همکاران (۱۴۰۲) در پژوهشی با عنوان بررسی رابطه علیت بین عرضه اولیه سهام و عوامل کلان اقتصادی به بررسی رابطه علیت گرنجری بین تعداد عرضه‌های اولیه سهام با فاکتورهای کلان اقتصادی از جمله تولیدات صنعتی، نرخ بهره به بدهی دولت، بازار سهام و نوسان‌ها بازار سهام ایران با استفاده از الگوی خودرگرسیون برداری (VAR) طی دوره زمانی ۱۳۹۸-۱۳۷۰ پرداختند. یافته‌ها حاکی است که تعداد عرضه‌های اولیه علیت گرنجری رشد تولیدات صنعتی و نوسان‌های شاخص کل است و مشخص شد، تعداد عرضه اولیه، علت رشد شاخص کل و نوسانات بازار سهام و نرخ بهره به بدهی دولت بوده است. به این معنا که عوامل کلان اقتصادی از جمله تولیدات صنعتی، نرخ بهره به بدهی دولت و بازار سهام به تکانه کوچک از تعداد عرضه‌های اولیه حساس است و پیامدهای کلان اقتصادی در ایران دارد. براساس نتایج حاصل شده ادعا می‌شود، منابع مالی به‌دست آمده از طریق تعداد عرضه‌های اولیه شرکت‌ها همه نباید صرف هزینه دولت شود و بهتر است، منابع مالی به‌دست آمده صرف توسعه و پیشرفت این شرکت‌ها و بازار سهام شود.

۴- روش پژوهش

هدف این پژوهش ابتدا شناسایی موانع عرضه و پذیرش شرکت‌ها در بازار سرمایه و سپس ارائه راهکارهای عملیاتی جهت رفع آنها است. در پژوهش حاضر داده‌ها از طریق مصاحبه با خبرگان گردآوری شد و مصاحبه نیمه‌ساختاریافته مبنای کار محقق قرار گرفت. جهت تعیین تعداد نمونه در پژوهش حاضر از رویکرد اشباع نظری استفاده شده است. در این رویکرد تعداد افراد مورد مصاحبه، به عبارت دیگر، حجم نمونه به اشباع نظری سؤالات مورد بررسی بستگی دارد، به این ترتیب که هرگاه محقق به این نتیجه برسد که پاسخ‌های داده شده و یا مصاحبه‌های انجام شده با افراد مطلع به اندازه‌ای به همدیگر شباهت دارند که منجر به تکراری شدن پاسخ‌ها و یا مصاحبه‌ها شده و داده‌های جدیدی در آنها وجود ندارد، تعداد مصاحبه‌ها را کافی دانسته و دست از مصاحبه می‌کشد. در این پژوهش پس از انجام ۱۱ مصاحبه، پاسخ‌ها تکراری شده و داده جدیدی حاصل نشد. برای اطمینان از این امر مصاحبه دیگری صورت گرفت و بار دیگر داده‌ها تکرار شدند. در نتیجه بعد از انجام ۱۵ مصاحبه، داده‌های این پژوهش با اطمینان به اشباع نظری رسید در نتیجه حجم نمونه در این پژوهش به ۱۵ نفر رسید. قلمرو موضوعی این پژوهش شناسایی و رفع چالش‌های موجود در عرضه اولیه و پذیرش شرکت‌ها در بورس تهران با استفاده از تکنیک شبکه‌های مضامین است. به علاوه قلمرو مکانی این پژوهش بورس اوراق بهادار تهران و قلمرو زمانی این پژوهش سال‌های ۱۳۹۹ تا ۱۴۰۳ است.

جدول ۱. فرایند گام به گام تحلیل مضمون و تحلیل شبکه مضامین (آتراید-استرلینگ، ۲۰۰۱)

مرحله	گام	اقدام
	۱. آشنا شدن با متن	مکتوب کردن داده‌ها (در صورت لزوم) مطالعه اولیه و مطالعه مجدد داده‌ها نوشتن ایده‌های اولیه
تجزیه و توصیف متن	۲. ایجاد کدهای اولیه و کدگذاری	پیشنهاد چارچوب کدگذاری و تهیه قالب مضامین تفکیک متن به بخش‌های کوچک‌تر کدگذاری ویژگی‌های جالب داده‌ها
	۳. جست‌وجو و شناخت مضامین	تطبیق دادن کدها با قالب مضامین استخراج مضامین از بخش‌های کد گذاشته متن ، پالایش و بازبینی مضامین
تشریح و تفسیر متن	۴. ترسیم شبکه مضامین	بررسی و کنترل همخوانی مضامین با کدهای مستخرج انتخاب مضامین پایه، سازمان‌دهنده و فراگیر ترسیم نقشه(های) مضامین اصلاح و تأیید شبکه(های) مضامین
	۵. تحلیل شبکه مضامین	تعریف و نام‌گذاری مضامین توصیف و توضیح شبکه مضامین
ترکیب و ادغام متن	۶. تدوین گزارش	تلخیص شبکه مضامین و بیان مختصر و صریح آن استخراج نمونه‌های جالب داده‌ها مرتبط کردن نتایج تحلیل با سؤالات تحقیق و مبانی نظری نوشتن گزارش علمی و تخصصی از تحلیل‌ها

رویکرد شبکه مضامین که در این پژوهش مورد استفاده قرار می‌گیرد، به وسیله آتراید استرلینگ^۱ (۲۰۰۱) مطرح گردید. آنچه شبکه مضامین ارائه می‌کند یک نقشه شبیه تارنما به‌عنوان یک اصل سازمان‌دهنده و یک شیوه نمایش است. شبکه مضامین بر اساس یک رویه مشخص، مضامین پایه کدها و کدها در متن، مضامین سازمان‌دهنده (مضامین به‌دست آمده از ترکیب و تلخیص مضامین پایه) و مضامین فراگیر (مضامین عالی در برگیرنده اصول حاکم بر متن به‌عنوان یک کل) را نظام‌مند می‌کند و سپس این مضامین به‌صورت نقشه‌های شبکه تارنما رسم می‌شوند و مضامین برجسته هر یک از این سه سطح همواره با روابط میان آنها نشان می‌شود. این رویکرد باعث شناوری مضامین شده و بر وابستگی و ارتباط متقابل میان شبکه تأکید می‌کند. هر مضمون فراگیر هسته و کانون یک شبکه مضمونی را تشکیل می‌دهد (شیخزاده و بنی‌اسد، ۱۴۰۰). فرایند تحلیل شبکه مضامین شامل سه مرحله، شش گام و بیست اقدام است. همان‌طور که در جدول (۱) آمده فرایند کامل تحلیل مضمون در پژوهش حاضر به سه مرحله کلان تقسیم می‌شود: الف) تجزیه و توصیف متن، ب) تشریح و تفسیر متن و ج) ادغام و یکپارچه کردن مجدد متن. درحالی‌که همه این مراحل با تفسیر و تحلیل همراه است؛ اما در هر مرحله از تحلیل، سطح بالاتری از انتزاع به دست می‌آید. نکته دیگر این که تحلیل‌های کیفی از یک سری خطوط راهنما استفاده می‌کنند و نه یک سری قوانین مشخص که این امر باعث انعطاف‌پذیری آنها برای تناسب روش با سؤال و داده‌های پژوهش می‌شود؛ لذا این فرایند سه مرحله‌ای و رایج تنها راه انجام تحلیل

^۱ Attride-Stirling

مضمون نیست. از این رو هر پژوهشگری باتوجه به ماهیت و سؤال‌های پژوهش خود و تصمیمات و ابزارهایی که به کار می‌گیرد می‌تواند از رویکرد مرتبط با پژوهش خود استفاده کند. همچنین این فرایند خطی نیست؛ زیرا تحلیل مضمون مستلزم یک فرایند رفت و برگشتی در کل مجموعه داده‌ها است. پژوهش حاضر پس از تعیین چالش‌ها با استفاده از تحولی مضمون به بررسی و ارائه راهکارهای عملی از دیدگاه خبرگان مورد مصاحبه می‌پردازد.

۱-۴- نتایج پژوهش

در این بخش به تجزیه و تحلیل مطالعات انجام شده در فرایند پژوهش می‌پردازیم. باتوجه به روش انتخابی (تحلیل مضمون و تحلیل شبکه مضامین) به منظور تأمین اهداف تحقیق (واکاوی چالش‌های عرضه اولیه و پذیرش در بازار بورس اوراق بهادار تهران)، اقدام به انجام مصاحبه با خبرگان حوزه بازار سرمایه گردید. مطابق با مراحل و اصول روش مذکور فرایند گردآوری و تجزیه و تحلیل داده‌های هر کدام از مصاحبه‌ها به صورت هم‌زمان صورت گرفته و پس از اتمام تجزیه و تحلیل مصاحبه مورد نظر، مصاحبه بعدی آغاز شده است. در این بخش به جهت جلوگیری از طولانی شدن پژوهش ابتدا به تجزیه و تحلیل یافته‌های یکی از مصاحبه‌ها و استخراج مضامین پایه اقدام شده است. لازم به ذکر است که برای تمامی مصاحبه‌ها همانند مصاحبه عنوان شده در این تحقیق مضامین پایه استخراج شده است. ذکر این نکته ضروری است که از انتهای مصاحبه یازدهم تا انتهای مصاحبه پانزدهم، هیچ مضمون پایه جدیدی به مضامین مصاحبه‌های قبلی اضافه نگردید و تنها همان مضامین پایه قبلی تکرار شد. طی این مصاحبه مکرر به داده‌ها و کدها مراجعه و سپس نتایج حاصل شده به مصاحبه‌شوندگان عودت و نظر آنها جهت حصول تأیید اخذ شد. در میان ۱۵ مصاحبه صورت گرفته، در مجموع تعداد ۶۸ نکته کلیدی مشخص گردیدند و این نکات در قالب ۲۹ مضمون پایه و یک مضمون فراگیر مفهوم‌سازی شده‌اند. سپس تبیین و ارتباط دهی میان مضامین پایه، آنان را در قالب مضامین سازمان‌دهنده شکل خواهد داد. در نهایت پس از استخراج مضامین مرتبط با چالش‌های عرضه و پذیرش از مصاحبه‌ها اقدام به استخراج راهکارهای مرتبط با هر یک از مضامین سازمان‌دهنده از مصاحبه‌های مزبور شده است.

۲-۴- استخراج مضامین سازمان‌یافته از مضامین پایه مصاحبه‌ها

پس از انجام مصاحبه‌های مربوط به پژوهش، مرحله تجزیه و تحلیل داده‌های به دست آمده آغاز می‌شود. مصاحبه‌ها پس از ویرایش و تدوین، دسته‌بندی شده و فرایندی روی آنها صورت گیرد. به منظور تجزیه و تحلیل مصاحبه‌ها، ابتدا اقدام به کدگذاری هر ۱۵ مصاحبه نموده و در ذیل طبقه‌های «مضامین پایه» دسته‌بندی می‌کنیم. در ادامه پس از تحلیل مضامین پایه برای تمامی پانزده مصاحبه، این مضامین در قالب مضامین سازمان‌دهنده دسته‌بندی و سامان دهی شده‌اند. نتایج حاصل از دسته‌بندی مضامین پایه و مضامین سازمان‌دهنده به شرح جداول ذیل است:

جدول ۲. دسته‌بندی مضمون سازمان‌دهنده چالش‌های اداری و نظارتی از مضامین پایه مصاحبه‌شوندگان (مأخذ: نتایج محققان)

کدها	عنوان مضامین پایه	مضامین سازمان‌دهنده
PB1, PM2, PA4	وجود اخلال و عدم شفافیت در پرونده بیمه و مالیاتی شرکت‌ها	
PC1	عدم سازماندهی مناسب و نظام‌بندی مشاوران عرضه اولیه و پذیرش	
PA3	عدم دریافت هزینه به وسیله کارگزاری‌ها و ایجاد خلل و مشکلات در بازار کار سایر مشاوران پذیرش	
PG3, PL2	عدم چابکی و عدم رسیدگی اداره ثبت شرکت‌های استان تهران و وجود بروکراسی بی‌جهت اداری در سازمان بورس برای ناشران اوراق اولیه	
PG2, PM9	وجود بروکراسی بی‌جهت اداری بین سازمان بورس با شرکت‌های بورسی و فرابورسی	

توضیح مضامین پایه مربوط به چالش‌های اداری و نظارتی جدول (۲) به صورت ذیل است:

وجود اخلال و عدم در پرونده بیمه و مالیاتی شرکت‌ها، باعث ایجاد وقفه در امر پذیرش بنگاه‌ها در بازار سرمایه می‌شود. همچنین وجود سوابق بد و بدهی‌های مالیاتی برخی شرکت‌ها و بدحسابی ایشان در این زمینه، موجب وقفه و یا عدم پذیرش ایشان در بازار سرمایه می‌شود. همچنین برخی از کارگزاری‌های دارای مجوز عرضه و پذیرش بدون دریافت هزینه‌های مقدماتی و قانونی اقدام به انجام امور عرضه و پذیرش شرکت‌ها می‌کنند و تنها کارمزد موفقیت را از صاحبان بنگاه اخذ می‌کنند؛ لذا این امر سبب ایجاد اخلال در کار سایر مشاوران پذیرش می‌شود.

فرایند ثبت شرکت‌های واقع در تهران نسبت به سایر شهرها به دلیل حجم بالای کار و وجود سیستم اداری معیوب آنها از چابکی کمتری برخوردارند. همین امر سبب ایجاد وقفه در امر پذیرش می‌شود. همچنین وجود بروکراسی اداری در سازمان بورس برای ناشران، موجب اخلال در فرایند پذیرش می‌شود. در نهایت وجود بروکراسی اداری و کاغذبازی بین سازمان بورس با شرکت‌های بورسی و فرابورسی: عدم هماهنگی‌ها و ایجاد وقفه‌های مشکل ساز در امر پذیرش می‌شود.

جدول ۳. دسته‌بندی مضمون سازمان‌دهنده چالش‌های فرهنگی و اجتماعی از مضامین پایه مصاحبه‌شوندگان (مأخذ: نتایج محققان)

کدها	عنوان مضامین پایه	مضامین سازمان‌دهنده
PL4, PI2, PD6	عدم فرهنگ‌سازی مناسب جهت آشنایی صاحبان شرکت‌ها و بنگاه‌ها با عرضه و پذیرش در بورس اوراق بهادار تهران	مضامین سازمان‌دهنده
PA9, PE8	عدم شفافیت لازم صاحبان شرکت‌ها و عدم تمایل شرکت‌ها به شراکت با دیگران	مضامین سازمان‌دهنده
PM7, PC6	عدم آگاهی و توجه برخی از بنگاه‌ها نسبت به مفهوم و رویه واگذاری سهام شرکت‌ها	چالش‌های فرهنگی و اجتماعی
PD2, PD7, PJ3	عدم توجه در پرداخت هزینه‌های مقدماتی و قانونی به وسیله صاحبان بنگاه به مشاوران پذیرش	مضامین سازمان‌دهنده
PG6, PO6	عدم اطمینان به شرکت‌ها از سوی سیاست‌گذاران و تصمیم‌گیران	مضامین سازمان‌دهنده

جدول ۴. دسته‌بندی مضمون سازمان‌دهنده چالش مالی و اقتصادی از مضامین پایه مصاحبه‌شوندگان (مأخذ: نتایج محققان)

کدها	عنوان مضامین پایه	مضامین سازمان‌دهنده
PE9, PA2, PK3	نبود نقش مهم و اساسی مشاوران عرضه و پذیرش در فرایند عرضه و پذیرش	مضامین سازمان‌دهنده
PC6	عدم وجود نمایندگان برخی صنایع و گروه‌ها در بازار عرضه اولیه	مضامین سازمان‌دهنده
PJ6, PH3	عدم توافق سهام‌داران عمده با کمیته پذیرش و عدم وجود سازوکار ثابت بابت تعیین قیمت عرضه اولیه	چالش‌های مالی و اقتصادی
PH7	عدم وجود فرایند روشن برای پذیرش شرکت‌های فعال در برخی از صنایع	مضامین سازمان‌دهنده
PA9, PM3	نگاه غیر کارشناسانه و عدم تخصص لازم برای کارشناسی و ارزش‌گذاری سهام شرکت‌ها	مضامین سازمان‌دهنده
PO7, PG7	عدم پذیرش برخی شرکت‌ها به دلیل ضعف ساختار مالی	مضامین سازمان‌دهنده

عدم آشنایی کافی با بازار سرمایه و دانش لازم جهت استفاده از فرصت‌های بازار نظیر عرضه و پذیرش در بسیاری از سهام‌داران وجود ندارد. با توجه به اینکه یک از الزامات ورود به بازار سرمایه، شفافیت است؛ لذا برخی از بنگاه‌ها به دلیل عدم شفافیت، از ورود به بازار سرمایه خودداری می‌کنند. همچنین برخی از صاحبان بنگاه‌ها تمایلی به ورود سهام‌دار جدید به شرکت به دلیل عدم تمایل به پاسخگویی را ندارند. همچنین برخی از شرکت‌ها عرضه اولیه سهام را به مثابه فروش بخشی از دارایی‌ها و

اموال شرکت می‌دانند و این امر موجب مقاومت آنها در برابر عرضه اولیه سهام می‌شود. در نهایت در بعضی مواقع نگاه بدبینانه نسبت به صاحبان شرکت‌ها از سوی سیاست‌گذاران و تصمیم‌گیران با این پیش‌فرض که ارزش واقعی سهام شرکت‌ها از قیمت عرضه اولیه کمتر است ایجاد می‌شود که از چالش‌های فرهنگی و اجتماعی در عرضه اولیه سهام شرکت‌ها است.

لازم است که مشاوران پذیرش و عرضه اولیه سهام باید تمامی مقدمات ورود شرکت‌ها به بازار سرمایه را فراهم سازند. همچنین باتوجه به اینکه برخی صنایع و گروه‌ها سابقه پذیرش در بازار سرمایه را ندارند، لذا شرکت‌ها فعال در این صنایع تمایل و جسارت کمتری بابت پذیرش از خود نشان می‌دهند. همچنین به دلیل عدم وجود استانداردهای ثابت ارزش‌گذاری در ایران، شرکت‌ها در اغلب مواقع بابت ارزش سهام خود به توافق نمی‌رسند.

برخی مواقع شرکت‌های فعال در برخی از صنایع مانند پیمانکاری‌ها را به دلیل نامشخص بودن درآمد آینده توسط نهادهای مربوط پذیرش نمی‌کنند و بعضی مواقع بعضی از این شرکت‌ها را تأیید می‌شوند که این نشانگر نگاه سلیقه‌ای آنها در زمینه پذیرش دارد. بعضی مواقع نگاه غیر کارشناسانه و سطحی نسبت به تعیین ارزش سهام و ضعف تجربه و تخصص کافی وجود دارد که همین امر منجر به تعیین غیر واقعی ارزش سهام شرکت‌ها و طولانی شدن فرایند عرضه و پذیرش اولیه شرکت‌ها می‌شود. در نهایت نیز برخی از شرکت‌ها به دلیل عدم وجود ساختار مالی مناسب و زیان‌ده بودن نیز الزامات پذیرش را کسب نمی‌کنند.

جدول ۵. دسته‌بندی مضمون سازمان‌دهنده چالش قانونی از مضامین پایه مصاحبه‌شوندگان (مأخذ یافته محققان)

کدها	عنوان مضامین پایه	مضامین سازمان‌دهنده
PA1, PB6, PN7, PE5, PI9	قوانین قدیمی و دست‌وپاگیر اداره ثبت شرکت‌ها	
PA5, PL4, PG2, PI2, PJ6	عدم مشوق‌های کافی جهت پذیرش شرکت‌ها و زمان بر بودن تقویم اموال	
PF5	وجود برخی الزامات غیر ضروری مانند تدوین برنامه کسب‌وکار و بازاریابی در فرایند پذیرش	چالش قانونی
PK8	وجود نهادهای مالی متعدد غیرمتخصص موازی با تأمین سرمایه‌ها در حوزه عرضه و پذیرش	
PM6	افزایش سرمایه بدون در نظر گرفتن الزامات سازمان بورس قبل از پذیرش	

برخی از شرکت‌ها در ابتدای فرایند پذیرش نسبت به عرضه و پذیرش ابراز تمایل می‌کنند؛ اما تبدیل شخصیت حقوقی به سهامی عام به‌عنوان یکی از الزامات که انجام آن توسط اداره ثبت شرکت‌ها انجام و زمان‌بر بودن این اقدام از پذیرش صرف نظر می‌کنند. همچنین مشوق‌های موجود جهت ترغیب شرکت‌ها برای ورود به بازار سرمایه کافی نیست و ارزش‌گذاری دارایی شرکت‌ها برای ورود به بازار سرمایه توسط کارشناس رسمی دادگستری صورت می‌پذیرد که امری زمان‌بر محسوب می‌شود.

برخی از الزامات در فرایند پذیرش مانند تدوین برنامه کسب‌وکار و بازاریابی امری زمان‌بر و غیر ضروری است. نهادهای مالی متعددی در زمینه عرضه و پذیرش سهام اولیه در بازار بورس اوراق بهادار وجود دارد که مشاهده شده است نسبت به شرکت‌ها تأمین سرمایه به‌عنوان رکن تخصصی بازار در حوزه عرضه و پذیرش از تخصص کمتری برخوردارند که این‌گونه از نهادها به دلیل ضعف‌های قانونی شکل گرفته‌اند. در نهایت گاهی شرکت‌ها پیش از انجام پذیرش بدون در نظر گرفتن الزامات سازمان بورس اقدام به افزایش سرمایه می‌کنند که این امر موجب می‌شود در امر پذیرش آنها وقفه ایجاد شود.

پس از استخراج مضامین سازمان‌دهنده در خصوص چالش‌ها و موانع عرضه اولیه سهام، راهکارهای عملی بابت رفع آنها از طریق مصاحبه با مصاحبه‌شوندگان جمع‌آوری شده است. همچنین ذکر این نکته حائز اهمیت است، در این پژوهش

ارائه راهکارهای منطبق با شرایط بومی و حال اقتصاد ایران برای پژوهش اهمیت دارد و لذا برای استخراج راهکارها از مصاحبه‌های انجام شده با ۱۵ نفر از نخبگان و هم راهکارهای عملی برای رفع چالش‌های عرضه اولیه سهام و پذیرش شرکت‌ها در بازار بورس اوراق بهادار تهران استفاده شده است.

۱- افزایش سهام شناور آزاد

به منظور بهبود وضعیت عرضه عمومی اولیه و بازار سهام پیشنهاد می‌شود که سهام شناور آزاد در بازار سهام و به خصوص در زمان عرضه عمومی اولیه شرکت‌ها افزایش یابد تا علاوه بر تأمین مالی بیشتر شرکت یا سهام‌دار عمده، بازار سهام از مزایای آن مانند کاهش نوسانات قیمت سهام و بازار سهام، کاهش دست‌کاری قیمت سهام، جذب و تنوع بیشتر سرمایه‌گذار در بازار سهام بهره‌مند شود.

۲- انتشار سهام خود شرکت در عرضه‌های عمومی اولیه (افزایش سرمایه)

در عرضه‌های عمومی اولیه (الگوی متعارف) سهام جدید خود شرکت در بازار برای اولین بار عرضه می‌شود و منابع تجهیز شده صرف افزایش سرمایه در شرکت می‌شود. طبق این روش، اندازه شرکت بیشتر و ترازنامه آن بزرگ‌تر می‌شود. به بیانی دیگر، با عرضه عمومی اولیه سمت چپ ترازنامه که حقوق صاحبان سهام است افزایش می‌یابد و در سمت راست ترازنامه که دارایی‌های شرکت (وجه نقد) است به همان میزان افزایش می‌یابد و شرکت می‌تواند منابع تجهیز شده را صرف توسعه کسب و کار، ارتقای تجهیزات و افزایش تولید کند. اگرچه عرضه عمومی اولیه به تجهیز منابع مالی شرکت کمک می‌کند، با این حال، در بازار سرمایه کشور ما تاکنون عرضه عمومی اولیه به این شکل صورت نگرفته است و آنچه که اجرا شده است، در واقع پذیرش مستقیم بوده است که الزام به تأمین مالی شرکت منجر نمی‌شود و شرکت از آن منتفع نمی‌شود. به نظر می‌رسد در کنار روش کنونی عرضه عمومی اولیه (که در واقع پذیرش مستقیم است) در بازار سرمایه کشور، می‌توان از این روش که نوعی افزایش سرمایه شرکت از طریق انتشار سهام خود شرکت است، نیز استفاده کرد.

۳- حمایت از شرکت‌های دانش‌بنیان و نوپا

بهره‌گیری از روش‌های متعدد و به‌روز ارزش‌گذاری شرکت‌های دانش‌بنیان و نوپا مانند «روش کارت نمره‌دهی» می‌تواند انگیزه لازم برای مدیران و سهام‌داران عمده یا مؤسسان را ایجاد نماید که نسبت به ورود به بازار سهام اقدام کنند. همچنین با توجه به مخاطراتی که معاملات سهام این نوع از شرکت‌ها دارد و ممکن است در آینده به دلیل نوآوری‌های جدید، ادغام و یا منحل شوند پیشنهاد میشود تابلویی مختص به معاملات سهام این نوع از شرکت‌ها در بازار سهام ایجاد شود و سرمایه‌گذاران با شرایط خاصی که توسط سازمان بورس و اوراق بهادار تعیین میشود، نسبت به معامله در تابلوی مزبور اقدام کنند.

۴- تشویق سهامداران عمده به هزینه‌کرد منابع حاصل از عرضه عمومی اولیه در شرکت

سهام‌دار یا سهام‌داران عمده که سهام متعلق به خود را در بازار سهام به فروش می‌رسانند، می‌توانند منابع مزبور را در اموری که خود صالح می‌دانند به مصرف برسانند. در برخی مواقع منابع تجهیز شده صرف افزایش سرمایه خود شرکت می‌شود و به نوعی تأمین مالی شرکت به حساب می‌آید. با این حال، ممکن است سهام‌دار که تمام یا بخشی از سهام خود را در بازار به فروش رسانده است، نسبت به تخصیص منابع مزبور به شرکت اقدام نکند و آن را صرف تأسیس شرکتی جدید یا هزینه امور جاری کند. به منظور ارتقای وضعیت مالی شرکت و کاهش هزینه‌های تأمین مالی شرکت‌ها پیشنهاد آن است

که منابع تجهیز شده صرف افزایش سرمایه شرکت و یا صرف تأسیس یا توسعه شرکت‌های زنجیره ارزش شرکت عرضه شده شود. به منظور نیل به این هدف می‌توان مشوق‌هایی از جمله معافیت‌ها یا اعتبارات مالیاتی و یا معافیت‌های گمرکی در نظر گرفت.

۵- افشای نحوه استفاده از منابع حاصل از عرضه عمومی اولیه در امیدنامه

به منظور عرضه عمومی اولیه امیدنامه‌ای تهیه و منتشر می‌شود. در تهیه امیدنامه، شرکت‌ها الزامی به افشای محل مصرف منابع حاصل از عرضه عمومی اولیه ندارند. پیشنهاد می‌شود محل سرمایه‌گذاری منابع جمع‌آوری شده حاصل از عرضه عمومی اولیه شرکت‌ها در امیدنامه شرکت‌ها ذکر شود. این اقدام به افزایش شفافیت در بازار سرمایه و انگیزه‌گذاران و مشارکت‌کنندگان در عرضه اولیه منجر خواهد شد (رحیمی فر و همکاران، ۱۴۰۳).

۶- مدیریت تعارض منافع میان شرکت‌های خواهان ورود به بازار سهام و نهادهای مالی

به منظور مدیریت و کنترل تعارض منافع در بازار سرمایه و به خصوص عرضه عمومی اولیه شرکت‌ها ضروری است تا راهکارها به طور نظام‌مند مورد توجه قرار گیرد و چارچوبی از طرف سیاست‌گذاران و متولیان بازار تهیه و تدوین شود. باین حال، برای مدیریت تعارض منافع در عرضه عمومی اولیه، با توجه به تعداد بالای شرکت‌های مشاور پذیرش در بازار سرمایه می‌توان این الزام را در نظر گرفت که میان شرکت‌های مشاور پذیرش و شرکت‌های خواهان ورود به بازار سهام رابطه مالکیتی یا سهام‌داری وجود نداشته باشد و امور مشاور پذیرش توسط سایر اشخاص صورت پذیرد.

۷- افزایش سواد مالی نسبت به تأمین مالی از بازار سرمایه و تسریع در فرایند عرضه عمومی اولیه شرکت‌ها

ارتقای آموزش و بهبود اطلاع‌رسانی، برگزاری جلسات مشترک میان مدیران شرکت‌ها و افراد صاحب‌نظر و بهره‌گیری از ابزارهای رسانه ملی در راستای افزایش آگاهی و در حالت کلی، افزایش سواد مالی مدیران و سهام‌داران عمده نسبت به روش‌های تأمین مالی از طریق بازار سرمایه، می‌تواند منجر به تسریع و سهولت در تصمیم‌گیری صحیح در خصوص تأمین مالی و روش درست آن از بازار سرمایه شود.

یکی از چالش‌های عرضه عمومی اولیه در بازار سرمایه کشور، زمان بر بودن فرایند ورود شرکت به بازار است. تسریع در بررسی و ارزیابی مستندات شرکت‌ها برای ورود به بازار سهام از طریق بهبود فرایندها و تقویت نیروی انسانی از جمله مواردی است که می‌تواند به کاهش زمان ورود شرکت‌ها به بازار سهام منجر شود.

۵- نتیجه‌گیری و ارائه پیشنهادها و راهکارهای سیاستی

پژوهش حاضر در راستای واکاوی شناسایی چالش‌های عرضه اولیه سهام در بازار بورس اوراق بهادار تهران صورت گرفته است. در واقع پژوهش حاضر در راستای اهداف کلان کنترل نقدینگی و توسعه بازار سرمایه برای ادراک چالش‌هایی که باعث عدم امکان عرضه اولیه و پذیرش برخی شرکت‌ها در بازار سرمایه و یا این فرایند را کند و مختل می‌کند، انجام شده است.

روش تحقیق جهت استخراج چالش‌های عرضه و پذیرش و راهکارهای مقتضی آن در سه مرحله داده‌یابی، داده‌کاوی و اعتباریابی سامان‌دهی شد. توضیح اینکه در مرحله داده‌یابی از روش مصاحبه‌های نیمه‌ساختاریافته بهره گرفته شد. روش نمونه‌گیری در این مرحله، با رویکرد هدفمند بود. در مرحله تحلیل داده‌ها، از روش تحلیل مضمون استفاده شده است و نکات مستخرج از مصاحبه‌ها در سه قالب مضمون پایه، مضمون سازمان‌دهنده و مضمون فراگیر جای‌داده شد. در مرحله اعتباریابی، نتایج تحقیق به مصاحبه‌شوندگان عودت داده شده و نظر آنها جهت حصول تأیید اخذ شده است. همچنین در فرایند تحقیق،

التزام محقق به مکانیزم مقایسه‌های مستمر بر اعتبار درونی تحقیق افزوده است. به‌طور کلی بر اساس پژوهش انجام شده چالش‌ها و راهکارها در چهار دسته کلی قانونی، مالی و اقتصادی، فرهنگی و اجتماعی و اداری و نظارتی طبقه‌بندی شده‌اند.

همچنین از جمله چالش‌های اداری و نظارتی می‌توان به عدم چابکی و عدم رسیدگی اداره ثبت شرکت‌های استان تهران و وجود بروکراسی بی‌جهت اداری در سازمان بورس برای ناشران اوراق اولیه و عدم سازماندهی مناسب و نظام‌بندی مشاوران عرضه اولیه و پذیرش اشاره کرد. از جمله چالش‌های مالی و اقتصادی نیز می‌توان به عدم وجود نمایندگان برخی صنایع و گروه‌ها در بازار عرضه اولیه، عدم وجود فرایند روشن برای پذیرش شرکت‌های فعال در برخی از صنایع و عدم پذیرش برخی شرکت‌ها به دلیل ضعف ساختار مالی اشاره کرد. در باب چالش‌های فرهنگی و اجتماعی نیز می‌توان به عدم آگاهی و توجه برخی از بنگاه‌ها نسبت به مفهوم و رویه واگذاری سهام شرکت‌ها، عدم توجه در پرداخت هزینه‌های مقدماتی و قانونی به‌وسیله صاحبان بنگاه به مشاوران پذیرش و عدم اطمینان به شرکت‌ها از سوی سیاست‌گذاران و تصمیم‌گیران اشاره کرد و در نهایت نیز از مهم‌ترین چالش‌های قانونی نیز می‌توان به وجود برخی الزامات غیرضروری مانند تدوین برنامه کسب‌وکار و بازاریابی در فرایند پذیرش، وجود نهادهای مالی متعدد غیرمخصص موازی با تأمین سرمایه‌ها در حوزه عرضه و پذیرش و افزایش سرمایه بدون در نظر گرفتن الزامات سازمان بورس قبل از پذیرش اشاره نمود. از دیگر چالش‌های اساسی در حوزه عرضه اولیه سهام می‌توان به تعامل پیچیده بازار سرمایه با بازارهای موازی نهفته اشاره نمود. تحلیل‌ها نشان می‌دهد در دوره‌های صعود بازار ارز و طلا، میزان مشارکت در عرضه‌های اولیه به‌طور قابل توجهی کاهش می‌یابد. این رفتار سرمایه‌گذاران که در بی‌اعتمادی عمیق نسبت به بازار سرمایه ریشه دارد، با تجربه تلخ ریزش سال ۱۳۹۹ و نگرانی‌های اخیر تشدید شده است. به‌عنوان مثال، در دوره‌های افزایش قیمت طلا، میانگین مشارکت در عرضه‌های اولیه تا ۳۵ درصد کاهش یافته است. نکته قابل توجه این است که به‌رغم تمام چالش‌ها، هزینه تأمین مالی از طریق عرضه اولیه همچنان در مقایسه با تسهیلات بانکی جذابیت دارد. در حالی که نرخ سود تسهیلات بانکی معمولاً بالای ۲۵ درصد است، هزینه‌های مستقیم تأمین مالی از طریق عرضه اولیه به‌مراتب کمتر و حدود ۵ تا ۷ درصد است. شاید همین مزیت هزینه‌ای است که باعث شده است عرضه‌های اولیه همچنان به حیات خود ادامه دهند.

تورم بالا در ایران باعث شده است تا ارزش‌گذاری دقیق سهام در عرضه‌های اولیه به چالش کشیده شود. در چنین شرایطی، شرکت‌ها معمولاً به ارائه قیمت‌های بالاتر تمایل دارند که گاهی ممکن است بیش از ارزش واقعی شرکت باشد. این موضوع می‌تواند به‌طور مستقیم روی میزان بازدهی سرمایه‌گذاری و همچنین اعتماد عمومی به بازار تأثیر بگذارد. ارزش‌گذاری بالای سهام در عرضه اولیه و عمومی اغلب موجب فروش گسترده پس از دوره قفل‌شدگی^۱ می‌شود. این امر می‌تواند به اصلاح قیمتی و حتی کاهش ارزش بازار منجر شود که تأثیر منفی بر اعتماد سرمایه‌گذاران دارد. برای نمونه، برخی از عرضه‌های اولیه سال‌های اخیر در ایران پس از ورود به بورس، در مدت کوتاهی دچار افت شدید شدند؛ چرا که قیمت‌های اولیه فراتر از ارزش بنیادی آنها تعیین شده بود. در پایان و با توجه به نتایج پژوهش پیشنهاد می‌شود:

باتوجه به شناسایی چالش‌ها و ارائه راهکارها در راستای بهتر شدن عرضه عمومی سهام در بازار بورس تهران می‌توان فهمید که بخش عمده‌ای از این چالش‌ها در این مسیر به دلیل کارکرد نادرست و اشتباه برخی از ضوابط حاکم در این حوزه برمی‌گردد که این امر سبب ایجاد اختلال در فرایند عرضه اولیه و پذیرش شرکت‌ها در بورس اوراق بهادار تهران شده است و از این رو

^۱ Lock-up Period

پیشنهاد می‌شود که نهادهای مربوطه مانند سازمان بورس اوراق بهادار و بازار فرابورس و مجلس شورای اسلامی و هیئت دولت، اقدام به اصلاح و تغییر قوانین و ضوابط موجود و یا تدوین قوانین و ضوابط جدید با توجه به شرایط و اقتضائات حاضر نمایند. تداوم موفقیت عرضه‌های اولیه سهام در گرو اصلاحات ساختاری است. ۳ محور اصلی این اصلاحات عبارتند از:

۱. بازننگری در نظام قیمت گذاری: استفاده از مدل‌های پویای ارزش گذاری که بتوانند تورم انتظاری و نوسانات ارزی را لحاظ کنند. به عنوان مثال، می‌توان از روش‌های مبتنی بر تحلیل حساسیت و سناریوهای مختلف برای پیش‌بینی قیمت سهام استفاده کرد.

۲. افزایش شفافیت: الزام به افشای دقیق‌تر اطلاعات مالی و ایجاد سیستم‌های یکپارچه اطلاع‌رسانی. ایجاد پلتفرم‌های آنلاین که به سرمایه‌گذاران اطلاعات دقیق و به‌روز ارائه دهند، می‌تواند اعتماد سرمایه‌گذاران را افزایش دهد.

۳. تقویت سازوکارهای مدیریت ریسک: توسعه ابزارهای مشتقه و تقویت صندوق‌های تثبیت بازار. برای مثال، طراحی اوراق تبعی با پوشش ریسک ارزی می‌تواند به کاهش ریسک‌های سیستماتیک کمک کند.

ملاحظات اخلاقی

پیروی از اصول اخلاق پژوهش

نویسندگان اصول اخلاقی را در انجام و انتشار این پژوهش علمی رعایت و این موضوع مورد تأیید همه آنهاست.

مشارکت نویسندگان

همه نویسندگان در مقاله سهم و نقش یکسان داشته‌اند.

تعارض منافع

بنا بر اظهار نویسندگان این مقاله تعارض منافع ندارد.

حامی مالی

نویسندگان هیچگونه حمایت مالی برای تحقیق، تألیف و انتشار این مقاله دریافت نکرده‌اند.

تقدیر و تشکر

از تمامی افراد و مؤسساتی که در انجام این تحقیق مؤلفین را مساعدت نمودند، قدردانی می‌شود.

منابع

اقبال‌نیا، محمد؛ حاجی‌زاده، بابک و ابراهیمی، عباس (۱۳۹۸). تأثیر بازار اولیه و ثانویه بر عملکرد شرکت‌ها. چشم‌انداز مدیریت مالی، ۹(۲۸)، ۹۱-۱۱۶.

https://jfmfp.sbu.ac.ir/article_95901.html

پاپی‌زاده، عباس؛ فلیجی، نعمت و نصایبان، شهریار (۱۴۰۱). بررسی اثرات شاخص بانک‌های سرمایه‌گذاری بر حجم معاملات بازارهای اولیه و ثانویه بورس

ایران. اقتصاد مالی، ۴(۶۱)، ۳۲۹-۳۵۴. https://journals.iau.ir/article_698855.html

جعفروند آذر، صابر (۱۳۸۶). سازوکارهای عرضه عمومی اولیه اوراق بهادار (IPO). بورس، ۶۳، ۳۰-۳۵. <https://www.noormags.ir/view/fa/creator/122665>

حاجی غلام سریزدی، مهدی و محمدی‌پور ندوشن، رسول (۱۳۹۷). بررسی اهمیت و سازکار عرضه اولیه اوراق بهادار در بازار سرمایه. پژوهش‌های مدیریت

در حسابداری، ۱۰، ۱۹۹-۲۱۴. <https://www.noormags.ir/view/fa/articlepage/1343022>

حیدری هراتمه، مصطفی و ابراهیمی، بهنام (۱۴۰۲). بررسی تأثیر عرضه عمومی و اولیه سهام (IPO) بر عملکرد مالی شرکت‌ها. پژوهش‌های نوین در ارزیابی عملکرد،

(۴) ۲، ۲۴۰-۲۵۲. https://www.journal-mrpe.ir/article_194567.html

خدادادی، ولی و رضائیان، علی (۱۳۸۵). روندهای جهانی در روش‌های جهانی در روش‌های کاربردی عرضه سهام اولیه. بورس، ۵۷، ۲۸-۳۳.
<https://ensani.ir/fa/article/234649>

شیخ‌زاده، محمد و بنی‌اسد، رضا (۱۴۰۰). تحلیل مضمون؛ مفاهیم، رویکردها و کاربردها. تهران: نشر لوگوس. <https://www.gisoom.com/book/11695373>
 رحیمی‌فر، فرهاد؛ حسونند، داریوش و زاهد غروی، مهدی (۱۴۰۳). اثرنااطمینانی سیاست پولی برنااطمینانی بازار سهام. مجله توسعه و سرمایه، ۱۹(۱)، ۱۸۲-۱۵۷.
https://jdc.uk.ac.ir/article_3645.html

شیرزادی، یاسر؛ متین‌فرد، مهران و حسنی، محمد (۱۴۰۲). آزمون تجربی تغییر طبقه‌بندی جریان‌های نقدی؛ شواهدی از عرضه‌های عمومی اولیه در بورس اوراق بهادار تهران. مجله دانش حسابداری، ۱۴(۲)، ۷۶-۵۳.
https://jak.uk.ac.ir/article_3458.html

فتح‌علیان، سمانه؛ نبوی‌چاشمی، علی و چیرانی، ابراهیم (۱۳۹۹). تبیین الگوی بهینه ارزیابی و قیمت‌گذاری عرضه اولیه عمومی سهام با استفاده از تکنیک‌ها تصمیم‌گیری چند متغیره فازی، رگرسیون، شبکه عصبی و الگوریتم ژنتیک. مهندسی مالی و مدیریت اوراق بهادار، ۴۲، ۱۹۵-۲۱۴.
<https://sanad.iau.ir/journal/fej/Article/672895?jid=672895>

کشتکار، مریم (۱۳۸۰). بورس اوراق بهادار تهران اصلاح ساختار و بازنگری در قوانین و مقررات. مجله برنامه و بودجه، ۶۱، ۱۱۵-۱۵۲.
<https://jpbud.ir/article-1-767-fa.html>

کلباسی، ناصر و خسروی‌پور، نگار (۱۳۹۹). بررسی تأثیر کیفیت حسابداری بر کیفیت گزارشگری مالی در زمان عرضه اولیه. دانش حسابداری مالی، ۷(۴)، ۱۵۵-۱۷۷.
https://jfak.journals.ikiu.ac.ir/article_2318.html

مشایخی، بیتا و جهانخانی، علی (۱۳۷۷). بررسی تطبیقی لزوم ایجاد بازار اوراق بهادار خارج از بورس و شناسایی بستر لازم جهت فعال شدن این بازار در ایران. پایان‌نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه شهید بهشتی. <https://ganj.irandoc.ac.ir/#/articles/1dcd94b3241ba73376b89708dc22c698/fulltext>

میر معینی، سید حمید؛ اسدی، غلامحسین؛ حمیدی‌زاده، محمدرضا و روستا، احمد (۱۳۹۵). طراحی و تبیین مدل پذیرش و عرضه سهام شرکت‌ها برای نیل به توسعه بورس اوراق بهادار مبتنی بر سنجش چشم‌انداز ۱۴۰۴ جمهوری اسلامی ایران. دانش سرمایه‌گذاری، ۲۰(۳)، ۶۷-۹۴.
http://www.jik-ifea.ir/article_9511.html

نادری، مریم؛ محمودی، محمد و یزدانی، شهره (۱۴۰۲). بررسی آثارمدیریت خطا بر فشاربازارسرمایه در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. مجله توسعه و سرمایه، ۲۸(۲)، ۲۴۶-۲۱۹.
https://jdc.uk.ac.ir/article_3469.html

نجفی‌راد، ناهید؛ احدیان‌پور، دنیا و لشکری‌زاده، مریم (۱۴۰۰). تأثیر عملکرد صندوق‌های سرمایه‌گذاری بر مدیریت سود پویا در عرضه اولیه. مجله توسعه و سرمایه، ۱۶(۱)، ۱۰۳-۱۲۱.
<https://www.noormags.ir/view/fa/articlepage/1815179>

نیک‌پی‌پسپیان، وحید؛ رضازاده، علی؛ احمدی‌نژاد، حسین و احمدوند، شکوفه (۱۴۰۲). بررسی رابطه علیت بین عرضه اولیه سهام و عوامل کلان اقتصادی. مدیریت دارایی و تأمین مالی، ۱۱(۲)، ۳۵-۵۲.
https://amf.ui.ac.ir/article_27643.html

هوشیار، محمدرضا؛ دارایی، رؤیا و فالج، میرفیض (۱۴۰۲). ارائه الگوی اثر درجه شباهت گروهی و کیفیت اطلاعات حسابداری و کیفیت گزارشگری مالی بر ارزش‌گذاری عرضه عمومی اولیه سهام با استفاده از الگوریتم شبکه‌های عصبی مصنوعی. مجله دانش حسابداری، ۱۴(۴)، ۸۰-۵۳.
https://jak.uk.ac.ir/article_3647.html

References

- Aquaah, M. (2015). Determinants of corporate listings on stock markets in sub-Saharan Africa: Evidence from Ghana. *Emerging Market Review*, 22, 154-175. <https://doi.org/10.1016/j.ememar.2014.10.002>.
- Attride-Stirling, J. (2001). Thematic networks: An analytic tool for qualitative research. *Qualitative Research*, 1, 385-405. <https://doi.org/10.1177/146879410100100307>.
- Chen, Y., & Fu, X. (2022). Reform of IPO registration system injects new vitality into China's capital market. In *2022 7th International Conference on Financial Innovation and Economic Development (ICFIED 2022)*, (pp. 602-612). Atlantis Press. DOI: 10.2991/aebmr.k.220307.097.
- Eqbalnia, M., Hajizadeh, B., & Ebrahimi, A. (2019). The impact of primary and secondary markets on corporate performance. *Financial Management Perspectives*, 9(28), 91-116. https://jfmp.sbu.ac.ir/article_95901.html?lang=en [In Persian].
- Fath Alian, S., Nabavi Chashmi, A., & Chirani, E. (2019). Explaining the optimal model for evaluating and pricing initial public offerings of stocks using fuzzy multivariate decision-making techniques, regression, neural

- networks, and genetic algorithms. *Financial Engineering and Securities Management*, 42, 195-214. <https://sanad.iau.ir/journal/fej/Article/672895?jid=672895> [In Persian].
- Gupta, V., Singh, S., & Yadav, S.S. (2023). Disaggregated IPO returns, economic uncertainty and the long-run performance of SME IPOs. *International Journal of Emerging Markets*, 18(10), 3847-3867. DOI: [10.1108/IJOEM-09-2020-1098](https://doi.org/10.1108/IJOEM-09-2020-1098).
- Hajjigholam Sarizadi, M., & Mohammadipour Nadushan, R. (2018). Investigating the importance and mechanism of initial public offerings in the capital market. *Quarterly Journal of Management Research in Accounting*, 10, 199-214. <https://www.noormags.ir/view/fa/articlepage/1343022> [In Persian].
- Heidari Haratemeh, M., & Ebrahimi, B. (2024). Investigating the impact of IPO on the financial performance of companies. *Modern Research in Performance Evaluation*, 2(4), 240-252. https://www.journal-mrpe.ir/article_194567.html?lang=en [In Persian].
- Hooshyar, M., Darabi, R., & Fallah, M. (2023). Presenting the model of the effect of the degree of group similarity on the quality of accounting information and the quality of financial reporting on the valuation of the initial public offering of shares using the algorithm of artificial neural networks. *Journal of Accounting Knowledge*, 14(4), 53-80. https://jak.uk.ac.ir/article_3647.html?lang=en [In Persian].
- Jafar Vand Azar, S. (2007). Mechanisms of initial public offering (IPO). *Bourse*, 63, 30-35. <https://www.noormags.ir/view/fa/creator/122665> [In Persian].
- Jovian, H., Zukhri, N., & Nugroho, A.A. (2022). Analysis of financial performance before and after IPO (Initial public offering) on company share acceleration boards on the Indonesia stock exchange. *International Journal of Business, Technology and Organizational Behavior*, 2(4), 325-332. DOI: [10.52218/ijbtob.v2i4.205](https://doi.org/10.52218/ijbtob.v2i4.205).
- Kalbasi, N., & Khosravipour, N. (2019). Investigating the impact of audit quality on the quality of financial reporting at the time of initial public offering. *Financial Accounting Knowledge*, 7(4), 155-177. https://jfak.journals.ikiu.ac.ir/article_2318.html?lang=en [In Persian].
- Keshtkar, M. (2001). Tehran Stock Exchange: Reforming the structure and reviewing the laws and regulations. *Journal of Planning and Budgeting*, 61, 115-152. <https://jpbud.ir/article-1-767-fa.html> [In Persian].
- Khodadadi, V., & Rezaian, A. (2006). Global trends in global methods in applied methods of initial public offerings. *Bourse*, 57, 28-33. <https://ensani.ir/fa/article/234649> [In Persian].
- Mashayekhi, B., & Jahankhani, A. (1998). Investigating the necessity of establishing an over-the-counter securities market and identifying the necessary framework for activating this market in Iran. *Master's Thesis*, Shahid Beheshti University. <https://ganj.irandoc.ac.ir/#/articles/1dcd94b3241ba73376b89708dc22c698/fulltext> [In Persian].
- Mir Moeini, S.H., Asadi, Gh., Hamidzadeh, M.R., & Roustia, A. (2016). Designing and explaining the model of acceptance and offering of shares of companies to achieve the development of the stock exchange based on the vision document 1404 of the Islamic Republic of Iran. *Quarterly Scientific and Research Journal of Investment Knowledge*, 20(3), 67-94. http://www.jik-ifea.ir/article_9511.html?lang=en [In Persian].
- Naderi, M., Mahmoodi, M., & Yazdani, Sh. (2023). Investigating the effects of error management on capital market pressure in companies listed on the Tehran Stock Exchange. *Journal of Development and Capital*, 8(2), 219-246. https://jdc.uk.ac.ir/article_3469.html?lang=en [In Persian].
- Najafi Rad, N., Ohdianpour, D., & Lashkarizadeh, M. (2017). The impact of investment funds performance on dynamic profit management in initial public offerings. *Journal of Development and Capital*, 6(1), 103-121. <https://www.noormags.ir/view/fa/articlepage/1815179> [In Persian].
- Nikpi Pesian, V., Rezazadeh, A., Ahmadinejad, H., & Ahmadvand, Sh. (2023). Investigating the causal relationship between initial public offering and macroeconomic factors. *Asset Management and Financing*, 11(2), 35-52. https://amf.ui.ac.ir/article_27643.html?lang=en [In Persian].
- Papizadeh, A., Falihi, N., & Nesabian, Sh. (2022). Studying the effects of investment banks index on the trading volume of primary and secondary markets of the Iranian Stock Exchange. *Financial Economics*, 4(61), 329-354. https://journals.iau.ir/article_698855.html [In Persian].
- Rahimifar, F., Hassanvand, D., & Zahed Gharavi, M. (2024). The effect of monetary policy uncertainty on stock market uncertainty. *Journal of Development and Capital*, 9(1), 157-182. DOI: [10.22103/jdc.2023.20577.1319](https://doi.org/10.22103/jdc.2023.20577.1319) [In Persian].
- Serge, M.E.S.M.E., Lord, M.E.L.M.E., Kemgou, D.K.E.G.D., Guilaire, E., & Joseph, N.J.N. (2022). Emerging stock markets and performance of IPOs: An application to the regional stock exchange (RSES). *BOHR International Journal of Finance and Market Research*, 1(1), 22-35. DOI: [10.54646/bijfmr.2022.05](https://doi.org/10.54646/bijfmr.2022.05).

- Sheikhzadeh, M., & Bani Asad, R. (2021). Content analysis; concepts, approaches and applications. Tehran: Logos Publishing. <https://www.gisoom.com/book/11695373> [In Persian].
- Sherman, A. (2000). Ipos and long term relationships: An advantage of book building. *Review of Financial Studies*, 13, 694-714. DOI: [10.2139/ssrn.235928](https://doi.org/10.2139/ssrn.235928).
- Shirzadi, Y., Matinfard, M., & Hassani, M. (2023). Experimental test of cash flow classification shifting: evidence from initial public offerings in tehran stock exchange. *Journal of Accounting Knowledge*, 14(2), 53-76. https://jak.uk.ac.ir/article_3458.html?lang=en [In Persian].
- Voronova, E.Y., & Lukina, Y.A. (2023). Solving environmental problems as a priority for “Young” Companies conducting IPOs Amid Global Economic Uncertainty. In *Current Problems of the Global Environmental Economy Under the Conditions of Climate Change and the Perspectives of Sustainable Development* (pp. 213-222). Cham: Springer International Publishing. https://colab.ws/articles/10.1007%2F978-3-031-19979-0_23.
- Fang, K., Li, Y., & Xu, W. (2024). Research and analysis on tax risk management of enterprises proposed for IPO. *Highlights in Business, Economics and Management*, 24, 1011-1017. <https://drpress.org/ojs/index.php/-HBEM/article/view/16244>.
- Yu, X., Zhang, D., & Wu, Z. (2024). Registration system reform and initial public offering ownership preference: Evidence from China. *China Journal of Accounting Research*, 100343. <https://doi.org/10.1016/j.cjar.2024.100343>.
- Zhao, L., & Chen, F. (2023). The comprehensive implementation of the registration-based system of IPO regulation in china: practice, progress, problems and prospects. *Asia Pacific Law Review*, 32(1), 1-22. DOI: [10.1080/10192557.2023.2232612](https://doi.org/10.1080/10192557.2023.2232612).

