



فصلنامه علمی پژوهشی دانش سرمایه‌گذاری  
سال پنجم / شماره بیستم / زمستان ۱۳۹۵

## طراحی و تبیین مدل پذیرش و عرضه سهام شرکت‌ها برای نیل به توسعه بورس اوراق بهادار مبتنی بر سند چشم‌انداز ۱۴۰۴ جمهوری اسلامی ایران

سیدحمید میرمعینی

کاندیدای دکتری مدیریت بازرگانی (گرایش بازاریابی بین‌المللی)، دانشکده مدیریت و حسابداری، دانشگاه شهید بهشتی، تهران، ایران  
(Hamidmirmoeini@gmail.com)

غلامحسین اسدی

دانشیار دانشکده مدیریت و حسابداری، دانشگاه شهید بهشتی، تهران، ایران  
(Assadi4@gmail.com)

محمدرضا حمیدی زاده

استاد دانشکده مدیریت و حسابداری، دانشگاه شهید بهشتی، تهران، ایران  
(M-Hamidizadeh@sbu.ac.ir)

احمد روستا

استادیار دانشکده مدیریت و حسابداری، دانشگاه شهید بهشتی، تهران، ایران  
(A\_Roosta@sbu.ac.ir)

تاریخ دریافت: ۹۵/۲/۲ تاریخ پذیرش: ۹۵/۳/۱۰

### چکیده

ایفای نقش مؤثر بورس اوراق بهادار در توسعه اقتصادی و همچنین تحقق اهداف اقتصادی سند چشم‌انداز، ارائه مدلی مناسب از نحوه پذیرش و جذب شرکت‌ها در بورس اوراق بهادار و همچنین چگونگی ایجاد تقاضای سرمایه‌گذاری برای عرضه اولیه سهام شرکت‌های پذیرفته‌شده را ایجاب می‌نماید. این پژوهش از نظر هدف، کاربردی و از لحاظ روش گردآوری داده‌ها توصیفی و از نوع پیمایشی بود، از نظر نوع داده‌های موردنیاز آمیخته (کمی-کیفی) و از نوع اکتشافی بود. جامعه آماری پژوهش شامل دو بخش کیفی شامل ده نفر از اساتید دانشگاهی، خبرگان اقتصادی-مالی و بازاریابی که به روش هدفمند انتخاب شدند و فعالان بازار سرمایه که از میان آن‌ها با استفاده از فرمول کوکران و روش نمونه‌گیری تصادفی ۳۸۴ نفر به‌عنوان حجم نمونه در نظر گرفته شد. ابزار گردآوری داده‌ها بر اساس بررسی مدارک و اسناد، مصاحبه اولیه با خبرگان و پرسشنامه صورت گرفت. پرسشنامه محقق ساخته بسته ۵۲ سؤالی استفاده شد که به اندازه‌گیری ابعاد اقدامات پیش از عرضه، الزامات پس از عرضه، عرضه اولیه موفق سهام، پذیرش سهام، نقد شوندگی سهام و توسعه بورس اوراق بهادار پرداخت. روایی سؤالات مصاحبه توسط نظرسنجی از خبرگان تأیید گشت (روایی محتوا)؛ درحالی‌که برای بررسی روایی سؤالات پرسشنامه از روایی سازه در دو بخش روایی همگرا و واگرا استفاده شد. همچنین، پایایی پرسشنامه با استفاده از روش آلفای کرونباخ بررسی گشت که نتایج روایی و پایایی، هر دو قابل قبول بود. از سوی دیگر،

بررسی و تحلیل داده‌های کیفی با استفاده از کدگذاری و تحلیل محتوا انجام شد و بررسی و تحلیل داده‌های کمی نیز با آزمون همبستگی توسط نرم‌افزار SPSS و روش مدل‌سازی معادلات ساختاری با نرم‌افزار Smart PLS صورت پذیرفت. نتایج تحقیق نشان داد در بخش عرضه، برگزاری نشست معارفه و اطلاع‌رسانی مناسب، تبلیغات عرضه اولیه اوراق بهادار؛ تعیین زمان مناسب عرضه اولیه؛ قیمت‌گذاری مناسب از عوامل مؤثر بر اقدامات پیش از عرضه سهام و مدیریت نقد شوندگی سهام، مدیریت نوسان سهام و نوآوری در ارائه ابزارهای مشتقه از عوامل مؤثر بر الزامات پس از عرضه سهام در بورس اوراق بهادار می‌باشند؛ با توجه به مؤلفه‌های شناسایی شده مدلی در زمینه پذیرش و عرضه سهام شرکت‌ها برای نیل به توسعه بورس اوراق بهادار مبتنی بر سند چشم‌انداز ۱۴۰۴ ارائه شد که معیارهای برازش مدل نیز قابل قبول بود. همچنین آزمون بخش عرضه مدل نشان داد اقدامات پیش از عرضه و الزامات پس از عرضه بر عرضه اولیه موفق سهام در بورس اوراق بهادار تأثیر دارد؛ عرضه اولیه موفق سهام بر توسعه بورس اوراق بهادار تأثیر دارد؛ پذیرش سهام بر توسعه بورس اوراق بهادار تأثیر دارد؛ نقدشوندگی بازار بر عرضه اولیه موفق سهام در بورس اوراق بهادار تأثیر دارد؛ نقدشوندگی بازار بر توسعه بورس اوراق بهادار تأثیر دارد.

**واژه‌های کلیدی:** عرضه اولیه موفق سهام، توسعه بورس، پذیرش سهام، نقد شوندگی، سند چشم‌انداز ۱۴۰۴.

#### ۱- مقدمه

یکی از اساسی‌ترین جنبه‌های دستیابی به اهداف سند چشم‌انداز ۱۴۰۴ جمهوری اسلامی ایران، کارآمد نمودن و توسعه نظام تأمین مالی، به‌خصوص تقویت و توسعه بازار سرمایه است. توسعه مالی یکی از سیاست‌هایی است که بسیاری از اقتصاددانان در جهت رسیدن به توسعه اقتصادی توصیه می‌کنند. تاریخچه توسعه مالی به زمانی برمی‌گردد که شومپتر<sup>۱</sup> (۱۹۱۲) به اهمیت نقش پول و اعتبار در فرآیند توسعه اقتصادی اشاره نمود و توسعه مالی را برای رشد اقتصادی ضروری دانست. وی با تأکید بر نوآوری تکنولوژیک به‌عنوان نیروی محرکه رشد اقتصادی بلندمدت، دلیل اصلی نوآوری را، توان بخش مالی عنوان می‌کند که بتواند منابع مالی لازم را در اختیار کارآفرین قرار دهد.

در حال حاضر، در اکثر کشورهای پیشرفته صنعتی و آن دسته از کشورهایی که از آنان به‌عنوان کشورهای تازه صنعتی شده نام برده می‌شود، توسعه بخش مالی در کنار توسعه بخش صنعتی توانسته است به‌صورت همگام و هماهنگ عمل کند. چون رابینسون<sup>۲</sup> (۱۹۵۲) می‌گوید که نظام مالی دنباله‌روی بخش واقعی اقتصاد است و رشد اقتصادی موجب تقاضا برای انواع خاصی از ترکیبات مالی می‌شود و نظام مالی خوب به‌طور خودکار این تقاضا را برآورده می‌کند.

بنابراین می‌توان گفت، یکی از ابزارهای توسعه مالی (پول و سرمایه) توسعه بازار سرمایه می‌باشد. کارکردهایی از قبیل: تجمیع پس‌اندازها، کسب اطلاعات در مورد فرصت‌های سرمایه‌گذاری، نظارت بر سرمایه‌گذاری‌های

انجام شده، قابلیت مدیریت و توزیع ریسک، کمک به فرآیند کشف قیمت‌ها، و افزایش نقد شوندگی و تسهیل مبادلات، جملگی از کارکردهای یک بازار سرمایه توسعه یافته خواهند بود که در نهایت منجر به تخصیص بهینه منابع، کاهش هزینه‌های معاملاتی، بهره‌وری بالاتر سرمایه و رشد اقتصادی خواهند شد. ارائه هرگونه تصویری از نقش و جایگاه بازار سرمایه در آینده اقتصاد کشور، مستلزم انجام مطالعاتی همه‌جانبه در خصوص درک ارتباط بین شاخص‌های بازار سرمایه و شاخص‌های اقتصادی، تحولات گذشته و وضع موجود این بخش در اقتصاد کشور و مقایسه آن با وضعیت کشورهای توسعه یافته، کشورهای نوظهور صنعتی و همچنین کشورهای منطقه هست.

یکی از ابزارهای توسعه بازار سرمایه، توسعه بازار سهام است و در نهایت از عوامل اثرگذار بر توسعه بازار سهام می‌توان به جذب و عرضه سهام شرکت‌ها اشاره کرد. ترکیب شرکت‌های پذیرفته شده در بورس چه به لحاظ تنوع صنایع و چه به لحاظ ارزش بازار، بایستی متناسب با ساختار و ترکیب صنایع ایجادکننده ارزش در تولید ناخالص داخلی باشد، چراکه با این ترکیب، علاوه بر اینکه نقش بورس اوراق بهادار در تأمین منابع مالی موردنیاز طرح‌ها و پروژه‌های اقتصادی پیشرو، قابل توجیه و اثرگذار بر تولید ناخالص داخلی، مفیدتر و یا اهمیت‌تر جلوه خواهد نمود، شاخص بورس نیز نماگر مناسبی برای تبیین اوضاع اقتصادی و تحولات آن خواهد شد و بر همین اساس یکی از جنبه‌های توسعه بازار سهام که همانا "مدیریت پذیرش و جذب اوراق بهادار" خواهد بود، هدفمند و مبتنی بر چشم‌انداز انجام خواهد شد. از سوی دیگر، عرضه اوراق بهادار نیازمند جذب و هدایت تقاضا برای این اوراق است که رساله حاضر در نظر دارد تا طرح استراتژیک بازاریابی جهت انجام این مهم را ارائه نماید.

بنابراین با توجه به موارد بیان شده و در راستای ایجاد بسترهای لازم جهت برخورداری شرکت‌ها و بنگاه‌های نوپا از منابع مالی و گردش پایدار با استفاده از پذیرش و عرضه سهام خود در بازار بورس و استفاده بهینه از این فرصت‌ها با تمرکز بر سند چشم‌انداز ۱۴۰۴ جمهوری اسلامی ایران، پژوهش و مطالعه در این خصوص لازم و ضروری است. در نهایت در ارتباط با آنچه که به‌طور شفاف بیان‌گر اهمیت و ضرورت این پژوهش باشد، می‌توان موارد زیر را برشمرد:

- رسیدن به اهداف سند چشم‌انداز در بخش اقتصادی با توجه به زمان اندکی که از آن باقی مانده است؛
  - کاهش وابستگی به منابع نفتی به‌منظور جلوگیری از تأثیری که این وابستگی می‌تواند در اقتصاد کشور مثلاً با وضع تحریم‌های خارجی داشته باشد.
  - کمک به خریداران خرد و کلان و عرضه‌کنندگان سهام به‌منظور داشتن تعاملی مؤثر؛
  - کمک به تأمین منابع مالی بنگاه‌های اقتصادی کشور به‌منظور رشد اقتصادی؛
  - ترغیب بخش خصوصی به‌منظور مشارکت و تأمین مالی فعالیت‌های مولد.
- بر این اساس، هدف اصلی این پژوهش، طراحی و تبیین مدل پذیرش و عرضه سهام شرکت‌ها برای نیل به توسعه بورس اوراق بهادار مبتنی بر سند چشم‌انداز ۱۴۰۴ جمهوری اسلامی ایران می‌باشد که در قالب اهداف فرعی به شرح ذیل، تعیین گردیدند:
- شناسایی عوامل اثرگذار بر اقدامات پیش از عرضه سهام در بورس اوراق بهادار.
  - شناسایی عوامل اثرگذار بر الزامات پس از عرضه سهام در بورس اوراق بهادار.

- تعیین میزان تأثیر اقدامات پیش از عرضه بر عرضه اولیه موفق سهام در بورس اوراق بهادار.
- تعیین میزان تأثیر الزامات پس از عرضه بر عرضه اولیه موفق سهام در بورس اوراق بهادار.
- تعیین میزان تأثیر نقدشوندگی بازار بر عرضه اولیه موفق سهام در بورس اوراق بهادار.
- تعیین میزان تأثیر پذیرش سهام بر توسعه بورس اوراق بهادار.
- تعیین میزان تأثیر نقدشوندگی بازار بر توسعه بورس اوراق بهادار.
- تعیین میزان تأثیر عرضه اولیه موفق سهام بر توسعه بورس اوراق بهادار.

سؤالات تحقیق، مطابق اهداف تحقیق به دو بخش سؤال اصلی و سؤال‌های فرعی تقسیم می‌شود:  
سؤال اصلی تحقیق، بر اساس هدف اصلی تحقیق عبارت است از: چه مدلی می‌توان در زمینه پذیرش و عرضه سهام شرکت‌ها برای نیل به توسعه بورس اوراق بهادار مبتنی بر سند چشم‌انداز ۱۴۰۴ ارائه کرد؟  
و بر اساس سؤال اصلی پژوهش، و در چارچوب کمک به تحقق اهداف اقتصادی سند چشم‌انداز، سؤالات فرعی به شرح زیر مورد بررسی قرار می‌گیرند:

- عوامل اثرگذار بر اقدامات پیش از عرضه سهام در بورس اوراق بهادار کدام‌اند؟
- عوامل اثرگذار بر الزامات پس از عرضه سهام در بورس اوراق بهادار کدام‌اند؟
- به چه میزان اقدامات پیش از عرضه بر عرضه اولیه موفق سهام در بورس اوراق بهادار تأثیر دارد؟
- به چه میزان الزامات پس از عرضه بر عرضه اولیه موفق سهام در بورس اوراق بهادار تأثیر دارد؟
- به چه میزان نقدشوندگی بازار بر عرضه اولیه موفق سهام در بورس اوراق بهادار تأثیر دارد؟
- به چه میزان پذیرش سهام بر توسعه بورس اوراق بهادار تأثیر دارد؟

در این پژوهش، قلمرو زمانی، مکانی و موضوعی پژوهش به شرح زیر تعیین گردیدند:  
قلمرو زمانی پژوهش: پژوهش حاضر در طی سال‌های ۱۳۹۲-۱۳۹۴ انجام شده است.  
قلمرو مکانی پژوهش: این پژوهش در محدوده شهر تهران و به‌خصوص بورس اوراق بهادار تهران صورت گرفته است.  
قلمرو موضوعی پژوهش: پژوهش حاضر حول مفاهیم پذیرش و عرضه سهام شرکت‌ها و توسعه بازار بورس اوراق بهادار انجام شده است.

## ۲- مدل پژوهش

با توجه به آنچه گفته شد، محقق درصدد پاسخ به این مسئله است که چه مدلی می‌توان در زمینه پذیرش و عرضه سهام شرکت‌ها برای نیل به توسعه بورس اوراق بهادار مبتنی بر سند چشم‌انداز ۱۴۰۴ ارائه کرد؟ مدل پژوهش نیز در شکل ۱ آورده شده است.



شکل ۱: مدل مفهومی پذیرش و عرضه سهام شرکت‌ها برای نیل به توسعه بورس اوراق بهادار مبتنی بر سند چشم‌انداز ۱۴۰۴ جمهوری اسلامی ایران

با توجه به سؤالات و مدل پژوهش در ادامه به تشریح مفاهیم هر یک از ابعاد مدل می‌پردازیم:

- ✓ **سند چشم‌انداز:** سندی مکتوب که افق توسعه و پیشرفت کشور ایران در سال ۱۴۰۴ را نشان می‌دهد. در این سند برای تحقق اهداف موردنظر قوانین و ضوابطی به‌عنوان پیش‌نیاز مطرح‌شده است که مهم‌ترین آن‌ها عبارت‌اند از: تدوین الگوی توسعه، تدوین آمایش سرزمین، تهیه برنامه‌های اجرائی در سطح ملی و بخش، تهیه برنامه ۲۰ ساله در هر استان و منطقه، ابلاغ چارچوب سیاست‌های کلی اصل ۴۴ قانون اساسی، و ارائه شاخص‌های کمی و نحوه انطباق محتوای برنامه‌ها و بودجه‌های سالانه متناسب با سیاست‌های کلی برنامه توسعه (الویری، ۱۳۸۲).
- ✓ **بازار مالی:** بازارهایی هستند که در آن‌ها دارایی‌های مالی همانند سهام و اوراق قرضه مبادله می‌شوند. انواع بازارهای مالی را براساس ساختار سررسید و ساختار معاملات اوراق بهادار، می‌توان به بازار پول و بازار سرمایه طبقه‌بندی نمود (گرکز و همکاران، ۱۳۹۰).
- ✓ **بازار سرمایه:** بازار سرمایه‌بازاری است که در آن، ابزارهای مالی بلندمدت معامله می‌شوند. این بازار عمدتاً شامل دو بازار اولیه و بازار ثانویه می‌باشد. بازار اولیه، بازاری است که در آن اوراق بهادار تازه

انتشار یافته مبادله می‌شود و منابع مالی حاصل از این مبادلات، به ناشر اوراق بهادار می‌رسد. در مقابل، بازار ثانویه، بازاری است که در آن، اوراق بهادار دست‌دوم یعنی قبلاً منتشر شده، معامله می‌گردد و منابع مالی حاصل از این مبادلات نیز به ناشر اوراق بهادار نمی‌رسد و به‌جای آن در میان سرمایه‌گذاران مبادله می‌شود.

✓ **بورس اوراق بهادار:** بازاری متشکل و خود انتظام است که اوراق بهادار در آن توسط کارگزاران و یا معامله‌گران طبق مقررات این قانون، مورد دادوستد قرار می‌گیرد. بورس اوراق بهادار در قالب شرکت سهامی عام تأسیس و اداره می‌شود (گرکز و همکاران، ۱۳۹۰).

✓ **نیل به توسعه بورس اوراق بهادار:** در زمینه توسعه بورس اوراق بهادار تعریف روشن و خاصی وجود ندارد بلکه تئوری پردازان حوزه اقتصادی در ارتباط با توسعه بورس به عوامل اثرگذار بر آن توجه دارند. در ارتباط با عوامل اثرگذار نیز می‌توان گفت عوامل محیط اجتماعی-اقتصادی، قوانین بازار سهام، محیط قانونی، اصلاحات نهادی، بی‌ثباتی اقتصاد کلان، خصوصی‌سازی، آزادسازی بازار سهام، نقدشوندگی بازار سهام، سطح توسعه مؤسسات مالی، نرخ سرمایه‌گذاری، نرخ پس‌انداز، درآمد، سیستم‌های تجاری الکترونیک، افزایش تعداد شرکت‌های پذیرفته شده و عرضه موفق سهام بر توسعه بورس اثر دارند (ناسیر و همکاران، ۲۰۰۷؛ تور و همکاران، ۲۰۰۶؛ بلک، ۲۰۰۱؛ بوپکری و حمزه، ۲۰۰۷؛ فتحی و عسگرنژاد نوری، ۱۳۸۸). فیلر، هنوسک و کمپوس<sup>۳</sup> (۲۰۰۰)، بیان می‌دارند، توسعه بورس می‌تواند به‌وسیله سه متغیر نسبت ارزش بازار<sup>۴</sup> به تولید ناخالص داخلی، نسبت گردش معاملات و تغییرات در تعداد شرکت‌های پذیرفته شده اندازه‌گیری شود. همچنین یارتی<sup>۵</sup> (۲۰۰۸)، نسبت ارزش بازار به تولید ناخالص داخلی را یکی از نمایانگرهای توسعه بورس می‌داند. در این پژوهش توسعه بورس بر اساس شاخص‌های نسبت ارزش بازار<sup>۵</sup> به تولید ناخالص داخلی<sup>۶</sup>، تنوع صنایع پذیرفته شده در بورس، و نسبت گردش معاملات<sup>۷</sup> بورس اندازه‌گیری می‌شود. در ادامه به تعریف تنوع صنایع پذیرفته شده در بورس، نسبت ارزش بازار به تولید ناخالص داخلی و نسبت گردش معاملات می‌پردازیم.

▪ **نسبت ارزش بازار به تولید ناخالص داخلی:** نسبت ارزش بازار به تولید ناخالص داخلی، رشد بازار سهام را در ارتباط با تولید ناخالص داخلی نشان می‌دهد (فیلر و همکاران، ۲۰۰۰). این نسبت به‌عنوان یکی از شاخص‌های ارتباط علیتی مابین توسعه بازار سهام و توسعه اقتصادی است (یارتی، ۲۰۰۸).

▪ **نسبت گردش معاملات:** نسبت گردش معاملات، برابر است با کل ارزش سالیانه بازار معاملات سهام تقسیم بر ارزش بازار (فتحی و عسگرنژاد نوری، ۱۳۸۸).

▪ **تنوع صنایع پذیرفته شده در بورس:** درصدی از کل ارزش بازار که برای شرکت‌ها در هر بخش از اقتصاد محاسبه می‌شود. در بازار سهامی که سهام به‌طور یکنواخت بین تمامی بخش‌ها توزیع شده باشد تنوع‌پذیری ریسک را در درون بازار ممکن می‌سازد (میلر، ۲۰۰۲).

✓ **پذیرش سهام شرکت‌ها:** عبارت است از فرایند ورود شرکت‌ها به بورس اوراق بهادار جهت عرضه سهام

آن‌ها به صورت عمومی بر اساس الزامات تعیین شده توسط شرکت بورس و فرابورس (اکوآه<sup>۱</sup>، ۲۰۱۵). در این پژوهش پذیرش سهام شرکت‌ها بر اساس ۵ شاخص: تأمین مالی آسان و ارزان، بهره‌گیری از امکان وثیقه گذاری سهام و اخذ ساده تر تسهیلات بانکی، صدور اوراق مشارکت و گواهی سپرده، فرایند ساده خروج از بورس و بهره‌مندی از معافیت مالیاتی اندازه‌گیری می‌شود، که این شاخص‌ها از راهنمای پذیرش سهام شرکت‌ها در بورس اوراق بهادار در سال ۱۳۸۵ گرفته شده است.

✓ **نقد شوندگی بازار:** نقد شوندگی بازار از طریق سه مؤلفه توصیف شود. این مشخصه‌ها عبارت‌اند از (میلر، ۲۰۰۲):

- **عمق بازار:** مشخصه عمق اشاره به اندازه و نقدشوندگی بازار سهام دارد. اندازه بازار مهم است زیرا با توانایی برای تجهیز سرمایه و تنوع سازی ریسک همبستگی مثبت دارد. به عقیده پاگانو<sup>۲</sup> (۱۹۸۹) با افزایش اندازه بازار، توانایی آن برای کاهش ریسک ارتقا خواهد یافت. ریسک بازار دو مؤلفه دارد: اولین مؤلفه ریسک نقدشوندگی بازار است که به معنی تغییر قیمت در جهت مخالف در واکنش یا پاسخ به سفارش خرید یا فروش است. دومین مؤلفه ریسک مرتبط با شوک‌های تقاضای نا همبسته است. پاگانو نشان می‌دهد که ریسک نقدشوندگی بازار و شوک‌های تقاضای ناهمبسته با افزایش تعداد مشارکت‌کنندگان بازار کاهش خواهد یافت. بازار ثانویه عمیق تر این امکان را برای شرکت‌ها فراهم می‌کند تا با کاهش بازدهی مورد نیاز سرمایه‌گذاران و بالطبع مواجه شدن با هزینه‌ای پایین تر، سرمایه خود را افزایش دهند.
- **عرض بازار:** عرض به معنی تنوع بازار برحسب مشارکت شرکت‌های بزرگ و کوچک، انواع شرکت‌ها از بخش‌های مختلف صنعت و مشارکت سرمایه‌گذاران خارجی می‌باشد. عرض ریسک کل بازار را کاهش می‌دهد، مالکیت گسترده را ترغیب می‌کند که به نوبه خود سرمایه را افزایش می‌دهد و شرکت‌های کوچک تر را قادر می‌سازد تا به سرمایه‌ای دسترسی داشته باشند.
- **کارایی بازار:** کارایی بر مدیریت و اداره بازار اشاره دارد. زمانی که تعداد بنگاه‌های اقتصادی بیشتری در بازار حضور دارند، متوسط هزینه فناوری‌های پیچیده معاملاتی کاهش می‌یابد و شرکت‌ها و سرمایه‌گذاران حساسیت بیشتری در بازار برای انجام معاملات از خود نشان خواهند داد. فساد<sup>۱</sup> که مختص برخی از بازارهای کوچک می‌باشد، می‌تواند به واسطه نظارت بیشتر کاهش یافته و یا برعکس به دلیل اجرای ناکارآمد برنامه‌های خصوصی سازی و نتیجتاً مالکیت مطلق تعداد اندکی از سهامداران بر سهام افزایش یابد. کارایی همچنین تابعی از روش‌های پرداخت (بدهی)، قوانین و مقررات بازار سهام، مالیات و دیگر هزینه‌های معاملاتی و کارایی بازار می‌باشد (میلر، ۲۰۰۲).

در این پژوهش نقدشوندگی بازار بر اساس مؤلفه‌های عمق با سه شاخص افزایش ارزش بازار، افزایش حجم معاملات و تعداد دفعات معاملات؛ مؤلفه عرض با سه شاخص قوانین و مقررات تسهیل کننده ورود سرمایه‌گذاران خارجی، اندازه شرکت‌های پذیرفته شده و افزایش سهام شناور شرکت‌ها؛ و مؤلفه کارایی با چهار شاخص ورود

سرمایه‌گذاران خارجی، سهولت انتقال سرمایه یا درآمد، معافیت مالیاتی در صورت سرمایه‌گذاری مجدد سودهای ناشی از سرمایه‌گذاری سهام و استانداردهای پرداخت بدهی، محافظت در برابر خطر و ریسک عملیاتی اندازه‌گیری می‌شود. این شاخص‌ها برگرفته از مطالعه میلر (۲۰۰۲) می‌باشد.

✓ **عرضه اولیه موفق سهام:** نخستین عرضه عمومی سهام یک شرکت در بازار اولیه که باهدف تأمین سرمایه و منابع مالی صورت می‌گیرد، به عرضه اولیه معروف است. این مفهوم به معنی همان اولین فروش سهام شرکت‌ها به عموم مردم است، نیز اهمیت ویژه‌ای در ادبیات اوراق بهادار دارد. این مفهوم که به‌صورت مختصر با IPO<sup>۱۰</sup> نشان داده می‌شود، اهمیت ویژه‌ای در معاملات بازارهای سرمایه دارد. اساساً عرضه اولیه سهام یک شرکت به‌مثابه نقطه عطفی در طول چرخه تجاری آن شرکت محسوب می‌شود. این امر، در عین اینکه باعث تأمین مالی شرکت از محل آورده سهام‌داران جدید می‌گردد و موجب کاهش در اهرم مالی شرکت و نتیجتاً کاهش هزینه‌های مالی می‌شود و شرکت را در تأمین مالی طرح‌های توسعه‌ای خود کمک می‌کند از طرفی دیگر، باعث می‌شود که شرکت خود را در برابر جامعه سهام‌داری جدید و حرفه‌ای، پاسخگو بداند و همین امر باعث بهبود عملکرد مدیریت و همچنین افزایش شفافیت اطلاعاتی می‌گردد (اریک و موتلو<sup>۱۱</sup>، ۲۰۱۵).

در این پژوهش عرضه اولیه موفق سهام، توسط چهار شاخص ورود نقدینگی جدید برای خرید سهام عرضه‌شده، خریداری حداقل ۸۰ درصد از سهام قابل عرضه توسط عموم، خریداری حداقل به میزان مابه‌التفاوت سهام قابل عرضه و سقف تعهد خرید گروه عرضه‌کننده، توسط سرمایه‌گذار، مجبور نشدن سهام‌دار عرضه‌کننده به حمایت از سهام عرضه‌شده در روزهای بعد از عرضه سنجیده می‌شود. این شاخص‌ها برگرفته از دستورالعمل عرضه اولیه اوراق بهادار در مصوب هیئت‌مدیره شرکت بورس اوراق بهادار در سال ۱۳۸۷ می‌باشد.

✓ **اقدامات پیش از عرضه:** به اقداماتی اشاره دارد که در جهت ایجاد تقاضای برون‌زا برای سهام عرضه‌شده در بورس اوراق بهادار مبتنی بر اصول بازاریابی طراحی و اجرا می‌شود (علوی، پام و پام<sup>۱۲</sup>، ۲۰۰۸). مهم‌ترین این اقدامات عبارت‌اند از:

- **برگزاری نشست معارفه و اطلاع‌رسانی:** به فعالان بازار سرمایه در قالب برگزاری همایش و هم‌چنین بازدید از شرکت و تهیه بروشورها و گزارش‌های عملکرد و برنامه‌های آتی اطلاعات ارائه می‌دهد (پاند و ویدیاناتان<sup>۱۳</sup>، ۲۰۰۷).
- **تبلیغات عرضه اولیه سهام:** این موضوع از طریق رسانه‌های عمومی و تخصصی انجام می‌گیرد (جان<sup>۱۴</sup>، ۲۰۱۰).
- **تعیین زمان مناسب عرضه اولیه:** تعیین زمان مناسب در پیش از عرضه با توجه به شرایط عمومی بازار سهام انجام می‌گیرد (علوی و همکاران، ۲۰۰۸).
- **قیمت‌گذاری مناسب:** در قالب مدل‌های ارزش‌گذاری از جمله: مدل ارزش‌گذاری دارایی‌های سرمایه‌ای<sup>۱۵</sup>، مدل گوردون، مدل تنزیل جریان‌های نقدی آزاد، مدل ارزش جایگزینی، مدل خالص ارزش دارایی‌ها<sup>۱۶</sup> و انتخاب روش مناسب کشف قیمت (لاوری و شرت<sup>۱۷</sup>، ۲۰۰۴).



در این پژوهش اقدامات پیش از عرضه بر اساس مؤلفه‌های برگزاری نشست معارفه و اطلاع‌رسانی با شش شاخص؛ مؤلفه تبلیغات عرضه اولیه سهام با چهار شاخص؛ مؤلفه تعیین زمان مناسب عرضه اولیه با شش شاخص؛ و مؤلفه قیمت‌گذاری مناسب با چهار شاخص اندازه‌گیری می‌شود.

✓ **الزامات پس از عرضه:** میزان زیادی از موفقیت سرمایه‌گذاری در بازار سهام به عوامل پس از عرضه سهام مربوط می‌گردد. این الزامات در صورتی که مورد توجه جدی قرار نگیرند، اقدامات پیش از عرضه کارایی خود را از دست خواهند داد (میرمعینی، ۱۳۹۴). مهم‌ترین الزامات پس از عرضه عبارت‌اند از:

- **مدیریت نقدشوندگی سهام:** بر اساس تعریف، ایجاد سهولت در خرید و فروش سهام مورد نظر است (دامداران<sup>۱۸</sup>، ۲۰۰۵).
- **مدیریت نوسان سهام:** بر اساس آن سهام‌دار عمده و یا بازار گردان سهام با استفاده از مکانیسم عرضه و تقاضای به موقع از هیجانان و نوسانات کاذب جلوگیری می‌نماید (موری، سارکار و فری<sup>۱۹</sup>، ۲۰۱۲).
- **نوآوری در ارائه ابزارهای مشتقه:** این قبیل نوآوری‌ها عبارت‌اند از: انتشار اختیار خرید سهام، اختیار فروش سهام، قراردادهای آتی، قرارداد معاوضه (فن، ونگ و ژنگ<sup>۲۰</sup>، ۲۰۰۷).

در این پژوهش الزامات پس از عرضه بر اساس مؤلفه‌های مدیریت نقدشوندگی سهام با چهار شاخص؛ مؤلفه مدیریت نوسان سهام با سه شاخص و مؤلفه نوآوری در ارائه ابزارهای مشتقه با سه شاخص اندازه‌گیری می‌شود.

### ۳- روش شناسی پژوهش

پژوهش حاضر از حیث بعد محیط، از نوع میدانی می‌باشد؛ از آنجایی که از طریق پرسشنامه داده‌های مربوط به نیل به توسعه بورس اوراق بهادار گردآوری می‌شوند، از نوع کمی و نگرشی می‌باشد؛ هم‌چنین از آنجاکه از طریق مصاحبه داده‌های مربوط به مؤلفه‌های اقدامات پیش از عرضه و الزامات پس از عرضه گردآوری می‌شوند از نوع کیفی می‌باشد. بنابراین می‌توان گفت طرح پژوهش از نظر ماهیت داده‌های پژوهش آمیخته (کمی-کیفی) می‌باشد؛ با توجه به هدف تحقیق مبنی بر ارائه مدل طراحی و تبیین الگوی توسعه بازار سرمایه ایران مبتنی بر سند چشم‌انداز ۱۴۰۴ جمهوری اسلامی ایران، پژوهش حاضر، پژوهشی کاربردی با ماهیت توسعه‌ای می‌باشد؛ از نظر زمان مقطعی است؛ از دیدگاه قطعیت تحقیق و به لحاظ مشخص بودن متغیرها و ارتباط بین آن‌ها (وجود فرضیه) از نوع قطعی است؛ با توجه به موضوع، ماهیت پژوهش حاضر توصیفی از نوع همبستگی است و از روش‌های آمار توصیفی و آمار استنباطی نیز در مراحل مختلف پژوهش استفاده شده است. جامعه و نمونه این پژوهش به دو بخش کمی و کیفی تقسیم می‌شود. بخش کیفی به منظور شناسایی اقدامات پیش از عرضه و الزامات پس از عرضه شامل نمونه‌ی ده نفری از خبرگان می‌باشد که با روش نمونه‌گیری هدفمند انتخاب شدند و در بخش کمی جهت آزمون نهایی فرضیات و مدل تحقیق، جامعه آماری را کلیه افرادی که جزء فعالان بازار سرمایه می‌باشند که به طریق تصادفی ساده انتخاب می‌شوند، تشکیل می‌دهند. برای تعیین حجم نمونه نیز از فرمول کوکران بهره گرفته شد که ۳۸۴ نفر به عنوان حجم نمونه در نظر گرفته شد. در این راستا، برای کامل

نمودن پوشش نمونه آماری تحقیق ابتدا جامعه آماری تحقیق را به دودسته فعالان حقیقی و فعالان حقوقی تقسیم کردیم. با توجه به حجم گردش معاملات این دو گروه در سال ۱۳۹۳ (درصد نسبت حجم گردش معاملات فعالان حقوقی ۴۰٪ و فعالان حقیقی ۶۰٪) تعداد ۲۷۶ پرسشنامه بین فعالان حقیقی و ۱۸۵ پرسشنامه بین فعالان حقوقی توزیع گردید. جهت انتخاب فعالان حقیقی داده‌های کلیه کدهای بورسی از شرکت سپرده‌گذاری مرکزی ایران دریافت گردید و به‌طور کاملاً تصادفی تعداد ۲۷۶ پرسشنامه (با احتساب ۲۰٪ پرسشنامه مازاد جهت جایگزینی پرسشنامه‌های احتمالاً ناقص) بین آن‌ها توزیع گردید.

به‌منظور گردآوری داده‌ها از مصاحبه با خبرگان و پرسشنامه استفاده شد. در مصاحبه با خبرگان ابتدا نسبت به گردآوری اطلاعات اولیه از منابع و مراجع معتبر اقدام شد و با مطالعه و بررسی نظریات و مؤلفه‌های اثرگذار بر توسعه بورس اوراق بهادار، مجموعه‌ای از سؤالات برای انجام مصاحبه تهیه گشت. این مصاحبه‌ها با تعدادی از اساتید و کارشناسان صاحب‌نظر اقتصادی و مالی انجام شد تا نظرات آنان در مورد مؤلفه‌های اقتصادی سند چشم‌انداز ۱۴۰۴ (تولید ناخالص داخلی، ارزش بازار سرمایه، فعالیت‌های عمده تشکیل‌دهنده درآمد ناخالص داخلی به‌منظور جهت‌دهی به پذیرش سهام) و مؤلفه‌های بازاریابی (اقدامات پیش از عرضه اولیه و الزامات پس از عرضه) موردنظر این تحقیق اخذ گردد. برای بررسی روایی و پایایی سؤالات مصاحبه از روایی محتوا استفاده شد. همچنین جهت گردآوری داده‌های کمی در این تحقیق از پرسش‌نامه محقق ساخته‌ی بسته پاسخ استفاده شد که به اندازه‌گیری شاخص‌های مؤثر بر عرضه اولیه موفق سهام شرکت‌ها پیش و پس از عرضه، عرضه اولیه موفق سهام، پذیرش سهام، نقدشوندگی و توسعه بورس اوراق بهادار می‌پردازد. این پرسش‌نامه با ۵۲ سؤال و در ابعاد «اقدامات پیش از عرضه، الزامات پس از عرضه، عرضه اولیه موفق سهام، پذیرش سهام، نقدشوندگی و توسعه بورس» بین نمونه مورد مطالعه توزیع شد و از پاسخگویان خواسته شد تا برداشت خود را از سؤالات ارائه‌شده بر اساس طیف پنج‌درجه‌ای لیکرت نشان دهند. به‌منظور محاسبه روایی از روایی محتوا و سازه استفاده شد و همچنین به‌منظور سنجش پایایی از ضریب آلفای کرونباخ بهره گرفته شد و یافته‌ها حاکی از روا و پایا بودن ابزار اندازه‌گیری بود که نتایج در جدول زیر قابل مشاهده است، همین‌طور اطلاعات مربوط به پرسشنامه نیز در جدول آورده شده است.

جدول ۱: مشخصات سؤالات پرسشنامه

آلفای کرونباخ	AVE	منابع	تعداد سؤالات	مؤلفه	بعد
۰,۷۸	۰,۵۸۱	(پاند و ویدیاناتان، ۲۰۰۷)؛ (دمرس و لون، ۲۰۰۳) <sup>۲۱</sup>	۶	برگزاری نشست معارفه و اطلاع‌رسانی	اقدامات پیش از عرضه
		(جان، ۲۰۱۰)؛ (لو، ۲۰۰۸)	۴	تبلیغات عرضه اولیه سهام	
		(علوی و همکاران، ۲۰۰۸)؛ (برتونی و گودیچی، ۲۰۱۴) <sup>۲۲</sup>	۶	تعیین زمان مناسب عرضه اولیه	

آلفای کرونباخ	AVE	منابع	تعداد سؤالات	مؤلفه	بعد
		(چنگ، ۲۰۱۱)؛ (لاوری و شرت، ۲۰۰۴)؛ (علوی و همکاران، ۲۰۰۸)	۴	قیمت‌گذاری مناسب	
۰,۷۲	۰,۵۳۹	(یحیی زاده فر، شمس و لاریمی، ۱۳۸۹)؛ (رحمانی، حسینی و رضاپور، ۱۳۸۹)؛ (آچارپا و پدرسن <sup>۲۳</sup> ، ۲۰۰۵)؛ (داموداران <sup>۲۴</sup> ، ۲۰۰۵)	۴	مدیریت نقدشوندگی سهام	الزامات پس از عرضه
		(والترز و کرول <sup>۲۵</sup> ، ۲۰۱۵)؛ (داتا، گروسکین، ایسکندر - داتا <sup>۲۶</sup> ، ۲۰۱۵)؛ (ویسمارا، سیگنوری و پالری <sup>۲۷</sup> ، ۲۰۱۴)؛ (موری، سارکار و فری <sup>۲۸</sup> ، ۲۰۱۲)	۳	مدیریت نوسان سهام	
		(موری، سارکار و فری <sup>۲۹</sup> ، ۲۰۱۲)؛ (فن، ونگ و ژنگ <sup>۲۹</sup> ، ۲۰۰۷)؛ (والترز و کرول <sup>۳۰</sup> ، ۲۰۱۵)	۳	نوآوری در ارائه ابزارهای مشتقه	
۰,۷۹	۰,۶۱۱	دستورالعمل عرضه اولیه اوراق بهادار (۱۳۸۷)	۴	عرضه اولیه موفق سهام	
۰,۷۷	۰,۵۹۱	راهنمای پذیرش سهام شرکت‌ها (۱۳۸۵)	۵	پذیرش سهام شرکت‌ها	
۰,۸۱	۰,۵۸۶	میلر (۲۰۰۲)	۳	عمق بازار	نقد شوندگی بازار
		میلر (۲۰۰۲)	۳	عرض بازار	
		میلر (۲۰۰۲)	۴	کارایی بازار	
۰,۷۵	۰,۶۰۲	(یارتی، ۲۰۰۸)؛ (فتحی و عسگرزاد نوری، ۱۳۸۸)؛ (فیلر، هنوسک و کمپوس <sup>۳۱</sup> ، ۲۰۰۰)	۳	توسعه بورس اوراق بهادار	

بررسی و تحلیل داده‌های کیفی با استفاده از کدگذاری و تحلیل محتوا<sup>۳۲</sup> انجام شد. با این روش داده‌های کیفی حاصل از مصاحبه‌ها به داده‌های کمی تبدیل شده و به این ترتیب محتوای پیامی که افراد خبره سعی در انتقال آن داشته‌اند، آشکار می‌شود. جهت آزمون فرضیات از روش‌های آماری تحلیل عاملی اکتشافی و تأییدی، مدل یابی معادلات ساختاری و همبستگی با استفاده از نرم‌افزارهای SPSS و PLS استفاده می‌شود.

## ۴- تحلیل داده‌ها

۴-۱- آمار توصیفی آزمودنی‌ها. در جدول زیر، نمونه از منظر جمعیت شناختی به‌طور خلاصه آورده شده است.

جدول ۲: اطلاعات جمعیت شناختی نمونه

درصد	فراوانی	طبقه		درصد	فراوانی	طبقه				
۵۰	۱۱۶	کمتر از ۵۰	میزان سرمایه‌گذاری در بورس (میلیون تومان)	۰,۷۳	۱۷۰	مرد	جنسیت			
				۰,۲۷	۶۲	زن				
۱۴	۳۲	بین ۵۰ تا ۱۰۰		۰,۵	۱	دیپلم و زیر دیپلم	تحصیلات			
				۱	۲	فوق دیپلم				
۳۶	۸۴	بیشتر از ۱۰۰		۲۰	۴۷	لیسانس				
				۷۸,۵	۱۸۲	فوق لیسانس و بالاتر				
۴۳	۱۰۹	شرکت‌های کارگزاری و مشاوره	محل اشتغال	۲۸	۶۵	۲۰ تا ۲۹ سال	سن			
				۵۸	۱۳۴	۳۰ تا ۳۹ سال				
				۱۲	۲۹	۴۰ تا ۵۰ سال				
				۲	۴	۵۰ سال به بالا				
۴۰	۹۸	سایر		۳۸	۸۹	مجرد	وضعیت تأهل			
				۶۱	۱۴۱	متأهل				
۴۳	۱۰۹	کارگزار	سمت	۶۱	۱۴۱	متأهل	وضعیت تأهل			
								۱۰	۱۵	کارمند بانک
								۲۲	۴۲	حسابرس
								۲۵	۶۶	سایر
۵۹	۱۳۷	کمتر از ۱۰ ساعت	معاملات سهام (ساعت در هفته)	۴۷	۱۰۹	کمتر از ۱۰ ساعت	بررسی اخبار بورس (ساعت در هفته)			
								۳۰	۷۰	۱۰ تا ۲۰ ساعت
								۱۱	۲۵	بیش از ۲۰ ساعت

همان‌طور که در جدول قابل مشاهده است، بیشتر پاسخ‌دهندگان سنشان بین ۳۰ تا ۴۰ است که در این رده‌ی سنی ۴۴ نفر مرد و ۲۱ نفر زن می‌باشند؛ بیشتر افراد نمونه آماری، تحصیلات کارشناسی ارشد و بالاتر دارند. همچنین در این رده ۱۳۶ نفر مرد و ۴۶ نفر زن می‌باشند؛ بیشتر افراد مورد مطالعه متأهل هستند که از بین افراد متأهل مورد مطالعه ۱۰۹ نفر مرد و ۳۲ نفر زن می‌باشند؛ بیشتر افراد مورد مطالعه کمتر از ۵۰ میلیون تومان در بورس سرمایه‌گذاری کرده‌اند؛ بیشتر افراد مورد مطالعه در شرکت‌های کارگزاری و مشاوره مشغول

بوده‌اند؛ بیشتر افراد مورد مطالعه کارگزارند؛ بیشتر افراد مورد مطالعه کمتر از ۱۰ ساعت در هفته اخبار بورس را پیگیری می‌کنند؛ بیشتر افراد مورد مطالعه کمتر از ۱۰ ساعت در هفته معاملات سهام انجام می‌دهند.

۲-۴- آمار توصیفی متغیرهای پژوهش. در جدول زیر، میانگین، انحراف معیار و همبستگی بین متغیرهای پژوهش آورده شده است. نقدشوندگی بازار دارای بیشترین و الزامات پس از عرضه کمترین میانگین را دارند. با توجه به ضرایب همبستگی بالاترین همبستگی را اقدامات پیش از عرضه با عرضه اولیه موفق سهام ( $r=0.860$ ) دارد و کمترین ارتباط را الزامات پس از عرضه با عرضه اولیه موفق سهام ( $r=0.526$ ) دارد.

جدول ۳: میانگین، انحراف معیار و همبستگی بین متغیرهای پژوهش ( $n=232$ )

متغیر	میانگین	انحراف معیار	۱	۲	۳	۴	۵	۶
۱- اقدامات پیش از عرضه	۳/۸۱۵۳	۰/۴۰۲۹۰	---	---	***۰,۸۶۰ .۰۰۰	---	---	---
۲- الزامات پس از عرضه	۳/۷۸۱۶	۰/۵۷۸۷۷	---	---	***۰,۵۲۶ .۰۰۱	---	---	---
۳- عرضه اولیه موفق سهام	۳/۹۷۳۳	۰/۸۷۲۵۶	***۰,۸۶۰ .۰۰۰	***۰,۵۲۶ .۰۰۱	---	---	**۰,۵۸۴ ۰,۰۰۱	**۰,۵۶۳ ۰,۰۰۰
۴- پذیرش سهام شرکتها	۳/۸۴۵۲	۰/۷۸۱۴۹	---	---	---	---	---	**۰,۶۸۸ ۰,۰۰۱
۵- نقدشوندگی بازار	۴/۲۴۱۲	۰/۹۵۳۴۸	---	---	---	---	---	**۰,۶۴۱ ۰,۰۰۱
۶- توسعه بورس اوراق بهادار	۴/۰۴۸۵	۰/۶۶۶۹۹	---	---	---	---	---	---

علامت\*\*\* نشان دهنده سطح اطمینان ۰/۰۱ است.

### آزمون سؤال‌های پژوهش (تحلیل داده‌های کیفی)

➤ عوامل اثرگذار بر اقدامات پیش از عرضه سهام در بورس اوراق بهادار کدام‌اند؟

➤ عوامل اثرگذار بر الزامات پس از عرضه سهام در بورس اوراق بهادار کدام‌اند؟

برای پی بردن به ابعاد و شاخص‌های مؤثر بر پذیرش و عرضه سهام شرکتها و تهیه یک ابزار اندازه‌گیری جامع برای سنجش، از مصاحبه استفاده شده است که از نتایج این مصاحبه، دو سؤال فوق پاسخ داده می‌شود. پس از انجام مصاحبه‌ها، فرم‌های مصاحبه جمع‌آوری گشته و برای تحلیل آماده شدند. سپس از روش تحلیل محتوا<sup>۳۳</sup> برای بررسی محتوای آشکار پیام‌های به‌دست‌آمده از مصاحبه‌ها استفاده شد. نتایج در جدول زیر آمده است.

جدول ۴: تعداد عوامل و ابعاد استخراج‌شده از متن مصاحبه‌ها

فرآوانی در مصاحبه	شاخص	مؤلفه	بعد
۱۰	برگزاری جلسات و همایش‌های معارفه و اطلاع‌رسانی	برگزاری نشست معارفه و اطلاع‌رسانی	اقدامات پیش از عرضه
۷	معرفی شرکت و ارائه اطلاعات و برنامه‌های توسعه‌ای شرکت		
۸	انتشار اطلاعات شفاف و قابل اتکاء*		
۶	ارائه اطلاعات مقایسه‌ای شرکت با شرکت‌های رقیب حاضر در صنعت*		
۶	نوع صنعت		
۹	خوش‌نامی و شهرت سهام‌دار عمده		
۳	نسبت مالکیت سهامداران عمده		
۲	ترکیب هیئت‌مدیره شرکت		
۱	میزان سرمایه شرکت		
۴	صادراتی بودن محصول شرکت		
۲	به‌کارگیری اصول راهبری شرکتی	تبلیغات عرضه اولیه سهام	اقدامات پیش از عرضه
۷	اطلاع‌رسانی از طریق رسانه‌های تخصصی و حرفه‌ای بازار سرمایه		
۷	اطلاع‌رسانی از طریق رسانه‌های عمومی		
۸	اطلاع‌رسانی از طریق پیامک و پست الکترونیک		
۹	تعهد خرید سهام به قیمت عرضه‌شده توسط سهام‌دار عمده		
۱	ترویج فرهنگ سرمایه‌گذاری	تخفیف قیمتی برای خریداران گروهی	اقدامات پیش از عرضه
۳	تخفیف قیمتی برای خریداران گروهی		
۸	تعیین زمان مناسب عرضه*	تعیین زمان مناسب عرضه اولیه	اقدامات پیش از عرضه
۸	عرضه بدون محدودیت در تخصیص به کدهای معاملاتی		
۹	عرضه اولیه از طریق کارگزار حرفه‌ای، با تجربه و معتبر		
۷	دسترسی آسان مشتریان به سیستم معاملاتی		
۷	ساعت عرضه اولیه		
۶	ایجاد محدودیت برای رقابت در کشف قیمت توسط کاربران معاملات برخط	حجم عرضه اولیه	اقدامات پیش از عرضه
۳	حجم عرضه اولیه		
۹	قیمت‌گذاری مناسب در افزایش میزان سرمایه‌گذاری	قیمت‌گذاری مناسب	اقدامات پیش از عرضه
۸	اعطای تسهیلات خرید به سرمایه‌گذاران		
۸	اعطای تخفیف کارمزد خرید		
۶	مکانیسم کشف قیمت		
۲	روش و مدل ارزش‌گذاری		
۱	افزایش دامنه نوسان تا پنج روز پس از عرضه		

فرآوانی در مصاحبه	شاخص	مؤلفه	بعد
۹	تعداد روزهای معاملاتی	مدیریت نقدشوندگی سهام	الزامات پس از عرضه
۸	تعداد دفعات معاملات سهام		
۸	تعداد سهام معامله شده		
۷	گردش سهام شناوری		
۳	زمان انتظار معامله سهام		
۲	حجم ریالی معامله سهام		
۳	ترکیب خریداران حقیقی و حقوقی سهام	مدیریت نوسان سهام	
۹	تعیین دامنه نوسانات قیمت سهام اولیه		
۸	استفاده از مکانیسم عرضه و تقاضای به موقع		
۷	جلوگیری از هیجانات و نوسانات کاذب با استفاده از انتشار اطلاعیه به موقع*		
۳	قرار دادن سفارش‌های آشکار یا تعداد بالا در سامانه معاملات برای خرید سهام		
۲	بازارگردانی نوسان سهام متناسب با روند شاخص کل		
۱	بازارگردانی نوسان سهام متناسب با روند شاخص صنعت	نوآوری در ارائه ابزارهای مشتقه	
۷	طراحی اختیار خرید سهام برای سهام عرضه شده		
۹	طراحی اختیار فروش سهام برای سهام عرضه شده		
۱۰	طراحی قرارداد آتی برای خرید سهام برای سهام عرضه شده		
۲	تعیین بازده برای سهام عرضه شده به میزان بازده شاخص کل از طریق طراحی اختیاری تبعی		
۱	تعیین بازده برای سهام عرضه شده به میزان بازده صنعت از طریق طراحی اختیاری تبعی		
۳	تعیین بازده برای سهام عرضه شده به میزان بازده بازار پول از طریق طراحی اختیاری تبعی		

\* عوامل جدیدی که در مطالعات پیشین به آن‌ها اشاره نشده بود و تنها از متن مصاحبه‌ها استخراج گشت. در ضمن ملاک برای تأیید شاخص آن شاخص‌هایی است که بیش از ۵ نفر آن را تأیید کرده‌اند.

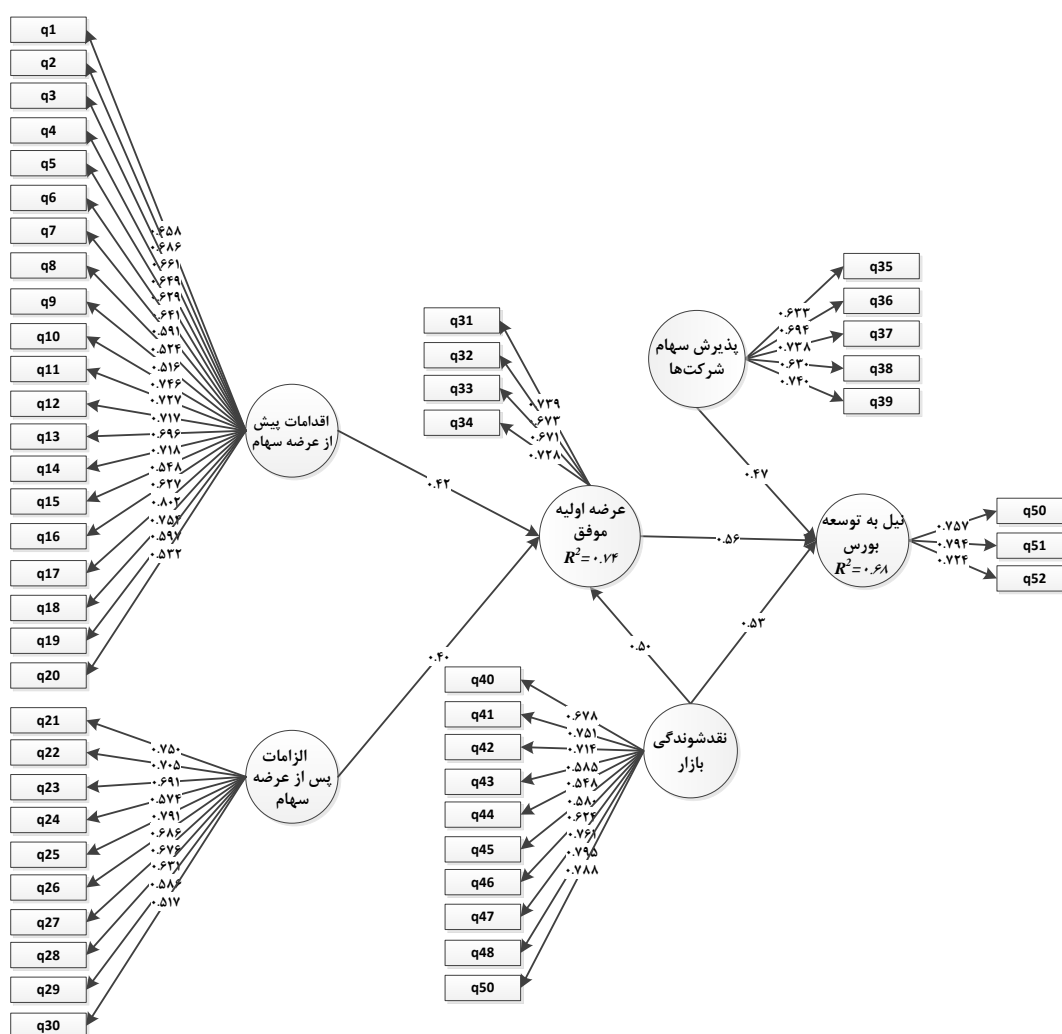
## ۵- تحلیل داده‌های کمی پژوهش

سؤالات پژوهش به قرار زیر است:

- به چه میزان اقدامات پیش از عرضه بر عرضه اولیه موفق سهام در بورس اوراق بهادار تأثیر دارد؟
- به چه میزان الزامات پس از عرضه بر عرضه اولیه موفق سهام در بورس اوراق بهادار تأثیر دارد؟
- به چه میزان نقدشوندگی بازار بر عرضه اولیه موفق سهام در بورس اوراق بهادار تأثیر دارد؟
- به چه میزان پذیرش سهام بر توسعه بورس اوراق بهادار تأثیر دارد؟

- به چه میزان نقدشوندگی بازار بر توسعه بورس اوراق بهادار تأثیر دارد؟
- به چه میزان عرضه اولیه موفق سهام بر توسعه بورس اوراق بهادار تأثیر دارد؟

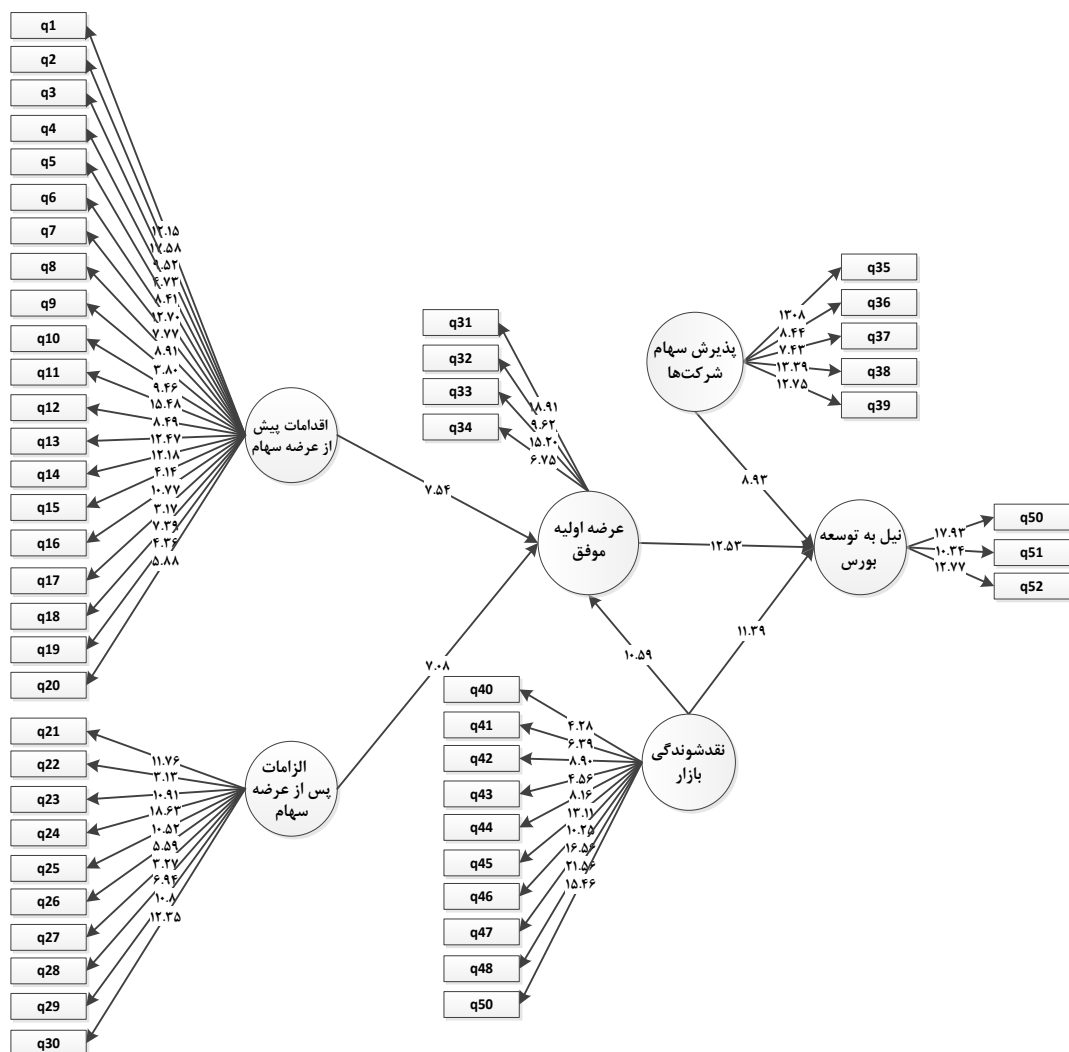
آزمون مدل مفهومی با شیوه کمترین مربعات معمولی و نرم‌افزار Smart Pls انجام شد. شکل زیر مدل آزمون شده پژوهش را در حالت تخمین ضرایب استاندارد سازه‌ها نشان می‌دهد.



شکل ۲: مدل مفهومی پژوهش در حالت تخمین ضرایب استاندارد



با توجه شکل ۲ می توان گفت که عرضه اولیه موفق به میزان ۰/۵۶ بیشترین تأثیر را دارد که این میزان تأثیر بر روی بعد نیل به توسعه بورس می باشد. پذیرش سهام شرکتها به میزان ۰,۴۷ بر نیل به توسعه بورس تأثیر دارد؛ نقدشوندگی بازار به میزان ۰,۵۳ بر نیل به توسعه بورس تأثیر دارد؛ اقدامات پیش از عرضه به میزان ۰,۴۲ بر عرضه اولیه موفق تأثیر دارد؛ و نهایتاً الزامات پس از عرضه سهام به میزان ۰,۴۰ بر عرضه اولیه موفق سهام تأثیر دارد. در شکل ۳، نیز ضرایب معناداری فرضیه ها در مدل نشان داده شده است.



شکل ۳: ضرایب معناداری فرضیه ها در مدل

در این حالت مدل‌های پژوهش را در حالت معناداری ضرایب (t-value) نشان می‌دهد. این مدل در واقع تمامی معادلات اندازه‌گیری (بارهای عاملی) و معادلات ساختاری (ضرایب مسیر) را با استفاده از آماره  $t$  آزمون می‌کند. بر طبق این مدل ضریب مسیر و بار عاملی در سطح اطمینان ۹۹٪ معنادار می‌باشد، زیرا مقدار آماره  $t$  خارج بازه  $(-۲/۵۸ تا +۲/۵۸)$  قرار دارد. همچنین روابط تمامی سؤالات با سازه‌ها به دلیل بیشتر شدن مقادیر  $t$ -value از ۲,۵۸، معنادار است که این امر برازش مناسب مدل را تأیید می‌کند.

#### ۶- نتیجه‌گیری و بحث

با نگاهی به سند چشم‌انداز ۱۴۰۴ جمهوری اسلامی ایران، ضرورت طراحی، تدوین و اجرای راهبردها و برنامه‌های متناسب و عملیاتی، و به‌کارگیری کلیه امکانات و ابزارها، جهت دستیابی به اهداف متعالی در زمینه‌های مختلف، احساس می‌گردد. از جمله اهداف عالی اشاره‌شده در سند چشم‌انداز، اهداف اقتصادی می‌باشند. کسب رتبه نخست اقتصادی به لحاظ شاخص تولید ناخالص داخلی (GDP) در سال ۱۴۰۴ خورشیدی، مطمئناً نیازمند آماده‌سازی هر یک از عوامل تولید یعنی منابع تکنولوژیک و دارایی‌ها، منابع انسانی و منابع مالی، و هماهنگی بین این عوامل خواهد بود. با درک اهمیت تحقق اهداف سند، بررسی هر یک از جنبه‌های عوامل تولید و ارائه سند راهبردی در هر یک از زمینه‌ها مستلزم انجام مطالعات همه‌جانبه خواهد بود. در تحقیق حاضر، بازار سرمایه به‌عنوان یکی از بازارهای تأمین مالی طرح‌ها، پروژه‌ها و بنگاه‌هایی که در ایجاد درآمد ناخالص داخلی نقش داشت، مورد مطالعه قرار گرفت. به‌طور کلی با گسترش و توسعه بازارهای سهام، فرآیند تجهیز سرمایه از این طریق افزایش می‌یابد و از طرفی جریان تخصیص منابع به طرز قابل‌ملاحظه‌ای کاراتر و بهره‌ورتر خواهد شد و چه‌بسا این امر یکی از بااهمیت‌ترین نقش‌ها در توسعه اقتصادی به حساب آید. در همین راستا، پژوهش حاضر نیز، درصدد طراحی و تبیین مدل پذیرش و عرضه سهام شرکت‌ها برای نیل به توسعه بورس اوراق بهادار مبتنی بر سند چشم‌انداز ۱۴۰۴ جمهوری اسلامی ایران بود.

مدل این پژوهش، نقشه راهی را برای توسعه بورس اوراق بهادار در حوزه پذیرش و عرضه اولیه سهام شرکت‌ها، متناسب با جهت‌گیری‌های کلان اقتصادی کشور در آینده، ارائه می‌نماید به‌نحوی که در نتیجه اجرای این مدل، علاوه بر افزایش ارزش بازار سرمایه، تنوع صنایع پذیرفته شده در بورس‌های اوراق بهادار متناسب با تنوع صنایع و اقلام تشکیل‌دهنده تولید ناخالص داخلی رخ خواهد داد. با افزایش ارزش بازار سرمایه و به‌تبع آن افزایش نسبت ارزش بازار به تولید ناخالص داخلی<sup>۳۴</sup>، نقش بازار سرمایه در تأمین مالی بنگاه‌های اقتصادی پیشرو در کشور پررنگ‌تر خواهد شد. از طرفی دیگر، بر اساس تنوعی که در صنایع پذیرفته شده در بورس‌ها شکل خواهد گرفت اولاً، مدیریت ریسک از طریق مدیریت پورتفولیو بهتر از قبل امکان‌پذیر خواهد بود و دوم اینکه، شاخص بورس، قدرت تبیین بیشتری نسبت به اوضاع اقتصادی کشور پیدا خواهد نمود. در راستای جمع‌آوری اطلاعات، در سه حوزه ۱- مقدار تولید ناخالص داخلی تا سال ۱۴۰۴، ۲- نسبت ارزش بازار به تولید ناخالص داخلی تا سال ۱۴۰۴، و ۳- ترکیب فعالیت‌های اقتصادی تشکیل‌دهنده تولید ناخالص داخلی در سال ۱۴۰۴ مطابق با نسخه ۴ طبقه‌بندی استاندارد بین‌المللی، از صاحب‌نظران اقتصادی- مالی مصاحبه به عمل آمد. هم-

چنین لازم به ذکر است که برخی از این عوامل اقتصادی نظیر نرخ پس انداز، نرخ بهره بانکی، نرخ ارز، قیمت جهانی نفت، نرخ تورم، نرخ رشد نقدینگی و ... از جمله عواملی بوده‌اند که خبرگان در مصاحبه‌های خود در نظر گرفته‌اند.

با توجه به مطالب فوق، تولید ناخالص داخلی با چهار حالت مختلف: حداکثر پیش‌بینی خبرگان، حداقل پیش‌بینی ایشان، میانگین پیش‌بینی خبرگان و میزان موردنظر جهت تحقق هدف برنامه ۱۴۰۴ در نظر گرفته شد و جهت پیش‌بینی نسبت حجم بازار به تولید ناخالص داخلی نیز از سه روش: حداکثر پیش‌بینی خبرگان، حداقل پیش‌بینی ایشان، میانگین پیش‌بینی خبرگان استفاده شد سهم هر یک از گروه‌های هفتگانه در تولید ناخالص داخلی در سال ۱۴۰۴ نیز از نظر خبرگان استفاده شده است که در مجموع مقدار و ترکیب پذیرش سهام شرکت‌ها در دوازده حالت مختلف محاسبه شده است. لازم به ذکر است، به منظور در نظر گرفتن تأثیر افزایش قیمت و افزایش سرمایه شرکت‌های فعلی پذیرفته شده در بورس و فرابورس فرض شده است سهم این شرکت‌ها در بازار سرمایه به نسبت رشد تولید ناخالص داخلی افزایش یابد به عبارتی، نسبت فعلی ارزش بازار به تولید ناخالص داخلی فعلی (۲۳٪) در سال ۱۴۰۴ مربوط به شرکت‌های فعلی باشد و مابقی رشد نسبت ارزش بازار به تولید ناخالص داخلی، متعلق به شرکت‌های جدید قابل پذیرش باشد.

جداول زیر میزان مجموع پذیرش و عرضه اولیه به تفکیک گروه صنعت و مفروضات مختلف و همچنین حجم بازار سرمایه در سال ۱۴۰۴ نشان می‌دهد که در جدول زیر آمده است (صنایع بر اساس حروف الفبا عبارتند از: الف: کشاورزی، جنگلداری و ماهیگیری؛ ب: تأمین آب، فاضلاب، مدیریت پسماند و بازاریابی - گاز و برق - معادن و مانی های با ارزش؛ پ: تولید و ساخت؛ ت: فعالیت‌های ساختمانی؛ ث: خدمات هتلداری و پذیرایی - تجارت عمده‌فروشی و خرده‌فروشی؛ ج: ارتباطات و اطلاعات - حمل‌ونقل و انبارداری؛ چ: فعالیت‌های خدمات - اداری و پشتیبانی - داری و پشتیبانی - اداری و پشتیبانی - فعالیت‌های حرفه‌ای، علمی و فنی - فعالیت‌های مالی و بیمه و دلالی).

جدول ۵: حجم کل پذیرش و عرضه اولیه تا پایان سال ۱۴۰۴

حالت	فرض محاسبه تولید ناخالص داخلی	فرض محاسبه نسبت حجم بازار سرمایه به تولید ناخالص داخلی	حجم کل پذیرش و عرضه اولیه تا پایان سال ۱۴۰۴ - میلیون دلار							
			الف	ب	پ	ت	ث	ج	چ	کل
1	میانگین	میانگین	20,932	45,150	0	20,744	54,018	17,152	76,279	234,274
2	میانگین	حداقل	15,762	12,692	0	15,093	40,672	7,822	47,783	139,824
3	میانگین	حداکثر	28,687	94,681	7,983	29,220	74,035	31,524	119,018	385,148
4	حداکثر	میانگین	31,289	76,197	1,995	31,008	80,744	27,376	114,909	363,518
5	حداکثر	حداکثر	42,880	148,964	20,496	43,677	110,665	48,807	177,905	593,394
6	حداکثر	حداقل	23,561	31,891	0	22,561	60,795	13,951	73,687	226,446
7	حداقل	میانگین	16,343	33,428	0	16,196	42,174	13,208	59,554	180,903
8	حداقل	حداکثر	22,397	73,133	5,022	22,813	57,803	24,612	92,923	298,703

حالت	فرض محاسبه تولید ناخالص داخلی	فرض محاسبه نسبت حجم بازار سرمایه به تولید ناخالص داخلی	حجم کل پذیرش و عرضه اولیه تا پایان سال ۱۴۰۴ - میلیون دلار							
			الف	ب	پ	ت	ث	ج		
9	حداقل	حداقل	13,835	17,044	0	13,455	35,700	8,483	45,731	134,249
10	سند چشم‌انداز	میانگین	31,393	67,163	0	31,111	81,013	25,694	114,399	350,773
11	سند چشم‌انداز	حداکثر	43,023	142,016	11,487	43,823	111,034	47,278	178,498	577,160
12	سند چشم‌انداز	حداقل	23,639	18,159	0	22,636	60,998	11,551	71,663	208,646

**جدول ۶- حجم بازار سرمایه ۱۴۰۴ با احتساب عرضه اولیه و افزایش ارزش بازار فعلی**

حالت	فرض محاسبه تولید ناخالص داخلی	فرض محاسبه نسبت حجم بازار سرمایه به تولید ناخالص داخلی	حجم بازار سرمایه ۱۴۰۴ با احتساب عرضه اولیه و افزایش ارزش بازار فعلی - میلیون دلار							
			الف	ب	پ	ت	ث	ج		
1	میانگین	میانگین	21,010	137,790	49,479	22,965	54,236	39,578	115,802	440,860
2	میانگین	حداقل	15,840	103,884	39,343	17,314	40,890	29,839	87,307	334,417
3	میانگین	حداکثر	28,765	188,644	66,226	31,441	74,254	54,185	158,542	602,057
4	حداکثر	میانگین	31,406	205,964	72,307	34,327	81,071	59,160	173,098	657,332
5	حداکثر	حداکثر	42,997	281,981	98,993	46,997	110,992	80,994	236,984	899,938
6	حداکثر	حداقل	23,678	155,283	56,019	25,880	61,122	44,602	130,504	497,088
7	حداقل	میانگین	16,404	107,579	38,374	17,930	42,345	30,900	90,412	343,943
8	حداقل	حداکثر	22,458	147,283	51,706	24,547	57,973	42,305	123,781	470,053
9	حداقل	حداقل	13,896	91,131	30,319	15,189	35,871	26,176	76,589	289,171
10	سند چشم‌انداز	میانگین	31,511	206,651	73,555	34,442	81,341	59,357	173,675	660,531
11	سند چشم‌انداز	حداکثر	43,140	282,921	99,323	47,153	111,362	81,264	237,774	902,938
12	سند چشم‌انداز	حداقل	23,757	155,800	58,777	25,967	61,326	44,751	130,939	501,316

با توجه به نتایج حالات دوازده‌گانه فوق، مشخص می‌گردد که علاوه بر افزایش ارزش بازار، افزایش تنوع صنایع پذیرفته‌شده، نسبت ارزش بازار به تولید ناخالص داخلی نیز افزایش می‌یابد و منجر به توسعه بورس می‌گردد و ترکیب شرکت‌های پذیرفته‌شده در سال هدف (۱۴۰۴) به‌گونه‌ای خواهد بود که بر اساس انتخاب نسبت بهینه "ارزش بازار به تولید ناخالص داخلی" نمونه گویایی از کل بنگاه‌های تولیدکننده درآمد ناخالص داخلی خواهند بود و بورس اوراق بهادار نیز در راستای ایفای رسالت تأمین مالی بنگاه‌های اقتصادی، انجام وظیفه می‌نماید. این پذیرش‌ها، هم می‌تواند در قالب واگذاری شرکت‌های دولتی مشمول اصل ۴۴ قانون اساسی از طریق سازمان خصوصی‌سازی صورت گیرد و هم می‌تواند بنگاه‌های فعال غیردولتی در اقتصاد کشور را در برگیرد. مطابق نتایج پژوهش، به تبیین و تفسیر فرضیات پژوهش پرداخته می‌شود.

نتایج تحلیل داده‌ها با روش مدل‌سازی معادلات ساختاری و نرم‌افزار PLS روشن ساخت تاثیر پذیرش سهام شرکت‌ها بر توسعه بورس اوراق بهادار، مثبت و معنادار بود. از آنجاکه در پذیرش سهام شرکت‌ها به‌زعم اکواه (۲۰۱۵) به فرایند ورود شرکت‌ها به بورس اوراق بهادار جهت عرضه سهام آن‌ها به‌صورت عمومی بر اساس الزامات تعیین‌شده اشاره می‌شود، لذا بدون شک می‌تواند در توسعه بورس اوراق بهادار نقش قابل‌ملاحظه‌ای داشته باشد زیرا یکی از بسترها و ابزار لازم برای توسعه همه‌جانبه در بورس اوراق بهادار میزان وجود و رونق سهام شرکت‌ها می‌باشد که میزان پذیرش سهام این مهم را فراهم می‌کند. به‌عبارتی‌دیگر پذیرش سهام شرکت‌ها با بهره‌مندی از مزایایی 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 و فرایند ساده خروج از بورس به توسعه بورس اوراق بهادار کمک شایانی می‌نماید. همچنین افزایش میزان پذیرش سهام شرکت‌ها به‌عنوان یکی از مؤلفه‌های مهم در افزایش تعداد کل سهام به ثبت رسیده، منجر به بهبود نسبت ارزش بازار به تولید ناخالص داخلی و نهایتاً توسعه بورس اوراق بهادار می‌شود. از طرفی بورس اوراق بهادار به‌عنوان بازوی اصلی بازار سرمایه علاوه بر تجهیز، جذب و هدایت منابع مالی و پس‌اندازی و هدایت به سمت فعالیت‌های مولد و اشتغال‌زا، نقش تأمین مالی بنگاه‌ها و مؤسسات اقتصادی را نیز بر عهده دارد که پذیرش سهام شرکت‌های جدید می‌تواند در فرایند توسعه بورس اوراق بهادار و ارتقای جایگاه آن در اقتصاد ملی نقش قابل‌توجهی داشته باشد، در نهایت باید مد نظر قرار داد که تأثیر و نقش پذیرش سهام بر توسعه بورس اوراق بهادار کمک به توسعه کمی بازار بورس و فرابورس و همچنین گسترش فرهنگ سهامداری و سرمایه‌گذاری در دارایی‌های مالی، مزایای متعددی برای شرکت‌های پذیرفته‌شده به ارمغان می‌آورد. در این راستا پیشنهاد می‌شود سازمان بورس در راستای ایفای نقش تأمین مالی بنگاه‌های اقتصادی فعال در صنایع مختلف، متناسب با وزن تعریف‌شده هر گروه در تولید ناخالص داخلی، اقدام به پذیرش شرکت‌ها در بورس و فرابورس نماید و بر همین اساس یکی از جنبه‌های توسعه بازار سهام که همانا "مدیریت پذیرش و جذب اوراق بهادار" خواهد بود، هدفمند و مبتنی بر چشم‌انداز انجام خواهد شد.

از سوی دیگر، عرضه اوراق بهادار نیازمند جذب و هدایت تقاضا برای این اوراق است که در این پژوهش مدلی جهت مدیریت عرضه سهام شرکت‌ها در بورس ارائه گردید که در مدیریت ایجاد تقاضای مؤثر و مفید سعی شده است تا با استفاده از اصول آمیخته بازاریابی و متناسب‌سازی آن با اصطلاحات بازار سرمایه، بازیگران عرصه بازارهای مالی افزایش یافته و با عرضه اولیه موفق سهام شرکت‌ها نقدینگی لازم جهت توسعه برونزای بازار فراهم گردد تا به اهداف اصلی سند چشم‌انداز ۱۴۰۴ نائل آییم.

با توجه به‌مرور ادبیات و پیشینه‌ی پژوهش، یک سری عوامل در مرحله پیش و پس از عرضه سهام شناسایی و ارائه شد. به دنبال آن، انجام مصاحبه‌ها کمک نمود تا تعدادی عوامل که بیشتر حول مسائل بومی بودند نیز شناسایی و اضافه شوند. در پایان، تحلیل کمی داده‌ها، معناداری و تأثیر مؤثر این عوامل بر عرضه اولیه موفق سهام را تأیید ساخت. عوامل شناسایی‌شده در مرحله پیش از عرضه سهام در قالب اقدامات قبل از عرضه که بر عرضه اولیه سهام مؤثر بودند، عبارت‌اند از: برگزاری نشست معارفه و اطلاع‌رسانی (محصول)، تبلیغات عرضه اولیه

سهام (ترویج)، تعیین زمان مناسب عرضه اولیه (مکان و شرایط)، و قیمت‌گذاری مناسب (قیمت). و عوامل شناسایی شده در مرحله پس از عرضه سهام در قالب الزامات پس از عرضه که بر عرضه اولیه سهام مؤثر بودند، عبارت‌اند از: مدیریت نقدشوندگی سهام، مدیریت نوسان سهام، نوآوری در ارائه ابزارهای مشتقه.

نتایج تحلیل داده‌ها با روش مدل‌سازی معادلات ساختاری و نرم‌افزار PLS روشن ساخت که اقدامات پیش از عرضه بر عرضه موفق سهام در بورس اوراق بهادار تأثیر دارد. از بین مطالب بسیار متنوع بازاریابی خدمات، موضوع بازاریابی برای عرضه اولیه سهام مورد بررسی قرار گرفت. هرچند فعالیت‌های بازاریابی برای عرضه اولیه سهام در بازارهای سرمایه دنیا توسط شرکت‌های تأمین سرمایه<sup>۳۵</sup> انجام می‌شوند و محور این فعالیت‌ها بر موضوع قیمت‌گذاری متمرکز است لیکن در بازار سرمایه ایران این مهم، متولی خاصی ندارد و مشترکاً توسط سازمان بورس و سهام‌داران عمده شرکت ناشر اوراق انجام می‌پذیرد. در ادامه به تبیین هر یک از این اقدامات پیش از عرضه می‌پردازیم:

برگزاری نشست معارفه و اطلاع‌رسانی (محصول)؛ منجر به شناخت بیشتر سرمایه‌گذاران نسبت به شرکت خواهد شد به طوری که لوی و سلوان (۲۰۰۵) معتقدند در "معروض قرار گرفتن" شرکت و شناخت سرمایه‌گذار از شرکت بیشتر از اخبار درباره موارد اساسی و بنیادی (مثل سود تقسیمی) بر درآمدها تأثیر می‌گذارد. ادبیات مربوط به "قابلیت رؤیت" بیان می‌کند، بسیاری از اوراق بهادار توسط سرمایه‌گذاران نادیده گرفته می‌شوند چون در چشم مردم "نمایان" نیستند و فعالان بازار سرمایه از وجود آن‌ها آگاهی کافی ندارند. در "معروض قرار گرفتن" بر اساس فرضیه شناخت سرمایه‌گذار مرتون است که عنوان می‌کند سرمایه‌گذاران حداقل باید از وجود شرکت و دارایی‌های مالی موجود آن در بازار آگاهی داشته باشند (مرتون، ۱۹۸۷).

تبلیغات عرضه اولیه سهام (ترویج)؛ یکی از بااهمیت‌ترین اقدامات پیش از عرضه است سرمایه‌گذاران سهامی را بیشتر خریداری می‌کنند که توجه آن‌ها را بیشتر جلب کند. باربر و ادن (۲۰۰۶) این تأثیرگذاری را با طرح نظریه "جلب توجه" توضیح می‌دهند.

تعیین زمان مناسب عرضه اولیه (مکان و شرایط)؛ تعیین زمان مناسب عرضه عمومی سهام، از مهم‌ترین تصمیمات ناشران و سهام‌داران عمده جهت انجام عرضه موفق خواهد بود. بر اساس مطالعه‌ای که لرنر<sup>۳۶</sup> (۱۹۹۴) بر روی ۳۵۰ شرکت سرمایه‌گذاری مخاطره‌آمیز در حوزه بیوتکنولوژی فعالیت داشتند انجام داده است، زمان مناسب برای عرضه عمومی سهام، شاید دقیقاً موقعی است که مردم نسبت به آن صنعت بسیار خوش‌بین هستند و در این زمان، ناشران سهام، می‌توانند سهام خود را به بهترین قیمت عرضه نمایند.

قیمت‌گذاری مناسب (قیمت)؛ این مؤلفه دارای بالاترین بار عاملی در بین شاخص‌های تأثیرگذار بر عرضه اولیه موفق در این تحقیق می‌باشد و این به‌خوبی اهمیت این مؤلفه و شاخص‌های مرتبط را نشان می‌دهد. در اصول بازاریابی قیمت‌گذاری محصول به‌عنوان مهم‌ترین و نتیجه فعالیت بازاریابی برشمرده می‌شود به‌نحوی که اگر قیمت‌گذاری محصول به‌درستی صورت گیرد موفقیت عرضه محصول در بازار تضمین خواهد شد. در مؤلفه قیمت‌گذاری، محققان، بسیاری متغیرهای مرتبط با قیمت‌گذاری نظیر: متغیرهای حسابداری، صنعت، سال انتشار، متغیرهای اقتصادی، اندازه شرکت، میزان عرضه، ترکیب سهام‌داران، نسبت P/E و... را مورد بررسی قرار

داده‌اند و همچنین روش‌های ارزش‌گذاری مرسوم با توجه به نوع صنعت را مورد توجه قرار داده‌اند. از طرفی قانون تقاضای یگانه قانون متقن اقتصادی است که در بورس اوراق بهادار نیز مصداق دارد تحت شرایط معین بین قیمت و مقدار تقاضای سهام یک رابطه معکوس و غیرمستقیم وجود دارد، نزولی بودن شیب منحنی تقاضا نه تنها در سطح تقاضای انفرادی که در سطح تقاضای کل (جمع) بازار نیز مصداق دارد (منجذب، کلاتری و زرین اقبالی، ۱۳۸۸). قیمت‌گذاری مناسب در این تحقیق نه از دیدگاه متقاضی سهام و نه از طرف عرضه‌کننده خواهد بود بلکه قیمتی مناسب است که از دیدگاه بورس اوراق بهادار، منجر به عرضه اولیه موفق با شاخص‌های مد نظر در آن، می‌گردد و به ارزش ذاتی سهام شرکت نزدیک است.

با بررسی و تحلیل داده‌ها روشن شد که تأثیر الزامات پس از عرضه بر عرضه موفق سهام در بازار بورس اوراق بهادار، مثبت و معنادار است. در ادامه به تبیین هر یک از مولفه‌های الزامات پس از عرضه پرداخته می‌شود. مدیریت نقدشوندگی سهام: یکی از موضوع‌های اساسی در سرمایه‌گذاری، میزان نقدشوندگی دارایی‌هاست. نقش عامل نقدشوندگی در ارزش‌گذاری دارایی‌ها بسیار مهم است. آمیهد و مندلسون (۱۹۹۱)، در تحقیق خود به این نتیجه رسیدند که شرکت‌ها تمایل دارند سیاست‌هایی را در پیش بگیرند تا نقدشوندگی سهام آن‌ها افزایش یابد زیرا نقدشوندگی باعث افزایش بازده و ارزش شرکت می‌گردد. علاوه بر این آن‌ها در تحقیق خود مشاهده نمودند، مدیرانی که به دنبال افزایش نقدشوندگی اوراق بهادار شرکت‌های خود هستند، این کار را از طریق تبدیل به سهامی عام شدن شرکت، افشای داوطلبانه اطلاعات، و توزیع و عرضه سهام در میان سهام‌داران بیشتر (به عبارت بهتر افزایش تعداد سهام‌داران سهام شناور آزاد شرکت) انجام می‌دهند.

مدیریت نوسان سهام: تنظیم عرضه و تقاضای اوراق بهادار و تحدید دامنه نوسان قیمت آن از طریق استقرار مدیریت بازارگردانی سهام از جمله مهم‌ترین عوامل مؤثر در تصمیم به سرمایه‌گذاری است. در این مؤلفه خبرگان شاخص‌های تعیین دامنه نوسانات قیمت سهام اولیه، استفاده از مکانیسم عرضه و تقاضای به موقع، جلوگیری از هیجانات و نوسانات کاذب با استفاده از انتشار اطلاعیه به موقع را تأیید کردند و شاخص‌های قرار دادن سفارش - های آشکار با تعداد بالا در سامانه معاملات برای خرید سهام، بازار گردانی نوسان سهام متناسب با روند شاخص کل، بازار گردانی نوسان سهام متناسب با روند شاخص صنعت را رد کردند.

نوآوری در ارائه ابزارهای مشتقه: نوآوری مالی موتور محرکه سیستم مالی در جهت بهبود عملکرد اقتصادی است (مرتون، ۱۹۹۲). نوآوری‌های مالی با افزایش تنوع محصولات، راه‌کارهای مؤثرتری را برای انتقال وجوه بین دارندگان منابع مالی و متقاضیان آن ارائه می‌کند. انگیزه‌های نوآوری‌های مالی را می‌توان در قالب پوشش و انتقال ریسک، استفاده از اهرم، افزایش درجه نقدشوندگی، تأمین مالی و کاهش هزینه‌های نمایندگی عنوان نمود.

یافته‌ها بیانگر میزان نقدشوندگی بازار بر عرضه موفق سهام در بازار بورس اوراق بهادار، مثبت و معنادار بود. قوانین و مقررات تسهیل‌کننده ورود سرمایه‌گذار خارجی و همچنین ورود آزاد به بازار سهام از طریق جذب نقدینگی جدید با خرید سهام عرضه شده منجر به عرضه اولیه موفق می‌گردد، زیرا این ورود نقدینگی از طریق ورود سرمایه‌گذاران جدید باعث ایجاد تقاضای برون‌زا و نه اینکه باعث جابجایی سهام توسط فعالان موجود بازار

سرمایه از طریق فروش سهام برخی از شرکت‌های دیگر برای تأمین نقدینگی و مشارکت و خرید عرضه‌های اولیه گردد که این موضوع از هجوم فعالان موجود در بازار سرمایه جهت فروش و جابجایی قسمتی از سهام خود و نهایتاً تأثیر منفی بر شاخص قبل از عرضه‌های اولیه جلوگیری می‌کند. حجم معاملات، تعداد دفعات معاملات، تنوع‌بخشی، نرخ قابلیت سرمایه‌گذاری، سهام شناوری شرکت‌ها، استانداردهای حسابداری و پرداخت بدهی و محافظت از دارایی‌ها از جمله عواملی است که با کشف قیمت دارایی‌ها، امکان توزیع ریسک مالی و کاهش هزینه معاملات منجر به ایجاد اعتماد و امنیت خاطر در سرمایه‌گذاران می‌شود. در نهایت عوامل ذکر شده باعث می‌شود که سرمایه‌گذاران با ریسک کمتری نسبت به سایر دارایی‌ها برای انجام معاملات در حجم بالاتر، با سرعت بالاتر و حداقل هزینه و اثر قیمتی استقبال بیش‌تری از عرضه‌های اولیه سهام کنند. محققین پیشین نیز به اهمیت تأثیر نقدشوندگی بر عرضه اولیه موفق تأکید داشته‌اند که می‌توان به مطالعات سهیلی و امیریان (۱۳۹۳) و قالیباف اصل و کریمی (۱۳۹۱) اشاره نمود. در این راستا پیشنهاد می‌شود تا قوانین و مقررات به‌منظور جذب سرمایه‌گذار خارجی تسهیل شوند.

یافته‌ها بیانگر میزان نقدشوندگی بازار بر توسعه بورس اوراق بهادار، مثبت و معنادار بود. همان‌طور که میلر (۲۰۰۲) بیان نمود نقد شونددگی بازار از طریق سه مؤلفه عمق، عرض و کارایی بازار توصیف می‌شود که هر یک به نوبه خود در توسعه بورس اوراق بهادار نقش دارند. مشخصه عمق اشاره به اندازه و نقدشوندگی بازار سهام دارد. به عقیده پاگانو (۱۹۸۹) با افزایش اندازه بازار، توانایی آن برای کاهش ریسک ارتقا خواهد یافت و در پی آن توسعه بورس اوراق بهادار امری مورد انتظار است. همچنین ریسک نقدشوندگی بازار و شوک‌های تقاضای ناهمبسته با افزایش تعداد مشارکت‌کنندگان بازار کاهش خواهد یافت که می‌تواند در توسعه بورس اوراق بهادار ایفای نقش کند. اما عرض بازار ریسک کل بازار را کاهش می‌دهد، مالکیت گسترده را ترغیب می‌کند که به نوبه خود سرمایه را افزایش می‌دهد و شرکت‌های کوچک‌تر را قادر می‌سازد تا به سرمایه‌ای دسترسی داشته باشند لذا می‌تواند بستر و زمینه لازم برای توسعه بورس اوراق بهادار را فراهم کند در نهایت کارایی بازار بر مدیریت و اداره بازار اشاره دارد که از ارکان اصلی و لازم برای توسعه بورس اوراق بهادار می‌باشد. نسبت گردش معاملات به‌عنوان یکی از شاخص‌های مهم توسعه بورس که در این پژوهش نیز مورد بررسی قرار گرفت تحت تأثیر شاخص‌هایی از نقدشوندگی نظیر ارزش معاملات، سهام شناور شرکت‌ها، آزادی در ورود سرمایه‌گذاران، سهولت در انتقال سرمایه یا درآمد، معافیت‌های معاملاتی در صورت سرمایه‌گذاری مجدد و استانداردهای پرداخت بدهی و محافظت دارایی‌ها قرار می‌گیرد. محققین پیشین نیز به اهمیت تأثیر نقدشوندگی بازار بر توسعه بورس اوراق بهادار تأکید داشته‌اند که می‌توان به مطالعات فنگ و همکاران (۲۰۰۹)، پروتی و اویجن (۲۰۰۱) و رهنمای رودپشتی و همکاران (۱۳۸۴) اشاره نمود. در این راستا به سرمایه‌گذاران و فعالان بورس پیشنهاد می‌شود با توجه به اثر مثبت نقد شونددگی بر توسعه بورس اوراق بهادار، برای رسیدن توسعه بورس، سهامی که قابلیت نقد شونددگی بیشتری دارند را خریداری نمایند.

یافته‌ها نشان داد، عرضه اولیه موفق سهام به میزان تقریباً متوسطی بر توسعه بورس اوراق بهادار تأثیر مثبت و معنادار دارد. نتایج در این تحقیق نشان دادند که توسعه بورس اوراق بهادار یکی از کلیدی‌ترین شاخص‌های



رشد اقتصادی در شرایط امروز اقتصادی دنیا است. با توسعه بورس اوراق بهادار، تعداد شرکت‌های پذیرفته شده در بورس، نسبت ارزش بازار به تولید ناخالص داخلی و نسبت گردش معاملات<sup>۳۷</sup> نیز افزایش خواهند یافت. بنابراین، لازم است تا عوامل مؤثر بر آن شناسایی شده و تفسیر شوند. عرضه موفق سهام نیز از مهم‌ترین عوامل مؤثر بر توسعه بورس اوراق بهادار تشخیص داده شد که لزوم توجه به این امر را برجسته می‌نماید. نتایج مطالعات مشابه نیز تأیید می‌سازد که عرضه موفق سهام، پیش‌بینی کننده‌ی مهمی از توسعه بورس اوراق بهادار هستند. در این میان می‌توان به مطالعات ژانگ (۲۰۱۴)، سولیوان (۲۰۰۳)، پاو و تی سای (۲۰۱۱) و کریم زاده و سلطانی (۱۳۸۹) اشاره نمود.

همچنین در تحقیق حاضر، نیل به اهداف با محدودیت‌هایی مواجه بود که مهم‌ترین آن عبارت است از: عدم وجود شاخص‌ها و برنامه‌های کمی مطابق با سند چشم‌انداز در برنامه‌های پایین‌دستی. به پژوهشگران آینده نیز پیشنهاد می‌شود تا به بررسی و مقایسه راه‌ها و روش‌های مختلف کشف قیمت در عرضه اولیه (حراج، روش ثبت دفتری، روش با قیمت ثابت) و ارائه روش مناسب جهت صنایع و شرکت‌های مختلف و همین‌طور ارائه مدل بهینه برای تأمین مالی بنگاه‌های اقتصادی که بیشترین سهم را در آینده در تولید ناخالص داخلی دارند، بپردازند.

#### فهرست منابع

- \* رحمانی، علی؛ حسینی، سید علی و رضاپور، نرگس. (۱۳۸۹). رابطه مالکیت نهادی و نقد شوندگی سهام در ایران. بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، ۱۷(۶۱)، ۳۹-۵۴.
- \* رهنمای رودپشتی، فریدون؛ سیمبر، فرشید و طوطیان، صدیقه. (۱۳۸۴). تأثیر متغیرهای کلان اقتصادی بر بازده سهام شرکت‌های سرمایه‌گذاری پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. پژوهش‌نامه اقتصادی تابستان، ۵(۲ (پیاپی ۱۷))، صص: ۲۰۹-۲۳۶.
- \* سهیلی، کیومرث و امیریان، سجاد. (۱۳۹۳). بررسی رابطه بین نقدشوندگی و نرخ بازده سهام با سهام شناور آزاد در بورس اوراق بهادار تهران. پژوهش‌نامه اقتصاد کلان، ۹(۱۸)، صص: ۵۷-۷۸.
- \* عباسیان، عزت اله؛ مرادپورا ولادی، مهدی و عباسیون، وحید. (۱۳۸۷). اثر متغیرهای کلان اقتصادی بر شاخص کل بورس اوراق بهادار تهران. پژوهش‌های اقتصادی ایران، ۱۲(۳۶)، صص: ۱۳۵-۱۵۲.
- \* فتحی، سعید و عسگرنژادنوری، باقر. (۱۳۸۸). بررسی تأثیر خصوصی‌سازی بر روی توسعه بازار سهام. بررسی‌های بازرگانی، ۷(۳۸)، صص: ۷۳-۹۳.
- \* قالبیاف اصل، حسن و کریمی، مهدی. (۱۳۹۱). بررسی قیمت‌گذاری صرف نقدشوندگی، اندازه، ارزش و ریسک بازار در بورس اوراق بهادار تهران. بورس اوراق بهادار، ۵(۱۷)، صص: ۸۵-۱۰۵.

- \* کریم زاده، مصطفی و سلطانی، اصغر. (۱۳۸۹). برآورد رابطه بلندمدت شاخص قیمت سهام صنعت واسطه‌گری‌های مالی با متغیرهای کلان پولی با استفاده از روش ARDL. حسابداری مالی، ۲(۶): ۱-۱۸.
- \* گرکز، منصور؛ وکیلی فرد، حمید رضا و یمرعلی، اکتای. (۱۳۹۰). شناسایی عوامل مؤثر بر بازده غیرعادی در عرضه‌های اولیه سهام شرکت‌های جدیدالورود در بورس اوراق بهادار تهران. دانش مالی تحلیل اوراق بهادار (مطالعات مالی)، ۴(۱۲)، صص: ۵۳-۷۰.
- \* مؤتمنی، علیرضا؛ شریفی سلیم، علیرضا (۱۳۹۱). ارائه مدلی به‌منظور انتخاب سبد سهام در بورس اوراق بهادار تهران به‌وسیله تصمیم‌گیری چند معیاره (مطالعه موردی: ۵۰ شرکت برتر). فصلنامه چشم‌انداز مدیریت صنعتی، شماره ۵، بهار ۱۳۹۱ صص ۷۳-۹۱.
- \* منجذب، محمدرضا؛ باقرکلانتری، عباس و زرین اقبالی، حسین. (۱۳۸۸). برآورد تابع تقاضای کل سهام در بورس اوراق بهادار در ایران. پژوهش‌نامه اقتصادی، (۵ (ویژه نامه بورس))، صص: ۵۱-۷۰.
- \* میرمعینی، حمید. (۱۳۹۴). تبیین تاثیر الزامات پس از عرضه سهام بر پذیرش سهام شرکت‌ها برای نیل به توسعه بورس اوراق بهادار مبتنی بر سند چشم‌انداز ۱۴۰۴ جمهوری اسلامی ایران. مدیریت، ۳(۱۸)، صص: ۱۳-۲۶.
- \* یحیی زاده فر، محمود؛ شمس، شهاب‌الدین و لاریمی، سیدجعفر. (۱۳۸۹). بررسی رابطه نقد شوندگی با بازده سهام در بورس اوراق بهادار تهران. تحقیقات مالی، ۱۲(۲۹)، صص: ۱۱۱-۱۲۸.
- \* Acharya, V. V., & Pedersen, L. H. (2005). Asset pricing with liquidity risk. *Journal of Financial Economics*, 77(2), 375-410.
- \* Acquah, M. (2015). Determinants of corporate listings on stock markets in Sub-Saharan Africa: Evidence from Ghana. *Emerging Markets Review*, 22, 154-175.
- \* Alavi, A., Pham, P. K., & Pham, T. M. (2008). Pre-IPO ownership structure and its impact on the IPO process. *Journal of Banking & Finance*, 32(11), 2361-2375.
- \* Arik, E., & Mutlu, E. (2015). Post-Initial Public Offering Operating Performance and Its Determinants: Initial Public Offering Characteristics and Corporate Governance Practices. *Emerging Markets Finance and Trade*, 51(sup2), S62-S83.
- \* Bertoni, F., & Giudici, G. (2014). The strategic reallocation of IPO shares. *Journal of Banking & Finance*, 39, 211-222.
- \* Chang, C. H. (2011). IPO underpricing: A social comparison perspective. *International Review of Economics & Finance*, 20(3), 367-375.
- \* Damodaran, A. (2005). Marketability and value: Measuring the illiquidity discount. Available at SSRN 841484.
- \* Datta, S., Gruskin, M., & Iskandar-Datta, M. (2015). On post-IPO stock price performance: A comparative analysis of RLBOs and IPOs. *Journal of Banking & Finance*, 55, 187-203.
- \* Demers, E., & Lewellen, K. (2003). The marketing role of IPOs: evidence from internet stocks. *Journal of Financial Economics*, 68(3), 413-437.
- \* Fan, J. P., Wong, T. J., & Zhang, T. (2007). Politically connected CEOs, corporate governance, and Post-IPO performance of China's newly partially privatized firms. *Journal of financial economics*, 84(2), 330-357.

- \* Fang et al. (2009). "Stock Market Liquidity and Firm Value", *Journal of Financial Economics* (94).
- \* Fauver, L., Houston, J., & Naranjo, A. (2003). Capital market development, international integration, legal systems, and the value of corporate diversification: A cross-country analysis. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 38(01), 135-158.
- \* Filer, R. K., Hanousek, J., & Campos, N. F. (2000). Do stock markets promote economic growth?. *CERGE-EI Working Paper Series*, (151).
- \* Johan, S. A. (2010). Listing standards as a signal of IPO preparedness and quality. *International Review of Law and Economics*, 30(2), 128-144.
- \* Lowry, M., & Schwert, G. W. (2004). Is the IPO pricing process efficient?. *Journal of Financial Economics*, 71(1), 3-26.
- \* Luo, X. (2008). When marketing strategy first meets Wall Street: Marketing spendings and firms' initial public offerings. *Journal of Marketing*, 72(5), 98-109.
- \* Mouri, N., Sarkar, M. B., & Frye, M. (2012). Alliance portfolios and shareholder value in post-IPO firms: The moderating roles of portfolio structure and firm-level uncertainty. *Journal of Business Venturing*, 27(3), 355-371.
- \* Pande, A., & Vaidyanathan, R. (2007). Determinants of IPO underpricing in the National Stock Exchange of India. *ICFAI Journal of Applied Finance*, Forthcoming.
- \* Pao, H. T., & Tsai, C. M. (2011). Multivariate Granger causality between CO 2 emissions, energy consumption, FDI (foreign direct investment) and GDP (gross domestic product): evidence from a panel of BRIC (Brazil, Russian Federation, India, and China) countries. *Energy*, 36(1), 685-693.
- \* Perotti, Enrico C, Van Oijen, Pieter (2001). "Privatization, Stock Market Development and Political Risk in Emerging Economies". *Journal of International Money and Finance* 20(1).
- \* Sullivan; S.M. (2003). *Economics: Principles in action*. Upper Saddle River, New Jersey 07458: Pearson Prentice Hall. p. 314.
- \* Vismara, S., Signori, A., & Paleari, S. (2014). Changes in Underwriters' Selection of Comparable Firms Pre-and Post-IPO: Same Bank, Same Company, Different Peers. *Same Company, Different Peers* (December 17, 2014).
- \* Walters, B. A., Le, S. A., & Kroll, M. (2015). Post-IPO governance and top management team rent generation and appropriation. *Journal of Business Research*, 68(1), 47-55.
- \* Yartey, C. A. (2008). The determinants of stock market development in emerging economies: Is South Africa different?. *IMF Working Papers*, 1-31.
- \* Zhang, X. (2014). Coalitional Dynamics, Power Structure and Financial Markets in East Asia. *Government and Opposition*, 49(03), 511-541.

## یادداشت‌ها

1. Schumpeter
2. Robinson, Joan
3. Filer, Hanousek & Campos
4. Market Capitalization
5. MC
6. GDP
7. Turnover Ratio
8. Acquaah
9. Pagano
10. Corruption
11. Initial Public Offering

12. Arik & Mutlu
13. Alavi, Pham, & Pham
14. Pande & Vaidyanathan
15. Johan
16. CAPM
17. NAV
18. Lowry & Schwert
19. Damodaran
20. Mouri, Sarkar & Frye
21. Fan, Wong, & Zhang
22. Demers & Lewellen
23. Bertoni & Giudici
24. Acharya, & Pedersen
25. Damodaran
26. Walters & Kroll
27. Datta, Gruskin & Iskandar-Datta
28. Vismara, Signori & Paleari
29. Mouri, Sarkar & Frye
30. Fan, Wong, & Zhang
31. Walters & Kroll
32. Filer, Hanousek & Campos
33. Content Analysis
34. Content Analysis
35. MC/GDP
36. Investment Bank
37. Lerner
38. Turnover Ratio