



Securities & Exchange Organization, Research, Development & Islamic Studies (RDIS)
Journal of Securities and Exchange, Special Issue of the First National Capital Market
Conference, Winter 2024, pp. 287-316

Challenges of Offering and Listing Companies in the Iranian Capital Market and Providing Appropriate Solutions¹

Shahab Khodabakhshian², Mohammad Tohidi³, Ali Amirshahi⁴, Alireza Fattahi⁵

Received: 2023/11/19

Accepted: 2024/04/06

Research Paper

Abstract

Despite the benefits of offering and listing companies' shares in the capital market and the world's success in this regard, in Iran, this is accompanied by obstacles that make companies reluctant to offer to the capital market. Therefore, this study aims first to identify barriers to offer and list companies in the capital market and then to provide operational solutions to eliminate them. Obstacles and solutions were collected through 10 semi-structured interviews with experts with a purposeful approach. In the data analysis stage, the content analysis method was used, and the points extracted from the interviews were divided into three themes: basic organizing and comprehensive. The results were then returned to the interviewees to obtain approval. 30 basic themes were extracted from a total of 76 codes, and these themes were classified under five organizing themes, including 1. Cultural 2. Legal 3. Regulatory 4. Financial-economic 5. Administrative. Finally, 11 solutions related to organizing themes were extracted from the interviews.

Key Words: Stock Exchange, Challenges, Solutions, Capital Market, Supply and Acceptance.

JEL Classification: G20, G30, G38.

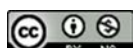
1. doi: 10.22034/JSE.2024.12326.2200

2. Ph.D. Student, Department of Financial Engineering, Management and Economics, Science and Research Branch, Islamic Azad University, Tehran, Iran. (Corresponding Author). (khodabakhshian.sh@gmail.com).

3. Assistant Professor, Department of Financial Management, Faculty of Islamic Teachings and Management, Imam Sadiq University, Tehran, Iran. (tohidi@isu.ac.ir).

4. M.Sc. Student, Department of Finance, Faculty of Islamic Teachings and Management, Imam Sadiq University, Tehran, Iran. (ali.amirshahi.isu.ac@gmail.com).

5. M.Sc. Department of Finance, Faculty of Islamic Teachings and Management, Imam Sadiq University, Tehran, Iran. (fattahi, Alireza).



Copyright © 2024 The Authors. Published by Securities and Exchange Organization. This work is licensed under a Creative Commons Attribution-NonCommercial 4.0 International license (<https://creativecommons.org/licenses/by-nc/4.0/>). Non-commercial uses of the work are permitted, provided the original work is properly cited.



سازمان بورس و اوراق بهادار، مرکز پژوهش، توسعه و مطالعات اسلامی

فصلنامه بورس اوراق بهادار، ویژه نامه اولین همایش ملی بازار سرمایه، زمستان ۱۴۰۲، صص ۳۱۶-۲۸۷

چالش‌های عرضه و پذیرش شرکت‌ها در بازار سرمایه ایران و ارائه راهکارهای مناسب^۱

شهاب خدابخشیان^۲، محمد توحیدی^۳، علی امیرشاهی^۴، علیرضا فتاحی^۵

تاریخ دریافت: ۱۴۰۲/۰۸/۲۸

تاریخ پذیرش: ۱۴۰۳/۰۱/۱۸

مقاله پژوهشی

چکیده

با وجود برتری‌های عرضه و پذیرش سهام شرکت‌ها در بازار سرمایه و اقبال دنیا به این سمت، در ایران این امر با موانعی همراه است که باعث عدم پذیرش شرکت‌ها و یا عدم تمایل صاحبان بنگاه‌ها برای عرضه در بازار سرمایه می‌شود. از این رو هدف این پژوهش ابتدا شناسایی موانع عرضه و پذیرش شرکت‌ها در بازار سرمایه و سپس ارائه راهکارهای عملیاتی برای رفع آن‌ها است. موانع و راهکارها از طریق انجام ۱۰ مصاحبه نیمه ساختار یافته با خبرگان با رویکردی هدفمند گردآوری شد و مبتنی بر نگرش گلوله برفی و اشباع نظری تعداد مصاحبه‌ها تعیین شد. سپس داده‌ها، از روش تحلیل مضمون تحلیل شد و نکات مستخرج از مصاحبه‌ها در سه مضمون پایه، سازمان دهنده و فراگیر قرار گرفت. در نهایت نتایج به مصاحبه شوندگان برگشت داده و نظر آن‌ها برای حصول تأیید گرفته شد. ۳۰ مضمون پایه ذیل پنج مضمون سازمان دهنده ذیل چالش‌های: ۱. فرهنگی ۲. قانونی ۳. نظارتی ۴. مالی و اقتصادی و ۵. اداری، از مجموع ۷۶ کد در زمینه چالش‌های عرضه و پذیرش استخراج و در نهایت ۱۱ راهکار مربوط به مضامین سازمان دهنده به تفکیک از مصاحبه‌های یادشده استخراج شد.

واژه‌های کلیدی: بورس اوراق بهادار، چالش‌ها، راهکارها، بازار سرمایه، عرضه و پذیرش.

طبقه‌بندی موضوعی: G20, G30, G38.

doi: 10.22034/JSE.2024.12326.2200

۲. دانشجوی دکتری، گروه مهندسی مالی، مدیریت و اقتصاد، واحد علوم تحقیقات تهران، دانشگاه آزاد اسلامی، تهران، ایران. (نویسنده مسئول).

(khodabakhshian.sh@gmail.com)

۳. استادیار، گروه مدیریت مالی، دانشکده معارف اسلامی و مدیریت، دانشگاه امام صادق، تهران، ایران. (tohidi@isu.ac.ir).

۴. دانشجوی کارشناسی ارشد، گروه مالی، دانشکده معارف اسلامی و مدیریت، امام صادق (ع)، تهران، ایران. (ali.amirshahi.isu.ac@gmail.com).

۵. کارشناسی ارشد، گروه مالی، دانشکده معارف اسلامی و مدیریت، امام صادق (ع)، تهران، ایران. (al.fattahi@isu.ac.ir).

حق انتشار این مستند، متعلق به نویسندگان آن است. © ۱۴۰۲. ناشر این مقاله، سازمان بورس و اوراق بهادار است.

این مقاله تحت گواهی زیر منتشرشده و هر نوع استفاده غیرتجاری از آن مشروط بر استناد صحیح به مقاله و با

رعایت شرایط مندرج در آدرس زیر مجاز است.

Creative Commons Attribution-NonCommercial 4.0 International license

(https://creativecommons.org/licenses/by-nc/4.0/)



مقدمه

رشد و توسعه اقتصادی هر کشوری مستلزم بکارگیری منابع در شکل بهینه و هدایت آن در مسیری صحیح است. در هر جامع نهادهای مختلفی می‌توانند در جهت تحقق این هدف گام بردارند و نقش موثری را در این زمینه ایفا کنند. بازارهای سرمایه از مهمترین عوامل موثر در این فرایند محسوب می‌شوند (فتح‌علیان، نبوی و چیرانی، ۱۳۹۹). بازار سرمایه ارتباط نزدیکی با ساختار اقتصادی کشور داشته و قوت و ضعف آن می‌تواند نشان‌دهنده وضعیت اقتصادی کشور باشد. توسعه بازار سرمایه می‌تواند نقش مهمی در رشد درآمد ملی کشور و رفاه عمومی جامعه ایفا کند. بازار سرمایه به تخصیص بهینه منابع مالی به شرکت‌های موجود در آن کمک می‌کند (اقبال‌نیا، حاجی‌زاده و ابراهیمی، ۱۳۹۸). که نتیجه این امر ایجاد اشتغال، توسعه، رونق فضای تولید ملی و افزایش سطح شاخص‌های اقتصادی و اجتماعی می‌شود. در کشور ما این بازار نوپا به دلایل مختلفی از جمله اقتصادی متکی به نظام بانکی در بخش تأمین مالی و تخصیص منابع، مغفول واقع شده و از رونق کافی برخوردار نیست این امر در حالی است که اکنون، بانک‌ها در شرایط بحرانی قرار دارند و حجم نقدینگی بی‌سابقه‌ای در سال‌های اخیر به وجود آمده، بنابراین نیاز است حاکمیت به‌طور جدی نگاهی به پتانسیل‌های بازار سرمایه داشته باشد تا نه تنها با سیاست‌گذاری مناسب به جمع‌آوری پول‌های سرگردان پردازد، بلکه به آسانی این نقدینگی به مقصد صحیح خود یعنی تولید برسد. عرضه اولیه شرکت‌ها در بورس فرایندی است که منجر می‌شود سرمایه‌های خرد به منظور تأمین مالی به طور مستقیم در بخش تولید صرف شوند و بدین‌وسیله آحاد جامعه مشارکت مستقیم در شرکت‌های داخل کشور داشته باشند بنابراین لازم است با عمق بخشیدن به بازار سرمایه از طریق عرضه و پذیرش شرکت‌ها در بورس و فرابورس، رشد توسعه این بازار محقق شود. اصطلاح عرضه عمومی اولیه که رواج آن به بازارهای پررونق ۱۹۹۰ برمی‌گردد، عبارت است از این که یک شرکت برای نخستین بار در طول دوران فعالیت خود اقدام به عرضه سهام به عموم می‌کند (جانگوئیست^۱، ۲۰۰۴). عرضه عمومی سهام شرکت‌ها دارای برتری‌های فراوانی از جمله: افزایش سرمایه، رقابت بیشتر، کسب معافیت‌های مالیاتی، دسترسی به منابع مالی ارزان‌قیمت و... است بنابراین بیشتر مورد استقبال شرکت‌ها نیز واقع می‌شود (کیم و ریتز^۲، ۱۹۹۹). با نگاهی به تجربه کشورهای توسعه‌یافته و صنعتی مشاهده می‌شود

1. Jangoist

2. Kim & Ritter

که 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 نخستین بار مبادرت به عرضه عمومی سهام خود می‌کنند (فیرث^۱، ۱۹۹۸). در این میان بازار سرمایه کشور ما با وجود قدمت چشمگیر نتوانسته جایگاه اصلی خود را در اقتصاد کشور پیدا کند (کشتکار، ۱۳۸۰). با وجود مزیت‌های بیان شده ممکن است استقبال شرکت‌ها برای عرضه عمومی سهام خود در بازار سرمایه چشمگیر باشد ولی موانعی ساختاری در سمت پذیرش مانع عرضه عمومی بسیاری از شرکت‌ها می‌شود. در این شرایط کشورهای توسعه یافته برای برطرف سازی 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 نخستین بار مبادرت به عرضه عمومی سهام خود می‌کنند (فیرث، ۱۹۹۸). علی‌رغم وجود مزایا و منافع که پذیرش و عرضه 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 لذا در این پژوهش پس از بررسی مبانی نظری و پژوهش‌های داخلی و خارجی انجام شده در این زمینه ابتدا به شناسایی کامل موانع و چالش‌های موجود در سمت عرضه و پذیرش شرکت‌ها در بازار سرمایه ایران و سپس به منظور رفع آن‌ها به ارائه راهکارهای عملیاتی پرداخته شده است.

مبانی نظری و توسعه فرضیه‌ها

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 برای عرضه سهام آن‌ها به صورت عمومی بر اساس الزامات تعیین شده به وسیله بورس و فرابورس (اکوا^۲، ۲۰۱۵).

1. Firth

2. Acquaah

عرضه عمومی اولیه (IPO)^۱

عرضه عمومی اولیه به معنای نخستین انتشار عمومی سهام است (بادی^۲، ۲۰۰۸). لازم به بیان است که شرکت‌هایی که برای نخستین بار در بورس عرضه می‌شوند تازه تأسیس نیستند و بیشتر دارای ۳ سال سابقه فعالیت هستند. کلمه نخستین بار در اینجا یعنی این که مالکیت سهام شرکت برای نخستین بار در بورس به سهام‌داران بیرونی عرضه می‌شود (دیلمی و فریدون، ۱۳۹۹).

ارکان پذیرش

۱. تیم پذیرش: تیمی است حداقل متشکل از مشاور پذیرش، متعهد خرید، حسابرس مستقل و بازرس قانونی متقاضی، مشاور حقوقی متقاضی و مشاور پذیرش که برای انجام تکالیف مقرر در خصوص پذیرش اوراق بهادار متقاضی در بورس تشکیل می‌شود (هیئت‌مدیره سازمان بورس و اوراق بهادار، دستورالعمل پذیرش اوراق بهادار در بورس اوراق بهادار تهران، ۱۳۸۶).
۲. مشاور پذیرش: شخصی است که با مجوز سازمان طبق مقررات دستورالعمل صدور مجوز و فعالیت مشاور پذیرش برای پذیرش اوراق بهادار شرکت‌های متقاضی پذیرش در بورس یا بازار خارج از بورس و همچنین پذیرش کالا و اوراق بهادار مبتنی بر کالا در بورس کالای ایران اقدام می‌کند (هیئت‌مدیره سازمان بورس و اوراق بهادار، دستورالعمل صدور مجوز و فعالیت مشاور پذیرش، ۱۳۸۷). لازم به بیان است که مشاور پذیرش مسئول مستقیم تیم پذیرش است (هیئت‌مدیره سازمان بورس و اوراق بهادار، دستورالعمل پذیرش اوراق بهادار در بورس اوراق بهادار تهران، ۱۳۸۶).
۳. هیئت پذیرش: هیئت پذیرش، هیئتی است که به منظور گرفتن تصمیم نسبت به پذیرش اوراق بهادار بازار بورس و همچنین تعلیق یا حذف آنها از این بازارها، تشکیل می‌شود (هیئت‌مدیره سازمان بورس و اوراق بهادار، دستورالعمل عرضه و نقل و انتقال اوراق بهادار در فرابورس ایران، ۱۳۸۸).

1. Initial Public Offering

2. Bodi

۴. **متقاضی:** شخص حقوقی است که تقاضای پذیرش را به بورس ارائه می‌کند (هیئت‌مدیره سازمان بورس و اوراق بهادار، دستورالعمل پذیرش اوراق بهادار در بورس اوراق بهادار تهران، ۱۳۸۶).
۵. **متعهد خرید:** نهاد مالی است که طبق قرارداد مربوطه و ضوابط این دستورالعمل و دستورالعمل «پذیره‌نویسی و عرضه اولیه اوراق بهادار در بورس اوراق بهادار تهران و فرابورس ایران»، تعهد خرید اوراق بهادار را بر عهده می‌گیرد (هیئت‌مدیره سازمان بورس و اوراق بهادار، دستورالعمل پذیرش اوراق بهادار در بورس اوراق بهادار تهران، ۱۳۸۶).

فرایند پذیرش تا عرضه سهام در بازار سرمایه ایران

۱. **تشکیل تیم پذیرش:** متقاضی موظف است قبل از شروع فرایند پذیرش با هریک از اعضای تیم پذیرش، قرارداد منعقد کند.
۲. **ارائه مستندات و مدارک برای بررسی درخواست پذیرش اوراق بهادار:** متقاضی پذیرش باید فرم درخواست پذیرش خود را به انضمام مدارکی مانند: پرسش‌نامه پذیرش، امیدنامه، رسید حق پذیرش، صورت مالی سالانه، گزارش هیئت‌مدیره 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 اطلاعات و مستندات مورد نیاز 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 فرایند پذیرش متقاضی یا رد درخواست پذیرش اقدام کند و بورس حداکثر ۲۵ روز کاری پس از کسب اطمینان از ادامه فرایند پذیرش، گزارش کارشناسی خود حاوی اظهار نظر در خصوص احراز شرایط پذیرش متقاضی را به انضمام مستندات مربوطه از طریق سامانه الکترونیکی به هیئت پذیرش ارسال می‌کند و سپس هیئت پذیرش نظر کتبی خود را با بیان دلایل مبنی بر تأیید یا رد پذیرش اوراق بهادار، از طریق بورس به متقاضی اعلام می‌کند.
۴. **درج:** پس از پذیرش سهام شرکت می‌بایست نماد معاملاتی اوراق بهادار در فهرست نمادهای معاملاتی بورس برای عرضه اولیه یا انجام معامله در هر یک از بازارهای بورس قرار گیرد.

۵. **عرضه اولیه** (هیئت‌مدیره سازمان بورس و اوراق بهادار، دستورالعمل پذیرش اوراق بهادار در بورس اوراق بهادار تهران، ۱۳۸۶).

فرایندپذیرش در برخی از بورس‌های دنیا

بر اساس اسناد و منابع ارائه شده به‌وسیله کشورهای مختلف در خصوص فرایندپذیرش شرکت‌ها در بازار بورس‌های چهار کشور جهان و بورس تهران، این فرایند به شرح جدول ۱ است:

جدول ۱. مقایسه فرایندپذیرش در بورس‌های دنیا (منبع: یافته‌های پژوهشگران)

مرحله پذیرش	بورس لندن	بورس توکیو	بورس استانبول	بورس مالزی
۱	انتخاب حامی (تیم مشاوران) / ارائه برنامه زمان‌بندی IPO	انتخاب طرف‌های درگیر در پذیرش سهام شرکت‌ها (مشاوران، وکلا، مؤسسه حسابرسی و ...)	ارسال درخواست به هیئت‌مدیره بازار سرمایه و بورس استانبول	تعیین مشاوران مورد تأیید کمیسیون اوراق بهادار به‌وسیله متقاضی
۲	بررسی گزارش قیمت‌گذاری سهام به‌وسیله شرکت و حامی و تهیه پیش‌نویس اطلاعات و اسناد موردنیاز	آماده‌سازی شرکت برای پذیرش، تکمیل فرم‌ها، طراحی و پیاده‌سازی سیستم‌های پیشرفت	راه‌اندازی و نگارش برنامه مطلوب بازاریابی	رایزنی مشاور با کمیسیون پذیرش اوراق بهادار مالزی بابت عرضه اولیه سهام متقاضی
۳	بررسی و تأیید اسناد به‌وسیله UKLA/تکمیل بررسی موشکافانه اسناد به‌وسیله حامی و شرکت/برگزاری جلسات تحلیل و بازاریابی شرکت	ارزیابی اطلاعات به‌وسیله متعهد پذیرهنویس	ارزیابی شرکت به‌وسیله متخصصان مورد تأیید بورس	ارائه برنامه عرضه اولیه به‌وسیله مشاور به SC
۴	ارسال درخواست رسمی ثبت سهام متقاضی به‌وسیله	ارزیابی اطلاعات به‌وسیله TSE	ثبت سهام به‌وسیله CMB	بررسی برنامه عرضه اولیه به‌وسیله SC

مرحله پذیرش	بورس لندن	بورس توکیو	بورس استانبول	بورس مالزی
	شرکت و آغاز معاملات			
۵		ثبت و عرضه سهام	انجام عرضه اولیه عمومی سهام شرکت در بورس استانبول	برنامه ریزی بابت IPO به وسیله SC و اطلاع آن به مشاور
۶			ثبت شرکت در بورس استانبول و امکان انجام معامله	تدوین امید نامه به وسیله مشاور
۷				اعلام جدول برنامه ریزی زمانی به وسیله متقاضی
۸				ثبت سهام متقاضی در بورس

مزایای عرضه و پذیرش سهام شرکت‌ها در بازار سرمایه

پذیرش شرکت‌ها در بورس اوراق بهادار افزون بر مزیت‌هایی که برای شرکت‌ها بازار سرمایه پدید می‌آورد، مزایایی نیز برای سهام‌داران، ناشر متقاضی و نیز برای اقتصاد کلان به دنبال خواهد داشت. این مزایا به تفکیک عبارت‌اند از:

۱. **مزایای مربوط به ناشر:** عرضه و پذیرش سهام شرکت‌ها در بازار سرمایه دارای مزایایی برای ناشران مانند 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. یکی از کارکردهای مهم بازار سرمایه تعیین قیمت عادلانه اوراق بهادار است. در این راستا هر ساله شرکت‌ها متعددی خواه در مسیر چرخه حیات اقتصادی برای تأمین منابع مالی مورد نیاز برای اعداد رشد و توسعه خود و خواه در فرآیند خصوصی سازی شرکت‌های دولتی، برای نخستین بار قدم به بازار سرمایه می‌گذارند (صادق و تهرانی، ۱۳۹۸).

۲. **مزایای مرتبط با سهام‌داران:** عرضه پذیرش سهام شرکت‌ها در بازار سرمایه دارای مزایایی برای سهام‌داران مانند: 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 مانند: تجهیز پس‌اندازها و منابع مالی خرد مالی برای 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.

قیمت‌گذاری سهام در عرضه اولیه

یکی از مهم‌ترین دغدغه‌ها، کشف قیمت سهام در حدودی است که به اندازه کافی مشوق سرمایه‌گذار برای خرید این سهام تازه‌وارد باشد. قیمت تعیین شده برای اولین عرضه عمومی باید به گونه‌ای باشد که منجر به حداکثر کردن ارزش شرکت، جبران هزینه‌های کسب اطلاعات به‌وسیله سرمایه‌گذاران و پوشش ریسک سرمایه‌گذار در مقام خریدار سهام شرکتی که تاکنون سهام خود را عرضه نکرده است، شود (شرمن^۱، ۲۰۰۰).

روش‌شناسی پژوهش

در پژوهش حاضر داده‌ها از طریق مصاحبه با خبرگان گردآوری شد و مصاحبه نیمه‌ساختاریافته مبنای کار پژوهشگر قرار گرفت. بابت شناسایی تعداد مصاحبه‌های موردنیاز در پژوهش حاضر از رویکرد هدفمند استفاده شده است. در رویکرد هدفمند که خاص پژوهش‌های کیفی است، تعداد افراد مورد مصاحبه، به عبارت دیگر حجم نمونه به اشباع نظری پرسش‌های 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 (محمدپور و رضایی، ۱۳۸۷).

1. Sherman

در این پژوهش پس از انجام هشت 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 ۱۰ مصاحبه، داده‌های این پژوهش با اطمینان به اشباع نظری رسید در نتیجه حجم نمونه در این پژوهش به ۱۰ نفر رسید. در جدول زیر مشخصات جامعه مورد بررسی از جمله مسئولیت اجرایی و درجه علمی مصاحبه‌شوندگان بیان شده است.

جدول ۲. مشخصات جامعه مورد بررسی (منبع: یافته‌های پژوهشگران)

کد	مسئولیت اجرایی مصاحبه‌شونده	درجه علمی
A	معاون عرضه و پذیرش فرابورس	دکتری
B	مدیر عرضه و پذیرش تأمین سرمایه امید	دکتری
C	مدیر تأمین مالی تأمین سرمایه امید	دکتری
D	مدیرعامل شرکت مشاور سرمایه‌گذاری ارزش آفرین	دکتری
E	مدیر اجرایی سبدگردان آسمان	دکتری
F	مدیر تأمین مالی تأمین سرمایه ملت	دکتری
G	مدیر ارزش‌گذاری تأمین سرمایه بانک ملت	دکتری
H	کارشناس ارشد پذیرش شرکت بورس	دکتری
I	کارشناس ارشد پذیرش شرکت مشاور سرمایه‌گذاری فاینتک	کارشناسی ارشد
J	مدیر پذیرش شرکت مشاور سرمایه‌گذاری فاینتک	دکتری

رویکرد شبکه مضامین به وسیله آتراید استرلینگ^۱ (۲۰۰۱) مطرح گردید. آنچه شبکه مضامین ارائه می‌کند یک نقشه شبیه تارنما به عنوان 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 به دست آمده از ترکیب و تلخیص مضامین پایه) و مضامین فراگیر (مضامین عالی در برگیرنده اصول حاکم بر متن به عنوان یک کل) را نظام‌مند می‌کند و سپس

1. Attride-Stirling

این مضامین به صورت 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 تاکید می‌کند. با این حال لازم است به این نکته توجه شود که این شبکه‌ها تنها یک ابزار تحلیل هستند و نه خود تحلیل (آتراید - استرلینگ، ۲۰۰۱). هر مضمون فراگیر هسته و کانون یک شبکه مضمونی را تشکیل می‌دهد (شیخ زاده و بنی‌اسد، ۱۴۰۰). فرایند تحلیل شبکه مضمون شامل سه مرحله، شش گام و بیست اقدام است. همان‌طور که در جدول ۳ آمده فرایند کامل تحلیل مضمون 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 (آتراید - استرلینگ، ۲۰۰۱). 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 پرسش و داده‌های پژوهش می‌شود. بنابراین این فرایند سه مرحله‌ای و رایج تنها راه انجام تحلیل مضمون نیست. از این رو هر پژوهشگری با توجه به ماهیت و پرسش‌های 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 (شیخ زاده و بنی‌اسد، ۱۴۰۰).

جدول ۲. فرایند گام به گام تحلیل مضمون و تحلیل شبکه مضامین (آتراید - استرلینگ، ۲۰۰۱)

مرحله	گام	اقدام
تجزیه و توصیف متن	۱. آشنا شدن با متن	مکتوب کردن داده‌ها (در صورت لزوم)
		مطالعه اولیه و مطالعه مجدد داده‌ها
		نوشتن ایده‌های اولیه
	۲. ایجاد کدهای اولیه و کدگذاری	پیشنهاد چارچوب کدگذاری و تهیه قالب مضامین
		تفکیک متن به بخش‌های کوچک‌تر
		کدگذاری ویژگی‌های جالب داده‌ها
تشریح و تفسیر متن	۳. جست‌وجو و شناخت مضامین	تطبیق دادن کدها با قالب مضامین
		استخراج مضامین از بخش‌های کد گذاشته متن
		، پالایش و بازبینی مضامین
	۴. ترسیم شبکه مضامین	بررسی و کنترل همخوانی مضامین با کدهای مستخرج مرتب کردن مضامین

مرحله	گام	اقدام
۵. تحلیل شبکه مضامین		انتخاب مضامین پایه، سازمان‌دهنده و فراگیر
		ترسیم نقشه (های) مضامین
		اصلاح و تأیید شبکه (های) 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 پرسش‌های پژوهش و مبانی نظری
		نوشتن گزارش علمی و تخصصی از تحلیل‌ها

یافته‌های 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 پژوهش (استخراج چالش‌های عرضه و پذیرش در بازار سرمایه ایران و ارائه راهکارهای مناسب برای رفع آنها) به منظور استخراج چالش‌های عرضه و پذیرش در بازار سرمایه ایران اقدام به انجام مصاحبه با خبرگان حوزه بازار سرمایه شد. مطابق با مراحل و اصول روش یادشده فرایند گردآوری و تجزیه و تحلیل داده‌های هر کدام از مصاحبه‌ها به صورت هم‌زمان صورت گرفته و پس از اتمام تجزیه و تحلیل مصاحبه موردنظر، 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 بیان است که برای تمامی مصاحبه‌ها همانند مصاحبه عنوان شده در این پژوهش مضامین پایه استخراج شده است. فرایند تحلیل مضمون مصاحبه‌ها تا تحقق «اشباع نظری» موردنظر در روش تحلیل مضمون ادامه یافته و حد توقف مصاحبه‌ها با این معیار مشخص شده است. بیان این نکته ضروری است که از انتهای مصاحبه هشتم تا انتهای مصاحبه دهم، هیچ مضمون پایه جدیدی به مضامین مصاحبه‌های قبلی اضافه نشده و تنها همان مضامین پایه قبلی تکرار شد. طی این مصاحبه مکرر به داده‌ها و کدها مراجعه شده و سپس نتایج حاصل شده به مصاحبه‌شوندگان برگشت شده و نظر آن‌ها به منظور حصول تأیید گرفته شد.

در میان ۱۰ مصاحبه صورت گرفته، در مجموع تعداد ۷۶ نکته کلیدی مشخص شدند. این نکات در قالب ۳۲ مضمون پایه و یک مضمون فراگیر مفهوم‌سازی شده‌اند. سپس تبیین

و ارتباط‌دهی میان مضامین پایه، آنان را در قالب مضامین سازمان‌دهنده شکل خواهد داد. مصاحبه‌ها (بین ۲۵ تا ۶۰ دقیقه) ضبط می‌شد تا با مرور چندباره گفتگوها، تحلیل و بررسی دقیق‌تری نسبت به دیدگاه‌های طرح شده مشارکت‌کنندگان انجام شود. 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 نامبرده شده است.

استخراج چالش‌های عرضه و پذیرش در بازار سرمایه ایران

پس از انجام مصاحبه‌های مربوط به پژوهش، مرحله تجزیه و تحلیل داده‌ها آغاز می‌شود. مصاحبه‌ها پس از ویرایش و تدوین، می‌بایست دسته‌بندی‌شده و فرایندی روی آن‌ها صورت گیرد. بر مبنای این روش، نشانگرهایی برای این فرایند تعریف شده است که در ابتدا به معرفی این نشانگرها می‌پردازیم:

- نشانگر P: نشان‌دهنده «نکته کلیدی» و مخفف کلمه Point است.
 - نشانگر A, B, C, ...: بیانگر موردهای مطالعه (که همان مصاحبه با خبرگان است) است.
 - نشانگرهای عددی ۱، ۲، ۳، ...: بیانگر شماره نکته کلیدی است.
- به طور مثال PC10 نشان‌دهنده نکته کلیدی دهم در مصاحبه شماره سوم است.
- به منظور تجزیه و تحلیل مصاحبه‌ها، ابتدا اقدام به کدگذاری هر مصاحبه کرده و در زیر طبقه‌های «مضامین پایه» دسته‌بندی می‌کنیم. هرکدام از این مضامین پایه را می‌توان ذیل گروه‌های بزرگ‌تر (انتزاعی‌تر) به نام «مضامین سازمان‌دهنده» جای داد. لازم به بیان است که باتوجه به رویه اتخاذ شده در روش پژوهش تحلیل مضمون، طبقه‌های یادشده مضامین پایه و مضامین سازمان‌دهنده به مرور و با افزایش تعداد مصاحبه‌ها و «مقایسه و سنجش مستمر» یافته‌های قبلی، شکل منسجم‌تر و کامل‌تری به خود می‌گیرند.

کدگذاری مصاحبه A (مصاحبه‌شونده: معاون عرضه و پذیرش فراپورس ایران)

به منظور طولانی نشدن پژوهش در این بخش به عنوان نمونه برای یکی از ده مصاحبه، کدها و مضامین پایه استخراج شده است (جدول ۴). لازم به بیان است که برای سایر مصاحبه‌ها نیز این فرایند برای استخراج کدها و مضامین پایه ذیل چالش‌ها و موانع عرضه و پذیرش طی شده است.

جدول ۳. کدها و مضامین پایه، مطالعه مورد A (منبع: یافته های پژوهشگران)

ردیف	کدها	مضامین پایه
PA1	اداره ثبت شرکت ها به دلیل وجود قوانین ثبتی قدیمی، در فرایند پذیرش گلوگاهی است که سبب ایجاد وقفه در امر پذیرش می شود.	قوانین قدیمی اداره ثبت
PA2	نقش مشاوران پذیرش در فرایند عرضه و پذیرش شرکت ها کم رنگ است در حالی که مشاوران می توانند در فرایند گفته شده نقش مهمی را ایفا کنند و مقدمات لازم برای عرضه و پذیرش شرکت ها را فراهم کنند.	کم رنگ بودن نقش مشاوران عرضه و پذیرش
PA3	وجود خدشه در سوابق بیمه ای شرکت ها باعث ایجاد وقفه در امر پذیرش بنگاه ها در بازار سرمایه می شود.	وجود خلل در پرونده بیمه شرکت ها
PA4	وجود سوابق بد مالیاتی برخی شرکت ها و بدحسابی ایشان در این زمینه و دو دفتره بودن آنها موجب وقفه و یا عدم پذیرش ایشان در بازار سرمایه می شود.	وجود خلل در پرونده مالیات شرکت ها
PA5	مشوق های قانونی موجود برای تشویق شرکت ها بابت ورود به بازار سرمایه ضعیف اند و کفایت نمی کنند.	وجود مشوق های ضعیف
PA6	برخی صنایع مانند صنعت گردشگری، به این دلیل که نماینده قبلی در بورس و فرابورس ندارند، تمایل کمتری به حضور در بازار دارند.	عدم وجود نماینده برخی صنایع و گروه ها در بازار
PA7	صاحبان بنگاه ها، آشنایی کافی در مورد ابعاد بازار سرمایه، مزایای تأمین از طریق آن و عرضه سهام شرکت در بازار بورس و فرابورس را ندارند. همچنین فرهنگ شفاف سازی در بین صاحبان بنگاه ها وجود ندارد و به نوعی از شفافیت گریزان اند.	عدم فرهنگ سازی جهت آشنایی صاحبان شرکت ها و بنگاه ها با عرضه و پذیرش در بورس و فرابورس
PA8	تقویم اموال شرکت ها جهت ارزش گذاری دارایی ها در فرایند پذیرش امری بیهوده و زمان بر است.	زمان بر بودن تقویم اموال

استخراج مضامین سازمان یافته از مضامین پایه مصاحبه ها

پس از تحلیل مضامین پایه برای تمامی ده مصاحبه همانند جدول ۴، این مضامین در قالب مضامین سازمان دهنده دسته بندی شده اند. نتایج حاصل از دسته بندی مضامین پایه و مضامین سازمان دهنده به شرح جداول ۵ تا ۱۱ است.

جدول ۴. شکل‌گیری مضمون سازمان دهنده چالش نظارتی از مضامین پایه مصاحبه‌ها (منبع: یافته پژوهشگران)

کدها	عنوان مضامین پایه	مضامین سازمان دهنده
PA3,PE7	وجود اخلال در پرونده بیمه شرکت‌ها	چالش نظارتی
PA4,PB2,PE6,PF4,PJ4	وجود اخلال در پرونده مالیاتی شرکت‌ها	
PB3	عدم سازماندهی و رتبه‌بندی مشاوران پذیرش	
PD2	عدم دریافت هزینه به‌وسیله کارگزاری‌ها و ایجاد خلل در بازار کار سایر مشاوران پذیرش	

توضیح مضامین پایه جدول ۵ به صورت زیر است:

- (۱) وجود/اخلال در پرونده بیمه شرکت‌ها: وجود خدشه در سوابق بیمه‌ای شرکت‌ها باعث ایجاد وقفه در امر پذیرش بنگاه‌ها در بازار سرمایه می‌شود.
- (۲) وجود/اخلال در پرونده مالیاتی شرکت‌ها: وجود سوابق بد مالیاتی برخی شرکت‌ها و بد حسابی ایشان در این زمینه و دو دفتره بودن آنها موجب وقفه و یا عدم پذیرش ایشان در بازار سرمایه می‌شود.
- (۳) عدم سازماندهی و رتبه‌بندی مشاوران پذیرش: ورود مشاوران غیرمتخصص به حوزه عرضه و پذیرش و عدم پایش آن‌ها توسط نهادهای ذی ربط چالش برای امر پذیرش محسوب می‌شود.
- (۴) عدم دریافت هزینه به‌وسیله کارگزاری‌ها و ایجاد خلل در بازار کار سایر مشاوران پذیرش: برخی از کارگزاری‌های دارای مجوز عرضه و پذیرش بدون دریافت هزینه‌های مقدماتی اقدام به انجام امور عرضه و پذیرش شرکت‌ها می‌کنند و تنها کارمزد موفقیت را از صاحبان بنگاه می‌گیرند. بنابراین این امر سبب ایجاد اخلال در کار سایر مشاوران پذیرش می‌شود.

جدول ۵. شکل گیری مضمون سازمان دهنده چالش فرهنگی از مضامین پایه مصاحبه ها (منبع: یافته پژوهشگران)

کدها	عنوان مضامین پایه	مضامین سازمان دهنده
PA7,PB1,PC1,PD5,PE1,PF2,PG4,PH7,PI3,PJ2	عدم فرهنگ سازی جهت آشنایی صاحبان شرکت ها و بنگاه ها با عرضه و پذیرش در بورس فرابورس	چالش فرهنگی
PC2,PI7	شفافیت گریزی صاحبان شرکت ها	
PC3	عدم تمایل صاحبان شرکت ها به شریک شدن با دیگری	
PC4, PE4	عدم آگاهی برخی از بنگاه ها نسبت به مفهوم واگذاری سهام شرکت ها	
PD1,PI8,PJ3	عدم اعتنا در پرداخت هزینه های مقدماتی به وسیله صاحبان بنگاه به مشاوران پذیرش	
PF7	نگاه بدبینانه نسبت به صاحبان شرکت ها از سوی سیاست گذاران	
PH9,PI1	شفافیت گریزی و دو دفتره بودن	

در ادامه مضامین پایه استخراج شده در جدول ۶ توضیح داده می شود:

- ۱) عدم فرهنگ سازی برای آشنایی صاحبان شرکت ها و بنگاه ها با عرضه و پذیرش در بورس و فرابورس: سهامداران عمده برخی از بنگاه ها آشنایی کافی با بازار سرمایه و دانش لازم برای استفاده از فرصت های بازار مانند عرضه و پذیرش را ندارند که این امر عرضه و پذیرش اینگونه از شرکت ها را با مشکل روبرو می کند.
- ۲) شفافیت گریزی صاحبان شرکت ها: از آنجا که یکی از الزامات ورود به بازار سرمایه شفافیت است بنابراین برخی از بنگاه ها به دلیل شفافیت گریزی از ورود به بازار سرمایه اجتناب می کنند.
- ۳) عدم تمایل صاحبان شرکت ها به شریک شدن با دیگری: برخی از صاحبان بنگاه ها تمایلی به ورود سهامدار جدید به شرکت ندارند و دلیل این امر عدم تمایل به پاسخگویی به شخص جدید است.
- ۴) عدم آگاهی برخی از بنگاه ها نسبت به مفهوم واگذاری سهام شرکت ها: برخی از بنگاه ها عرضه سهام را به اشتباه معادل فروش بخشی از دارایی ها و اموال شرکت میدانند و همین امر موجب مقاومت آنها در برابر عرضه و پذیرش شده است.

- ۵) عدم اعتنا در پرداخت هزینه‌های مقدماتی به وسیله صاحبان نگاه به مشاوران پذیرش: برخی از نگاه‌ها نسبت به پرداخت هزینه‌های مقدماتی مانند حق الزحمه مشاور بی‌اعتنایی می‌کنند که این امر موجب بی‌انگیزگی مشاوران در پیش‌برد امر پذیرش می‌شود.
- ۶) نگاه بدبینانه نسبت به صاحبان شرکت‌ها از سوی سیاست‌گذاران: گاهی اوقات نگاه‌های بدبینانه‌ای توسط سیاست‌گذاران بازار سرمایه نسبت به شرکت‌های در حال عرضه با این تفکر که ارزش واقعی سهام شرکت‌ها از قیمت عرضه اولیه کمتر است ایجاد می‌شود.

جدول ۶. شکل‌گیری مضمون سازمان‌دهنده چالش اقتصادی- مالی از مضامین پایه مصاحبه‌ها
(منبع: یافته پژوهشگران)

کدها	عنوان مضامین پایه	مضامین سازمان‌دهنده
PA2,PB5,PC6,PE8	کم‌رنگ بودن نقش مشاوران عرضه و پذیرش در فرایند عرضه و پذیرش	چالش تخصص مالی
PA6	عدم وجود نماینده برخی صنایع و گروه‌ها در بازار	
PB4,PC5,PE2,PI5	عدم توافق سهام‌داران عمده شرکت‌ها با کمیته پذیرش بابت قیمت عرضه اولیه	
PD3,PE3,PF10,PH8	عدم وجود سازوکار منصفانه و ثابت برای تعیین قیمت عرضه اولیه	
PF3	عدم وجود سازوکار مشخص برای پذیرش شرکت‌های فعال در برخی از صنایع از جمله پیمانکاری‌ها	
PF9	نگاه غیر کارشناسانه و سطحی به ارزش‌گذاری سهام شرکت‌ها	
PG3,PH3,PI4	ضعف تخصصی و تجربه کافی در بین برخی از مشاوران پذیرش	
۶,PI۵,PHVPG	عدم پذیرش شرکت‌ها به دلیل ضعف ساختار مالی	
۵,PJ\PF	بانک محور بودن اقتصاد ایران	

در ادامه مضامین پایه استخراج شده در جدول ۷ توضیح داده می‌شود:

- ۱) کم‌رنگ بودن نقش مشاوران عرضه و پذیرش در فرایند عرضه و پذیرش: مشاوران پذیرش باید تمامی مقدمات ورود شرکت‌ها به بازار سرمایه را فراهم سازند. ولی در ایران اینگونه نیست و مشاوران نقش کم‌رنگی را در این فرایند ایفا می‌کنند.

- ۲) عدم وجود نماینده برخی صنایع و گروه‌ها در بازار سرمایه؛ برخی صنایع و گروه‌ها سابقه‌ی پذیرش در بازار سرمایه را ندارند، بنابراین شرکت‌ها فعال در این صنایع تمایل کمتری بابت پذیرش از خود نشان می‌دهند.
- ۳) عدم توافق سهام‌داران عمده شرکت‌ها با کمیته پذیرش بابت قیمت عرضه اولیه؛ به دلیل عدم وجود استانداردهای ثابت ارزشگذاری در کشور شرکت‌ها با بورس و فرابورس بابت ارزش سهام خود به توافق نمی‌رسند.
- ۴) عدم وجود سازوکار منصفانه و ثابت برای تعیین قیمت عرضه اولیه؛ سازوکار و استانداردهای متقنی بابت ارزشگذاری سهام شرکت‌ها متقاضی عرضه اولیه وجود ندارد و همین امر موجب چانه زنی‌ها می‌شود.
- ۵) عدم وجود سازوکار مشخص برای پذیرش شرکت‌های فعال در برخی از صنایع مانند پیمانکاری‌ها؛ نهادهای ذی‌ربط گاهی شرکت‌های فعال در برخی از صنایع مانند پیمانکاری‌ها را به دلیل نامشخص بودن درآمد آتی آن‌ها پذیرش نمی‌کنند و گاهی نیز اینگونه از شرکت‌ها را تایید می‌کنند که این نشاناز نگاه سلیقه‌ای آن‌ها در زمینه پذیرش دارد.
- ۶) نگاه غیر کارشناسانه و سطحی به ارزشگذاری سهام شرکت‌ها؛ بعضاً نگاه غیر کارشناسانه و سطحی نسبت به تعیین ارزش سهام وجود دارد که همین امر منجر به تعیین غیر واقعی ارزش سهام شرکت‌ها می‌شود.
- ۷) ضعف تخصصی و تجربه کافی در بین برخی از مشاوران پذیرش؛ ضعف تخصصی و تجربی برخی از مشاوران مانند برخی از کارگزاری‌ها کاملاً مشهود است که منجر به طولانی شدن فرایند پذیرش و بعضاً عدم پذیرش شرکت‌های مستعد می‌شود.
- ۸) عدم پذیرش شرکت‌ها به دلیل ضعف ساختار مالی؛ برخی از شرکت‌ها به دلیل وجود ساختار ضعیف مالی و زیان‌ده بودن الزامات پذیرش را کسب نمی‌کنند.
- ۹) بانک محور بودن اقتصاد ایران؛ بانک محوری اقتصاد ایران منجر شده که بنگاه تمایلی چندانی به تامین مالی از طریق بازار سرمایه نداشته باشند.

جدول ۷. شکل‌گیری مضمون سازمان دهنده چالش قانونی از مضامین پایه مصاحبه‌ها

(منبع: یافته پژوهشگران)

کدها	عنوان مضامین پایه	مضامین سازمان‌دهنده
PA1,PB6,PC7,PE5,PI9	قوانین قدیمی و سخت‌گیرانه اداره ثبت	چالش قانونی
PA5,PD4,PG2,PI2,PJ6	وجود مشوق‌های ضعیف جهت پذیرش شرکت‌ها	
PA8,PH2	زمان بر بودن تقویم اموال	
PF5	وجود الزامات زمان‌بر و غیرضروری مانند تدوین برنامه کسب‌وکار در فرایند پذیرش	
PF8	وجود نهادهای مالی متعدد غیرمتخصص موازی با تأمین سرمایه‌ها در حوزه عرضه و پذیرش	
PG6	افزایش سرمایه بدون در نظر گرفتن الزامات سازمان بورس قبل از پذیرش	
PH6	وجود سهام ممتاز در ساختار مالکیت شرکت‌ها	

در ادامه مضامین پایه استخراج شده در جدول ۸ توضیح داده می‌شود:

- (۱) قوانین قدیمی و سخت‌گیرانه اداره ثبت: برخی از شرکت‌ها در ابتدای فرایند پذیرش نسبت به عرضه و پذیرش ابراز تمایل می‌کنند اما پس از شروع فرایند تبدیل شخصیت حقوقی به سهامی عام به عنوان یکی از الزامات که انجام آن توسط اداره ثبت شرکت‌ها انجام می‌شود به دلیل زمان بر بودن از اقدام خود صرف نظر می‌کنند.
- (۲) وجود مشوق‌های ضعیف جهت پذیرش شرکت‌ها: مشوق‌های موجود جهت ترغیب شرکت‌ها برای ورود به بازار سرمایه کافی نیست.
- (۳) زمان بر بودن تقویم اموال: یکی از الزامات پذیرش و ثبت شرکت‌ها تقویم اموال و ارزش‌گذاری دارایی آن‌ها توسط کارشناس رسمی دادگستری است که امرس زمان‌بر و کم‌اهمیت محسوب می‌شود.
- (۴) وجود الزامات زمان‌بر و غیرضروری مانند تدوین برنامه کسب‌وکار در فرایند پذیرش: برخی از الزامات در فرایند پذیرش مانند تدوین برنامه کسب و کار امری زمان‌بر و غیر ضروری است.
- (۵) وجود نهادهای مالی متعدد غیرمتخصص موازی با تأمین سرمایه‌ها در حوزه عرضه و پذیرش: نهادهای مالی متعددی در زمینه عرضه و پذیرش در بازار وجود دارد که بعضاً نسبت به شرکت‌ها تأمین سرمایه به عنوان رکن تخصصی بازار در حوزه عرضه و و

پذیرش از تخصص کمتری برخوردارند که این گونه از نهادها به دلیل خلاهای قانونی شکل گرفته‌اند.

۶) افزایش سرمایه بدون در نظر گرفتن الزامات سازمان بورس قبل از پذیرش: 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 ایشان وقفه ایجاد شود.

۷) وجود سهام ممتاز در ساختار مالکیت شرکت‌ها: وجود سهام ممتاز در ساختار مالکیتی شرکت‌ها به دلیل عدم وجود پیش‌بینی‌های لازم قانونی توسط سازمان بورس موجب کندی فرایند پذیرش می‌شود.

جدول ۸. شکل‌گیری مضمون سازمان دهنده چالش اداری از مضامین پایه مصاحبه‌ها
(منبع: یافته پژوهشگران)

کدها	عنوان مضامین پایه	مضامین سازمان‌دهنده
PG5,PH1,PJ1	کند بودن و عدم چابکی اداره ثبت شرکت‌های تهران	چالش اداری
PG1	وجود بروکراسی اداری در سازمان بورس برای ناشران	
PG8	وجود بروکراسی اداری بین سازمان بورس با شرکت‌های بورس و فرابورس	
PH4	ضعف هماهنگی برای برگزاری جلسات کمیته پذیرش	

۱) کند بودن و عدم چابکی اداره ثبت شرکت‌های تهران: 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.

۲) وجود بروکراسی اداری در سازمان بورس برای ناشران: الزام کردن شرکت‌ها توسط سازمان بورس بابت تکمیل فرم‌های بی‌اهمیت موجب اختلال در فرآیند پذیرش می‌شود.

۳) وجود بروکراسی اداری بین سازمان بورس با شرکت‌های بورس و فرابورس: بین سازمان بورس و شرکت‌های بورس و فرابورس سیستم یکپارچه‌ای اداری برای تسریع

امور عرضه و پذیرش وجود ندارد و همین امر موجب نا هماهنگی‌ها و ایجاد وقفه در امر پذیرش می‌شود.

۴) ضعف هماهنگی برای برگزاری جلسات کمیته پذیرش: گاهی اوقات تنظیم جلسات کمیته پذیرش توسط بورس‌ها به منظور ارزیابی شرکت‌های متقاضی با کندی صورت می‌گیرد که این امر موجب وقفه در امر پذیرش می‌شود.

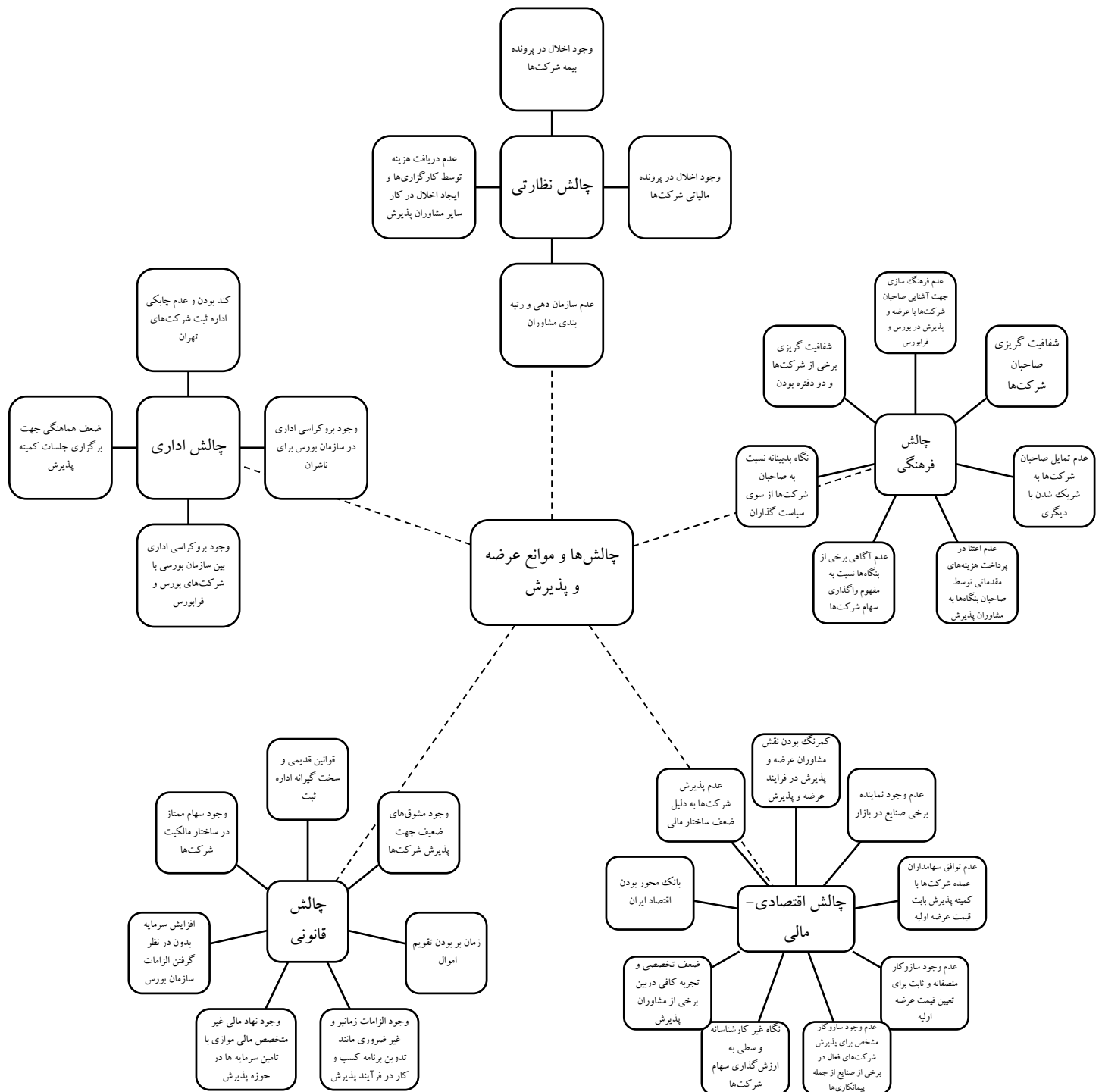
جمع‌بندی مضامین و نکات مستخرج از مصاحبه‌ها در خصوص چالش‌ها

پس از بررسی‌های صورت گرفته، تعداد مضامین و نکات مستخرج از هر یک از مصاحبه‌ها در خصوص چالش‌ها و موانع پذیرش به شرح جدول ۱۰ است.

جدول ۹. فرایند ظهور مضامین پایه و مضامین سازمان دهنده تا مرز کفایت نظری
(منبع: یافته‌های پژوهشگران)

مضامین	تعداد کدها	تعداد مضامین پایه	ظهور مضامین پایه	ظهور مضامین سازمان دهنده	تعداد مضامین فراگیر
A	۸	۸	۸	۴	۱
B	۶	۶	۲	-	۱
C	۷	۷	۳	-	۱
D	۵	۵	۳	-	۱
E	۸	۸	۱	-	۱
F	۱۰	۱۰	۶	-	۱
G	۸	۸	۶	۱	۱
H	۹	۹	۲	-	۱
I	۹	۹	-	-	۱
J	۶	۶	-	-	۱

در جدول ۱۰ گزارش ظهور ۳۱ مضمون پایه (جدید) و پنج مضمون سازمان دهنده (جدید) از مجموع ۷۶ کد به تفکیک مصاحبه‌ها نمایش داده شده است. همان‌طور که مشخص است، از انتهای مصاحبه هشتم تا انتهای مصاحبه دهم، هیچ‌گونه تغییری در جریان مضامین پایه و مضامین سازمان دهنده شکل گرفته در جریان پژوهش حاصل نشده که به معنای تحقق معیار «کفایت نظری» است. در نمودار ۱ جمع‌بندی شبکه مضامین چالش‌های عرضه و پذیرش شرکت‌ها در بازار سرمایه ایران ارائه شده است.



نمودار ۱. شبکه مضامین چالش‌های عرضه و پذیرش شرکت‌ها در بازار سرمایه ایران (منبع: یافته‌های پژوهش)

راهکارهای ارائه شده به وسیله خبرگان

پس از استخراج مضامین سازمان‌دهنده در خصوص چالش‌ها و موانع عرضه و پذیرش راهکارهای عملیاتی بابت رفع هر یک از آنها از طریق مصاحبه با مصاحبه‌شوندگان جمع‌آوری شده است. لازم به بیان است برای جلوگیری از طولانی شدن پژوهش روش استخراج چالش‌ها که در بخش‌های قبل توضیح داده شد عیناً برای استخراج راهکارها تکرار شد و تنها در این بخش نتیجه آنها ارائه می‌شود (جدول ۱۱). همچنین بیان این نکته ضروری است با توجه به اینکه در این پژوهش فهم راهکارهای منطبق با اقتضائات بومی برای پژوهشگر اهمیت داشت بنابراین برای استخراج راهکارها تنها از مصاحبه‌های انجام شده استفاده شد.

جدول ۱۰. راهکارهای ارائه شده به وسیله خبرگان حوزه عرضه و پذیرش

(منبع: یافته‌های پژوهشگران)

ردیف	راهکارهای ارائه شده	حوزه اثرگذاری	مآخذ راهکارها
۱	آگاهی‌سازی در خصوص بازار سرمایه و شناساندن این ساختار به عنوان یک ساختار تأمین مالی مناسب به صاحبان بنگاه‌های اقتصادی	چالش فرهنگی	مصاحبه A، مصاحبه B، مصاحبه C، مصاحبه D
۲	نهادینه‌سازی فرهنگ صحیح شراکت		مصاحبه A، مصاحبه E، مصاحبه H، مصاحبه J
۳	نهادینه‌سازی فرهنگ شفافیت مالی و عملکردی		مصاحبه A، مصاحبه C، مصاحبه H، مصاحبه I
۴	رتبه‌بندی و سازماندهی مشاوران عرضه و پذیرش	چالش اقتصادی - مالی/قانونی	مصاحبه B، مصاحبه F، مصاحبه G، مصاحبه H، مصاحبه I
۵	محدود کردن ارائه مجوز عرضه و پذیرش شرکت‌ها به تخصصی‌ترین نهادهای مالی مانند شرکت‌های تأمین سرمایه و مشاور سرمایه‌گذاری		مصاحبه F
۶	طراحی استانداردهای مشخص و متقن در حوزه ارزش‌گذاری سهام شرکت‌ها و الزام مجموعه‌های ارزش‌گذار به رعایت آنها	چالش اقتصادی - مالی	مصاحبه D، مصاحبه E، مصاحبه F، مصاحبه H، مصاحبه I
۷	حداقل‌سازی بروکراسی موجود در اداره ثبت شرکت‌ها از طریق اصلاح مقررات حاکم بر فعالیت ایشان و همچنین ایجاد اولویت برای انجام امور مرتبط با شرکت‌های متقاضی پذیرش در بازار سرمایه	چالش اداری/قانونی	مصاحبه A، مصاحبه B، مصاحبه C، مصاحبه E، مصاحبه F، مصاحبه G، مصاحبه H، مصاحبه I، مصاحبه J

ردیف	راهکارهای ارائه شده	حوزه اثرگذاری	مأخذ راهکارها
۸	اولویت‌دهی به شرکت‌های متقاضی عرضه و پذیرش به وسیله نهادهای ذی‌ربط بازار سرمایه شامل شرکت بورس و شرکت فرابورس برای تسریع در امور آنها از شیوه‌های مختلف مانند اختصاص نیروی انسانی کافی و...	چالش اداری	مصاحبه A، مصاحبه G، مصاحبه H
۹	لزوم توجه ویژه سیاست‌گذاران به بازار سرمایه به عنوان یک رکن مهم تأمین مالی در کشور، برای تغییر حالت اقتصاد از بانک محوری به بازار محوری	چالش اقتصادی- مالی	مصاحبه F، مصاحبه J
۱۰	ایجاد مشوق‌های اساسی برای شرکت‌های داوطلب پذیرش در بازار سرمایه از سوی نهادهای ذی‌ربط	چالش قانونی	مصاحبه A، مصاحبه D، مصاحبه G، مصاحبه I، مصاحبه J
۱۱	محول کردن عمده امور مرتبط با پذیرش شرکت‌های متقاضی به مشاوران عرضه و پذیرش از طریق تدوین قوانین لازم	چالش قانونی	مصاحبه A، مصاحبه B، مصاحبه C

در ادامه به توضیحات راهکارها پرداخته می‌شود.

- (۱) آگاهی‌سازی در خصوص بازار سرمایه و شناساندن این ساختار به عنوان یک ساختار تأمین مالی مناسب به صاحبان بنگاه‌های اقتصادی: برخی از شرکت‌ها به دلیل عدم آشنایی که نسبت به بازار سرمایه دارند تمایل به ورود به آن ندارند بنابراین نهادهای ذی‌ربط در بازار سرمایه مانند سازمان بورس، شرکت‌های بورس و فرابورس و سایر نهادهای مالی مانند تأمین سرمایه‌ها و... می‌بایست در خصوص آگاهی‌سازی بنگاه‌ها در زمینه عرضه و پذیرش برای بهبود نگرش بنگاه‌ها نسبت به بازار سرمایه و افزایش دانش ایشان، از طریق رسانه‌ها برگزاری جلسات آموزشی و ... اقدام کنند.
- (۲) نهادینه‌سازی فرهنگ صحیح شراکت: برخی از بنگاه‌ها به دلیل ترس از دست‌دادن مدیریت شرکت اقدام به عرضه سهام خود در بازار نمی‌کنند درحالی‌که این امر سرچشمه گرفته از یک نگرش نادرست نسبت به بحث شراکت در بازار سرمایه است که می‌بایست فرهنگ‌سازی و افزایش دانش در این زمینه به وسیله نهادهای ذی‌ربط صورت بپذیرد.

۳) نهادینه‌سازی فرهنگ شفافیت مالی و عملکردی: باتوجه به اینکه یکی از الزامات بازار سرمایه شفافیت محسوب می‌شود بنابراین برخی از بنگاه‌ها به دلیل اجتناب از این امر از ورود به بازار سرمایه خودداری می‌کنند. درحالی که شفافیت در بلندمدت می‌تواند به واسطه افزایش نظارت‌ها موجب رشد شرکت‌ها شود بنابراین شفافیت می‌بایست از طریق ارائه تجربه‌های موفق بازار و سایر آموزش‌های لازم برای شرکت‌ها فرهنگ‌سازی شود.

۴) رتبه‌بندی و سازماندهی مشاوران عرضه و پذیرش: باتوجه به ورود مشاوران غیرمتخصص به حوزه عرضه و پذیرش، پایش مشاوران از طریق ارزیابی عملکرد استوار بر استانداردهای رایج امری ضروری محسوب می‌شود بنابراین شرکت‌های بورس و فرابورس می‌بایست در این زمینه اقدامات لازم برای تدوین استانداردها و رتبه‌بندی مشاوران را انجام دهند و در نهایت این رتبه‌بندی‌ها به صورت عمومی افشا شود تا سهم عمده‌ای از بازار عرضه و پذیرش در اختیار مجموعه‌های متخصص قرار گیرد.

۵) محدود کردن ارائه مجوز عرضه و پذیرش شرکت‌ها به تخصصی‌ترین نهادهای مالی نظیر تأمین سرمایه‌ها: به منظور جلوگیری از ورود مجموعه‌های غیرمتخصص به حوزه عرضه و پذیرش می‌بایست مجوزهای مربوطه تنها به شرکت‌های متخصص و باتجربه در این زمینه مانند شرکت‌های تأمین سرمایه و مشاور سرمایه‌گذاری در این زمینه اعطا شود لازم به بیان است که این امر نیازمند اصلاح قوانین و دستورالعمل‌های وابسته از سوی سازمان بورس است.

۶) طراحی استانداردهای مشخص و متقن در حوزه ارزش‌گذاری سهام شرکت‌ها و الزام مجموعه‌های ارزش‌گذار به رعایت آنها: باتوجه به اینکه در حال حاضر سازوکار ثابت و منصفانه برای تعیین ارزش سهام شرکت‌های پذیرش شده وجود ندارد و این امر سبب برخی اختلاف‌نظرها و چانه‌زنی‌ها بابت تعیین قیمت می‌شود بنابراین می‌بایست استانداردهای مشخصی به وسیله شرکت‌ها بورس و فرابورس با کمک خبرگان ارزش‌گذاری و مطالعه استانداردهای بین‌المللی تدوین شود. همچنین استانداردهای

گفته شده می‌بایست در قالب یک دستورالعمل از سوی سازمان بورس ابلاغ شوند و تمامی شرکت‌ها ملزم به رعایت آنها باشند.

(۷) حداقل‌سازی بروکراسی موجود در اداره ثبت شرکت‌ها از طریق اصلاح مقررات حاکم بر فعالیت ایشان و همچنین ایجاد اولویت برای انجام امور مرتبط با شرکت‌های متقاضی پذیرش در بازار سرمایه: باتوجه به اینکه بخش چشمگیری از فرایند زمانی پذیرش صرف تغییر شخصیت حقوقی شرکت‌های متقاضی در اداره ثبت شرکت‌ها می‌شود و این امر خود مانعی برای پذیرش شرکت‌ها محسوب می‌شود پس ضروری است با اصلاح قوانین و مقررات حاکم بر فعالیت اداره ثبت شرکت‌ها از سوی نهادهای ذی‌ربط این امر مرتفع شود. همچنین ایجاد توافق‌نامه بین سازمان بورس و اداره ثبت شرکت‌ها برای اولویت‌دهی به شرکت‌های متقاضی پذیرش و ایجاد دپارتمان مجزا به منظور انجام امور شرکت‌های یادشده می‌توان این فرایند را تسهیل کوتاه کرد.

(۸) اولویت‌دهی به شرکت‌های متقاضی عرضه و پذیرش به وسیله نهادهای ذی‌ربط بازار سرمایه شامل شرکت بورس و شرکت فرابورس برای تسریع در امور آن‌ها: بخش قابل توجهی از فرایندپذیرش مانند ارزیابی شرکت‌های متقاضی و برگزاری کمیته پذیرش و عرضه سهام شرکت‌ها به عهده شرکت‌های بورس و فرابورس بوده و این امر گاهی با زمان طولانی همراه است. به منظور کوتاه کردن این فرایند می‌بایست نیروی انسانی کافی با سطح ارتباط بالا با سازمان بورس جهت ارزیابی شرکت‌های متقاضی اختصاص داده شود و به امر عرضه و پذیرش اولویت داده شود تا جلسات کمیته پذیرش بافاصله‌های زمانی کوتاه و به صورت منظم برگزار شود.

(۹) لزوم توجه ویژه سیاست‌گذاران به بازار سرمایه به عنوان یک رکن مهم تأمین مالی در کشور به منظور تغییر حالت اقتصاد از بانک محوری به بازار محوری: با توجه به بانک محور بودن اقتصاد ایران که دلیل عمده آن سیاست‌ها و قوانین فعلی کشور است، عمده تأمین مالی بنگاه‌ها در کشور از طریق شبکه بانکی صورت می‌پذیرد. بنابراین این امر سبب می‌شود که بنگاه تمایلی چندانی به تأمین مالی از طریق بازار سرمایه نداشته باشند

پس سیاستگذاران می‌بایست با ایجاد مزیت نسبی تامین مالی از طریق بازار سرمایه به نسبت بانک‌ها نظیر کاهش هزینه تامین مالی افزایش سرعت جذب منابع و... اقدام به تغییر حالت اقتصاد از بانک محوری به بازار محوری کنند.

(۱۰) ایجاد مشوق‌های اساسی برای شرکت‌های داوطلب پذیرش در بازار سرمایه از سوی نهادهای ذی‌ربط: به دلیل کمبود مشوق‌ها برای شرکت‌های پذیرش شده در بازار سرمایه شرکت‌ها تمایل چندانی به پذیرش ندارند. جهت رفع این مساله می‌بایست مشوق‌های اساسی مانند افزایش معافیت‌های مالیاتی، افزایش اعتباردهی و تسهیل تأمین مالی بیشتر برای شرکت‌های پذیرش شده در بورس و فرابورس از سوی نهادهای ذی ربط ایجاد شود.

(۱۱) محول کردن عمده امور مرتبط با پذیرش شرکت‌های متقاضی به مشاوران عرضه و پذیرش از طریق تدوین قوانین لازم: در ایران بر خلاف سایر کشور های توسعه یافته مشاوران پذیرش در امر پذیرش نقش کمرنگی را ایفا می‌کنند که این امر سبب غیر تخصصی شدن و کند شدن امر پذیرش می‌شود. برای رفع این مساله می‌بایست قوانین و دستورالعمل‌های مربوطه در زمینه افزایش نقش مشاوران در امر پذیرش توسط نهادهای ذی ربط تدوین شود.

بحث و نتیجه‌گیری

پژوهش حاضر در راستای شناسایی موانع و چالش‌های عرضه و پذیرش اوراق بهادار در بازار سرمایه ایران صورت گرفته است. 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 بی امان در ساختار اقتصادی کشور است. در این راستا برای اخذ موانع و چالش‌های موجود که باعث عدم امکان عرضه و پذیرش برخی شرکت‌ها در بازار سرمایه می‌شود و یا این فرآیند را کند می‌کند، مطالعات و مصاحبه‌هایی صورت گرفته است.

روش پژوهش برای استخراج چالش‌های عرضه و پذیرش و راهکارهای مقتضی آن در سه مرحله داده‌یابی، داده کاوی و اعتباریابی سامان‌دهی شد. توضیح اینکه در مرحله داده‌یابی از روش مصاحبه‌های نیمه ساختار یافته بهره گرفته شد. روش نمونه‌گیری در این مرحله، رویکرد هدفمند بود. در مرحله تحلیل داده‌ها، از روش تحلیل مضمون استفاده شده‌است و نکات مستخرج از مصاحبه‌ها در سه قالب مضمون پایه، مضمون سازمان دهنده و مضمون فراگیر جای داده شد. در مرحله اعتباریابی، نتایج پژوهش به مصاحبه شوندگان عودت داده‌شده و نظر آن‌ها برای حصول تأیید گرفته شده است. همچنین در فرایند پژوهش، التزام پژوهشگر به مکانیزم مقایسه‌های مستمر بر اعتبار درونی پژوهش افزوده است.

بطور کلی براساس پژوهش انجام شده چالش‌ها و راهکارها در ۵ دسته کلی: فرهنگی، اداری، اقتصادی - مالی، قانونی و نظارتی طبقه بندی شده‌اند.

در پایان و با توجه به نتایج پژوهش پیشنهاد می‌شود:

با توجه به اینکه بخشی از چالش‌های عرضه و پذیرش به دلیل کژ کارکردی برخی از ضوابط حاکم است که این امر سبب ایجاد اخلال در فرایند عرضه و پذیرش شرکت‌ها در بازار سرمایه شده، پیشنهاد می‌شود که نهادهای ذی ربط مانند سازمان بورس، مجلس شورای اسلامی و سایر مجموعه‌های وابسته با توجه به راهکارها و چالش‌های ارائه شده اقدام به اصلاح و تغییر قوانین و ضوابط موجود و یا تدوین قوانین و ضوابط جدید کنند.

بخشی از چالش‌های موجود به دلیل عدم فرهنگ سازی مناسب شکل گرفته که همین امر سبب فقدان آگاهی کافی درخصوص عرضه و پذیرش بین شرکت‌ها شده است. براین اساس پیشنهاد می‌شود برخی از فعالان حقیقی و حقوقی بازار سرمایه مانند افراد متخصص و تاثیرگذار، سازمان بورس، شرکت بورس و فرابورس، مشاوران عرضه و پذیرش مانند شرکت‌های تامین سرمایه و مشاور سرمایه‌گذاری از طریق رسانه‌های جمعی و سایر ابزارها اقدام به فرهنگ سازی و آموزش در تمامی ابعاد عرضه و پذیرش کنند.

بخشی از چالش‌ها به دلیل وجود سازوکارها و فرایندهای نامناسب و فرسایشی در مجموعه‌های متولی انجام عرضه و پذیرش مانند شرکت‌های بورس و فرابورس، سازمان بورس،

اداره ثبت شرکت‌ها و مشاوران عرضه و پذیرش ایجاد شده که پیشنهاد می‌شود که توسط نهادهای یادشده اصلاح شود.

بخشی از چالش‌ها به دلیل اقتضای سیاست کلان ایران شکل گرفته که رفع این مساله نیازمند تلاش و همکاری قوای سه‌گانه در بلند مدت است.

References

- Aquaah, M. (2015). Determinants of corporate listings on stock markets in sub-saharan africa: evidence from ghana. *Emerging market review*. 22. 154-175.
- Attride-Stirling, J. (2001). Thematic networks: an analytic tool for qualitative research. *Qualitative research*. 1. 385-405.
- Bodi, Z; Kane, A; Marcus, A. (2008). Investment. New York: HCGRAW-Hill.
- Firth, M. (1998). IPO Profit Forecasts And Their Role In Signaling Firm Value And Explaining Post-Listing Returns. *Journal Of Applied Financial Economics*. 8. 29-39.
- Fath Alian, Samaneh, Nabavi Chashmi, Ali, Chirani, Ibrahim. (2019) Explaining the optimal evaluation and pricing model of IPO using fuzzy multivariate decision making techniques, regression, neural network and genetic algorithm. *Financial Engineering and Securities Management*, No. 42. 195-214. (In Persian).
- Farmer, Maryam. (1380). Tehran Stock Exchange, reforming the structure and revising the rules and regulations. *Journal of Program and Budget*, 60 and 61. 115-152. (In Persian).
- Greetings, Gholamreza. (1379). Capital market regulatory barriers. *Accountant*, No. 140. 3-6. (In Persian).
- Haji Gholam Serizdi, Mehdi, Mohammadipour Ndushan, Rasul. (2017). "Investigating the importance and mechanism of the initial offering of securities in the capital market. *Quarterly Journal of Management Research in Accounting*". 10. 199-214. (In Persian).
- Iqbal Nia, Mohammad, Hajizadeh, Babak, Ebrahimi, Abbas. (2018). "The impact of the primary and secondary market on the performance of companies. *Perspectives of Financial Management*". 28. 116-91. (In Persian).
- Jafar and Azar, Saber. (1386). "Mechanisms of initial public offering of securities (IPO)", *Bursa*. 63. 30-35. (In Persian).
- Kim, M; Ritter, J. (1999). Valuing Ipos. *Journal Of Finance Economics*. 53. 409-437.
- Khodadadi, Vali, Rezaian, Ali. (1385). "Global Trends in Global Methods in Applied Methods of Initial Stock Offerings. *Stock Exchange*". 57. 28-33. (In Persian).
- Kunt, A; Levine, R. (1996). Stock Market Development And Financial Intermediaries: Stylized Facts. *The World Bank Economic Review*. 2. 291-321.
- Ljungqvist, A. (2004). IPO Under Pricing. New York: Hand Book In Corporate Finance: Empirical Corporate Finance.
- Mashaikhi, Beta. (1377). Examining the implementation of the need to create an over-the-counter securities market and identifying the necessary platform for the activation of this market in Iran. Master's thesis, Shahid Beheshti University. (In Persian).

- Muradpour Oladi, Mahdi, Abbasian, Ezzatullah, Abbasian, Vahid. (1387). The effect of macroeconomic variables on the total stock market index of Tehran. *Iranian Economic Research Quarterly*. 36. 135-152. (In Persian).
- Mir Moini, Seyed Hamid, Asadi, Gholamhossein, Hamidzadeh, Mohammad Reza, Rusta, Ahmed. (2016) Designing and explaining the model of accepting and offering shares of companies to achieve the development of the stock exchange based on the vision document 1404 of the Islamic Republic of Iran. *Scientific and Research Journal of Investment Knowledge*. 20. 67-94. (In Persian).
- Saidi, Ali, Babaluyan, Shahram. (2011). Financial and operational performance of companies included in Article 44 listed in Tehran Stock Exchange before and after privatization. *Iran's economic essays*. 18. 9-28. (In Persian).
- Sherman, A. (2000). Ipos And Long Term Relationships: An Advantage Of Book Building. *Review Of Financial Studies*. 13. 694-714.
- Sheikhzadeh, Mohammad, Bani Asad, Reza. (1400). Theme analysis; Concepts, approaches and applications. Tehran: Logos Publishing. (In Persian).