



دانشگاه امام صادق
دانشکده معارف اسلامی و مدیریت

پایان نامه دوره کارشناسی ارشد
رشته معارف اسلامی و مدیریت گرایش مالی

شناسایی و اولویت بندی سازوکارهای عرضه اولیه سهام در بازار سرمایه جمهوری اسلامی ایران

دانشجو: سعید خوشید

استاد راهنما: جناب آقای دکتر علی صالح آبادی

استاد مشاور: جناب آقای دکتر حسین حسن زاده سروستانی

شهریور ۱۴۰۲

این پایان نامه مورد حمایت سازمان بورس و اوراق بهادار قرار گرفته است.

مقدمه:

عرضه اولیه سهام یک شرکت، یکی از اصلی‌ترین مراحل در طول عمر شرکت‌هایی محسوب می‌شود که به دنبال وسعت فعالیت خود هستند. عمومی شدن شرکت، عاملی جهت افزایش اعتبار شرکت، تسهیل در امور مرتبط با تأمین مالی، افزایش انگیزش در کارکنان و در نتیجه افزایش کارایی شرکت شده و به لحاظ دسترسی‌های اعطا شده، یک شرکت سهامی عام از معافیت مالیاتی برخوردار شده و امکان دریافت تسهیلات از شبکه بانکی را به صورت راحت‌تری به در اختیار دارد.

در سال‌های اخیر، تعدد عرضه‌های اولیه سهام در بازار سرمایه و جذب عموم مردم در این بازار، باعث شد این فرایند که اهمیت زیادی برای شرکت‌های در شرف عرضه دارد، در بین مردم شناخته‌تر شود و اقشار مختلف، همواره به عنوان نوعی سرمایه‌گذاری، عرضه‌های اولیه سهام را همواره رصد کنند. به صورتی که تعداد شرکت‌کنندگان از حدود صد هزار نفر در سال ۱۳۹۷ به تعداد پنج میلیون و پانصد هزار نفر در سال ۱۳۹۹ رسید.

حضور گسترده عموم در عرضه اولیه و نقش اساسی آن در رشد یک شرکت، نشان می‌دهد که در برخورد با این فرآیند باید محتاطانه رفتار کرد. در نتیجه این میزان از اهمیت، انجام پژوهش به منظور رفع اشکالات و ارتقاء سلامت فرآیند کامل طی شده در عرضه اولیه محسوس است. پرداختن به روش‌ها و سازوکارهای عرضه اولیه به عنوان یکی از اصلی‌ترین دغدغه‌های مدیران بورس‌ها، کارگزاران و شرکت‌های تأمین سرمایه فعال در عرصه عرضه اولیه، مدیران شرکت‌های در شرف عرضه و در نهایت، سرمایه‌گذاران علاقمند به عرضه اولیه سهام، در همین راستا تعریف می‌شود. در نتیجه، این پژوهش به دنبال اولویت‌بندی سازوکارهای عرضه اولیه سهام در بازار سرمایه جمهوری اسلامی ایران است.

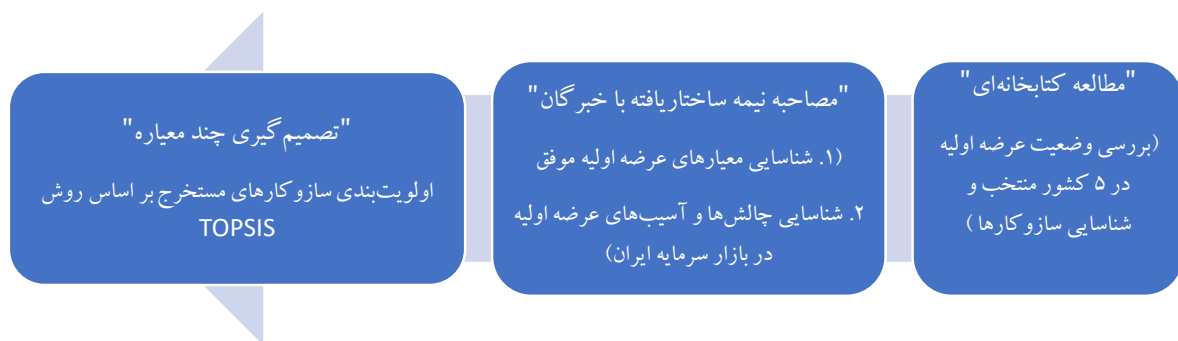
در فصل اول این پژوهش، پس از بیان مقدمه‌ای در زمینه این پژوهش، مسئله اصلی پژوهش و اهمیت آن ذکر شده و پژوهش‌های قبلی انجام شده در این موضوع معرفی شده‌اند. در نهایت موارد زیر به عنوان اهداف پژوهش تعریف شده‌اند:

۱. اولویت‌بندی سازوکارهای عرضه اولیه سهام در بازار سرمایه جمهوری اسلامی ایران
۲. شناسایی سازوکارهای عرضه اولیه سهام در بازار سرمایه
۳. شناسایی معیارهای مؤثر برای انتخاب سازوکار مناسب عرضه اولیه سهام در بازار سرمایه جمهوری اسلامی

در فصل دوم، پس از معرفی عرضه اولیه، به عنوان ابزاری جهت تأمین مالی، مزایا و معایب عرضه اولیه ذکر شده و به مرور اقدامات انجام شده در ایران در طی فرآیند عرضه اولیه پرداخته شده‌است. سپس انواع روش‌های عرضه اولیه سهام که در دنیا رواج دارند بیان شده و سازوکارهای اجرا شده در ایران شرح داده شده‌اند.

در فصل سوم، روش پژوهش شرح داده شده که آمیخته‌ای از مطالعات کتابخانه‌ای، مصاحبه و استفاده از روش TOPSIS می‌باشد. مطابق روش پژوهش در پیش گرفته شده در این پژوهش، ابتدا به کمک روش مطالعه کتابخانه‌ای، روش‌ها و

سازوکارهای معمول به کار برده شده در فرایند عرضه اولیه سهام در بازارهای سرمایه، مشخص شده و انواع سازوکارهای اجرا شده، معرفی گردید. در مرحله بعد، به واسطه مطالعه کتابخانه‌ای و مصاحبه به صورت نیمه ساختاریافته با خبرگان، معیارهای مناسب برای عرضه اولیه موفق شناسایی شده و وضعیت فعلی عرضه اولیه در جمهوری اسلامی ایران مشخص گردید. در نهایت نیز با استفاده از روش TOPSIS به اولویت‌بندی سازوکارها و تعیین سازوکار مناسب پرداخته شد.



پاسخ سؤالات پژوهش:

جدول زیر به صورت خلاصه، روش‌های شناسایی شده و تأیید شده جهت اولویت‌بندی را نشان می‌دهد و در پاسخ به این سؤال پژوهش طراحی شده است: «سازوکارهای عرضه اولیه سهام در بازار سرمایه کدامند؟»

جدول ۱: روش‌های تأیید شده جهت اولویت‌بندی

روش	کشف قیمت	اولویت تخصیص	توضیحات
1	گشایش	تک‌قیمتی و مشخص شده در فرآیند گشایش	حراج ناپیوسته دوطرفه با امکان رقابت همزمان خریداران و فروشندگان - فاقد محدودیت در دامنه قیمتی - آشکار بودن سفارش‌ها - تخصیص با قیمت کشف شده
2	قیمت ثابت	تک قیمت و مشخص شده توسط ناشر	پنهان بودن سفارش‌ها - تخصیص با قیمت ثابت
3	ثبت سفارش (اجرا شده در ایران)	میانگین موزون قیمت سفارش‌های تأیید شده	دارای محدودیت در دامنه قیمتی - تعیین اولویت تخصیص به واسطه مکانیسم حراج هلندی - تخصیص با قیمت سفارش ارسالی - پنهان بودن سفارش‌ها

	روش	کشف قیمت	اولویت تخصیص	توضیحات
4	ثبت سفارش (روش معمول)	تک قیمتی و کشف شده با مکانیسم حراج هلندی	اولویت قیمت (امکان اعمال نظر ناشر در تخصیص)	دارای محدودیت در دامنه قیمتی - تعیین اولویت تخصیص به واسطه مکانیسم حراج هلندی - تخصیص با قیمت کشف شده - پنهان بودن سفارش ها - فرآیندی طولانی مدت و پرهزینه
5	حراج (استفاده شده در ایران)	میانگین موزون قیمت سفارش های تأیید شده	اولویت قیمت (اولویت زمان در قیمت یکسان پایین)	فاقد محدودیت در دامنه قیمتی - تعیین اولویت تخصیص به واسطه مکانیسم حراج هلندی - تخصیص با قیمت سفارش ارسالی - پنهان بودن سفارش ها
6	حراج هلندی (نزولی)	تک قیمتی و کشف شده با مکانیسم حراج هلندی	اولویت قیمت (اولویت زمان در قیمت یکسان پایین)	دارای محدودیت در سقف قیمتی - تعیین اولویت تخصیص به واسطه مکانیسم حراج هلندی - تخصیص با قیمت کشف شده - پنهان بودن سفارش ها
7	حراج فرانسوی (صعودی)	تک قیمتی و کشف شده با مکانیسم حراج هلندی	اولویت قیمت (اولویت زمان در قیمت یکسان پایین)	دارای محدودیت در کف قیمتی - تعیین سقف قیمتی پس از تجیع سفارش ها و حذف سفارش های بالاتر از آن قیمت به دلیل جلوگیری از پدیده نفرین برنده و سواری مجانی - تعیین اولویت تخصیص به واسطه مکانیسم حراج هلندی - تخصیص با قیمت کشف شده - پنهان بودن سفارش ها
8	ترکیبی (مرحله اول حراج)	میانگین موزون قیمت سفارش های تأیید شده در مرحله اول	مرحله اول: اولویت قیمت (اولویت زمان در قیمت یکسان پایین) مرحله دوم: تسهیم به نسبت	عموم مردم در کشف قیمت نقش ندارند. مرحله اول: کشف قیمت توسط صندوق ها - فاقد محدودیت در دامنه قیمتی - تعیین اولویت تخصیص به واسطه مکانیسم حراج هلندی - تخصیص با قیمت سفارش ارسالی - پنهان بودن سفارش ها مرحله دوم: پنهان بودن سفارش ها - تخصیص با قیمت ثابت کشف شده در مرحله اول
9	ترکیبی (مرحله اول ثبت سفارش)	میانگین موزون قیمت سفارش های تأیید شده در مرحله اول	مرحله اول: اولویت قیمت (در صورت خرید در سقف قیمتی تخصیص به صورت تسهیم به نسبت)	عموم مردم در کشف قیمت نقش ندارند. مرحله اول: کشف قیمت توسط صندوق ها - دارای محدودیت در دامنه قیمتی - تعیین اولویت تخصیص به واسطه مکانیسم حراج هلندی -

روش	کشف قیمت	اولویت تخصیص	توضیحات
		مرحله دوم: تسهیم به نسبت	تخصیص با قیمت سفارش ارسالی - پنهان بودن سفارش ها مرحله دوم: پنهان بودن سفارش ها - تخصیص با قیمت ثابت کشف شده در مرحله اول
10	ترکیبی (مرحله اول گشایش)	تک قیمتی و مشخص شده در فرآیند گشایش انجام گرفته در مرحله اول مرحله اول: اولویت قیمت (اولویت زمان در قیمت یکسان پایین) مرحله دوم: تسهیم به نسبت	عموم مردم در کشف قیمت نقش ندارند. مرحله اول: کشف قیمت توسط صندوق ها - حراج ناپیوسته دوطرفه با امکان رقابت همزمان خریداران و فروشندگان - فاقد محدودیت در دامنه قیمتی - آشکار بودن سفارش ها - تخصیص با قیمت کشف شده مرحله دوم: پنهان بودن سفارش ها - تخصیص با قیمت ثابت کشف شده در مرحله اول

همان گونه که گفته شد، به منظور شناسایی معیاری های مناسب جهت اولویت بندی سازوکارها، از منابع کتابخانه ای و مصاحبه با خبرگان استفاده شد. در مرحله اول، ۱۵ مورد به عنوان معیار قابل بررسی، شناسایی شد. این معیارها شامل کشف قیمت صحیح، تأمین مالی مناسب برای ناشر، بازدهی مناسب برای سرمایه گذاران، تخصیص بهینه، ارزش شرکت، عدم تأثیر منفی بر روند قیمت و نقد شوندگی سهام پس از عرضه، جلوگیری از پدیده نفرین برنده، جلوگیری از پدیده سواری مجانی، کاهش احتمال تبانی، شرایط بازار و شرایط کشور، عملکرد مناسب در مواجهه با تعداد زیاد خریداران، شفافیت، کنترل هزینه های عرضه، سهولت اجرا در فرآیند عرضه و سرعت انجام فرآیند عرضه اولیه بودند.

در مرحله دوم، این معیارها مجدداً در اختیار خبرگان قرار گرفته و پنج معیار نهایی مشخص شدند. این معیارها در جدول زیر به صورت خلاصه شرح داده شده اند که در پاسخ به یکی از سؤالات پژوهش طراحی شده است:

« معیارهای مؤثر برای انتخاب سازوکار مناسب عرضه اولیه سهام در بازار سرمایه جمهوری اسلامی ایران کدامند؟ »

جدول ۲: معیارهای نهایی جهت اولویت بندی سازوکارها

معیار	توضیحات
1 توانایی در کشف قیمت بهینه	کشف قیمت متناسب با عرضه و تقاضای واقعی - کشف قیمت متناسب با ارزش واقعی سهام - عدم تداخل در روند آتی سهام - عدم تأثیر منفی بر

	معیار	توضیحات
		شناوری و نقدشوندگی سهام - توانایی در جلوگیری یا کاهش احتمال تقلب و تبانی
2	جاذبیت برای سرمایه گذار	کشف قیمت پایین و امکان گرفتن تخفیف از فروشنده - بازده بالا تا زمان تعادل قیمت - امکان تخصیص سهام به میزان درخواستی - امکان حضور طیف وسیعی از سرمایه گذاران
3	جاذبیت برای ناشر (سهامدار عمده، مشاور عرضه، متعهد عرضه و پذیرهنویس)	امکان تأمین مالی به صورت حداکثری - برطرف کننده نظرات، سلاقی و ترجیحات خاص فروشنده
4	توانایی در کاهش خطاهای رفتاری	جلوگیری از پدیده نفرین برنده و سواری مجانی - کاهش خطاهای رفتاری ای چون خطای بیش اطمینانی، خطای خود تأییدی، لنگر ذهنی، خطای دسترس پذیری، خطای تفکر کلیشه ای، خطای هاله ای، خطای انگشت چاق
5	قابلیت اجرایی و عملیاتی	پایین بودن هزینه های اجرای فرآیند عرضه - بالا بودن سرعت انجام و اجرای فرآیند عرضه در کمترین زمان ممکن - قابلیت بالا در مدیریت فرآیند عرضه و سهولت برگزاری این فرآیند - قابلیت فهم و درک آسان سازوکار توسط سرمایه گذاران - نیازمندی فنی و پیچیدگی های سیستمی

از آنجا که معیار اندازه و ارزش شرکت، از نظر ماهیت متفاوت از سایر معیارها بود، امکان بررسی در کنار این معیارها را نداشت و از طرفی امکان انصراف از این معیار نیز وجود نداشت. در نتیجه به جهت افزایش دقت نتایج پژوهش، با پیشنهاد خبرگان، رتبه بندی روش ها با دو فرض متفاوت حضور عموم مردم و حضور (صرفاً) سرمایه گذاران واجد شرایط پیش رفت.

نتایج تکنیک تاپسیس و رتبه بندی نهایی که در پاسخ به سؤال اصلی پژوهش انجام شد، به شرح زیر است:

« اولویت بندی سازوکارهای عرضه اولیه سهام در بازار سرمایه جمهوری اسلامی ایران چگونه است؟ »

جدول ۱: رتبه‌بندی نهایی سازوکارها با فرض حضور عموم مردم

رتبه	روش	شاخص شباهت سازوکار با سازوکار ایده‌آل
1	ترکیبی (مرحله اول حراج)	0.803645632
2	ثبت سفارش (روش معمول)	0.769386291
3	ترکیبی (مرحله اول ثبت سفارش)	0.665572699
4	ترکیبی (مرحله اول گشایش)	0.624070352
5	ثبت سفارش (اجرا شده در ایران)	0.439795408
6	قیمت ثابت	0.412803293
7	گشایش	0.38066672
8	حراج فرانسوی (صعودی)	0.323028925
9	حراج (استفاده شده در ایران)	0.271374241
10	حراج هلندی (نزولی)	0.253464152

جدول فوق، نتایج اولویت‌بندی در فرض حضور عموم مردم را نشان می‌دهد.

جدول ۲: رتبه‌بندی نهایی سازوکارها با فرض حضور (صرفاً) سرمایه‌گذاران واجد شرایط

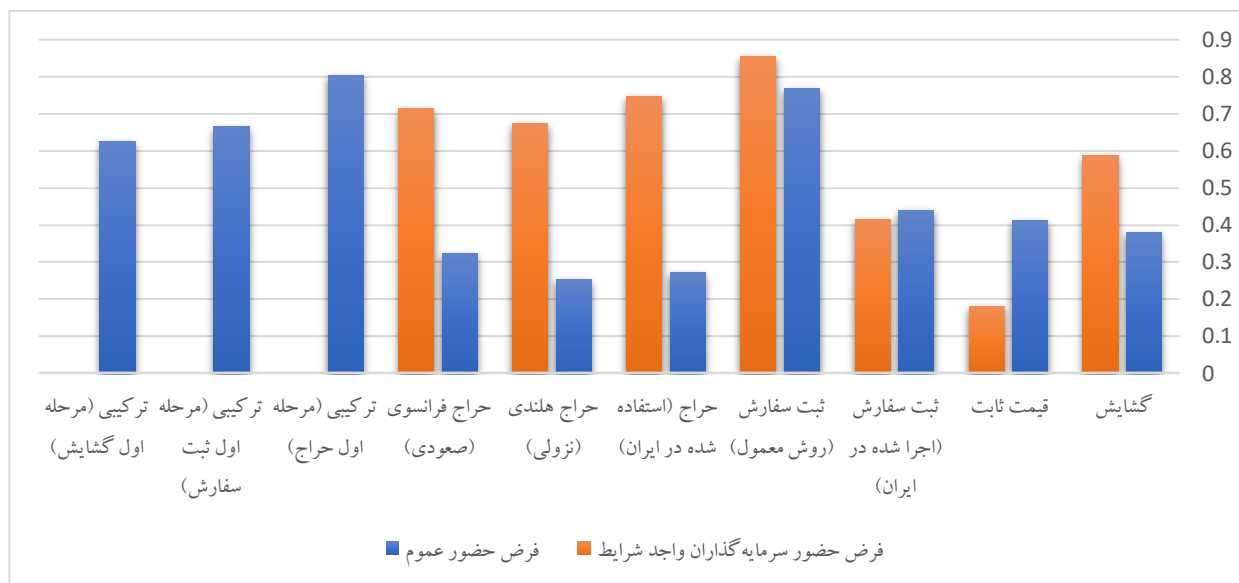
رتبه	روش	شاخص شباهت سازوکار با سازوکار ایده‌آل
1	ثبت سفارش (روش معمول)	0.855363202
2	حراج (استفاده شده در ایران)	0.747714335
3	حراج فرانسوی (صعودی)	0.714790363
4	حراج هلندی (نزولی)	0.675462388
5	گشایش	0.58782075
6	ثبت سفارش (اجرا شده در ایران)	0.414700685
7	قیمت ثابت	0.180760559

این جدول نیز نتایج اولویت‌بندی با فرض حضور صرفاً صندوق‌های سرمایه‌گذاری به عنوان سرمایه‌گذاران واجد شرایط را نشان می‌دهد.

نتیجه گیری:

چنانچه مشخص است، دیدگاه خبرگان در مورد روش ها حاکی از آن است که حضور هر کدام از دو نوع سرمایه گذار (عموم و سرمایه گذاران واجد شرایط) در تعیین روش عرضه بسیار تأثیرگذار است.

نمودار زیر، نتایج کلی دو بخش اولویت بندی را به مقایسه گذاشته است.



نمودار ۱: شاخص شباهت سازوکارها در هر دو فرض با توجه به تکنیک Topsis

چنانچه در نمودار فوق مشخص است، در فرض حضور مردم، سازوکارهایی که در آن، کشف قیمت بر عهده سرمایه گذار واجد شرایط به عنوان افرادی متخصص و با تجربه است، رتبه های برتر را به دست آورده اند. این روش ها شامل روش های ترکیبی و روش معمول ثبت سفارش هستند. در این فرض دو روش ثبت سفارش استفاده شده در ایران و قیمت ثابت، به دلیل محدودیت هایی که برای عموم مردم ایجاد می کنند، در اولویت میانی قرار گرفته اند و در نهایت، روش های حراج، به دلیل امکان زیاد بروز خطا از سوی عموم در این سازوکارها، در پایین ترین رتبه ها قرار گرفته اند.

در فرض حضور سرمایه گذاران واجد شرایط، با توجه به تخصص این دسته از سرمایه گذاران، نحوه اولویت بندی کاملاً متفاوت است. از آنجا که امکان بروز خطا در عملکرد این افراد بسیار پایین تر است، روش های مبتنی بر حراج، رتبه های قابل قبولی را کسب کرده اند. در این فرض، رتبه اول متعلق به روش ثبت سفارش است و روش های قیمت ثابت و ثبت سفارش استفاده شده در ایران، به دلیل همان محدودیت های ذکر شده در بند قبلی اما با تأثیر معکوس، روش های مطلوبی در نظر گرفته نشده اند.

نکته مهم نتایج این پژوهش، امتیاز بالای روش معمول ثبت سفارش در هر دو فرض است که نشان می‌دهد، در بازار سرمایه کشور، باید به استفاده از این روش روی آورد. در نهایت با توجه به این که روش معمول ثبت سفارش عموماً با اولویت حضور سرمایه‌گذاران نهادی انجام می‌شود و کشف قیمت در این روش بر عهده سرمایه‌گذاران نهادی است و این روش، در کنار سه سازوکار ترکیبی، رتبه‌های برتر این پژوهش را کسب کرده‌اند، می‌توان نتیجه گرفت؛ روش‌هایی که کشف قیمت در آن‌ها توسط سرمایه‌گذاران واجد شرایط به عنوان افراد خبره مالی انجام می‌شود روش‌هایی مطلوب‌تر و معقول‌تر محسوب می‌شوند و حضور عموم سرمایه‌گذاران در فرآیند کشف قیمت، می‌تواند فرآیند عرضه اولیه سهام را دچار اختلال کند.

پیشنهادهای پژوهشی:

۱. بررسی تأثیر حضور عموم مردم در عملکرد عرضه‌های اولیه و روش‌های گوناگون به صورت آماری
۲. بررسی سازوکارهای عرضه اولیه سهام شرکت‌ها در صنایع گوناگون و تأثیر تفاوت صنایع بر نتایج عرضه
۳. بررسی سازوکارهای عرضه اولیه سهام شرکت‌های کوچک و متوسط
۴. بررسی سازوکارهای عرضه اولیه سهام شرکت‌های دولتی
۵. بررسی عملکرد ریزساختارهای بازار پس از عرضه اولیه سهام شرکت‌ها
۶. بررسی عملکرد عرضه‌های اولیه و سازوکارهای مرتبط با آن، در شرایط مختلف بازار
۷. امکان سنجی برگزاری عرضه‌های اولیه به صورت تخصصی در صنایع مربوطه
۸. مطالعه فقهی در زمینه مفاد قرارداد فعلی میان متعهد خرید و سهامدار عمده فروشنده سهام در شرف عرضه اولیه

پیشنهادهای سیاستی:

۱. پررنگ کردن نقش جلسات معارفه شرکت در حال عرضه در جهت رسیدن به فرآیندهای متعارف در جهان
۲. فراهم کردن زیرساخت‌ها و برطرف کردن موارد قانونی در جهت استفاده از روش معمول ثبت سفارش
۳. ایجاد سیستم‌های رتبه‌بندی جهت رتبه‌بندی کارگزاران، شرکت‌های تأمین سرمایه، شرکت‌های ارزش‌گذار و مشاور سرمایه‌گذاری و بازارگردان‌های فعال در زمینه عرضه اولیه سهام

۴. تغییرات در ریزساختارهای بازار سهام شرکت‌هایی که به تازگی عرضه اولیه شده‌اند.
۵. طراحی سامانه‌های اختصاصی برگزاری عرضه اولیه سهام با هدف کاهش فشارها از سامانه‌های معاملاتی فعلی در زمان عرضه اولیه
۶. طراحی سامانه اختصاصی در زمینه افشاء اطلاعات منتشر از سوی ناشر در شرف عرضه اولیه
۷. پررنگ کردن نقش بازارگردان‌ها پس از عرضه اولیه سهام
۸. استفاده از فرآیندهای دیگر بازارگردانی در نمادهای عرضه اولیه شده