



ورود بنگاه به بازار سهام (عرضه عمومی اولیه شرکت)؛ چالش‌ها و توصیه‌های سیاستی



مرکز پژوهش‌ها
مجلس شورای اسلامی

شماره مسلسل: ۱۸۸۴۷

کد موضوعی: ۲۲۰

شناسنامه گزارش

عنوان گزارش: ورود بنگاه به بازار سهام (عرضه عمومی اولیه شرکت)؛ چالش‌ها و توصیه‌های سیاستی

نام دفتر: مطالعات اقتصادی (گروه بازارها و نهادهای مالی)

تهیه و تدوین: محمدمبین صلواتیان

مدیر مطالعه: سیدمهدی حسینی دولت‌آبادی

ناظران علمی: سیدمهدی بنی‌طبا، سید علی روحانی

اظهار نظر کنندگان خارج از مرکز: سیدمحسن فاضلیان، موسی احمدی، سازمان بورس و اوراق بهادار

ویراستار ادبی: پرند فیاضی

صفحه آرا: مهدیه قمچیلی

واژه‌های کلیدی:

۱. عرضه عمومی اولیه

۲. پذیرش مستقیم

۳. تأمین مالی

۴. بازار سهام



تاریخ انتشار: ۱۴۰۱/۱۲/۲۱

به نام خدا

فهرست مطالب

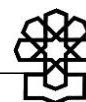
۱	چکیده
۱	خلاصه مدیریتی
۳	مقدمه
۳	۱. چيستی عرضه عمومی اولیه
۵	۲. جایگاه عرضه عمومی اولیه در دوره رشد شرکت
۶	۳. عرضه عمومی اولیه سهام در ایران طی چهار سال گذشته
۸	۴. معیارهای پذیرش شرکت در بازار سهام
۱۰	۵. شیوه‌های عرضه عمومی اولیه سهام
۱۱	۶. مزایای عرضه عمومی اولیه سهام برای شرکت و نظام مالی و اقتصادی
۱۱	۷. مصارف حاصل از عرضه عمومی اولیه
۱۲	۸. چالش‌ها و موانع عرضه عمومی اولیه
۱۲	۸-۱. چالش‌ها و موانع درون شرکت
۱۴	۸-۲. چالش‌ها و موانع بیرون شرکت
۱۵	جمع‌بندی و ارائه پیشنهاد‌های اصلاحی
۱۸	منابع و مآخذ

فهرست جداول

۴	جدول ۱. خلاصه برخی شباهت‌ها و تفاوت‌های عرضه عمومی اولیه و پذیرش مستقیم
۶	جدول ۲. تعداد و ارزش سهام عرضه عمومی اولیه در بورس تهران و فرابورس ایران طی چهار سال گذشته
۷	جدول ۳. حداقل الزامات شناوری سهام در تابلوهای مختلف بورس تهران و فرابورس ایران
۸	جدول ۴. میانگین میزان شناوری آزاد در عرضه عمومی اولیه شرکت‌ها در جهان

فهرست نمودار

۵	نمودار ۱. مراحل تأمین مالی شرکت و زمان عرضه عمومی اولیه آن
۷	نمودار ۲. سهم ارزش سهام عرضه شده و درصد شرکت‌های عرضه شده هر صنعت طی چهار سال گذشته



عرضه عمومی اولیه شرکت (ورود بنگاه به بازار سهام)، چالش‌ها و توصیه‌های سیاستی

چکیده

عرضه عمومی اولیه شرکت به معنای معامله اولین بار سهام یک شرکت در بازار سهام است. این سازوکار مزایا و فواید متعددی برای شرکت‌ها و نظام اقتصادی به همراه دارد. تأمین مالی شرکت، افزایش شفافیت، دریافت معافیت‌های مالیاتی، کشف قیمت سهام، تسهیل در دستیابی به منابع مالی در بازارهای مالی، اصلاح و ارتقای حکمرانی شرکتی و افزایش مشارکت آحاد مردم در اقتصاد از جمله مهم‌ترین مزایای عرضه عمومی اولیه شرکت‌ها در بازار سهام است. با این حال، این سازوکار در بازار سرمایه ایران دارای چالش‌ها و موانعی است. چالش حکمرانی شرکتی در برخی سهام شرکت‌ها، پایین بودن سواد مالی و آگاهی نسبت به روش‌های تأمین مالی از طریق بازار سرمایه، چالش ارزشگذاری شرکت‌های دانش‌بنیان، زمانبر بودن ارزیابی شرکت‌ها و نیاز به تعاملات گسترده با ارکان مختلف، وجود تعارض منافع در فرایند عرضه عمومی اولیه و تأثیر شرایط بازار بر عرضه‌های عمومی اولیه از جمله موانع و چالش‌های مهم در فرایند عرضه عمومی اولیه شرکت‌هاست. مبتنی بر نتایج گزارش پیشنهادهایی از جمله افزایش سهام شناور آزاد، انتشار سهام خود شرکت در عرضه‌های عمومی اولیه (افزایش سرمایه)، بهره‌گیری از سهام ممتاز در فرایند عرضه عمومی اولیه با تأکید بر شرکت‌های دارای سهام طلایی، حمایت از شرکت‌های دانش‌بنیان و نوپا، تشویق سهام‌داران) عمده به هزینه‌کرد منابع حاصل از عرضه عمومی اولیه در شرکت و پیشنهادهایی در خصوص رفع چالش‌ها و ارتقای این فرایندها ارائه شده است.

خلاصه مدیریتی

عرضه عمومی اولیه فرایندی است که در آن، سهام جدید متعلق به شرکت برای اولین بار در بازار سهام منتشر می‌شود. با ورود شرکت به بازار سهام، زمینه برای خروج سرمایه‌گذاران قبلی و مؤسسان شرکت نیز فراهم می‌شود و می‌توانند از طریق عرضه سهام خود در بازار از شرکت خارج شوند. با این حال، عرضه عمومی اولیه در کشور ما الزاماً دلالت تأمین مالی برای شرکت ندارد، بلکه تنها زمینه‌ای برای خروج از سرمایه‌گذاری اولیه و تأمین مالی سهام‌دار عمده اولیه است. در واقع آنچه که در بازار سهام کشور اتفاق می‌افتد، «پذیرش مستقیم» است که سهام جدیدی از شرکت منتشر و فروخته نمی‌شود، بلکه سهام متعلق به سهام‌داران اولیه برای اولین بار معامله می‌شود و به فروش می‌رود.

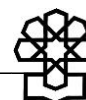
عرضه عمومی اولیه دارای مزایای متعددی به شرح زیر است:

- تأمین مالی شرکت (افزایش سرمایه) یا سهام‌دار آن،
- افزایش شفافیت به خصوص شفافیت در وضعیت مالی شرکت‌ها و کاهش عدم تقارن اطلاعاتی میان شرکت و سایر ذی‌نفعان،
- کاهش فرار مالیاتی و سهولت در تشخیص میزان مالیات پرداختی شرکت‌ها،
- کاهش فشار تأمین مالی از شبکه بانکی به دلیل تأمین مالی سهام‌دار عمده یا شرکت و کاهش نیاز مالی آنها به منابع بانکی،
- افزایش عمق بازار سهام به دلیل افزایش حجم سهام در بازار،
- کشف قیمت قیمت سهام،
- اصلاح و ارتقای حکمرانی شرکتی،
- افزایش مشارکت آحاد مردم در اقتصاد.

با این حال، ورود شرکت‌ها به بازار سهام با چالش‌ها و موانعی در دو سطح درون شرکت و بیرون شرکت مواجه است. چالش‌های مربوط به حکمرانی شرکتی، سواد مالی و آگاهی کم نسبت به روش‌های تأمین مالی از طریق بازار سرمایه، ارزشگذاری شرکت‌های دانش‌بنیان، زمانبر بودن ارزیابی شرکت‌ها و نیاز به تعاملات گسترده با ارکان، تعارض منافع در فرایند عرضه عمومی اولیه و تأثیر شرایط بازار ثانویه سهام بر عرضه‌های عمومی اولیه از جمله چالش‌ها و موانع عرضه عمومی اولیه شرکت‌ها در بازار سهام است.

بررسی عرضه‌های عمومی اولیه در بازار سرمایه کشور نشان می‌دهد طی سال‌های ۱۳۹۷ تا ۱۴۰۰، ۸۸ شرکت عرضه عمومی اولیه شده‌اند که ارزش سهام عرضه شده حدود ۴۴ هزار میلیارد تومان بوده است که از این میزان سهم سال ۱۴۰۰، ۱۷ شرکت با ارزش سهام عرضه شده حدود ۷/۵ هزار میلیارد تومان بوده است. در سال ۱۴۰۰ تعداد شرکت‌های عرضه شده و ارزش سهام عرضه شده در مقایسه با سال ۱۳۹۹ کمتر بوده است. براساس بررسی‌های این گزارش پایین بودن شناوری سهام عرضه شده در بازار سرمایه کشور، نسبت به آنچه که در جهان اتفاق می‌افتد یکی از نکاتی است که لازم است مورد توجه متولیان بازار سرمایه قرار گیرد. افزایش شناوری سهام منجر به پیامدهای مثبت زیادی اعم از افزایش نقدینگی بازار، کاهش نوسانات قیمت و کاهش امکان دستکاری قیمت سهام، افزایش عمق بازار و افزایش مشارکت در بازار خواهد شد. همچنین تأکید بر شفاف شدن مصارف حاصل از عرضه عمومی اولیه توسط شرکت‌ها و ارائه مشوق‌هایی برای سرمایه‌گذاری منابع حاصل از عرضه عمومی اولیه در شرکت از جمله پیشنهاد‌های این گزارش است. سایر راهکارها و توصیه‌های سیاستی به شرح ذیل است:

- ❖ انتشار سهام خود شرکت در عرضه‌های عمومی اولیه (افزایش سرمایه)،
- ❖ بهره‌گیری از سهام ممتاز در فرایند عرضه عمومی اولیه با تأکید بر شرکت‌های دارای سهام طلایی،
- ❖ توسعه روش‌ها و زیرساخت ارزشگذاری شرکت‌های دانش‌بنیان و نوپا،
- ❖ افشای نحوه استفاده از منابع حاصل از عرضه عمومی اولیه در امیدنامه،



- ❖ تشویق سهام‌دار(ان) عمده به هزینه‌کرد منابع حاصل از عرضه عمومی اولیه در شرکت،
- ❖ مدیریت تعارض منافع میان شرکت‌های خواهان ورود به بازار سهام و نهادهای مالی،
- ❖ افزایش سواد مالی نسبت به تأمین مالی از بازار سرمایه،
- ❖ تسریع در فرایند عرضه عمومی اولیه شرکت‌ها.

مقدمه

عرضه عمومی اولیه شرکت در بازار سهام به معنای عرضه سهام شرکت برای اولین بار در بازار سهام است. به تبع عرضه شدن سهام شرکت در بازار، سهام شرکت قابلیت معامله در بازار ثانویه را پیدا خواهد کرد. همچنین عرضه عمومی اولیه یکی از روش‌های تجهیز منابع مالی (افزایش سرمایه) شرکت است. در واقع در این روش، سهام جدید شرکت در بازار سهام منتشر و منابع حاصل از آن صرف افزایش سرمایه در شرکت می‌شود. با ورود شرکت به بازار سهام زمینه برای خروج سرمایه‌گذاران و مؤسسان از شرکت نیز فراهم می‌شود و می‌توانند از طریق عرضه سهام خود در بازار سهام از آن خارج شوند.

گزارش حاضر در پی تبیین عرضه عمومی اولیه شرکت‌ها در بازار سهام و رفع موانع و چالش‌هایی است که گریبانگیر این روش تأمین مالی در اقتصاد شده است. در واقع، آنچه که ضروری است تا مورد توجه متولیان و سیاستگذاران قرار بگیرد، بهره‌مندی از ظرفیت بازار سرمایه برای تأمین مالی بنگاه‌ها و کاهش فشار تأمین مالی از شبکه بانکی، ارتقای حکمرانی شرکت‌ها و افزایش شفافیت و مشارکت آحاد مردم در فعالیتهای اقتصادی است که تمامی این موارد جزء کارکردهای عرضه عمومی اولیه شرکت‌هاست.

برای این منظور، در این گزارش پس از معرفی عرضه عمومی اولیه و بیان کارکردهای آن به تفاوت آنچه که در ایران با عنوان عرضه عمومی اولیه خوانده می‌شود با تجربه سایر کشورها، پرداخته خواهد شد. آن‌گاه پس از تبیین وضعیت عرضه عمومی اولیه در بازار سهام ایران طی چهار سال گذشته، به چالش‌ها و آسیب‌هایی که در فرایند عرضه عمومی اولیه در درون و بیرون شرکت وجود دارد، اشاره می‌شود. در انتهای گزارش نیز به منظور مرتفع شدن چالش‌ها و موانع مورد اشاره و همچنین استفاده بهتر از ظرفیت بازار سهام برای تأمین مالی شرکت‌ها، راهکارها و توصیه‌های سیاستی ارائه خواهد شد.

۱. چیستی عرضه عمومی اولیه

در بازارهای سرمایه دو روش برای ورود سهام شرکت‌ها به بازار سهام وجود دارد: «عرضه عمومی اولیه»^۱ و «پذیرش مستقیم»^۲.

1. Initial Public Offering (IPO)
2. Direct Listing

این دو روش شباهت‌ها و تفاوت‌هایی با یکدیگر دارند. پذیرش مستقیم، روشی جایگزین عرضه عمومی اولیه است که طی سال‌های اخیر به کار گرفته می‌شود. در پذیرش مستقیم شرکت، سهام سهام‌داران عمده در بازار به فروش می‌رسد، در حالی که در عرضه عمومی اولیه، سهام خود شرکت فروخته می‌شود. به بیانی دیگر، در عرضه عمومی اولیه علاوه بر آنکه سهام شرکت در بازار ثانویه سهام مورد مبادله قرار می‌گیرد، سهام جدید شرکت منتشر و فروخته می‌شود و تعداد سهام افزایش می‌یابد و به نوعی افزایش سرمایه از این طریق برای شرکت صورت می‌گیرد. در عرضه عمومی اولیه با شرط آنکه سهام‌داران قبلی نسبت به خرید سهام شرکت اقدام نکنند، ترکیب سهام‌داری تغییر پیدا خواهد کرد و اصطلاحاً منجر به رقیق شدن^۱ میزان سهام همه سهام‌داران قبلی خواهد شد و افرادی که سهام جدید منتشر شده شرکت را خریداری کرده‌اند، به‌عنوان سهام‌دار در فهرست سهام‌داران شرکت قرار می‌گیرند. از طرف دیگر، در پذیرش مستقیم، تعداد سهام شرکت تغییری نمی‌یابد، و تنها یک یا چند سهام‌دار با فروش تمام یا بخشی از سهام خود، میزان سهام‌داری خود را کاهش داده و سهام‌داران جدید جایگزین آنها می‌شوند. این فرایند منجر به تجهیز منابع مالی برای شرکت نخواهد شد.

شایان ذکر است براساس تجربیات جهانی، عموماً هزینه عرضه عمومی اولیه در مقایسه با پذیرش مستقیم بیشتر است، زیرا در پذیرش مستقیم، متعهد پذیرهنویس و «نمایش مسیر»^۲ برخلاف عرضه عمومی اولیه وجود ندارد.^۳ با این بیان، آنچه که در بازار سرمایه کشور ما با عنوان عرضه عمومی اولیه شناخته می‌شود، تلفیقی از دو روش مزبور است. جدول زیر برخی تفاوت‌ها و شباهت‌ها میان این دو را نشان می‌دهد.

جدول ۱. خلاصه برخی شباهت‌ها و تفاوت‌های عرضه عمومی اولیه و پذیرش مستقیم

تفاوت‌ها	شباهت‌ها
۱. در عرضه عمومی اولیه سهام خود شرکت به فروش می‌رسد در صورتی که در پذیرش مستقیم سهام فعلی متعلق به سهام‌دار به فروش می‌رسد.	۱. فراهم شدن فرصت برای خروج از سرمایه‌گذاری اولیه (برای مؤسسان یا سرمایه‌گذاران اولیه)
۲. در پذیرش مستقیم الزاماً تأمین مالی شرکت صورت نمی‌گیرد و سهام‌دار خارج شده از شرکت می‌تواند منابع را بیرون شرکت به مصرف برساند، ولی در عرضه عمومی اولیه افزایش سرمایه و تأمین مالی صورت می‌گیرد.	۲. فراهم شدن ظرفیت تأمین مالی برای شرکت (در صورتی که در پذیرش مستقیم منابع مالی حاصل از فروش، می‌تواند صرف افزایش سرمایه شود).
۳. افزایش تعداد سهام در عرضه عمومی اولیه و رقیق شدن درصد مالکیت سهام‌داران قبلی (در صورت عدم خریداری سهام شرکت و حفظ سهم مزبور) برخلاف پذیرش مستقیم که تعداد سهام ثابت است.	
۴. هزینه‌های فرایند عرضه عمومی اولیه بیشتر از پذیرش مستقیم است.	

مأخذ: یافته‌های پژوهش.

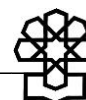
در کنار مفهوم عرضه عمومی اولیه، مفهوم «دنبال کردن عرضه عمومی»^۴ نیز وجود دارد. این مفهوم بدان معناست که شرکتی که در گذشته نسبت به عرضه عمومی اولیه اقدام کرده است، مجدداً نسبت به عرضه سهام خود در بازار

1. Dilution

2. Roadshow

3. <https://www.nyse.com/direct-listing>

4 Follow-on Offering (FPO)

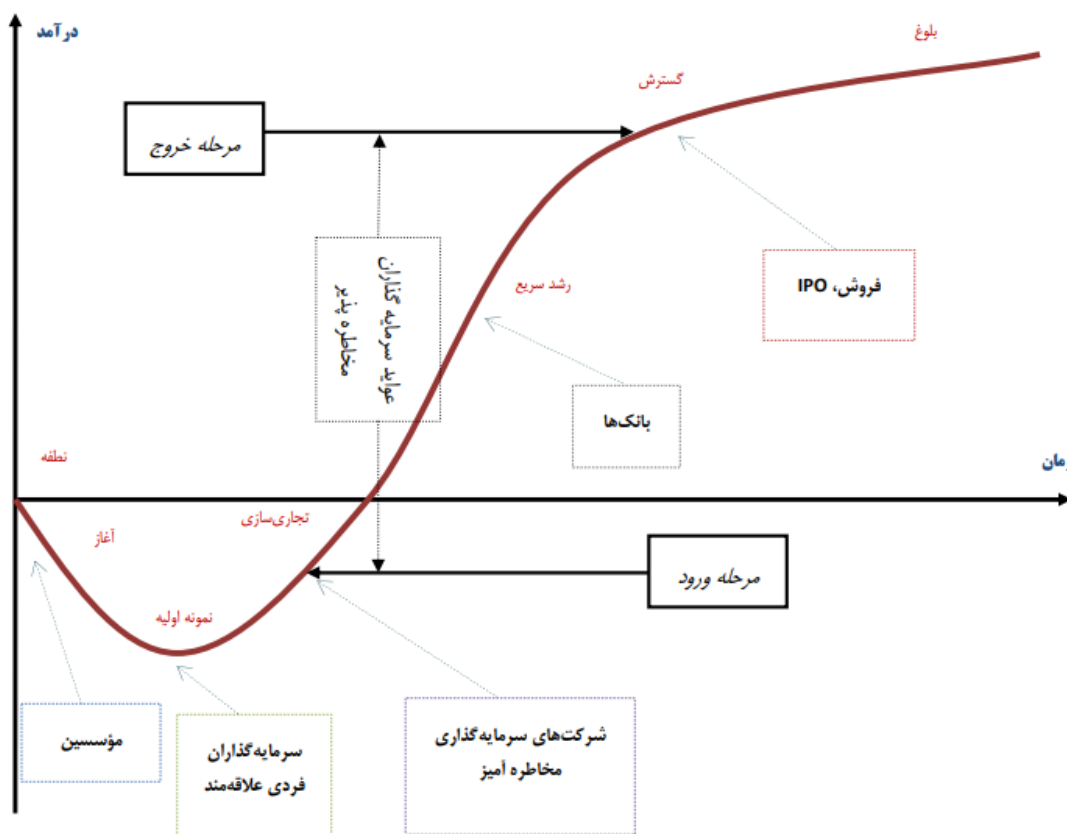


سهام اقدام می‌کند. «دنبال کردن عرضه عمومی» که می‌تواند به افزایش سرمایه شرکت کمک کند، شامل رقیق‌کننده^۱ (عرضه سهام جدید شرکت به بازار) و غیررقیق‌کننده^۲ (عرضه سهام موجود به بازار) است.

۲. جایگاه عرضه عمومی اولیه در دوره رشد شرکت

سؤال مهم آن است که عرضه عمومی اولیه در کدام دوران از حیات شرکت صورت می‌پذیرد. بررسی ادبیات و تجربه‌های عرضه‌های عمومی اولیه نشان می‌دهد که عرضه سهام در مرحله‌ای صورت می‌پذیرد که شرکت به میزانی از بلوغ رسیده باشد. نمودار زیر، مراحل تأمین مالی شرکت‌ها و مرحله‌ای که عرضه عمومی اولیه صورت می‌پذیرد را نشان می‌دهد. (بت‌شکن و سیف‌الدینی، ۱۳۸۹: ۱۱۳).

نمودار ۱. مراحل تأمین مالی شرکت و زمان عرضه عمومی اولیه آن



1 Dilutive
2 Non-dilutive

همان‌طور که از نمودار بالا مشخص است، عرضه عمومی اولیه شرکت در مراحل بلوغ شرکت از حیث درآمد یا فروش صورت می‌پذیرد. در مراحل اولیه رشد شرکت که درآمد یا فروش آن مقداری ناچیزی است و در بعضی مواقع با زیان خالص مواجه می‌شود، تأمین مالی از طریق مؤسسان، سرمایه‌گذاران علاقمند و شرکت‌های سرمایه‌گذاری خطرپذیر^۱ صورت می‌پذیرد. در مرحله‌هایی که شرکت به رشد و درآمد مشخصی نرسیده است، سرمایه‌گذاران خطرپذیر ورود می‌کنند و به سرمایه‌گذاری اقدام می‌کنند. در مرحله‌هایی که شرکت به رشد مطلوب و درآمدزایی رسیده است، از طریق عرضه عمومی اولیه سهام شرکت در بازار قابل مبادله و کشف قیمت خواهد شد و در پی آن امکان شناسایی سود برای سرمایه‌گذاران فراهم خواهد آمد. همچنین این امکان برای سهام‌دار یا سهام‌داران عمده فراهم خواهد شد که به راحتی تمام یا بخشی از سهام خود را فروخته و از شرکت خارج شوند.

۳. عرضه عمومی اولیه سهام در ایران طی چهار سال گذشته

میزان عرضه‌های عمومی اولیه طی چهار سال گذشته در جدول زیر آمده است. همان‌گونه که ملاحظه می‌شود، عرضه‌های اولیه در طول سال‌های ۱۳۹۷ تا ۱۳۹۹ روند رو به رشدی هم از لحاظ تعداد شرکت‌ها و هم از لحاظ ارزش سهام عرضه شده داشته است، ولی در سال ۱۴۰۰ این روند کاهشی شده است.

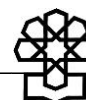
جدول ۲. تعداد و ارزش سهام عرضه عمومی اولیه در بورس تهران و فرابورس ایران طی چهار سال گذشته

(هزار میلیارد تومان)

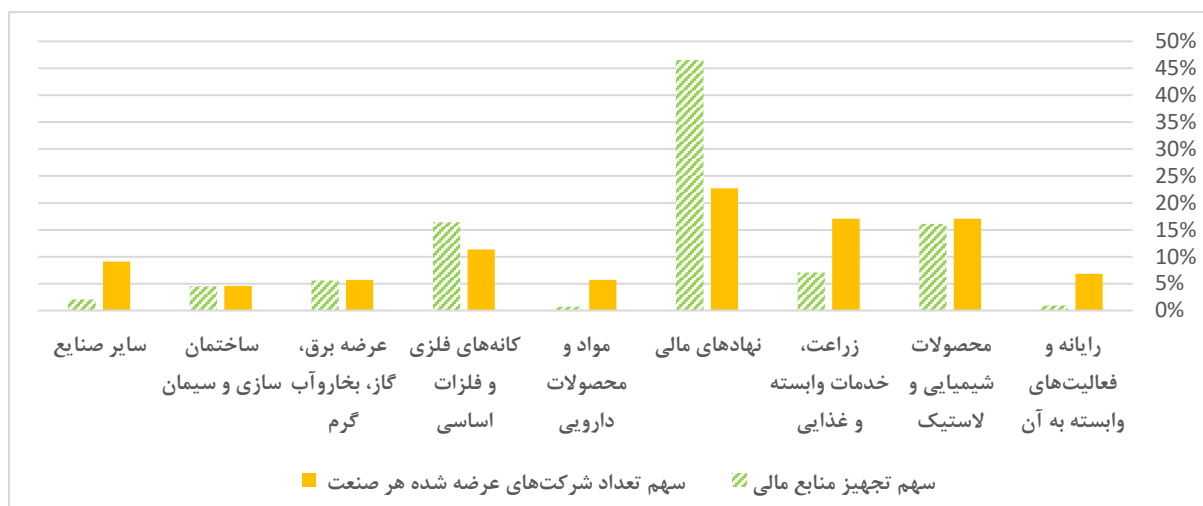
سال	بورس تهران		فرابورس ایران		مجموع	
	تعداد	ارزش	تعداد	ارزش	تعداد	ارزش
۱۳۹۷	۵	۱.۱	۱۶	۰.۷	۲۱	۱.۹
۱۳۹۸	۱۰	۳	۱۴	۲.۳	۲۴	۵.۳
۱۳۹۹	۱۰	۱۷.۳	۱۶	۱۲.۱	۲۶	۲۹.۴
۱۴۰۰	۶	۳.۸	۱۱	۳.۷	۱۷	۷.۵
مجموع	۳۱	۲۵.۲	۵۷	۱۸.۸	۸۸	۴۴.۱

مأخذ: محاسبات پژوهشگر براساس اطلاعات شرکت بورس تهران و فرابورس ایران.

در نمودار زیر، میزان سهم هر صنعت از کل ارزش سهام عرضه شده در عرضه‌های عمومی اولیه و همچنین سهم شرکت‌های هر صنعت از کل تعداد شرکت‌های عرضه عمومی اولیه شده طی چهار سال گذشته نشان داده شده است.



نمودار ۲. سهم ارزش سهام عرضه شده و درصد شرکت‌های عرضه شده هر صنعت طی چهار سال گذشته



مأخذ: همان.

همان‌طور که از نمودار بالا مشخص است از لحاظ تعداد، شرکت‌های حوزه نهادهای مالی، صنایع شیمیایی و خدمات مربوط به زراعت، بیشترین سهم از تعداد عرضه‌های عمومی اولیه را داشته‌اند. از لحاظ ارزش سهام فروخته در عرضه عمومی اولیه نیز صنعت مالی، محصولات شیمیایی و کانه‌های فلزی و فلزات اساسی بالاترین سهم را داشته‌اند. مؤلفه مهم دیگری که لازم است مد نظر قرار گیرد، میزان عرضه سهام در عرضه عمومی اولیه است. جدول زیر حداقل الزامات شناوری سهام در تابلوهای مختلف بورس تهران و فرابورس ایران را نشان می‌دهد.

جدول ۳. حداقل الزامات شناوری سهام در تابلوهای مختلف بورس تهران و فرابورس ایران

حداقل الزام شناوری	نوع بازارها		بازار
۲۰٪	تابلوی اصلی	بازار اول	بورس تهران
۱۵٪	تابلوی فرعی		
۱۰٪	بازار دوم		فرابورس ایران
۱۰٪	بازار اول		
۵٪	بازار دوم		

مأخذ: برگرفته از تارنمای رسمی بورس تهران و فرابورس ایران.

طی چهار سال گذشته، به‌طور میانگین میزان سهامی که در روز عرضه عمومی اولیه توسط سهام‌دار(ان) عمده، عرضه شده است ۱۲٪ بوده است. درحالی که در عرضه‌های عمومی اولیه در جهان میزان عرضه سهام بسیار بیشتر است. جدول زیر میانگین عرضه سهام شرکت‌ها در عرضه عمومی اولیه در جهان را طی دوره‌های مختلف نشان می‌دهد:

جدول ۴. میانگین میزان شناوری آزاد در عرضه عمومی اولیه شرکت‌ها در جهان

سال	۲۰۲۱	۲۰۲۰	۲۰۱۹	۲۰۱۸	۲۰۱۷
میانگین میزان شناوری آزاد	٪۴۲.۲	٪۳۷.۷	٪۳۱.۱	٪۳۲.۴	٪۳۱.۹

Source: Global IPO Watch 2021.

زیاد بودن سهام شناور آزاد دلالت‌های مهمی در بازار سرمایه دارد. افزایش نقدینگی در بازار سهام، کاهش نوسانات بازار سهام و دستکاری قیمت سهام،^۱ افزایش مشارکت و تنوع بیشتر سرمایه‌گذاران در بازار سهام و جذب بیشتر ایشان به بازار سهام از جمله پیامدهای مثبت افزایش سهام شناور آزاد در بازار سهام است. البته شایان ذکر است که شناوری کامل سهام و نبود سهام‌دار عمده در شرکت می‌تواند تصمیم‌گیری در شرکت را با مخاطره مواجه کند و لذا ضروری است تا میزان بهینه‌ای از آن مد نظر سیاستگذاران باشد.

۴. معیارهای پذیرش شرکت در بازار سهام

مقام ناظر و تنظیم‌گر بازار سهام در کشورهای مختلف، شروط و معیارهای متعددی را برای ورود شرکت‌ها به بازار در نظر می‌گیرند. در بازار سهام ایران نیز شروط و معیارهایی برای ورود و ماندگاری شرکت‌ها در بازار سهام در نظر گرفته شده است که در ذیل این معیارها و شرایط برای بازار بورس تهران و بازار فرابورس ایران ارائه می‌شود:

بازار بورس تهران:

بازار بورس تهران معیارهای عمومی و معیارهای اختصاصی را برای ورود به بازار در نظر گرفته است. معیارهای عمومی برای تمامی تابلوها مشترک است که در ذیل بیان شده است:

* سودآوری آخرین سال مالی حسابرسی شده و سودآوری آتی،

* نبود زیان انباشته،

* مثبت بودن جمع جریان خالص وجه نقد ناشی از عملیات ۲ سال مالی قبل،

* گزارش حسابرس مردود یا عدم اظهارنظر نباشد،

* مجموع بندهای شرط در گزارش حسابرس، «بااهمیت» نباشد.

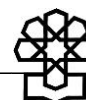
معیارهای اختصاصی پذیرش سهام در بورس تهران بسته به نوع تابلوی پذیرش شده متفاوت است. حداقل مبلغ سرمایه ثبت شده، حداقل سهام شناور آزاد، حداقل تعداد سهام‌داران و حداقل حقوق صاحبان سهام از جمله معیارهای اختصاصی است که برای پذیرش شرکت‌ها در بورس تهران (تابلوهای آن) مد نظر قرار می‌گیرد.^۲

بازار فرابورس ایران:

بازار فرابورس ایران نیز بازار دیگری است که شرکت‌ها می‌توانند در آن پذیرش شوند. فرابورس ایران نیز برای پذیرش شرکت‌ها ضوابط و معیارهایی دارد که نسبت به بورس تهران سهل‌گیرانه‌تر است تا شرکت‌هایی که نمی‌توانند ضوابط و معیارهای بورس تهران را رعایت کنند، در آن بازار پذیرش و فهرست شوند. در ذیل به معیارهای این بازار اشاره می‌شود:

1. <https://www.educba.com/floating-stock/>

۲. برای اطلاعات بیشتر به تارنمای زیر مراجعه کنید: <https://tse.ir/cms/Page556.html>



بازار اول فرابورس:

۱. حداقل ۱۰ درصد از سهام ثبت شده آن شناور بوده و تعداد سهام‌داران آن حداقل ۲۰۰ نفر باشد.
۲. حداقل دو سال از زمان بهره‌برداری عملیات یا ارائه خدمات آن گذشته باشد.
۳. آخرین سرمایه ثبت شده آن حداقل ده میلیارد ریال باشد.
۴. زیان انباشته نداشته باشد.
۵. گزارش حسابرس برای آخرین دوره/ سال مالی منتهی به پذیرش در خصوص صورت‌های مالی آن، عدم اظهارنظر یا اظهارنظر مردود نباشد.
۶. طبق اظهارنظر حسابرس، از سیستم اطلاعات حسابداری مطلوب و متناسب با فعالیت خود و شرایط پذیرش در فرابورس جهت افشای مناسب اطلاعات برخوردار باشد.
۷. در دوره/ سال مالی منتهی به پذیرش سودآور بوده و همچنین چشم‌انداز روشنی از تداوم سودآوری و فعالیت شرکت و صنعت مربوطه وجود داشته باشد.
۸. براساس آخرین صورت‌های مالی سالیانه حسابرسی شده، نسبت حقوق صاحبان سهام به کل دارایی‌های آن حداقل ۱۵ درصد باشد.
۹. دعاوی دارای اثر با اهمیت بر صورت‌های مالی، له یا علیه شرکت وجود نداشته باشد.
۱۰. آخرین صورت‌های مالی آن باید طبق مقررات قانونی، استانداردهای حسابداری و گزارشگری مالی و آیین‌نامه‌ها و دستورالعمل‌های اجرایی ابلاغ شده توسط سازمان تهیه شده باشد. همچنین در زمان ارائه درخواست پذیرش و آخرین دوره/ سال مالی قبل از ارائه درخواست، حسابرس شرکت باید از میان حسابرسان معتمد سازمان انتخاب شده باشد.
۱۱. اعضای هیئت مدیره و مدیرعامل آن دارای سابقه محکومیت قطعی کیفری یا تخلفاتی مؤثر طبق قوانین و مقررات حاکم بر بازار اوراق بهادار یا سوءشهرت حرفه‌ای نباشند.^۱

بازار دوم فرابورس:

۱. حداقل یک‌سال از تأسیس آن گذشته باشد.
۲. حداقل ۵ درصد از سهام ثبت شده آن شناور باشد.
۳. آخرین سرمایه ثبت شده آن حداقل یک میلیارد ریال باشد.
۴. در صورتی که شرکت مشمول ماده (۱۴۱) لایحه قانونی اصلاح قسمتی از قانون تجارت باشد، به تشخیص هیئت پذیرش از برنامه عملیاتی مناسبی برای خروج از شمول ماده یادشده برخوردار باشد.
۵. دعاوی دارای اثر با اهمیت بر صورت‌های مالی، له یا علیه شرکت وجود نداشته باشد.
۶. آخرین صورت‌های مالی آن باید طبق مقررات قانونی، استانداردهای حسابداری و گزارشگری مالی و آیین‌نامه‌ها و دستورالعمل‌های اجرایی ابلاغ شده توسط سازمان تهیه شده باشد.

۱. برای اطلاعات بیشتر به تارنمای زیر مراجعه کنید:

۷. در صورتی که حسابرس شرکت از بین مؤسسات حسابرسی معتمد سازمان انتخاب نشده باشد، باید در اولین مجمع عمومی بعد از ثبت نزد سازمان، حسابرس خود را از میان مؤسسات حسابرسی معتمد سازمان انتخاب نماید.
۸. اظهار نظر حسابرس در خصوص آخرین صورت‌های مالی حسابرسی شده، «مردود» یا «عدم اظهار نظر» نباشد.
۹. اعضای هیئت مدیره و مدیرعامل شرکت دارای سابقه محکومیت قطعی کیفری یا تخلفاتی مؤثر طبق قوانین و مقررات حاکم بر بازار اوراق بهادار یا سوء شهرت حرفه‌ای نباشند.
۱۰. طبق اظهار نظر حسابرس، از سیستم اطلاعات حسابداری مطلوب و متناسب با فعالیت خود و شرایط پذیرش در فرابورس جهت افشای مناسب اطلاعات برخوردار باشد. در بازار دوم، شرکت‌های زیان‌ده و شرکت‌های کوچک نیز امکان پذیرش دارند.^۱

۵. شیوه‌های عرضه عمومی اولیه سهام

طبق دستورالعمل پذیرهنویسی و عرضه اولیه اوراق بهادار در بورس اوراق بهادار تهران و فرابورس ایران پنج روش برای عرضه اوراق بهادار معرفی شده است که در ادامه به انواع آن اشاره می‌شود:

۱. عرضه به روش گشایش: عرضه‌ای است که پس از رقابت همزمان خریداران و فروشندگان با یک حراج ناپیوسته آغاز می‌شود.
 ۲. عرضه به روش ثبت سفارش:^۲ عرضه‌ای است که براساس سفارش‌های ثبت شده در دوره سفارش‌گیری انجام می‌شود.
 ۳. عرضه به روش حراج: عرضه‌ای است که بر مبنای رقابت خریداران انجام می‌شود.
 ۴. عرضه به روش قیمت ثابت: عرضه‌ای است که با یک قیمت واحد انجام می‌شود.
 ۵. عرضه به روش ترکیبی: عرضه‌ای است که در آن در مرحله اول نسبت مشخصی از ورقه بهادار قابل عرضه به روش ثبت سفارش جهت کشف قیمت به سرمایه‌گذاران واجد شرایط عرضه شده و مابقی در مرحله دوم به قیمت کشف شده به روش قیمت ثابت به سایر سرمایه‌گذاران عرضه می‌شود.
- طی سال‌های گذشته عمده عرضه‌های عمومی اولیه به روش ثبت سفارش و عرضه به قیمت ثابت صورت می‌گرفته است. از سال ۱۴۰۰ در بازار سرمایه از روش ترکیبی برای عرضه عمومی اولیه استفاده شده است. در این روش، کشف قیمت توسط سرمایه‌گذاران واجد شرایط^۳ صورت می‌پذیرد و سپس بخش دیگری از سهام شرکت در مرحله دوم به سایر سهام‌داران اختصاص می‌یابد.

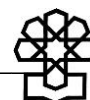
۱. برای اطلاعات بیشتر به تارنمای زیر مراجعه کنید:

<https://www.ifb.ir/markets.aspx?id=2>

2. Book Building

3. Primary Dealer

منظور صندوق‌های سرمایه‌گذاری قابل معامله و صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک ثبت شده نزد سازمان بورس و اوراق بهادار است.



۶. مزایای عرضه عمومی اولیه سهام برای شرکت و نظام مالی و اقتصادی

پذیرش و ورود شرکت‌ها به بازار سرمایه دارای مزایای مختلفی است. مهم‌ترین مزیت عرضه عمومی اولیه، زمینه‌سازی برای جذب منابع مالی و جریان نقدی تازه است. (تائولی، ۲۰۱۳: ۱۵) همچنین عرضه عمومی اولیه شرکت‌ها فرصت خروج^۲ و شناسایی سود را برای سرمایه‌گذاران اولیه آن ایجاد می‌کند. (لیپمن، ۲۰۰۹: ۱۱۵) دستیابی به منابع مالی بازار سهام (که ماهیت بلندمدت دارند و به جهت مشارکت در ریسک انعطاف بیشتری دارند) به جای استفاده از منابع مالی بانک‌ها برای شرکت ایجاد می‌کند و می‌تواند هزینه‌های تأمین مالی را برای شرکت کاهش می‌دهد (اصلاح ساختار مالی شرکت). همچنین به جهت کشف ارزش واقعی شرکت، قدرت چانه‌زنی شرکت برای کاهش هزینه تأمین مالی از طریق بدهی را افزایش می‌دهد (پاگانو و همکاران به نقل از جیمز براو، ۲۰۱۰: ۶). مزیت مالی دیگری که از عرضه عمومی اولیه در بازار سرمایه برای شرکت‌ها ایجاد می‌شود، معافیت‌های مالیاتی است که توسط قانونگذار در نظر گرفته شده است. در قوانین مالیاتی کشور، در صدر ماده (۱۴۳) قانون مالیات‌های مستقیم آمده است که شرکت‌های پذیرفته شده در بورس تهران ۱۰٪ و شرکت‌های پذیرفته شده در فرابورس ایران ۵٪ مالیات بر درآمد، معافیت خواهند داشت. چنانچه میزان شناوری این شرکت‌ها حداقل ۲۰٪ باشد، معافیت مالیاتی مزبور دو برابر خواهد بود. با اصلاح این ماده در قانون «افزایش سرمایه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس تهران یا فرابورس ایران از طریق صرف سهام با سلب حق تقدم» در مردادماه ۱۳۹۹، شرکت‌ها با شناور کردن حداقل ۲۵٪ از سهام خود در بازار می‌توانند از تخفیف مالیاتی دو برابری بهره‌مند شوند.^۳ همچنین پذیرش شرکت در بازار سرمایه منجر به تسهیل وثیقه‌گذاری سهام شرکت خواهد شد و از این طریق نیز دستیابی به تأمین مالی از طریق شبکه بانکی و اوراق بدهی در بازار سرمایه را تسهیل می‌نماید. افزایش شفافیت به خصوص شفافیت در وضعیت مالی شرکت‌ها، کاهش عدم تقارن اطلاعاتی میان شرکت و سایر ذی‌نفعان و مرتبطین (مانند مشتریان، نهادهای ناظر و تنظیم‌گر، سازمان امور مالیاتی و...)، کاهش فرار مالیاتی و سهولت در تشخیص میزان مالیات پرداختی شرکت‌ها، کاهش فشار تأمین مالی از شبکه بانکی به دلیل تأمین مالی سهام‌دار عمده یا شرکت و کاهش نیاز مالی آنها به منابع بانکی، کشف قیمت سهام و افزایش عمق بازار سهام به دلیل افزایش حجم سهام در بازار، اصلاح و ارتقای حکمرانی شرکتی در شرکت‌های اقتصادی و افزایش مشارکت آحاد مردم در اقتصاد از جمله مهم‌ترین پیامدهای عرضه عمومی اولیه برای شرکت‌ها و نظام مالی و اقتصادی است.

۷. مصارف حاصل از عرضه عمومی اولیه

در بازار سرمایه کشور، در عرضه‌های عمومی اولیه سهام‌دار یا سهام‌داران عمده شرکت در ازای واگذاری سهام خود در شرکت به وجوه مالی دست می‌یابند و حسب صلاح‌دید نسبت به مصرف منابع مزبور اقدام می‌کنند. به بیانی دیگر، سهام‌دار یا سهام‌داران عمده می‌توانند منابع حاصل از فروش سهام را در همان شرکت افزایش سرمایه دهند و یا آنکه

1. Taulli

2. Exit

۳. ماده (۴) در ماده (۱۴۳) قانون مالیات‌های مستقیم عبارت «حداقل بیست درصد (۲۰٪) سهام شناور آزاد» به عبارت «حداقل بیست و پنج درصد (۲۵٪) سهام شناور آزاد» اصلاح شد.

در حوزه‌های دیگر سرمایه‌گذاری یا به مصرف دیگری برسانند. در بازار سرمایه کشور، الزامی برای سهام‌دار عمده یا ناشر در خصوص سرمایه‌گذاری مجدد و حتی افشای نحوه هزینه‌کرد منابع حاصل از فروش سهام در عرضه عمومی اولیه وجود ندارد. این در حالی است که برخی کشورها^۱ مانند ایالات متحده آمریکا، سوئیس و برزیل سهام‌داران عمده را نسبت به افشای اطلاعات در خصوص استفاده از منابع حاصل از فروش سهام ملزم می‌کنند. این اطلاعات در بخشی از امیدنامه^۲ شرکت که قبل از عرضه عمومی اولیه منتشر می‌شود، افشا می‌گردد. در این میان کشور چین، شرکت‌ها را ملزم می‌کند که منابع حاصل از فروش سهام را در کسب‌وکار اصلی و پروژه‌های سرمایه‌گذاری به مصرف برسانند. پژوهشی که در خصوص شرکت‌های عرضه اولیه شده در بازار سرمایه مالزی صورت گرفته است، نشان می‌دهد که عمده شرکت‌های این کشور منابع حاصل از عرضه عمومی اولیه را صرف تأمین مالی سرمایه‌گذاری‌ها و افزایش سرمایه شرکت می‌کنند (ادانان^۴ و همکاران، ۲۰۱۷: ۲).

۸. چالش‌ها و موانع عرضه عمومی اولیه

در کنار مزایای متعددی که عرضه‌های عمومی اولیه برای شرکت‌ها ایجاد می‌کند، ورود شرکت‌ها به بازار سهام با چالش‌ها و موانع متعددی مواجه است. در یک تقسیم‌بندی می‌توان این چالش‌ها و موانع را در دو دسته قرار داد: موانع درون شرکت و موانع بیرون از شرکت (سطح کلان). در ادامه به توضیح دو دسته از چالش‌ها و موانع اشاره شده پرداخته می‌شود.

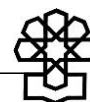
۸-۱. چالش‌ها و موانع درون شرکت

به‌منظور ورود شرکت به بازار سهام موانعی در درون شرکت وجود دارد که انگیزه یا تمایل مدیران و یا سهام‌داران عمده را برای عرضه عمومی اولیه کاهش می‌دهد. در ادامه این گزارش، به چالش‌ها و موانع مزبور پرداخته می‌شود.

-چالش حکمرانی شرکتی

عرضه عمومی اولیه سهام مستلزم واگذاری بخشی از سهام یک یا چند سهام‌دار عمده شرکت (ناشر) است. این واگذاری به‌معنای ورود بازیگران جدید در حکمرانی شرکتی است که می‌تواند تعادل مدیریتی در شرکت را بر هم بزند و در مواردی کنترل شرکت را از دست سهام‌داران عمده فعلی خارج کند. برای مثال، در خصوص شرکت‌هایی که میزان سهام‌داری سهام‌داران عمده یکسان هستند، عرضه سهام در بازار چالش‌هایی را در خصوص از دست دادن کرسی مدیریتی توسط سهام‌داران عمده ایجاد می‌کند. این چالش دارای دلالت‌هایی در بازار ثانویه سهام نیز می‌باشد. به بیانی دیگر، در برخی شرکت‌ها روابط سهام‌داری به‌نحوی است که سهام‌داران با به‌دست آوردن یا از دست دادن تعداد اندکی سهام در بازار ثانویه سهام ممکن است کرسی‌های مدیریتی به‌دست آورند یا از دست بدهند، در اصطلاح به سهام این شرکت‌ها،

1. The Initial Public Offerings Law Review, 2019.
2. Use of Proceed
3. Prospectus
4. Adanan



سهام طلایی^۱ گفته می‌شود. با توجه به امتیازی که این نوع سهام در حکمرانی شرکت ایجاد می‌کند، قیمت آن به‌طور عمده، بالاتر از ارزش واقعی خود مبادله می‌شود.

- سواد مالی کم و آگاهی نسبت به روش‌های تأمین مالی از طریق بازار سرمایه

ابزارها و نهادهای مالی طراحی شده در بازار سرمایه که برای تأمین مالی شرکت‌ها و پروژه‌ها به کار بسته می‌شوند، دارای پیچیدگی‌های زیادی است. همچنین ماهیت و دلالت‌های حقوقی آن روش‌ها سبب دشواری در تصمیم‌گیری می‌شود. در واقع، یکی از دلایل عدم حضور شرکت‌ها در بازار سهام عدم آگاهی کامل مدیران شرکت‌ها و سهام‌داران عمده آنها نسبت به روش‌های تأمین مالی و ابهام نسبت به فرایندهای تأمین مالی از طریق بازار سرمایه است.

- افزایش شفافیت و نظارت بر شرکت‌ها بورسی

با ورود شرکت به بازار سهام، ضروری است تا الزامات مقام تنظیم‌گر و ناظر بازار سرمایه در خصوص شفافیت وضعیت مالی و عملیاتی رعایت شود. شفاف‌سازی صورت‌های مالی شرکت در سال ورود به بازار سهام و سال‌های قبل از آن، انگیزه‌ای منفی برای سهام‌دار(ان) عمده ایجاد می‌کند که عرضه عمومی اولیه سهام را دنبال کند. این موضوع در اقتصاد ایران که برخی شرکت‌ها به جهت فرار از مالیات به آرایش صورت‌های مالی و اظهارنامه مالیاتی خود اقدام می‌کنند، مانع بزرگی محسوب می‌شود. با این حال به‌منظور رفع این چالش، مصوبه شورای عالی هماهنگی اقتصادی در تاریخ ۱۳۹۹/۳/۳ که به تأیید مقام معظم رهبری رسیده است، به‌شرح زیر مقرر گردید:

«به‌منظور تعمیق بازار سرمایه، تشویق شرکت‌ها به عرضه سهام در بورس و افزایش شفافیت مالیاتی در مورد شرکت‌هایی که با ارائه صورت‌های مالی و پرداخت مالیات متعلقه در سال ۱۳۹۹ وارد بازار بورس شوند، سازمان امور مالیاتی کشور پس از پذیرش آنها در بازار بورس متعرض حساب‌های سنوات گذشته آنها نخواهد شد. این شرکت‌ها موظفند حداقل ۲۵٪ سهام شرکت خود را به‌صورت شناور در بازار سرمایه عرضه کنند. وزارت امور اقتصادی و دارایی موظف است گزارش اقدامات و پیشرفت کار را هر سه ماه یک‌بار به دبیرخانه شورای عالی هماهنگی اقتصادی ارائه نماید». در سال ۱۴۰۱ نیز مشابه این متن در همان مرجع قانونی به‌شرح زیر به تصویب رسید.

«به‌منظور تعمیق بازار سرمایه، تشویق شرکت‌ها به عرضه سهام در بورس و افزایش شفافیت مالیاتی، شرکت‌هایی که با ارائه صورت‌های مالی و پرداخت مالیات متعلقه، در سال ۱۴۰۱ وارد بازار بورس می‌شوند، موظف به ارائه مفصاحساب مالیاتی سه‌ساله قبل از سال پذیرش در بورس هستند. سازمان امور مالیاتی کشور پس از پذیرش آنها در بازار بورس، متعرض حساب‌های گذشته آنها نخواهد شد. این شرکت‌ها موظفند تا ۲۵ درصد سهام شرکت خود را به‌صورت شناور مطابق نظر شورای عالی بورس و اوراق بهادار در بازار بورس عرضه کنند. وزارت امور اقتصادی و دارایی موظف است گزارش اقدامات و پیشرفت کار را هر سه ماه یک‌بار به دبیرخانه شورای عالی هماهنگی اقتصادی ارائه نماید».

علاوه بر این، با ورود شرکت به بازار سهام ضروری است تا الزامات قانونی متعددی توسط آنها رعایت گردد. برای مثال، براساس ماده (۱۳) قانون توسعه ابزارها و نهادهای مالی جدید مصوب سال ۱۳۸۸، مدیران ناشران، مدیران نهادهای مالی، ناشران اوراق بهادار و تشکل‌های خود انتظام که شامل اعضای هیئت مدیره و مدیرعامل آنهاست، باید

دارای صلاحیت حرفه‌ای باشند.^۱ همچنین شرکت‌هایی که در بازار سهام پذیرفته می‌شوند (ناشران) مشمول ضمانت‌های اجرایی متعددی هستند که طبق قوانین و مقررات برایشان تعیین شده است. ماده (۱۴) همان قانون و برخی احکام فصل ششم قانون بازار اوراق بهادار از جمله این ضمانت‌های اجرایی است.

افزایش شفافیت و نظارت بر شرکت‌های بورسی از جمله پیامدهای اجتناب‌ناپذیر حضور شرکت‌ها در بازار سهام است که می‌تواند انگیزه مدیران یا سهام‌داران عمده برای ورود به این بازار را کاهش دهد.

۲-۸. چالش‌ها و موانع بیرون شرکت

علاوه بر چالش‌ها و موانع درون شرکت در ورود به بازار سهام، عرضه شدن سهام شرکت با چالش‌ها و موانع بیرونی نیز مواجه است. در ادامه به این چالش‌ها و موانع اشاره می‌شود.

– ارزش‌گذاری شرکت‌های دانش‌بنیان

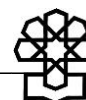
شرکت‌های خواهان ورود به بازار سهام در صنایع مختلف قرار دارند و از جهات متعددی با یکدیگر متفاوت هستند. نوع بازار (صادرات‌محور بودن یا تمرکز بر بازار داخلی)، نوع دارایی‌های شرکت، کیفیت سودسازی و فروش، ریسک‌های متعدد و منحصر به فرد هر شرکت و صنعت از جمله مواردی است که سبب تفاوت شرکت‌ها می‌شود. یکی از انواع شرکت‌ها که می‌توانند نقش مهمی در رشد اقتصادی ایفا کنند، شرکت‌های دانش‌بنیان هستند.

عمده دارایی این شرکت‌ها، ایده‌ها و سرمایه انسانی است که به خدمت گرفته‌اند. به بیانی دیگر، در صورتی که در ارزش‌گذاری این نوع از شرکت‌ها از روش ارزش‌گذاری دارایی‌های شرکت استفاده شود، (ارزش خالص دارایی‌ها)، ارزش بخش قابل توجهی از دارایی‌های شرکت مانند ایده‌ها، نیروی انسانی و مدیریت در نظر گرفته نمی‌شود که منجر به کم ارزش‌گذاری آنها خواهد شد. این مسئله می‌تواند برای سهام‌داران عمده به‌عنوان انگیزه منفی برای ورود به بازار سهام مطرح باشد.

– زمانبر بودن ارزیابی شرکت‌ها و نیاز به تعاملات گسترده با ارکان

ورود شرکت‌ها به بازار سهام نیازمند انجام تمهیدات و مقدماتی است که با همکاری مشاور پذیرش صورت می‌پذیرد. بخشی از این فرایند مستلزم تأییداتی است که توسط سازمان بورس و اوراق بهادار، شرکت‌های بورس تهران یا فرابورس ایران انجام می‌شود. در مواقعی که بازار سرمایه با رونق مواجه است، به دلیل کثرت تقاضای شرکت‌ها برای ورود به بازار سهام، بررسی و ارزیابی مستندات شرکت‌ها زمانبر می‌شود. همچنین ورود به بازار سهام مستلزم تعاملات گسترده با ارکان مختلف است که هزینه ورود به بازار را برای شرکت و مدیران آن افزایش می‌دهد.

۱. مدیران نهادهای مالی، ناشران اوراق بهادار و تشکل‌های خود انتظام شامل اعضای هیئت مدیره و مدیرعامل باید فاقد محکومیت قطعی کیفری مؤثر بوده و از صلاحیت حرفه‌ای لازم برخوردار باشند. در صورت فقدان یا سلب صلاحیت حرفه‌ای نامبردگان، مرجع انتخاب‌کننده موظف است از انتخاب آنان به سمت‌های یاد شده خودداری نموده و یا مدیران انتخاب شده را از آن سمت برکنار نماید. شرایط و معیارهای صلاحیت حرفه‌ای مدیران مذکور صرفاً از حیث تحصیلات و سوابق تجربی مرتبط و همچنین نحوه سلب صلاحیت آنها توسط سازمان، به موجب آیین‌نامه‌ای خواهد بود که به پیشنهاد شورای عالی بورس و اوراق بهادار به تصویب هیئت وزیران می‌رسد.



– تعارض منافع در فرایند عرضه عمومی اولیه

تعارض منافع در بازار سرمایه ابعاد متعددی دارد و خود نیازمند گزارش مستقلی است. این چالش در حوزه عرضه عمومی اولیه شرکت‌ها نیز وجود دارد که ضرورت پرداختن به این موضوع را نمایان می‌کند. لازم است به این موضوع توجه داشت که اگرچه تعارض منافع در عرضه عمومی اولیه را نمی‌توان مستقلاً مانعی برای ورود شرکت‌ها در نظر گرفت، اما چنانچه این تعارض منافع منجر به آسیب به رقابت شرکت‌ها و یا تصمیماتی متکی بر اطلاعات نهانی شود، می‌تواند به فرایند عرضه عمومی اولیه آسیب وارد کند و به‌عنوان مانعی بیرونی برای ورود شرکت‌ها به بازار سهام قلمداد شود. نمونه‌ای از تعارض منافع که می‌تواند در فرایند عرضه عمومی اولیه بروز کند، در مشاوران پذیرش است. به‌طور مشخص، در برخی موارد میان مشاوران عرضه و شرکت‌های خواهان ورود به بازار روابط سهام‌داری و یا مالکیتی برقرار است. با توجه به اینکه عرضه عمومی اولیه در بازار سهام مستلزم ارزشگذاری و کشف قیمت است، ضروری است تا تعارض منافع ناشی از این روابط به‌درستی توسط مقام ناظر بازار سرمایه (سازمان بورس و اوراق بهادار) کنترل و تنظیم گردد تا حقوق عموم مردم و سایر سهام‌داران که در عرضه‌های عمومی اولیه شرکت می‌کنند، تضییع نشود.

– تأثیر شرایط بازار ثانویه سهام بر عرضه‌های عمومی اولیه

شرایط بازار ثانویه سهام می‌تواند عرضه عمومی اولیه شرکت را تحت تأثیر قرار دهد و به‌عنوان مانع و چالش در این خصوص مطرح باشد. به‌طور مشخص، پس از آنکه شرکتی موفق شد تا استانداردهای لازم و رویه‌های ورود به بازار را طی کند، سهام آن برای عرضه عمومی فراهم می‌شود. با این حال، در مواقعی که بازار ثانویه سهام با رکود یا کاهش ارزش معاملات و کاهش قیمت سهام مواجه بوده است، عرضه عمومی اولیه شرکت‌ها به تعویق افتاده است. در واقع به‌دلیل آنکه بازار ثانویه سهام بیشتر متأثر از عرضه عمومی اولیه نشود، عرضه سهام – به‌خصوص در شرکت‌های بزرگ که میزان سهام قابل عرضه ارزش ریالی زیادی را از بازار خارج می‌کند – با تأخیر مواجه شده است.^۱ این درحالی است که شرکت‌های مورد اشاره برای ورود به بازار سهام چندین ماه و چه بسا بیش از یک‌سال فرایند عرضه را گذرانده‌اند و با توجه به شرایط بازار ثانویه سهام، سهام‌دار عمده متقاضی تأمین مالی به منابع مالی دست نخواهد یافت.

جمع‌بندی و ارائه پیشنهادهای اصلاحی

عرضه عمومی اولیه که سهام شرکت منتشر و مورد معامله قرار می‌گیرد، به‌عنوان یک روش تأمین مالی شرکت که فاقد هزینه مالی است، مطرح می‌باشد. تأکید این گزارش بر بهره‌مندی بیش از پیش از ظرفیت بازار سرمایه برای تأمین مالی شرکت‌هاست، زیرا روش‌های تأمین مالی از این مسیر علاوه بر مزیت‌هایی که در سطح شرکت (خرد) ایجاد می‌کند، دارای پیامدهای مثبت در کلان اقتصاد نیز می‌باشد. این گزارش پس از تبیین وضعیت عرضه عمومی اولیه در کشور (پذیرش مستقیم) طی چهار سال گذشته و بیان تفاوت‌های آن با عرضه‌های عمومی اولیه در کشورهای پیشرفته و

۱. برای مثال رجوع کنید به:

همچنین بیان کارکردها و مزایای عرضه عمومی اولیه به چالش‌ها و موانع آن پرداخت. در ادامه راهکارهایی جهت کاهش یا رفع چالش‌ها و موانع مزبور اشاره می‌شود:

-افزایش سهام شناور آزاد

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

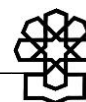
-انتشار سهام خود شرکت در عرضه‌های عمومی اولیه (افزایش سرمایه)

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

- بهره‌گیری از سهام ممتاز در فرایند عرضه عمومی اولیه با تأکید بر شرکت‌های دارای سهام طلایی

چالش‌های حکمرانی شرکتی یکی از مهم‌ترین چالش‌های ورود شرکت‌ها به بازار سرمایه از طریق عرضه عمومی اولیه سهام است که در قسمت قبل بدان اشاره شد. بهره‌گیری از سهام ممتاز در کنار سهام عادی می‌تواند به رفع این چالش کمک کند. ظرفیت قانونی این ابزار نیز در حال حاضر وجود دارد. ماده (۴۲) قانون تجارت سهام ممتاز را به‌صورت زیر تعریف کرده است:

«هر شرکت سهامی می‌تواند به موجب اساسنامه و همچنین تا موقعی که شرکت منحل نشده است طبق تصویب مجمع عمومی فوق‌العاده صاحبان سهام، سهام ممتاز ترتیب دهد. امتیازات این گونه سهام و نحوه استفاده از آن باید به‌طور وضوح تعیین گردد. هرگونه تغییر در امتیازات وابسته به سهام ممتاز باید به تصویب مجمع عمومی فوق‌العاده شرکت با جلب موافقت دارندگان نصف به‌علاوه یک این گونه سهام انجام گیرد».



براساس این حکم قانونی، سهام‌داران عمده شرکت‌ها می‌توانند با رعایت تشریفات قانونی حق رأی سایر سهام‌داران را محدود کنند و بر چالش‌های حکمرانی ذکر شده غلبه کنند و از مزایای عرضه عمومی اولیه بهره‌مند شوند.

- حمایت از شرکت‌های دانش‌بنیان و نوپا

بهره‌گیری از روش‌های متعدد و به‌روز ارزشگذاری شرکت‌های دانش‌بنیان و نوپا مانند «روش کارت نمره‌دهی»^۲ می‌تواند انگیزه لازم برای مدیران و سهام‌داران عمده یا مؤسسان را ایجاد نماید که نسبت به ورود به بازار سهام اقدام کنند. همچنین با توجه به مخاطراتی که معاملات سهام این نوع از شرکت‌ها دارد و ممکن است در آینده به دلیل نوآوری‌های جدید، ادغام و یا منحل شوند پیشنهاد می‌شود تابلویی مختص به معاملات سهام این نوع از شرکت‌ها در بازار سهام ایجاد شود و سرمایه‌گذاران با شرایط خاصی که توسط سازمان بورس و اوراق بهادار تعیین می‌شود، نسبت به معامله در تابلوی مزبور اقدام کنند.

- تشویق سهام‌دار(ان) عمده به هزینه‌کرد منابع حاصل از عرضه عمومی اولیه در شرکت

همان‌طور که پیش‌تر اشاره شد، سهام‌دار یا سهام‌داران عمده که سهام متعلق به خود را در بازار سهام به فروش می‌رسانند، می‌توانند منابع مزبور را در اموری که خود صلاح می‌دانند به مصرف برسانند. در برخی مواقع منابع تجهیز شده صرف افزایش سرمایه خود شرکت می‌شود و به نوعی تأمین مالی شرکت به حساب می‌آید. با این حال، ممکن است سهام‌دار که تمام یا بخشی از سهام خود را در بازار به فروش رسانده است، نسبت به تخصیص منابع مزبور به شرکت اقدام نکند و آن را صرف تأسیس شرکتی جدید یا هزینه امور جاری کند. به‌منظور ارتقای وضعیت مالی شرکت و کاهش هزینه‌های تأمین مالی شرکت‌ها پیشنهاد آن است که منابع تجهیز شده صرف افزایش سرمایه شرکت و یا صرف تأسیس یا توسعه شرکت‌های زنجیره ارزش شرکت عرضه شده گردد. به‌منظور نیل به این هدف می‌توان مشوق‌هایی از جمله معافیت‌ها یا اعتبارات مالیاتی و یا معافیت‌های گمرکی در نظر گرفت.

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

به‌منظور عرضه عمومی اولیه امیدنامه‌ای تهیه و منتشر می‌شود. در تهیه امیدنامه، شرکت‌ها الزامی به افشای محل مصرف منابع حاصل از عرضه عمومی اولیه ندارند. پیشنهاد می‌شود محل سرمایه‌گذاری منابع جمع‌آوری شده حاصل از عرضه عمومی اولیه شرکت‌ها در امیدنامه شرکت‌ها ذکر شود. این اقدام به افزایش شفافیت در بازار سرمایه و انگیزه سرمایه‌گذاران و مشارکت‌کنندگان در عرضه اولیه منجر خواهد شد.

1. Start Up

2. Scorecard Method

یکی از روش‌های کیفی ارزشگذاری شرکت‌های نوپاست که براساس نظرات خبرگان مؤلفه‌های متعدد شرکت با نمره‌دهی ایشان سنجیده می‌شود. درنهایت با استفاده از روشی مشخص نسبت به ارزشگذاری شرکت اقدام می‌شود. برای اطلاعات بیشتر به تارنمای زیر مراجعه نمایید:

<https://www.pwc.com/lv/en/news/how-to-value-start-up-business.html>

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

به‌منظور مدیریت و کنترل تعارض منافع در بازار سرمایه و به‌خصوص عرضه عمومی اولیه شرکت‌ها ضروری است تا راهکارها به‌طور نظام‌مند مورد توجه قرار گیرد و چارچوبی از طرف سیاستگذاران و متولیان بازار تهیه و تدوین شود. با این حال، برای مدیریت تعارض منافع در عرضه عمومی اولیه، با توجه به تعداد بالای شرکت‌های مشاور پذیرش در بازار سرمایه^۱ می‌توان این الزام را در نظر گرفت که میان شرکت‌های مشاور پذیرش و شرکت‌های خواهان ورود به بازار سهام رابطه مالکیتی یا سهام‌داری وجود نداشته باشد و امور مشاور پذیرش توسط سایر اشخاص صورت پذیرد.

-افزایش سواد مالی نسبت به تأمین مالی از بازار سرمایه

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

- تسریع در فرایند عرضه عمومی اولیه شرکت‌ها

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

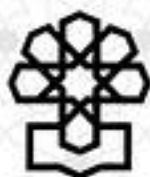
منابع و مأخذ

۱. بت‌شکن، محمدهاشم و جلال، سیف‌الدینی. کسب‌وکارها و منابع تأمین مالی متناسب با آنها، مجله اقتصادی - ماهنامه بررسی مسائل و سیاست‌های اقتصادی، شماره‌های ۹ و ۱۰، ۱۳۸۹.
۲. وب‌سایت رسمی بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران.
۳. گزارش‌های ماهیانه سازمان بورس و اوراق بهادار.
۴. قانون مالیات‌های مستقیم.
5. Taulli, tom (2013), High-Profit Ipo Strategies; Finding Breakout IPOs for Investors and Traders, Third Edition, Published by John Wiley & Sons, Inc., Hoboken, New Jersey .
6. Brau, James C (2010), Why Do Firms Go Public? Journal of Entrepreneurial Finance.
7. Lipman, Frederick D.(2009), International And U.S. Ipo Planning; A Business Strategy Guide, Published by John Wiley & Sons, Inc.
8. Adanan, Siti Azrina, Sani, A'ieshah Abdullah, Bustamam, Khair Syakira, Saidin, Amilia(2017), Intended Use Of Proceeds And The Performance of Initial Public Offerings (Ipo), Shs Web of Conferences 36.

۱. ۱۰ مورد شرکت تأمین سرمایه و ۱۰۸ مورد شرکت کارگزاری در بازار سرمایه مجوز فعالیت دارند که می‌توانند نقش مشاور پذیرش را داشته باشند. همچنین شرکت‌های مشاور سرمایه‌گذاری و سایر اشخاص حقوقی به تشخیص سازمان بورس می‌توانند وظیفه مشاور پذیرش را انجام دهند.



9. The initial public offerings law review (2019), Edited by David Goldschmidt, Third Edition.
10. OECD Equity Market Review ASIA2019.
11. Global IPO Watch 2021.
12. Accounting Granth for CA intermediate by Jain, 2019.
13. www.nyse.com
14. www.investor.gov
15. www.jpx.co.jp
16. www.educba.com



مرکز پژوهش های مجلس شورای اسلامی

تهران، خیابان پاسداران، روبروی پارک تیاوران (ضلع جنوبی، بلاک ۸۰۲)

تلفن: ۷۵۱۸۳۰۰۰ | صندوق پستی: ۱۵۸۷۵-۵۵۵۵ | پست الکترونیک: mrci@males.ir

وبسایت: rci.males.ir