

فصلنامه پژوهشنامه بازرگانی، شماره ۹۴، بهار ۱۳۹۹، ۵۰-۲۷

## بررسی نحوه اثرگذاری هزینه‌های بازاریابی شرکت‌ها بر بازدهی کوتاه‌مدت و بلندمدت سهام در عرضه اولیه

محمد کاشانی پور\*

ابوالفضل خسروی\*\* زهرا شفیعی‌زاده\*\*\*

پذیرش: ۹۷/۱۰/۱۸

دریافت: ۹۷/۲/۴

هزینه‌های بازاریابی / عرضه اولیه عمومی / بازده بلندمدت / قیمت‌گذاری کمتر از واقع

### چکیده

از آنجایی که اغلب شرکت‌ها مبالغ زیادی را صرف امور بازاریابی می‌کنند، اطمینان از اثرگذاری مخارج بازاریابی بر ارزش شرکت برای مدیران اهمیت زیادی دارد. عرضه اولیه عمومی می‌تواند بستر مناسبی برای سنجش کارایی این هزینه‌ها فراهم نماید. هدف از پژوهش حاضر، بررسی رابطه مخارج بازاریابی با بازدهی کوتاه‌مدت و بلندمدت سهام در فرایند عرضه اولیه عمومی است. به این منظور اطلاعات مربوط به ۱۱۹ شرکت که بین سال‌های ۱۳۸۲ تا ۱۳۹۳ در بورس اوراق بهادار تهران برای اولین بار به عموم عرضه شده‌اند، با استفاده از

\*. دانشیار گروه حسابداری و مدیریت مالی، دانشکده مدیریت و حسابداری، پردیس فارابی، دانشگاه تهران، قم، ایران  
kashanipoor@ut.ac.ir

\*\* استادیار گروه مدیریت بازرگانی، دانشکده مدیریت و حسابداری، پردیس فارابی، دانشگاه تهران، قم، ایران  
khosravi\_a@ut.ac.ir

\*\*\* کارشناس ارشد مدیریت بازرگانی، دانشکده مدیریت و حسابداری، پردیس فارابی، دانشگاه تهران، قم، ایران  
zshafie@ut.ac.ir

تکنیک‌های اقتصاد سنجی رگرسیون چند متغیره، مورد بررسی قرار گرفته است. این پژوهش از بعد هدف از نوع توصیفی و از بعد نتیجه، پژوهشی کاربردی است. یافته‌های تحقیق حاکی از آن است که مخارج بازاریابی با قیمت‌گذاری کمتر از واقع در عرضه اولیه رابطه ندارد، اما بر بازدهی بلندمدت سهام پس از عرضه اولیه اثرگذار است. زیرا مخارج بازاریابی، به عنوان یکی از اقلام دارایی‌های مبتنی بر بازار، می‌تواند موجب افزایش ارزش شرکت در بلندمدت شود. همچنین نتایج تحقیق نشان دهنده این است که افزایش هزینه‌های بازاریابی صورت گرفته قبل از عرضه اولیه عمومی و افشای اطلاعات مربوط به آن، در نهایت مزایایی برای شرکت به دنبال خواهد داشت.

**طبقه‌بندی JEL: M30, M31, M39**

## مقدمه

بازاریابی همواره بر ایجاد ارزش برای شرکت‌ها و مشتریان آنها، از طریق ایجاد مزیت رقابتی موثر تمرکز دارد. یکی از سوالات اساسی در متون بازاریابی این است که هزینه‌های بازاریابی تا چه اندازه با فرایند ایجاد ارزش در ارتباط هستند. برای اطمینان دادن به مدیران از این که مخارج انجام شده در بخش بازاریابی، موجب سودآوری برای سهامداران می‌شود، لازم است ادبیات بازاریابی و مالی به گونه‌ای موثر به یکدیگر مرتبط شوند.<sup>۱</sup> تحقیقات نشان می‌دهد که هزینه‌های بازاریابی از لحاظ مالی بر قیمت سهام شرکت‌ها در بازار بورس اثرگذار است.<sup>۲</sup> اما این اثرگذاری تنها به قیمت در بازار ثانویه محدود نمی‌شود و حتی قیمت پیشنهادی جهت عرضه اولیه سهام شرکت در بورس اوراق بهادار را نیز تحت تاثیر قرار می‌دهد.

براساس مطالعات انجام شده، بازدهی قیمت سهام عرضه اولیه در بلندمدت، در مقایسه با سهام مشابهی که قبلاً وارد بورس شده‌اند، بسیار اندک است؛ در حالی که سرمایه‌گذارانی که اقدام به خرید سهام عرضه اولیه در اولین روز انتشار آن نموده و پس از مدت کوتاهی سهام مزبور را به فروش می‌رسانند به بازدهی غیر عادی قابل توجهی دست می‌یابند.<sup>۳</sup>

پژوهش حاضر موضوع عرضه عمومی اولیه و ارتباط آن با بازاریابی را مورد توجه قرار می‌دهد، چرا که با توجه به اهمیت عرضه‌های اولیه در بورس تهران، پیشی گرفتن بازار سرمایه از بازارهای رقیب و اجرای اصل ۴۴ قانون اساسی، تحقیق و بررسی پیرامون عرضه‌های اولیه ضروری به نظر می‌رسد. از سوی دیگر، با توجه به اهمیت اقتصادی این موضوع، فرایند عرضه اولیه بستر مناسبی برای سنجش میزان کارایی هزینه‌های بازاریابی جهت ارزش آفرینی برای شرکت‌ها ایجاد می‌نماید. با این وجود به نظر می‌رسد، در ایران تحقیقات اندکی پیرامون ارتباط بازاریابی با ادراک سرمایه‌گذاران از ارزش شرکت‌ها در بازار بورس اوراق بهادار، انجام شده است. از این رو، در تحقیق حاضر تلاش شده است با نگاهی خلاقانه و نوآورانه به این موضوع، پس از تبیین ارتباط موجود میان هزینه‌های بازاریابی با بازدهی سهام شرکت‌ها در معاملات بازار ثانویه، نحوه اثرگذاری هزینه‌های بازاریابی تحقق یافته در آخرین سال مالی پیش از عرضه اولیه، بر قیمت عرضه سهام شرکت در عرضه اولیه مورد بررسی قرار گیرد.

۱. فاین (Fine) و همکاران، ۲۰۱۷.

۲. لو (Lou)، ۲۰۰۸.

۳. هبیتی و مرادی، ۱۳۸۹.

بنابراین، هدف کلی این تحقیق پرکردن شکاف موجود در ادبیات بازاریابی درباره نحوه اثرگذاری فعالیت‌های بازاریابی بر رفتار سرمایه‌گذاران در راستای فرایند عرضه اولیه و هم چنین در بازار ثانویه معاملات اوراق بهادار است که این امر به سهامداران در اخذ تصمیمات مناسب و به مدیران شرکت‌ها در تخصیص بهینه منابع یاری می‌رساند.

## ۱. مبانی نظری

به دلایل متعددی از جمله جلب توجه رسانه‌ها و افزایش قابلیت شرکت جهت جذب نقدینگی از بیرون با هدف سرمایه‌گذاری مجدد آن در درون شرکت، تصمیم‌گیری در مورد عمومی شدن، برای شرکت‌ها بسیار حیاتی است. عرضه اولیه یا عرضه اولیه عمومی (IPO) به معنای فروش اوراق بهادار به عامه سرمایه‌گذاران است. در این تحقیق عرضه اولیه سهام جدید فقط به سهامی اطلاق می‌شود که برای اولین بار به بازار بورس اوراق بهادار عرضه شده و پیش از آن، سهام این شرکت‌ها در بورس اوراق بهادار تهران وجود نداشته است.<sup>۱</sup>

بنابراین، پژوهش پیش رو با این پرسش آغاز می‌شود که آیا افزایش مخارج بازاریابی می‌تواند موجب بهبود عملکرد عرضه اولیه در کوتاه‌مدت و بلندمدت شود؟ معیار سنجش عملکرد کوتاه‌مدت عرضه اولیه عمومی، قیمت‌گذاری کمتر از حد<sup>۲</sup> است که به عنوان یک استراتژی موثر جهت ایجاد تقاضا برای سهام اولیه‌ی شرکت مورد استفاده قرار می‌گیرد. معمولاً شرکت‌ها برای ترغیب سرمایه‌گذاران بالقوه و ایجاد عرضه‌ای موفق، سهام خود را با قیمتی کمتر از قیمت ذاتی به بازار عرضه می‌کنند.<sup>۳</sup> تا کنون نظریه‌های زیادی برای توضیح پدیده قیمت‌گذاری کمتر از حد مطرح شده است که مانند سایر نظریه‌های موجود در زمینه‌ی مالی و حسابداری، هیچ یک به تنهایی قادر به توجیه آن نبوده‌اند. در میان آن‌ها، مدل‌های عدم تقارن اطلاعاتی<sup>۴</sup> میان سه گروه درگیر در فرایند عرضه اولیه (ناشر، پذیره نویس و سرمایه‌گذاران بالقوه) نقش اساسی ایفا می‌کند. تئوری عدم تقارن اطلاعات، سطوح مختلفی از اطلاعات را بین گروه‌های مختلف شرح می‌دهد. تحقیقات دانشگاهی سه حالت زیر را برای وقوع اطلاعات نامتقارن مطرح می‌کند:

۱. رستمی و رضائی مقدم، ۱۳۹۲.

2. Under investment

۳. کامیابی و بوربوری، ۱۳۹۵.

4. Information Asymmetry

- اطلاعات نامتقارن بین سرمایه‌گذاران مطلع و سرمایه‌گذاران غیر مطلع
- اطلاعات نامتقارن بین شرکت منتشرکننده و پذیره‌نویس
- اطلاعات نامتقارن بین شرکت منتشرکننده و سرمایه‌گذاران

تحقیقات نشان می‌دهد که در بلندمدت عملکرد قیمت سهام عرضه اولیه در مقایسه با شرکت‌های مشابه که قبلاً وارد بورس شده‌اند بسیار ضعیف است. براساس یافته‌های حاصل از تحقیقات استال و کرلی (۱۹۷۰)، ایباتسون (۱۹۷۵) و استرن و بورنشتاین (۱۹۸۵) ممکن است اندکی پس از عرضه اولیه عمومی، بازدهی غیر عادی سهام منفی باشد. بازدهی نامطلوب سهام عرضه اولیه در بلندمدت از ارزیابی غیرمنصفانه سهام شرکت بر مبنای ارزش ذاتی آن نشأت می‌گیرد.<sup>۱</sup> به دلایل متعددی عملکرد بلندمدت عرضه‌های اولیه عمومی در بازار مورد توجه قرار می‌گیرد. اول از نقطه نظر سرمایه‌گذار، وجود الگوی قیمت می‌تواند فرصتی برای گزینش و به‌کارگیری استراتژی‌های معاملاتی مناسب جهت دستیابی به بازدهی قابل توجه فراهم نماید. دوم اینکه وجود بازدهی غیر عادی در بازار ثانویه، کارایی اطلاعاتی بازار عرضه‌های اولیه را به چالش می‌کشد. سوم اینکه اگر دوره‌های پر حجم یا به عبارتی بازار پر رونق، با عملکرد بلندمدت ضعیف همراه باشد، نشان‌دهنده‌ی این است که ناشر زمان مناسبی را برای عرضه انتخاب نموده است. چهارم اینکه هزینه‌ی افزایش سرمایه برای شرکت‌هایی که سهامی عام می‌شوند، نه تنها به هزینه‌های عرضه بلکه به بازدهی که در بازار ثانویه نصیب سهامداران می‌شود نیز، بستگی دارد. هر اندازه بازدهی کمتری در بازار ثانویه ایجاد شود، هزینه افزایش سرمایه برای شرکت کاهش می‌یابد.<sup>۲</sup>

بازاریابی می‌تواند به شرکت‌ها کمک کند تا از طریق پیش‌بینی موفقیت‌های آتی، از ابهام موجود در اطلاعات بکاهند و با ارائه اطلاعات مفید به ذینفعان به آنها در تصمیم‌گیری یاری رسانند. یکی دیگر از نظریاتی که مبنای مفهومی این پژوهش را فراهم می‌نمایند، نظریه دارایی‌های مبتنی بر بازار<sup>۳</sup> است که براساس آن فعالیت‌های بازاریابی از طریق ایجاد بازار برای دارایی‌های نامشهود، ارزش بازار سهام شرکت را افزایش می‌دهد.<sup>۴</sup> دارایی‌های نامشهود

۱. چمانورو یان، ۲۰۱۰.

۲. ریتر، ۱۹۹۱.

3. Market Based Assets Theory

۴. سربواستاو و همکاران، ۱۹۹۸.

ممکن است به اندازه دارایی‌های مشهود ارزشمند به نظر نرسند. چراکه دارایی‌های مشهود منافع کوتاه‌مدت برای شرکت دارند اما ارزش دارایی‌های نامشهود تازمانی که آینده شرکت مورد تجزیه و تحلیل قرار نگیرد، مشخص نمی‌شود. برای اینکه ارزش واقعی مخارج بازاریابی شناسایی شود، باید سهم آن از ارزش بازار سهام شرکت محاسبه شود.<sup>۱</sup>

بودجه‌ی بازاریابی شامل آن دسته از مخارجی است که با استراتژی بازاریابی شرکت مرتبط هستند. این مخارج عبارتند از تبلیغات، بازاریابی، تحقیقات بازار، نوآوری و... بسیاری از این نوع دارایی‌ها نامشهود هستند و اصول پذیرفته شده حسابداری شرکت‌ها را ملزم به گزارش آنها در صورت‌های مالی نمی‌کنند. با این وجود، شرکت‌ها اغلب مخارج هنگفتی صرف این دارایی‌ها می‌کنند و مدیران، مسئول پاسخ‌گویی درباره‌ی نحوه اثرگذاری آنها بر کارایی عملکرد هستند.<sup>۲</sup> دومورد از کلیدی‌ترین فعالیت‌های بازاریابی، تحقیق و توسعه و تبلیغات به شمار می‌رود که خروجی فعالیت‌های مربوط به تحقیق و توسعه ایجاد برنامه برای فناوری‌ها، محصولات و فرایندهای جدید می‌باشد. در حالی که تبلیغات با به‌کارگیری دستاوردهای حاصل از تحقیق و توسعه، باعث شناخته شدن محصولات، افزایش فروش، شهرت برند و ایجاد وفاداری مشتریان می‌گردد.<sup>۳</sup>

فعالیت‌های بازاریابی مدت‌های زیادی در متون مربوط به مطالعه‌ی عملکرد مالی شرکت‌ها مورد بررسی قرار نمی‌گرفت. در حالی که ارزشیابی شرکت به عنوان یکی از مباحث مالی در گذشته توسعه یافته است، محققان اخیراً متوجه رقابت پذیری ارزش‌گذاری شرکت شده‌اند که مبتنی بر مقیاس‌های مالی و حسابداری است.<sup>۴</sup> براساس اصل «ارزش سهامدار» مهم‌ترین هدف هر کسب و کاری به حداکثر رساندن بازده سرمایه‌گذاری صاحبان سهام است. از این روتحلیل ارزش افزوده سهامدار<sup>۵</sup> (SVA) به عنوان یکی از معیارهای جدید برای ارزیابی عملکرد مدیریت در نظر گرفته می‌شود.<sup>۶</sup> محققان تلاش کرده‌اند کارایی بازاریابی را به عنوان «ارزیابی ارتباط میان فعالیت‌های بازاریابی و عملکرد تجاری» مورد مطالعه قرار دهند. نتایج نشان می‌دهد عملکرد بازاریابی نقش مهمی در تعیین ارزش شرکت ایفا می‌نماید.<sup>۷</sup>

۱. لیمان (Lehmann)، ۲۰۰۸.

۲. فاین، ۲۰۱۲.

۳. ال. لیلین و سرینیواسان (L. lilien & Srinivasan)، ۲۰۱۰.

۴. ریو (Ryoo) و همکاران، ۲۰۱۶.

5. Shareholder Value Added

۶. جوشی و هسنز، ۲۰۰۴.

۷. فاین، ۲۰۱۲.

اخیرا پژوهش‌های متعددی بر روی رابطه موجود میان حوزه‌ی بازاریابی و مالی انجام شده است. این تحقیقات نشان می‌دهند که مخارج بازاریابی از جمله هزینه‌های مربوط به ارتباط با مشتری، تحقیقات بازار، تبلیغات و سایر فعالیت‌های بازاریابی پس از اینکه شرکت‌ها به سهامی عام تبدیل می‌شوند از نظر مالی حائز اهمیت محسوب می‌شوند.<sup>۱</sup> چنانچه گفته شد، هدف اصلی شرکت، به حداکثر رساندن ارزش مورد انتظار حقوق صاحبان سهام در بلندمدت (یا به عبارتی ارزش فعلی کل جریان‌ات نقدی آتی برای صاحبان سهام) است. از سوی دیگر، درآمد یک شرکت از دو منبع ایجاد می‌شود: فروش محصولات و جریان درآمدی حاصل از سرمایه‌گذاری در پروژه‌های فعلی و آتی. بنابراین سهامداران به طور استراتژیک مخارج بازاریابی، میزان افزایش سرمایه حاصل از عرضه‌ی عمومی، میزان سرمایه‌گذاری در پروژه‌ها و قیمت سهام در عرضه اولیه عمومی را طوری تعیین می‌کنند که به این هدف نزدیک شوند.<sup>۲</sup>

## ۲. پیشینه پژوهش

### ۱-۲. تحقیقات داخلی

امیرشاهی و همکارانش (۱۳۸۶) در پژوهشی تحت عنوان «تعیین عوامل تاثیرگذار بر رفتار سرمایه‌گذاران در بورس اوراق بهادار تهران» بر اساس دیدگاه جدید نسبت به بازاریابی مبنی بر ایجاد ارزش برای سهامداران و نه فقط برای مشتریان، تلاش کردند مجموعه عوامل موثر بر تصمیمات سرمایه‌گذاران را شناسایی نمایند. یافته‌های این پژوهش نشان دادند که کانال‌های ارتباطات بازاریابی شرکت‌های عضو بورس، شرکت‌های کارگزاری بورس و ارتباط کلامی از جمله عوامل مهم تاثیرگذار بر تصمیم به خرید سرمایه‌گذاران هستند.

در پژوهشی که سجادی و همکارانش (۱۳۸۹) برای بررسی رابطه بین هزینه‌های تبلیغات و ارزش شرکت با معیار  $tobin's Q$  در شرکت‌های عضو بورس اوراق بهادار تهران با عنوان «رابطه بین هزینه تبلیغات و ارزش شرکت با معیار  $tobin's Q$ » انجام دادند، داده‌های مربوط به ۱۰۰ شرکت را به صورت ترکیبی و برای دوره زمانی ۱۳۸۳ تا ۱۳۸۷ و با استفاده از رگرسیون‌های تلفیقی مورد تجزیه و تحلیل قرار دادند. نتایج تحقیق نشان داد، بین نسبت هزینه تبلیغات به دارایی‌ها و نسبت هزینه تبلیغات به فروش با ارزش شرکت طبق مدل توبین رابطه معنی‌داری وجود ندارد.

۱. لو، ۲۰۰۸؛ جوشی و هسنز، ۲۰۰۸؛ مک الیسترو همکاران، ۲۰۰۷؛ میزیک و جیکوبسن، ۲۰۰۸.

۲. چمانور و یان، ۲۰۰۹.

دولت آبادی و همکارانش (۱۳۹۰) با انجام پژوهشی تحت عنوان «تحلیل تأثیر سنجه‌های بازاریابی بر قیمت سهام شرکت‌های منتخب در بورس اوراق بهادار تهران» چگونگی اثرگذاری شاخص‌های اندازه‌گیری که مدیران را قادر سازد تصمیمات بهتر و مبتنی بر اطلاعات دقیق در زمینه سرمایه‌گذاری‌های بازاریابی بگیرند را بر قیمت سهام مورد مطالعه قرار دادند. یافته‌های تحقیق نشان داد، اثر نسبت هزینه تبلیغات به فروش، نسبت سود خالص به هزینه تبلیغات، نرخ بازده سرمایه‌گذاری، حجم فروش و سهم بازار بر قیمت سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار معنادار بوده که اثر نرخ بازده سرمایه‌گذاری و سهم بازار مثبت بود ولی اثر سه متغیر دیگر منفی بوده است.

## ۲-۲. تحقیقات خارجی

جوشی و هنسنز (۲۰۰۴) رابطه موجود میان هزینه تبلیغات و ارزش بازار سهام شرکت‌ها در بلندمدت را در پژوهشی با همین عنوان مورد مطالعه قرار دادند. آنها به دنبال تایید این فرضیه بودند که آیا هزینه تبلیغات علاوه بر اثر غیر مستقیم بر ارزش شرکت از طریق تغییر سطح فروش و درآمد، می‌تواند به طور مستقیم قیمت سهام را در بازار بورس تحت تأثیر قرار دهد؟ به این منظور داده‌های ماهیانه مربوط به ده سال مالی تعدادی از شرکت‌های تولیدی را با روش سری زمانی چند متغیره، مورد تجزیه و تحلیل قرار دادند. در نهایت محققان با تایید فرضیه پژوهش نشان دادند هزینه تبلیغات دارای اثر مستقیم و مثبت بر ارزش بازار سهام شرکت دارد.

لو (۲۰۰۸) در پژوهشی تحت عنوان «زمانی که برای اولین بار، استراتژی بازاریابی با وال استریت مواجه می‌شود: هزینه‌های بازاریابی و عرضه اولیه عمومی شرکت» نقش بازاریابی را در قالب عرضه اولیه عمومی شرکت‌ها مورد بررسی قرار داده است. نتایج حاصل از این تحقیق گسترده نشان می‌دهد که هزینه‌های بازاریابی می‌توانند به طور قابل توجهی موجب کاهش پدیده قیمت‌گذاری کمتر از حد و بیش واکنشی<sup>۱</sup> سرمایه‌گذاران، شوند. به علاوه بر اساس مدل‌های اقتصادی، این اثرگذاری در مورد شرکت‌هایی که هزینه‌ها را با کارایی بهتری کاهش می‌دهند و نیز در صناعی که سابقه عرضه اولیه کمتری در آنها به چشم می‌خورد، شدیدتر است.

چمانور و یان (۲۰۰۹) در مقاله‌ای نشان دادند که تبلیغات در بازار محصول یک شرکت

می‌تواند با تصمیمات مربوط به عرضه عمومی و قیمت‌گذاری کمتر از واقع سهام آن در ارتباط باشد. به طوری که شرکت در سال عرضه اولیه عمومی تبلیغات محصول خود را در مقایسه با سال‌های قبل و بعد به حداکثر می‌رساند و در نهایت هرچه میزان تبلیغات صورت گرفته برای محصول درست قبل از عرضه اولیه بیشتر باشد، قیمت‌گذاری کمتر از واقع در عرضه اولیه کاهش خواهد یافت.

آن‌ها در پژوهش دیگری که در سال ۲۰۱۰ انجام دادند، اثر تبلیغات بر قیمت سهام عرضه اولیه در بلندمدت را مورد مطالعه قرار دادند. نتایج آماری تحقیقات آنها مطابق با ادبیات مربوط به عرضه اولیه عمومی سهام شرکت‌ها حاکی از آن است که به طور متوسط سهام عرضه اولیه در بلندمدت بازدهی منفی دارند. به علاوه، هرچه میزان تبلیغات انجام شده برای محصولات شرکت در سال عرضه اولیه بیشتر باشد، بازدهی سهام در بلندمدت کاهش خواهد یافت. فاین و همکارانش (۲۰۱۷) در تحقیقی با عنوان «هزینه‌های بازاریابی و قیمت سهام شرکت‌های عرضه اولیه، در بازار ثانویه» پژوهشی بر نحوه اثرگذاری هزینه‌های بازاریابی بر رفتار سرمایه‌گذاران در طی فرایند عرضه و سپس در بازار ثانویه انجام دادند. آنها توانستند با به‌کارگیری تئوری‌های مختلف مالی و بازاریابی، از آزمون فرضیه‌های خود بر روی نمونه‌ای شامل ۲۱۰۳ شرکت در آمریکا که طی سال‌های ۱۹۹۶ تا ۲۰۰۸ عرضه اولیه عمومی شده بودند به این نتیجه دست یابند که هزینه‌های بازاریابی تحقق یافته پیش از عرضه اولیه دارای رابطه مثبت و معناداری با قیمت بازار سهام شرکت در بازه زمانی کوتاه‌مدت پس از آن می‌باشد. در حالی که فرضیه‌ی مبنی بر اثرگذاری هزینه‌های مزبور با قیمت در بلندمدت در این تحقیق، مورد تایید قرار نمی‌گیرد.

### ۳. اهداف و فرضیات پژوهش

محقق در این پژوهش دو هدف علمی را دنبال می‌کند:

- بررسی اثر هزینه‌های بازاریابی شرکت قبل از وارد شدن به بازار بورس بر قیمت‌گذاری کمتر از حد سهام در عرضه اولیه.
- بررسی اثر هزینه‌های بازاریابی شرکت قبل از وارد شدن به بازار بورس بر بازدهی بلندمدت سهام در بازار ثانویه.

- بنابراین فرضیات این پژوهش به شرح زیر مطرح می‌شود:
- **فرضیه اول:** هزینه‌های بازاریابی شرکت قبل از عرضه اولیه، دارای اثر منفی و معنادار بر قیمت‌گذاری کمتر از واقع در عرضه اولیه عمومی می‌باشد.
  - **فرضیه دوم:** هزینه‌های بازاریابی شرکت، دارای اثر مثبت و معنادار بر بازدهی سهام در بازار ثانویه طی بازه زمانی بلندمدت می‌باشد.

#### ۴. روش شناسی پژوهش

این پژوهش از بعد هدف از نوع توصیفی و از بعد نتیجه، پژوهشی کاربردی است. شیوه استدلال پژوهش، قیاسی-استقرایی می‌باشد. در این پژوهش با توجه به نوع داده‌ها و روش‌های تجزیه و تحلیل آماری موجود، از روش‌های تحلیل رگرسیون چندگانه استفاده شده است. جامعه آماری این پژوهش شامل مجموعه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در دوره‌ی زمانی مورد بررسی می‌باشد. در این مطالعه برای اینکه نمونه پژوهش نماینده‌ی مناسبی از جامعه آماری مورد نظر باشد، انتخاب نمونه با استفاده از روش غربالگری یا حذفی انجام شده است. پس از اعمال پیش فرض‌ها، از بین ۱۶۲ عرضه اولیه انجام شده بین سال‌های ۱۳۸۲ تا نیمه اول ۱۳۹۳، ۱۱۹ مورد به عنوان نمونه انتخاب شدند. برای گردآوری اطلاعات و داده‌های مورد نیاز این پژوهش از روش سندکاوی یا بررسی مدارک و اسناد و آمارهای سازمانی و رسمی استفاده شده است. به طوری که داده‌ها از پایگاه‌های اطلاعاتی و آرشیو سایت‌های رسمی مربوطه استخراج و برای استفاده و تجزیه و تحلیل، طبقه‌بندی شده‌اند. برای تجزیه و تحلیل داده‌ها و آزمون فرضیات تحقیق از روشهای آماری به دو صورت توصیفی و استنباطی استفاده شده است. به این ترتیب که ابتدا با استفاده از آمار توصیفی و با بهره‌گیری از نرم افزار SPSS، به تبیین و توصیف ویژگی‌های جمعیت شناختی داده‌ها پرداخته می‌شود و سپس از طریق آمار استنباطی، به منظور برآورد پارامترها و آزمون فرضیه‌ها، فروض کلاسیک رگرسیون، در نرم افزار Eviews مورد بررسی قرار می‌گیرد.

#### ۵. مدل و متغیرهای پژوهش

مدل‌های مربوط به فرضیه‌های مطرح شده در این پژوهش برگرفته از مدل ارائه شده توسط

لو (۲۰۰۸) و فاین و همکاران (۲۰۱۷) به صورت تعدیل شده، به شرح زیر می‌باشند:

مدل (۱) :

$$PO \text{ Underpricing}_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 MS_{i,t} + \beta_2 Growth_{i,t} + \beta_3 Lev_{i,t} + \beta_4 MV_{i,t} + \beta_5 OfferRate_{i,t} + \beta_6 P/E_{i,t} + \beta_7 Size_{i,t}$$

$$Post\text{-}IPO \text{ Performance}_{it} = \beta_0 + \beta_1 MS_{i,t} + \beta_2 Growth_{i,t} + \beta_3 Lev_{i,t} + \beta_4 MV_{i,t} + \beta_5 OfferRate_{i,t} + \beta_6 P/E_{i,t} + \beta_7 Size_{i,t}$$

که در آن‌ها ؛

|                                                              |                       |
|--------------------------------------------------------------|-----------------------|
| Post-IPO Performance <sub>i</sub> : بازدهی بعد از عرضه اولیه | MV: ارزش بازار        |
| IPO Underpricing <sub>i,t</sub> : قیمت‌گذاری کمتر از واقع    | OfferRate: درصد عرضه  |
| MS: هزینه‌های بازاریابی                                      | P/E: نسبت قیمت به سود |
| Growth: نرخ رشد فروش                                         | Size: اندازه شرکت     |
| Lev: نسبت بدهی                                               |                       |

در مدل این پژوهش سه دسته متغیر لحاظ شده‌اند که شامل متغیرهای مستقل، متغیرهای وابسته و متغیرهای کنترلی هستند.

## ۵-۱. متغیرهای وابسته: قیمت‌گذاری کمتر از حد و بازدهی بلندمدت عرضه اولیه عمومی

به عنوان متغیرهای وابسته‌ی این پژوهش در نظر گرفته شده‌اند.

منظور از قیمت‌گذاری کمتر از حد، اختلاف قیمت تعادلی عرضه اولیه با قیمت پایانی در روز عرضه می‌باشد. براساس رویکرد مورد استفاده جهت تعریف مقیاسی مناسب برای قیمت‌گذاری کمتر از واقع در عرضه‌های اولیه توسط لو (۲۰۰۸) و فاین و همکاران (۲۰۱۷)، فرمول ۳ برای محاسبه این متغیر به کار گرفته شده است:

$$IPO \text{ Underpricing}_{it} = \frac{Pa_t - P_i}{P_i} \quad (3)$$

که در آن IPO Underpricing<sub>it</sub> قیمت‌گذاری کمتر از واقع عرضه اولیه عمومی شرکت  $i$  در زمان  $t$ ،  $Pa_t$  قیمت تعادلی و  $P_i$  قیمت عرضه می‌باشد. لازم به ذکر است در این پژوهش قیمت بازار سهام شرکت بعد از فروکش کردن هیجانات اولیه و برقراری عرضه و تقاضای متعادل و منطقی به عنوان قیمت تعادلی عرضه اولیه در نظر گرفته شده است.

برای محاسبه بازدهی بلندمدت عرضه اولیه، از بازده تجمعی قیمت در طول سه سال پیاپی بعد از عرضه استفاده شده است. بازدهی قیمت با توجه به تغییرات شرکتی شامل تقسیم سود نقدی و افزایش سرمایه، تعدیل شده است. بنابراین بازده تجمعی حاصل از خرید و نگهداری به مدت سه سال به صورت فرمول (۴) محاسبه شده است:

$$\text{Post IPO Performance}_{it} = \sum_t R_{it} \quad (4)$$

$$t = 0, 1, 2, 3$$

که در آن Post IPO Performance<sub>it</sub> بازدهی بلندمدت عرضه اولیه شرکت i در زمان t و R<sub>it</sub> بازدهی قیمت سهام شرکت i در زمان t است. بازدهی قیمت در صورت تقسیم سود و افزایش سرمایه قبل از مجمع بر اساس فرمول (۵) محاسبه می شود:

$$R_{it} = \frac{(1 + \alpha_1 + \alpha_2)(P_1 + D)P_0 - \alpha_1(1000)}{P_0 + \alpha_1(1000)} \quad (5)$$

به طوری که  $\alpha_1$  درصد افزایش سرمایه از محل مطالبات و آورده ی نقدی،  $\alpha_2$  درصد افزایش سرمایه از محل اندوخته ها،  $P_1$  قیمت در پایان سال و  $P_0$  قیمت در ابتدای سال می باشد.

**۲-۵. متغیرهای مستقل:** تنها متغیر مستقل این پژوهش هزینه های بازاریابی شرکت عرضه اولیه است. از آنجایی که بر اساس اصول پذیرفته شده حسابداری شرکت ها ملزم به افشای هزینه های بازاریابی شامل تبلیغات، تحقیقات بازار و ... نمی باشند، این اطلاعات حتی توسط اغلب شرکت های پذیرفته شده در بورس نیز گزارش نمی شوند. با این وجود در تحقیقاتی که شرکت های مزبور از نمونه مورد بررسی آنها حذف شده اند، حجم نمونه به شدت کاهش یافته که این مساله می تواند، اعتبار و تعمیم پذیری نتایج حاصل را کاهش دهد. بنابراین برای از بین بردن اثرات ناشی از اعمال سلیقه در نحوه گزارش دهی توسط ناشران، محقق به پیروی از روش مورد استفاده توسط میزیک و جیکوبسن (۲۰۰۷)، لو (۲۰۰۸) و فاین و همکاران (۲۰۱۷)، هزینه های

بازاریابی در سال مالی قبل از عرضه اولیه عمومی را به این صورت محاسبه نموده است:

$$\text{Pre-IPO marketing spending} = 100 * \left[ \frac{\text{SG\&A expense}}{\text{Total Assets}} \right] \quad (۶)$$

که در آن Pre-IPO marketing spending هزینه‌های بازاریابی در سال مالی قبل از عرضه اولیه عمومی،  $\frac{\text{SG\&A expense}}{\text{Total Assets}}$  هزینه‌های فروش، عمومی و اداری در سال مالی قبل از عرضه اولیه عمومی و کل دارایی‌های شرکت در سال مالی قبل از عرضه اولیه عمومی می‌باشند.

۵-۳. **متغیرهای کنترلی:** با توجه به نتایج حاصل از تحقیقات انجام شده در حوزه بازاریابی و مالی در گذشته، متغیرهای زیر به عنوان متغیرهای کنترلی مدل در نظر گرفته شده‌اند. جزئیات مربوط به هریک از متغیرها و نحوه محاسبه آنها در جدول شماره (۱) ارائه شده است.

جدول ۱- متغیرهای کنترلی

| نام متغیر                 | نحوه محاسبه                                                                                                        |
|---------------------------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| نرخ رشد فروش              | $\text{Growth} = 100 \times \left[ \frac{\text{Sale}_t - \text{Sale}_{t-1}}{\text{Sale}_{t-1}} \right]$            |
| نسبت بدهی                 | نسبت کل بدهی به کل دارایی<br>$\text{Lev} = \frac{\text{Total Debts}}{\text{Total Assets}}$                         |
| ارزش بازار                | (قیمت (بازار) عرضه $\times$ تعداد کل سهام منتشر شده)<br>$\text{MV} = \text{Log}$                                   |
| درصد عرضه                 | نسبت سهام عرضه شده به تعداد کل سهام شرکت<br>$\text{OfferRate} = \frac{\text{Offered Shares}}{\text{Total shares}}$ |
| نسبت قیمت به سود<br>(P/E) | $\text{P/E} = \frac{\text{Price}}{\text{Earnings Per Share}}$                                                      |
| اندازه شرکت               | لگاریتم طبیعی دارایی های شرکت<br>$\text{Size} = \text{Log}(\text{Total Assets})$                                   |

## ۶. یافته‌های پژوهش

### ۶-۱. آمار توصیفی

آمار توصیفی متغیرهای این پژوهش در جدول (۲) ارائه شده است.

## جدول ۲- آمار توصیفی متغیرها

| متغیر                    | تعداد مشاهدات | کمترین مقدار | بیشترین مقدار | میانگین  | انحراف معیار | چولگی  | کشیدگی |
|--------------------------|---------------|--------------|---------------|----------|--------------|--------|--------|
| قیمت‌گذاری کم‌تر از واقع | ۱۱۹           | ۰            | ۹۷/۵۵۱۰       | ۱۹/۴۲۹۲  | ۲۷/۰۲۷۷      | ۱/۸۸۳  | ۲/۷۲۲  |
| بازده بلندمدت            | ۱۱۹           | -۵۲/۵۳۳۲     | ۵۷۰/۴۶۲۵      | ۱۱۴/۱۰۳۱ | ۱۵۴/۰۱۶۰     | ۱/۵۳۶  | ۲/۱۴۲  |
| هزینه‌های بازاریابی      | ۱۱۹           | ۰/۳۵۲۲       | ۱۵/۰۶۶۹       | ۵/۵۹۷۸   | ۴/۱۸۱۶       | ۰/۸۸۳  | -۰/۲۲۰ |
| نرخ رشد فروش             | ۱۱۹           | -۸/۷۶۳۰      | ۱۸۰/۲۳۴۵      | ۴۶/۷۶۲۸  | ۴۸/۷۷۰۹      | ۱/۴۲۶  | ۱/۴۵۱  |
| نسبت بدهی                | ۱۱۹           | ۰/۱۸۹۹       | ۰/۹۱۷۴        | ۰/۵۵۴۹   | ۰/۱۹۸۸       | -۰/۱۲۲ | -۰/۷۳۵ |
| ارزش بازار               | ۱۱۹           | ۲۳/۹۹۹۱      | ۳۰/۸۵۸۷       | ۲۷/۲۷۱۹  | ۱/۹۶۵۷       | ۰/۱۸۶  | -۰/۹۲۷ |
| درصد عرضه                | ۱۱۹           | ۰/۵۴         | ۱۰/۰۰         | ۴/۶۴۵۶   | ۳/۲۳۷۷       | ۰/۵۴۵  | -۰/۹۲۷ |
| نسبت قیمت به سود         | ۱۱۹           | ۳/۴۰         | ۲۸/۱۶         | ۸/۸۱۸۰   | ۶/۴۲۳۱       | ۲/۰۱۴  | ۳/۲۰۹  |
| اندازه                   | ۱۱۹           | ۲۴/۱۸۷۵      | ۳۰/۸۸۹۷       | ۲۷/۰۱۹۲  | ۱/۹۶۰۶       | ۰/۴۵۴  | -۰/۸۱۷ |

همانطور که مشاهده می‌شود، کمترین میزان قیمت‌گذاری کم‌تر از واقع صفر و بیشترین میزان آن برابر با ۹۷/۵ است و میانگین این متغیر بر اساس مشاهدات دارای مقداری حدود ۱۹/۵ می‌باشد. در صورتی که کمترین میزان بازده بلندمدت سه ساله عرضه اولیه دارای مقدار منفی و برابر ۵۲/۵- و بیشترین مقدار آن ۵۷۰/۵ است و میانگین بازده بلندمدت مقدار ۱۱۴/۱ را به خود اختصاص داده است. از این مساله می‌توان نتیجه گرفت که برخلاف بازه زمانی کوتاه مدت، در بلندمدت سهام عرضه اولیه همواره بازدهی مثبت و مطلوب عاید سرمایه‌گذاران خود نمی‌کنند. بر اساس جدول ۲، کمترین و بیشترین میزان هزینه‌های بازاریابی ۰/۳۵ و ۱۵/۰۶ و میانگین آن برابر ۵/۵۹ است. این در حالی است که بر اساس مقادیر مربوط به ضرایب چولگی و کشیدگی، به نظر می‌رسد هیچ یک از متغیرها از مقادیر نرمال و توزیع متقارن برخوردار نمی‌باشند.

## ۲-۶. آزمون فرضیات پژوهش

برای آزمون هر یک از دو فرضیه این پژوهش مدل رگرسیونی تعریف شده است که متغیرهای مستقل و کنترلی یکسان اما متغیرهای وابسته متفاوت دارند.

فرضیه آماری مدل اول به صورت زیر تعریف می‌شود:

$H_0$ : هزینه‌های بازاریابی، اثر منفی بر قیمت‌گذاری کمتر از حد ندارد.

$H_1$ : هزینه‌های بازاریابی، اثر منفی بر قیمت‌گذاری کمتر از حد دارد.

مدل رگرسیونی مورد استفاده برای آزمون این فرضیه به صورت مدل (۱) تعریف شده است؛ در صورتی که ضریب  $\beta_1$  در سطح اطمینان ۹۵ درصد معنی دار باشد، فرض صفر رد می‌شود.

نتایج حاصل از برآورد مدل فرضیه (۱) در جدول (۳) نشان داده شده است. آماره  $F$  و  $p$ -value مربوط به آن نشان دهنده معناداری کلی مدل تحقیق است. همانطور که مشاهده می‌شود، در سطح اطمینان ۹۵ درصد مدل رگرسیون (۱) حاکی از عدم وجود رابطه معنی دار میان هزینه‌های بازاریابی و قیمت‌گذاری کمتر از واقع در عرضه اولیه عمومی است. بنابراین ضریب متغیر مستقل مدل اختلاف معناداری از صفر ندارد و فرضیه اول پژوهش به این ترتیب تایید نمی‌شود. به علاوه عرض از مبدا در سطح ۵ درصد معنادار و دارای مقدار ۹۵/۷۰۷۲ می‌باشد.

معروفترین آماره نیکویی برازش ضریب تعیین ( $R^2$ ) نامیده می‌شود.  $R^2$  بین صفر و یک قرار می‌گیرد. اگر ضریب تعیین زیاد باشد، مدل داده‌ها را خوب برازش کرده است.<sup>۱</sup> مقادیر  $R^2$  و  $R^2$  تعدیل شده، به ترتیب برابر ۰/۳۱ و ۰/۲۷ هستند که نشان می‌دهد مدل برازش خوبی از داده‌ها ارائه نموده است.

جدول ۳- نتایج حاصل از برآورد مدل (۱)

| متغیر               | Coefficient | Std. Error | t-Statistic | .Prob  |
|---------------------|-------------|------------|-------------|--------|
| هزینه‌های بازاریابی | -۰,۱۹۱۷۲۲   | ۰,۵۴۵۶۴۷   | -۰,۳۵۱۳۶۶   | ۰,۷۲۶۰ |
| نرخ رشد فروش        | ۶,۳۷۱۷۱۲    | ۱۰,۹۹۰۸۷   | ۰,۵۷۹۷۲۸    | ۰,۵۶۳۳ |
| نسبت بدهی           | -۰,۰۳۰۰۲۵   | ۰,۰۴۴۸۶۸   | -۰,۶۶۹۱۷۱   | ۰,۵۰۴۸ |
| ارزش بازار          | -۱۱,۴۳۱۶۷   | ۲,۷۶۷۰۹۵   | -۴,۱۳۱۲۹۰   | ۰,۰۰۰۱ |
| درصد عرضه           | ۳,۷۳۳۷۳۴    | ۰,۷۰۹۷۵۰   | ۵,۲۶۰۶۳۰    | ۰,۰۰۰۰ |
| نسبت قیمت به سود    | ۰,۵۰۷۱۱۰    | ۰,۳۸۶۸۷۴   | ۱,۳۱۰۷۸۹    | ۰,۱۹۲۶ |
| اندازه              | ۷,۸۶۸۸۶۵    | ۲,۸۰۵۳۰۸   | ۲,۸۰۴۹۹۲    | ۰,۰۰۵۹ |
| C                   | ۹۵,۷۰۷۲۷    | ۳۲,۷۶۰۳۸   | ۲,۹۲۱۴۳۳    | ۰,۰۰۴۲ |

|                    |           |                       |          |
|--------------------|-----------|-----------------------|----------|
| R-squared          | 0.318229  | Mean dependent var    | 19.42929 |
| Adjusted R-squared | 0.275235  | S.D. dependent var    | 27.02774 |
| S.E. of regression | 23.00956  | Akaike info criterion | 9.174558 |
| Sum squared resid  | 58767.85  | Schwarz criterion     | 9.361389 |
| Log likelihood     | -537.8862 | Hannan-Quinn criter.  | 9.250424 |
| F-statistic        | 7.401625  | Durbin-Watson stat    | 1.730121 |
| Prob(F-statistic)  | 0.000000  |                       |          |

فرضیه آماری مدل دوم به صورت زیر تعریف می شود:

H۰: هزینه های بازاریابی شرکت، دارای اثر مثبت بر بازده سهام در بازار ثانویه طی بازه زمانی بلندمدت نمی باشد.

H۱: هزینه های بازاریابی شرکت، دارای اثر مثبت بر بازده سهام در بازار ثانویه طی بازه زمانی بلندمدت می باشد. مدل رگرسیونی مورد استفاده برای آزمون این فرضیه به صورت مدل (۲) تعریف شده است؛ در صورتی که ضریب  $\beta_1$  در سطح اطمینان ۹۵ درصد معنی دار باشد، فرض صفر رد می شود.

نتایج حاصل از برآورد دومین مدل (فرضیه ۲) مبنی بر وجود رابطه مثبت و معنی دار بین هزینه های بازاریابی و بازده بلندمدت عرضه اولیه را مورد آزمون قرار می دهد، در جدول (۴) نشان داده شده است. آماره F و p-value مربوط به مدل مزبور، به ترتیب دارای مقادیر ۷/۳۱۴۲ و ۰/۰۰۰۰ است که نشان دهنده معناداری کلی مدل تحقیق است. همانطور که مشاهده می شود، نتایج جدول (۴) حاکی از وجود رابطه معنی دار میان هزینه های بازاریابی و بازده بلندمدت عرضه اولیه عمومی، در سطح اطمینان ۹۵ درصد است. ضریب متغیر هزینه های بازاریابی در این مدل برابر ۷/۱۵۷۸ است که اختلاف معناداری از صفر دارد، بنابراین فرضیه دوم پژوهش تایید می شود.

مقادیر  $R^2$  و  $R^2$  تعدیل شده، به ترتیب برابر ۰/۳۱ و ۰/۲۷ هستند که برازش مناسب مدل از داده های پژوهش را تایید می کنند.

جدول ۴- نتایج حاصل از برآورد مدل (۲)

| متغیر               | Coefficient | Std. Error | t-Statistic | .Prob  |
|---------------------|-------------|------------|-------------|--------|
| هزینه‌های بازاریابی | ۷,۱۵۷۸۰۶    | ۳,۱۱۵۱۹۲   | ۲,۲۹۷۷۱۰    | ۰,۰۲۳۵ |
| نرخ رشد فروش        | -۰,۳۳۸۵۷۱   | ۰,۲۵۶۱۶۲   | -۱,۳۲۱۷۰۶   | ۰,۱۸۹۰ |
| نسبت بدهی           | -۲۵,۶۸۳۹۵   | ۶۲,۷۴۸۸۰   | -۰,۴۰۹۳۱۴   | ۰,۶۸۳۱ |
| ارزش بازار          | -۸۵,۹۲۴۸۴   | ۱۵,۷۹۷۸۳   | -۵,۴۳۹۰۲۹   | ۰,۰۰۰۰ |
| درصد عرضه           | ۵,۰۷۸۵۱۹    | ۴,۰۵۲۰۸۹   | ۱,۲۵۳۳۰۹    | ۰,۲۱۲۷ |
| نسبت قیمت به سود    | ۲,۶۹۰۱۸۳    | ۲,۲۰۸۷۳۱   | ۱,۲۱۷۹۷۷    | ۰,۲۲۵۸ |
| اندازه              | ۱۰۲,۵۹۰۰    | ۱۶,۰۱۵۹۹   | ۶,۴۰۵۴۷۵    | ۰,۰۰۰۰ |
| C                   | -۳۷۱,۷۵۵۳   | ۱۸۷,۰۳۴۸   | -۱,۹۸۷۶۲۷   | ۰,۰۴۹۳ |

|                    |           |                       |          |
|--------------------|-----------|-----------------------|----------|
| Adjusted R-squared | 0.315659  | Mean dependent var    | 114.1031 |
| S.E. of regression | 0.272502  | S.D. dependent var    | 154.0161 |
| Sum squared resid  | 131.3656  | Akaike info criterion | 12.65871 |
| Log likelihood     | 1915519.  | Schwarz criterion     | 12.84554 |
| F-statistic        | -745.1931 | Hannan-Quinn criter.  | 12.73457 |
| Prob(F-statistic)  | 7.314267  | Durbin-Watson stat    | 1.741098 |
|                    | 0.000000  |                       |          |

## نتیجه‌گیری و ملاحظات

نتایج حاصل از برآورد مدل رگرسیون (۱) نشان می‌دهد، در سطح اطمینان ۹۵ درصد نمی‌توان وجود رابطه منفی و معنی‌دار میان هزینه‌های بازاریابی و قیمت‌گذاری کمتر از واقع در عرضه‌های اولیه عمومی را تایید کرد. این مساله یافته‌های لو (۲۰۰۸)، چمانور و یان (۲۰۰۹) و فاین و همکاران (۲۰۱۷) در این زمینه را نقض می‌کند.

این نتیجه که برخلاف سایر کشورها، هزینه‌های بازاریابی نمی‌تواند بر تصمیمات سرمایه‌گذاران و در نتیجه بازده سهام عرضه اولیه در کوتاه‌مدت در ایران اثرگذار باشد، می‌تواند به دلیل وجود تفاوت‌های اساسی میان عوامل موثر بر رفتار سرمایه‌گذاران ایرانی و سرمایه‌گذاران کشورهای پیشرفته صنعتی باشد. یکی از مهم‌ترین علل عدم توجه کافی به مخارج بازاریابی، می‌تواند ناتوانی مدیران بنگاه‌های اقتصادی در درک اهمیت و ضرورت این دسته از فعالیت‌ها برای نیل به اهداف و تبیین آن برای سایر استفاده‌کنندگان از اطلاعات باشد. همچنین علت عدم تناسب نتایج حاصل از آزمون این فرضیه در بورس اوراق بهادار تهران با سایر بورس‌ها، می‌تواند

تفاوت در نحوه گزارش‌دهی و افشای اطلاعات توسط شرکت‌های مورد مطالعه در نظر گرفته شود. با این وجود، به نظرمی‌رسد مهم‌ترین علل رد فرضیه اول این پژوهش فرهنگ سرمایه‌گذاری حاکم میان فعالان بازار سرمایه ایران، رواج رفتارهای هیجانی به جای واکنش‌های حرفه‌ای یا به عبارتی عدم تصمیم‌گیری بر مبنای برآورد روشن و منطقی از وضعیت بنیادی یک شرکت و در نهایت عدم شفافیت کامل اطلاعات میان ناشران اوراق بهادار و سرمایه‌گذاران باشند.

نتایج حاصل از آزمون فرضیه دوم مبتنی بر وجود رابطه مثبت و معنادار میان هزینه‌های بازاریابی و بازده بلندمدت عرضه اولیه، در سطح خطای ۵ درصد تایید شد. این نتیجه با مطالعات صورت گرفته توسط چمانور و یان (۲۰۱۰) مطابقت دارد و یافته‌های حاصل از پژوهش فاین و همکاران (۲۰۱۷) را نقض می‌کند. ضریب هزینه‌های بازاریابی در این مدل ۷/۱۵ به دست آمده که حاکی از وجود همبستگی نسبتاً بالا میان هزینه‌های بازاریابی و بازدهی بلندمدت است. به علاوه یافته حاصل از آزمون فرضیه دوم با تئوری‌های علامت‌دهی و دارایی‌های مبتنی بر بازار مطابقت دارد. به نظر پژوهشگران و صاحب‌نظرانی که معتقدند، هزینه‌های بازاریابی باید به‌عنوان یکی از اقلام دارایی‌های نامشهود واحد اقتصادی در نظر گرفته شوند، و با توجه به تعریف دارایی‌های نامشهود و اثرات بلندمدت این دسته از دارایی‌ها بر سودآوری، می‌توان گفت پس از اینکه زمان لازم برای فعالیت‌های بازاریابی سپری شود که نقش خود را در فرایند ایجاد ارزش، به طور مستقیم بر سود و غیرمستقیم از طریق تغییر میزان فروش، در شرکت ایفا نمایند، شاهد بهبود سودآوری و در نتیجه افزایش قیمت بازار سهام شرکت خواهیم بود. مدیران می‌توانند از مخارج بازاریابی برای علامت‌دهی به سرمایه‌گذاران در رابطه با توان بالقوه شرکت برای افزایش سودآوری در آینده و به حداکثر رساندن ثروت سهامداران، استفاده کنند.

### محدودیت‌های پژوهش

برای تعمیم یافته‌های پژوهش حاضر لازم است، وجود محدودیت به‌عنوان امری اجتناب‌ناپذیر در تحقیقات علمی، در نظر گرفته شود. برخی از محدودیت‌هایی که محقق برای جمع‌آوری داده‌ها و آزمون فرضیات این پژوهش با آن‌ها مواجه بوده است به شرح زیر می‌باشد:

- از آنجایی که براساس اصول پذیرفته شده حسابداری، افشای اطلاعات مربوط به مخارج بازاریابی هم چون سایر اقلام دارایی نامشهود در ترازنامه ضرورت ندارد و تنها برخی از

شرکت‌ها به طور داوطلبانه اقدام به ارائه اطلاعات مربوط به این دسته از فعالیت‌های خود می‌نمایند، محقق ناگزیر به پیروی از نظر محققین و صاحب‌نظران این حوزه، از مجموع هزینه‌های فروش، اداری و عمومی به عنوان مبنایی برای مقایسه هزینه‌های بازاریابی استفاده نموده است. چراکه در غیر این صورت، مشکل کاهش شدید حجم نمونه بروز می‌کرد. در حالی که به نظر می‌رسد، اگر مقدار دقیق هزینه‌های مزبور در تمام شرکت‌ها کاملاً مشخص می‌بود، نتایج متفاوتی به دست می‌آمد.

- از آنجایی که عرضه اولیه عمومی در بورس اوراق بهادار تهران، برخلاف بازار سرمایه کشورهای پیشرفته صنعتی، تا چندی پیش با استفاده از روش حراج صورت می‌گرفت، و با توجه به نارسایی‌های این روش در ایجاد بستر مناسب جهت تقابل عرضه و تقاضا در فرایند کشف قیمت عرضه‌های اولیه، لازم است این احتمال در نظر گرفته شود که در آینده به دلیل تغییر روش عرضه اولیه از حراج به روش ثبت سفارش، ممکن است قیمت‌گذاری عرضه‌های اولیه به گونه‌ای متفاوت صورت گیرد. این مساله باعث تغییر قیمت‌گذاری کمتر از واقع می‌گردد و قابلیت اتکای نتایج حاصل از آزمون فرضیه دوم را کاهش می‌دهد.

## پیشنهادهای

عرضه اولیه عمومی یکی از فرایندهای هزینه‌بر در شرکت‌ها به شمار می‌رود و در طول این فرایند، مدیران تمایل دارند سایر هزینه‌های غیر ضروری را به حداقل برسانند. یکی از معمول‌ترین روش‌هایی که آنها برای این منظور به کار می‌گیرند، حذف یا کاهش مخارج بازاریابی است. در حالی که اگر به این مخارج به عنوان بخشی از دارایی‌های نامشهود نگاه کنند، مشخص می‌شود که این تصمیم آنها پیامدهای ناخوشایندی را در آینده به دنبال خواهد داشت. در این پژوهش تلاش شده است، اثرات بلندمدت و کوتاه مدت مخارج بازاریابی بر ارزش بازار یک شرکت در قالب فرایند عرضه اولیه مورد بررسی قرار گیرد. یافته‌ها نشان می‌دهد، مدیران می‌توانند با سرمایه‌گذاری در فعالیت‌های بازاریابی به سرمایه‌گذاران در رابطه با پتانسیل رشد و موفقیت شرکت در آینده، اطمینان دهند و آن‌ها را به سرمایه‌گذاری در سهام شرکت ترغیب نمایند. تخصیص مناسب منابع به امور بازاریابی از قبیل تبلیغات، تحقیق و توسعه، ارتباط با

مشتری و ... می تواند موجب افزایش ارزش بازار شرکت ها و ثروت سهامداران آن ها به خصوص در بلندمدت شود.

نتایج حاصل از پژوهش حاضر به مدیران بازاریابی کمک می کند تا بتوانند اثرات مالی فعالیت های خود را به نحو موثرتری به تصویر بکشند و سایر مدیران ارشد را در باره اهمیت و ضرورت پرداختن به امور بازاریابی، در دنیای رقابتی امروز، متقاعد کنند. بازاریابی علاوه بر معرفی محصولات یک شرکت، پتانسیل های رشد و سودآوری در آینده را نشان می دهد. تحقیقات نشان داده است که توسعه بازار محصول از دو جهت مستقیم و غیرمستقیم می تواند ارزش شرکت را بهبود بخشد. کافی است زمان مناسب برای طی چرخه فعالیت های بازاریابی فراهم شود، در این صورت تصمیم گیرندگان درون و برون سازمانی می توانند اثرات مالی این دسته از دارایی های نامشهود را به طور مشهود محاسبه نمایند.

به این منظور توصیه می شود ناشران، اقلام مختلف مربوط به هزینه های بازاریابی خود را به صورت کامل و روشن در صورت های مالی گزارش دهند تا تحلیل گران و سایر استفاده کنندگان بتوانند بار مالی هزینه های مزبور را با اثرات آن بر ارزش بازار شرکت مقایسه نمایند. این کار به نوبه ی خود موجب افزایش شفافیت اطلاعات در بازارهای مالی می شود؛ مسال های که همگان می توانند از پیامدهای مثبت آن بهره مند شوند. یکی از دلایل عدم توجه کافی به بازاریابی وجود تصور نادرست مبنی بر ناکارایی مناسب هزینه های مزبور است. شفاف نبودن اقلام هزینه های بازاریابی نیز به نوبه خود متعجب به کم رنگ شدن اثرات مثبت ناشی از آن می شود.

سازمان بورس اوراق بهادار می تواند بستر مناسب را برای ارتقای کیفیت بازار سرمایه، از طریق بهبود قوانین و مقررات فراهم آورد.

به سرمایه گذاران و فعالان بازار سرمایه توصیه می شود، در تصمیم گیری های خود به اهمیت و تاثیر اقلام دارایی های نامشهود در ارزیابی ارزش بازار شرکت ها بیش از پیش توجه نمایند. چراکه برای به دست آوردن درک بهتر و روشن تر از پتانسیل های رشد آتی یک واحد اقتصادی، در نظر گرفتن اثرات بلندمدت تصمیمات مدیریتی امری مهم و ضروری به نظر می رسد.

## منابع

- آذر، ع؛ رستمی، م و صفری، م (۱۳۹۲). تحلیل مقایسه‌ای عوامل مؤثر در قیمت‌گذاری زیرارزش ذاتی در عرضه عمومی اولیه سهام شرکت‌های دولتی و غیردولتی؛ مطالعه موردی: شرکت‌های پذیرفته در بورس اوراق بهادار تهران در سال‌های ۱۳۸۰ تا ۱۳۸۸. اندیشه مدیریت راهبردی (۷)، ۱۵۷-۱۸۵.
- اسکندری، ح (۱۳۹۴). روش‌های عرضه اولیه اوراق بهادار. بورس، ۱۲۵ و ۱۲۶، ۴۲-۴۹. بازایی از بورس اوراق بهادار تهران.
- افلاطونی، ع. (۱۳۹۲). تجزیه و تحلیل آماری با Eviews در تحقیقات حسابداری و مدیریت مالی. تهران: ترمه.
- افلاطونی، ع و نیکبخت، ل (۱۳۸۹). کاربرد اقتصاد سنجی در تحقیقات حسابداری، مدیریت مالی و علوم اقتصادی. تهران: ترمه.
- امیرشاهی، م؛ شیرازی، م و سیاه تیری، و (۱۳۸۶). تعیین عوامل تأثیرگذار بر تصمیم سرمایه‌گذاران بورس اوراق بهادار تهران. فصلنامه علوم مدیریت ایران، ۲(۸)، ۱۵۹-۱۷۹.
- باقرزاده، س (۱۳۸۴). عوامل مؤثر بر بازده سهام در بورس اوراق بهادار تهران. تحقیقات مالی (۱۹)، ۲۵-۶۴.
- باقرزاده، س؛ نیکبخت، م و نوروش، ا (۱۳۹۰). عوامل مؤثر بر بازده کوتاه مدت سهام عرضه‌های عمومی اولیه (IPOs) در بورس اوراق بهادار تهران. پژوهشهای مدیریت در ایران، ۱۵(۱)، ۷۷-۱۰۷.
- خداپرستی، ص؛ زمانیان؛ غ و سنگینیان، ع (۱۳۹۳). عوامل مؤثر بر بازده کوتاه مدت و بلند مدت سهام عرضه شده در عرضه‌های اولیه در بورس اوراق بهادار تهران. پژوهشهای تجربی حسابداری، ۱۱(۳)، ۱۷۷-۱۹۸.
- خلیلی عراقی، م و اسماعیلی، م (۱۳۹۳). بررسی تأثیر عوامل مؤثر بر بیش و اندکشی کوتاه مدت در عرضه اولیه سهام بورس اوراق بهادار تهران. فصلنامه علمی پژوهشی دانش سرمایه‌گذاری، ۳(۱۱)، ۴۷-۶۴.
- دستگیر، م و علیخانی بوانی، م (۱۳۸۵). عرضه اولیه سهام پدیده ارزان فروشی سهام و فرضیات مرتبط با آن. بورس، ۵۸، ۳۰-۳۳.
- دلاور، ع (۱۳۸۵). روش تحقیق در روان‌شناسی و علوم تربیتی. تهران: ویرایش
- رهبری، ن (۱۳۹۲). بررسی عوامل مؤثر بر بازده بلند مدت غیر عادی سهام مشمول عرضه عمومی اولیه: شواهدی از بورس اوراق بهادار تهران. پایان نامه کارشناسی ارشد. دانشگاه تهران، پردیس البرز.
- سجادی، س؛ فرازمند، ح و گرگی زاده، م (۱۳۸۹). رابطه بین هزینه تبلیغات و ارزش شرکت با معیار tobin's Q. فصلنامه بورس اوراق بهادار، ۹، ۱۱۵-۱۳۰.
- عزیزخانی، م و خدادادی، ن (۱۳۸۷). بررسی تأثیر هزینه تبلیغات بر ارزش نامشهود واحد تجاری در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. مطالعات تجربی حسابداری مالی، ۲۴، ۵۳-۷۸.
- قالیباف اصل، ح؛ صادقی دمنه، رو کلانتری دهقی، م (۱۳۹۱). رابطه قیمت‌گذاری کمتر از حد و نقدشوندگی سهام بعد از عرضه عمومی اولیه در شرکت‌های پذیرفته شده بورس اوراق بهادار تهران. فصلنامه علمی پژوهشی دانش مالی تحلیل اوراق بهادار (۱۵)، ۱۳-۲۹.

مداح اصل، آ و ملکی، ر (۱۳۸۷). عرضه‌ی اولیه اوراق بهادار. بازیابی از بورس اوراق بهادار تهران.  
 هیتی، ف و مرادی، ز (۱۳۸۹). قیمت‌گذاری سهام در عرضه اولیه در بورس اوراق بهادار تهران. مطالعات مالی، ۹، ۴۸-۱۹.

- Agathee, U., Sannassee, R., & Brooks, C. (2012). The underpricing of IPOs on the stock exchange of Mauritius. *Research in International Business and Finance*, 26, 281-303.
- Candemir, A., & Zalluhoglu, A. (2011). The effect of marketing expenditures during financial crisis. *Procedia Social and Behavioral Sciences*, 24, 291-299.
- Chan, S., Martin, J., & Kensinger, J. (1990). Corporate research and development expenditures and share value. *Journal of Financial Economics*, 26, 255-276.
- Chauvin, K., & Hirschey, M. (1993). Advertising, R&D Expenditures and the Market Value of the Firm. *Financial Management*, 22(4), 128-140.
- Chemmanur, T., & Yan, A. (2009). Product market advertising and new equity issues. *Journal of Financial Economics*, 92, 40-65.
- Chemmanur, T., & Yan, A. (2010). Product Market Advertising, IPO Valuation, and Longrun Stock Returns.
- Cook, V. J., Moul, W., & Spaeth, J. (2007). Marketing Meets Finance. Retrieved from Cook, Victor J. and Moul, William and Spaeth, Jim, Marketing Meets Finance (January 27, 2007). Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=959862> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.959862>
- Dinner, I., Mizik, N., & Lehmann, D. (2009). The Unappreciated value of marketing: the moderating role of changes in marketing and R&D spending on valuation of earnings reports. Marketing Science Institute.
- Doukas, J., & Switzer, L. (1992). The stock Market's valuation of R&D spending and market concentration. *Journal of Economics and Business*, 44, 95-114.
- Fine, M. (2012). The role of advertising and information asymmetry on firm performance. Florida Atlantic University.
- Fine, M., Gleason, K., & Mullen, M. (2017). Marketing spending and aftermarket performance of IPO firms. *Marketing Intelligence & Planning*, 35(4).
- Gleason, K., & Klock, M. (2006). Intangible capital in the pharmaceutical and chemical industry. *The Quarterly Review of Economics and Finance*, 46, 300-314.
- Hanssens, D., Wang, F., & Zhang, X.-P. (2016). Performance growth and opportunistic marketing spending. *International Journal of Research in Marketing*, 33, 711-724.
- Joshi, A., & Hanssens, D. (2010). The Direct and Indirect Effects of Advertising Spending on Firm Value. *Journal of Marketing*, 74(1), 20-33.
- Kundu, A., Kulkarni, P., & Murthy N.K, A. (2010). Advertising and Firm Value: Mapping the relationship between Advertising, Profitability and Business Strategy in India.

- Changing Ideas in Strategy (eds: Arun Sinha), Narosa Publishing.
- Luo, X. (2008). When Marketing Strategy First Meets Wall Street: Marketing Spendings and Firms' Initial Public Offerings. *Journal of Marketing*, 72(5), 98-109.
- Luo, X., & de Jong, P. (2012). Does advertising spending really work? The intermediate role of analysts in the impact of advertising on firm value. *Academy of Marketing Science*, 40, 605-624.
- Rao, R., & Bharadwaj, N. (2008). Marketing Initiatives, Expected Cash Flows, and Shareholders' Wealth. *Journal of Marketing*, 72(1), 16-26.
- Ritter, J. (1991). The Long-Run Performance of Initial Public Offerings. *The Journal Of Finance*, 46(1), 3-27.
- Ryoo, J., Q. Jeon, J., & Lee, C. (2016). Do marketing activities enhance firm value? Evidence from M&A transactions. *European Management Journal*, 34, 243-257.
- Srinivasan, S., & Hanssens, D. (2009). Marketing and Firm Value: Metrics, Methods, Findings, and Future Directions. *Journal of Marketing Research*, 46(3), 293-312.
- Srivastava, R., Shervani, T., & Fahey, L. (1998). Market-Based Assets and Shareholder Value: A Framework for Analysis. *Journal of Marketing*, 62(1), 2-18.
- Zinkhan, G., & Verbrugge, J. (2000). The Marketing/Finance Interface: Two Divergent and Complementary Views of the Firm. *Journal of Business Research*, 50, 143-148