

مقاله

استفاده از روش‌ها و تکنیک‌های عرضه سهام به صورت عمومی به عنوان یکی از کارآترین شیوه‌های خصوصی‌سازی در اکثر کشورها شناخته شده است. لیکن کاربرد این گونه روش‌ها و استفاده بهینه از آنان نیازمند مقدماتی خاص است. به کارگیری این روش‌ها مرسوم تلاش در جهت کسب تجربیاتی است که در کشورهای متفاوت از لحاظ ساختار اقتصادی - در طول سالیان متمادی کسب شده است. پیشینه این موضوع به اوایل دهه ۱۹۳۰ باز می‌گردد. بنابراین در این تحقیق ضمن اشاره‌های کوتاه به جنبه‌های مختلف روش‌های عرضه سهام، امکان‌سنجی اجرای آنان را با توجه به سنجش‌های موجود در محیط اقتصادی کشور بررسی می‌کنیم. این نمونه، در شرایط کنونی بازار سرمایه ایران با تصویب آیین‌نامه مربوط با هدف رعایت مصالح و منافع عمومی و حمایت از حقوق سرمایه‌گذاران و از سوی دیگر تحصیل و توسعه تشکیل سرمایه با اطمینان از در دسترس بودن اطلاعات قابل اتکا و



روندهای جهانی در روش‌های کاربردی عرضه سهام اولیه



ضروری درباره اوراق بهاداری است که به عموم عرضه می‌شود. البته اثربخشی این موضوع در صورتی است که بتواند امکان انتخابی منطقی را برای سرمایه‌گذاران فراهم آورد.

بررسی تأثیر روش‌های عرضه اولیه سهام در کارایی بازار سرمایه، یکی از موضوعات اصلی پژوهش‌های انجام شده در دهه گذشته بوده است. در تحقیقات مذکور سعی شده است که شرایط متفاوت اقتصادی کشورها و دیدگاه‌های مختلف سرمایه‌گذاران فردی و نهادی عاملی در ایجاد زیر ساخت مطالعه این رویه‌ها و کاربری آن‌ها به شمار آید. اجرایی کردن مفاد سیاست‌های اصل ۴۴ قانون اساسی در قالب واگذاری شرکت‌های دولتی (در جهت کاهش تصدیدی گری دولت و افزایش نظارت بهینه بر منابع) فراهم کردن الزامات طرح سهام عدالت و در مرحله اجرا بودن تکنیک بازارهای اولیه و ثانویه و نیز ساز و کارهای هر یک از آن‌ها موجب شده است که به وجود عنصر تجربه در دیگر بازارهای سرمایه اهمیت بیشتری داده و ضمن امکان سنجی کاربرد آنان در قالب شرایط اقتصادی ایران از لحاظ محتوایی و ساختاری، عملکرد عرضه سهام در کشور با دقت بیشتری انجام گیرد. در این مقاله سعی شده است که به همراه مرور ادبیات اقتصادی مربوط به عرضه عمومی سهام (IPO) به معرفی و مقایسه دو شیوه معمول قیمت‌گذاری عرضه سهام یعنی ثبت سفارش خرید سهام^۱ و مزایده^۲ بیشتر توجه شود.

البته پژوهش‌های انجام شده در ارتباط با مقوله (IPO) نشان می‌دهد که از اوایل دهه ۱۹۹۰، گرایش اصلی جهانی به استفاده از روش ثبت سفارش خرید سهام اختصاص داشته است. این امر می‌تواند گویای مزایا و نواقص شناخته شده روش‌های ارزی سهام و یا ناشناخته ماندن روش دیگر عرضه سهام (auction) تعبیر شود (کانکو و پتوای، ۲۰۰۱).

با بررسی این دو روش، مشاهده می‌شود که در هر دو مورد، درآمد مورد انتظار ناشر^۳ برابر است با ارزش مورد انتظار سهام فروخته شده منهای هزینه‌های مورد انتظار کسب اطلاعات. تفاوت واضح روش‌های مذکور در چگونگی و تأثیر هزینه‌های کنترل و کسب اطلاعات و تأثیر آن در

INITIAL PUBLIC OFFERING, ۱
book building ۲
call auction ۳

۴: شخصی حقوقی است که اوراق بهادار را به نام خود منتشر می‌کند (ماده یک فصل اول آیین‌نامه عرضه عمومی سهام)

درآمدهای مورد انتظار می‌باشد. عقیده اولیه بر آن است که به علت اهمیت اطلاعات در بازارهای کارا و نیز حساسیت روش ثبت سفارش خرید سهام بر منابع اطلاعاتی و کنترل آنان در قالب صرف هزینه‌های تحمیلی از این بابت زمانی که اطلاعات مناسبی از شرکت در اختیار سرمایه‌گذاران قرار گیرد، استفاده از روش مزایده دارای مطلوبیت بیشتری است. (شرمن، ۲۰۰۲)



بررسی تأثیر روش‌های عرضه اولیه سهام در کارایی بازار سرمایه، یکی از موضوعات اصلی پژوهش‌های انجام شده در دهه گذشته بوده است

معرفی روش‌ها - تحقیقات انجام شده روش مزایده عنوان یکی از روش‌های کاربردی و موفق در عرضه عمومی سهام شناخته شده است. به گونه‌ای که کارایی این روش در حوزه‌های مختلف از جمله مقولات هنری، قراردادهای ساختاری، ارتباطات و محصولات تولیدی به اثبات رسیده است. با گسترش جهانی وب (www)



تحقیقات تجربی اولیه در مورد عرضه عمومی اولیه نشان می‌دهد که استفاده از روش مزایده به دلیل مشخص نبودن امکان فروش در قیمت تعیین شده به سرمایه‌گذاران، منجر به تعیین قیمت کم‌تری نسبت به روش ثبت سفارش خرید سهام می‌شود.

استفاده از روش‌های مزایده اینترنتی عمومیت ویژه‌ای پیدا کرده است به گونه‌ای که این مقوله در بازارهای مالی و اوراق بهادار و نیز بازارهای نقدینگی بالا و بزرگ (مانند صندوق‌های بزرگ دولتی آمریکایی و ژاپنی) جایگاه خاصی کسب کرده است. به استناد تحقیقات انجام شده، استفاده از روش مزایده در زمینه عرضه عمومی اولیه (IPO)، سال‌ها به عنوان روش مؤثر در بازارهای مالی بسیاری از کشورها و از جمله آمریکا (البته قبل از معرفی روش اولیه آمریکا - ثبت سفارش خرید سهام -) کاربرد داشته است.

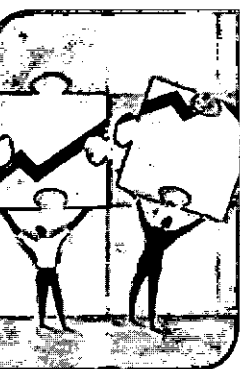
تحقیقات زیادی نیز در حمایت از روش مزایده

به عنوان روش عرضه سهام در اکثر موقعیت‌ها (هر چند در قالب ارزش‌های خصوصی) انجام شده است. تحقیقات تجربی اولیه در مورد عرضه عمومی اولیه نشان می‌دهد که استفاده از روش مزایده به دلیل مشخص نبودن امکان فروش در قیمت تعیین شده به سرمایه‌گذاران، منجر به تعیین قیمت کمتری نسبت به روش ثبت سفارش خرید سهام می‌شود (بیرلین، ۲۰۰۰، کانکو و پتوای، ۲۰۰۱، درین و ماک، ۲۰۰۰). اما تحقیقات انجام شده توسط کاستونا و اسمیت (۲۰۰۱) و چاین (۲۰۰۱) نتیجه‌گیری مذکور را برای ژاپن و فرانسه نشان نداد. بنا بر پژوهش‌های انجام شده، کشورهای محدودی به صورت منظم و آزاد از روش مزایده نسبت به سایر روش‌های IPO (مانند تعهدپذیرمنویسی) استفاده کرده‌اند. اما هنوز در کشورهایی مانند اسرائیل و تایوان به دلیل این که استفاده از روش ثبت سفارش خرید سهام دارای محدودیت‌هایی است، از مزایده به عنوان روش موقدماتی IPO استفاده می‌شود. کشورهایی نظیر ژاپن، فرانسه و آرژانتین نیز زمانی که روش ثبت سفارش خرید سهام به عنوان روشی بدون محدودیت معرفی گردید، به تدریج استفاده از روش مزایده را محدود کردند (هر چند که هم اکنون نیز روش مزایده، بعضی مواقع در کشور فرانسه به خصوص در بازارهای غیرمتشکل آن به کار می‌رود). در بعضی کشورها مانند ایتالیا، پرتغال، سنگاپور، سوئیس و انگلستان استفاده از روش auction رایج‌تر است و استفاده از روش مقابل به صورت محلی انجام می‌شود. بنابراین ورود سریع روش ثبت سفارش خرید سهام از اوایل دهه ۹۰ آغاز شد. عدم استفاده از روش مزایده به علت وجود روش ثبت سفارش خرید سهام نیست، چرا که هر کدام از روش‌های مذکور دارای شرایط کاربرد و نیز ساز و کار تقریباً متفاوتی است. به صورت کلی استفاده از روش مزایده در سطح ملی و بین‌المللی منوط به دو گونه عرضه عمومی می‌گردد:

- قیمت ثابت (fixed price)

- قیمت باز یا عرضه جهانی

سؤالی که مطرح می‌شود این است که، چرا به علت عمومیت گسترده روش مزایده در بعضی مناطق و استفاده بیش از حد آن نسبت به روش ثبت سفارش خرید سهام در دهه ۹۰، برای اکثر شرکت‌های سهامی عام عمومیت چندلانی پیدا نکرده است؟ و این که چه مزیت‌های مبهم و



به نظر می‌رسد که در هر دو روش، درآمدهای مورد انتظار با هم برابر باشند. اما شباهت‌های ظاهری این دو روش، دو تفاوت کلیدی آنها را می‌پوشاند

پیچیده‌ای در روش ثبت سفارش خرید سهام (که عملاً در خارج از آمریکای شمالی قبل از ۱۹۹۰ وجود نداشته است) برای جهانی کردن این روش وجود دارد؟

به نظر می‌رسد که در هر دو روش، درآمدهای مورد انتظار با هم برابر باشند. اما شباهت‌های ظاهری این دو روش، دو تفاوت کلیدی آن‌ها را می‌پوشاند: نخست، منتشرکننده / کارگزار متعهد پذیره نویسی از طریق روش ثبت سفارش خرید سهام نظارت قابل ملاحظه‌ای بر کسب اطلاعات دارد، اما در روش مزایده این نظارت یا وجود ندارد و یا این که ضعیف است. دلیل این امر معمولاً به قیمت‌گذاری پایین روش ثبت سفارش خرید سهام نسبت به مزایده برمی‌گردد.^۵

نتیجه این امر، تشویق سرمایه‌گذاران به دقت بیشتر در ارزیابی سهام منتشره و در کل صحت بیشتر قیمت سهام منتشره است. بنابراین واضح است که روش قیمت‌گذاری و عرضه ثبت سفارش خرید سهام فرآیندی دو طرفه و دو سویه در جهت کسب اطلاعات است. بنابراین قیمت تعیین شده‌هایی و کمیت عرضه‌های IPO به میزان کیفیت پاسخ‌های به‌دست آمده در طی فرآیند ثبت سفارش خرید سهام وابسته است. در حالی که روش ثبت سفارش خرید سهام انعطاف بیشتری به منتشرکننده می‌دهد، در روش مزایده خریدار و فروشنده روابط مستمری با هم دارند و مشارکت کنندگان بالقوه بعضی مواقع مجموعه اطلاعات را با هم دریافت می‌کنند. (کرنلی و گلدریچ، ۲۰۰۱) برای منتشرکننده با ترجیحات قوی نسبت به صحت قیمت، روش auction ممکن است به ارزیابی محدود و در نتیجه عدم اطمینان بالا منجر شود. به عبارت دیگر، برای منتشرکننده‌ای که هدف اولیه آن حداقل کردن قیمت‌گذاری محدود (under pricing) است، استفاده از روش مزایده منجر به صرف منابع زیاد برای ارزیابی خواهد شد. در مجموع علت عدم رغبت منتشرکنندگان به استفاده از روش مزایده آن است که در واقع این روش بجز مواردی استثنایی منجر به ارزیابی خیلی بالا یا خیلی پایین سهام می‌شود این در حالی است که روش ثبت سفارش خرید سهام دارای خصوصیت مشتری‌مداری بیشتری است.

دومین تفاوت بین دو روش ثبت سفارش خرید سهام و مزایده این است که تعداد سهام مورد انتظار برای فروش در روش اول بیشتر است. به علت این که در روش مزایده احتمال سهام در

حال پذیره‌نویسی^۶ بیشتر می‌باشد. با استفاده از روش ثبت سفارش خرید سهام می‌توان تعداد سرمایه‌گذارانی که تمایل به مشارکت دارند را مشخص کرده و حضور آن‌ها را ضمانت کرد. با استفاده از روش مزایده، منتشرکننده سهام به سادگی می‌تواند قیمت‌نگهداری سهام و نیز قیمت مورد انتظار را برای مشاهده آنچه اتفاق می‌افتد را با هم تطبیق دهد. هر چند که هزینه کسب اطلاعات در روش ثبت سفارش خرید سهام بیشتر است اما به علت میانگین فروش بیشتر نسبت به روش مزایده، درآمد مورد انتظار IPO در روش مذکور بیشتر می‌باشد. (جنکینسون و ویلهلم، ۲۰۰۰)

بنابراین متوجه می‌شویم که در جواب سؤال مورد بررسی، مخاطره آمیز بودن روش مزایده در جذب منابع کافی، علت اصلی عدم عمومیت آن است. همچنین روش ثبت سفارش خرید سهام، ضمن مجاز دانستن کارگزار متعهد پذیره نویسی در جهت هماهنگ کردن سرمایه‌گذاران همگن و غیر همگن، اطمینان می‌دهد که سرمایه‌گذاران نهادی کافی برای مشارکت و دقت نظر در انتشار سهام وجود خواهد داشت. (کاما، ۱۹۹۱)

مقوله سرمایه‌گذاری در عرضه اولیه‌ای که با استفاده از روش ثبت سفارش خرید سهام انجام



در حالی که روش ثبت سفارش خرید سهام انعطاف بیشتری به منتشرکننده می‌دهد، در روش مزایده خریدار و فروشنده روابط مستمری با هم دارند و مشارکت کنندگان بالقوه بعضی مواقع مجموعه اطلاعات را با هم دریافت می‌کنند

شده باشد. به علت کاهش مخاطره ناتوانی بازار در جذب سرمایه‌گذار و عدم رغبت سرمایه‌گذاران، حتی علی‌رغم هزینه قیمت‌گذاری محدود (under pricing) بیشتر نسبت به روش مزایده، برای کارآفرینان جذاب می‌باشد. اما استفاده از روش مزایده نیز در شرایطی دارای مزیت می‌باشد. از دیدگاه جمع‌آوری اطلاعات، زمانی که مشارکت کنندگان دارای اطلاعات مناسبی از شرکت منتشرکننده باشند، استفاده از روش مزایده احتمالاً بهینه‌تر است. تجربه نشان می‌دهد که در اکثر برنامه‌های خصوصی‌سازی از روش استفاده شده است. هم‌چنین شرکت‌های بزرگ با مشتریان

6 under subscriptions

پراکنده، کارمند محور و در کل برای شرکت‌ها و صنایعی که تشکل مناسبی دارند، از این روش استفاده شده است.

«جانگ و یست»، «جنکینسون و ویلهلم» (۲۰۰۰)، اطلاعات مربوط به روش ثبت سفارش خرید سهام و عرضه‌های عمومی اولیه را برای تعداد زیادی از شرکت‌ها مورد مقایسه قرار دارند.

نتایج تحقیق آنان نشان می‌دهد که استفاده از روش ثبت سفارش خرید سهام نسبت به عرضه عمومی دارای هزینه بیشتری است و این که روش مذکور نمی‌تواند قیمت‌گذاری محدود را کاهش دهد.

استفاده معمول از روش ثبت سفارش خرید سهام در کشورهای نظیر آمریکا از بانک‌ها و سرمایه‌گذاران نهادی شروع شده. بیایس و فاگرون-کروزت (۲۰۰۲) نشان دادند که قیمت یکسان dirty auction از وجود اطلاعات پنهان در میان سرمایه‌گذاران بالقوه جلوگیری کرده و می‌تواند به صورت واقعی اطلاعات را از سرمایه‌گذاران به روش‌هایی مانند ثبت سفارش خرید سهام آشکار و واضح کند.

پارلور و راجان (۲۰۰۲) هم چنین نشان می‌دهند که شباهت‌های زیادی بین dirty auction و ثبت سفارش خرید سهام وجود دارد. آن‌ها بیان می‌کنند که با استفاده از روش کارگزاران متعهد پذیره نویسی مطابق قوانینی متنوع اجازه دارند که مشارکت کنندگان در طرح‌ها را از هم تفکیک کنند.

توصیف روش‌های IPO

به طور کلی سه روش عمده جهانی در عرضه عمومی اولیه (IPO) وجود دارد: الف- عرضه عمومی (قیمت ثابت (fixed price) یا عرضه جهانی)

در این روش، قیمت عرضه ابتدا تعیین می‌شود و سپس از سرمایه‌گذارانی که نوعاً در قسمتی یا کل سهام سفارش داده شده مشارکت دارند، سفارشات را دریافت می‌کنند.

ب- روش مزایده‌ای (Tender)

ج- ثبت سفارش خرید سهام که در آن کارگزاران متعهد پذیره نویسی مراحل road shows را انجام داده و سپس سفارشات غیر پیشنهادی (مزایده‌ای) را قبل از تعیین قیمت عرضه از سرمایه‌گذاران

۷. معنی اصطلاحی آن برداشتن چیزی روی میز می‌باشد یعنی مزایده‌ای که در آن قیمت انتخاب شده کمتر از قیمت تعیین شده بازار است. این روش در استرالیا، بلغارستان، فنلاند، فرانسه، مجارستان، نیوزیلند، انگلیس و آمریکا استفاده می‌شود.



با استفاده از روش مزایده، منتشرکننده سهام به سادگی می‌تواند قیمت‌نگهداری سهام و نیز قیمت مورد انتظار را برای مشاهده آنچه اتفاق می‌افتد را با هم تطبیق دهد

دریافت می نمایند.

در آمریکا، دومین روش عمده، حلاکت تلاش (Best effort) است که دارای شباهت‌های قابل توجهی با روش عرضه عمومی است. تفاوت عمده روش Best effort با روش‌های دیگر آن است که در آن، تعداد سهامی که منتشر می‌شود ممکن است متغیر باشد و نیز دوره سفارش تعیین نمی‌شود (در واقع پایان زمان سفارش هنگامی است که سفارشات به طور کامل دریافت شوند و یا این که منتشر کننده آنرا لغو نماید).

با استفاده از روش ثبت سفارش خرید سهام، کارگزار متعهد پذیره نویسی نظارت قابل توجهی روی تخصیص و درخواست‌ها داشته و عملاً برای سرمایه‌گذاران منظم و سرمایه‌گذارانی که قدرت کسب اطلاعات را دارند، مناسب می‌باشد. بنابراین تفاوت کلیدی روش ثبت سفارش خرید سهام با دیگر روش‌ها این است که روش مذکور، به کارگزاران متعهد پذیره نویسی امکان نظارت و نظارت بر تخصیصات سهام را می‌دهد. این نظارت توسط دستورالعمل‌های خاصی محدود شده است، از جمله این که کارگزاران متعهد پذیره نویسی از تخصیص سهام به کارکنان خود و یا افرادی که از نزدیک با شرکت ارتباط دارند، خودداری می‌کنند، هم‌چنین نگهداری سهام به منظور استفاده از نوسانات آتی قیمت آن‌ها ممنوع عنوان شده است. بنابراین یکی از توانایی‌های

آشکار روش ثبت سفارش خرید سهام آن است که اختصاص سهام به صورت آزاد صورت می‌گیرد.

تحت یک روش مزایده یا عرضه عمومی، کارگزاران متعهد پذیره نویسی مجازند که مراحل انجام road shows را اجرایی کنند و بنابراین توانایی پرسیدن علاقه‌مندی‌های سرمایه‌گذاران بالقوه را نیز خواهند داشت. هر چند که، بدون توانایی تخصیص به اطلاعات گسترش داده شده، روشی که کارگزاران متعهد پذیره نویسی با استفاده از آن بتوانند اطمینان سرمایه‌گذاران را نسبت به صحت اطلاعات جلب نمایند، هرگز وجود نخواهد داشت.

هم اکنون نیز بحث عرضه‌های هرمی با بخش‌های جداگانه‌ای که از روش‌های مختلف استفاده می‌شود، معمول و رایج شده است. تحقیقات نشان می‌دهد که برای اکثر عرضه‌های هرمی، روش ثبت سفارش خرید سهام برای تعیین قیمت و تخصیص سهام به سرمایه‌گذاران نهادی و خارجی استفاده شده است. این در حالی است که برای سرمایه‌گذاران خرد یعنی کسانی که در تعیین قیمت نقشی ندارند از عرضه عمومی گروهی استفاده می‌شود.

روش ثبت سفارش خرید سهام از لحاظ تاریخی، شدیدترین روند در کاربرد

روش‌های IPO مربوط به سال ۱۹۹۰ است و در آن کاربرد اصول و قواعد روش مذکور شدت دوچندانی گرفت. بررسی‌های انجام شده نشان می‌دهد که برای اولین بار در دوران «مارگارت تاچر» در انگلستان از روش ثبت سفارش خرید سهام به منظور اجرای برنامه‌های خصوصی‌سازی استفاده شد. به طور کلی، در اواخر دهه ۱۹۸۰ که بیشتر کشورهای کمونیستی اروپای شرقی در حال خصوصی‌سازی صنایع خویش بودند، حدود مرزبازارهای اوراق بهادار نیز گسترش دوچندانی یافت و زمانی که ظرفیت بازار تحمل گسترش این چنینی را نیافت، منتشرکنندگان و کارگزاران نیز با شیوه‌های عرضه سهام در آمریکا بیشتر آشنا شدند.

روش auction (مزایده)

یکی از جالب‌ترین و پرکاربردترین روش‌های عرضه سهام روش auction (مزایده) است و به منظور استفاده از آن روش‌های زیادی ابداع شده است. روش‌های مزایده از راه‌های مختلفی صورت گرفته است. اصولاً از روش‌های مزایده برای اوراق دولتی و نیز خصوصی‌سازی‌های مبتنی بر تغییر یافت مالکیتی سهام استفاده می‌شود. این در حالی است که در عرضه‌های عمومی اولیه (IPO) شرکت‌ها به ندرت از روش مزایده استفاده شده است. در بسیاری از کشورها از جمله در ایتالیا،



اصولاً از روش‌های مزایده برای اوراق دولتی و نیز خصوصی‌سازی‌های مبتنی بر تغییر یافت مالکیتی سهام استفاده می‌شود



روش Dutch auction (مزایده ایترنتی)

این روش یکی از انواع مزایده‌های باز است که کاربرد آن به قرن هفدهم بازمی‌گردد. در این روش روند حرکتی قیمت حالتی کاهنده دارد و انتخاب قیمت توسط مشارکت کنندگان در محدوده‌ای تعیین شده از طرف منتشرکننده صورت می‌گیرد. بیشترین استفاده از این روش، ابتدا، در کشور هلند به منظور فروش محصولات و گل‌ها به کار گرفته شد. رویه عرضه در این روش به صورتی است که نخست قیمتی بالا برای محصول مورد نظر تعیین می‌شود و سپس قیمت‌ها تا حدی پایین می‌آید که سرمایه‌گذار خواهان مقدار معینی از محصولات شود و سپس معاملات بعدی، مجدداً با همان روش مزایده عرضه می‌شود. اغلب روند کاهش قیمت تا حدی است که همه واحدها به فروش برسند بنابراین اگر به صورت کلی به عرضه از طریق مزایده ایترنتی توجه کنیم، این احتمال وجود خواهد داشت که واحدها با قیمت‌های کاملاً متفاوتی به فروش رفته باشند. بنابراین، مزایده متمایزی که در بالا اشاره شد نسبت به مزایده به قیمت ثابت، برای روش Dutch auction مترادف‌تر است. (کاتسونو و اسمیت، ۲۰۰۱)

در خصوص استفاده شرکت‌ها از این روش می‌توان به کشور آرژانتین اشاره نمود که در مارس ۱۹۹۲، خصوصی‌سازی در این کشور با کاربرد روش Dutch شروع شد. نوع خاصی از روش Dutch auction نیز در بعضی از کشورهای از جمله کانادا و آمریکا به عنوان روش بازگشت سهام بکار گرفته می‌شود. این روش تحت عنوان Modified Dutch auction معرفی شده است. در روش مذکور، منتشرکننده نخست تعداد سهامی که تمایل به خرید (فروش) دارد را مشخص نموده و سپس محدوده قیمتی خاصی - که از درخواست‌های مشتریان جهت باز خرید سهامشان به دست آمده است - اعلام می‌شود. به عنوان مثال شرکت گوگل در تاریخ ۱۹ آگوست سال ۲۰۰۴ با استفاده از روش مذکور توانست در محدوده قیمتی ۸۵ دلار تا ۹۵ دلار بیش از ۱۴ میلیون سهم را به فروش برساند.

در کشور شیلی از روش مزایده در معاملات اوراق

۸ مزایده به صورت قیمت بازکاره‌ننده. در واقع در این روش منتشرکننده محدوده قیمت را تا اتمام مقدار معین فروش کاهش می‌دهد.

۹ فرایند تعیین قیمت فروش و یا باز خرید بر اساس قیمت درخواستی مشتریان (مزایده کاهنده اصلاح شده)

پرتقال، سوئیس و انگلستان از سال ۱۹۸۰ استفاده از روش مزایده معمول شد. هم‌چنین در کشور سنگاپور نیز از سال ۱۹۹۰ روش مزایده برقرار شده است. اما نکته قابل توجه آن است که حتی با وجود معرفی روشی مؤثر مانند ثبت سفارش خرید سهام استفاده از روش سنتی مزایده هم‌چنان ادامه یافت و این می‌تواند حاوی پرسش و یا نکته قابل تأملی در ارتباط با مزیت‌ها و ارزیابی‌های بازار روش مذکور باشد.

در کشورهای فرانسه و ژاپن، auction برای سال‌ها مورد توجه قرار گرفت اما به صورت قابل توجهی، پس از معرفی روش ثبت سفارش خرید سهام به عنوان روشی مورد تأیید، در آن کشورها نیز گرایش به سمت استفاده از آن رو به تنزل نهاد کشور آرژانتین نیز پس از عبور بحران سال ۱۹۹۲ از روش مزایده برای عرضه اولیه عمومی سهام شرکت‌های خصوصی شده، استفاده کرد.

استفاده از روش مزایده به صورت مستمر در بعضی از کشورهای آسیای شرقی مانند تایوان صورت می‌گیرد. اعتقاد مشارکت کنندگان نسبت به شیوه‌های عرضه اولیه سهام این است که زمانی که اکثر سهام عرضه شده سهام جدید باشند، استفاده از روش ثبت سفارش خرید سهام کارآتر است.

بررسی‌ها همچنین نشان می‌دهد که اکثر کشورهایی که در دهه‌های ۱۹۸۰ و ۱۹۹۰ از روش‌های مزایده برای عرضه سهام استفاده کرده بودند، در طی چند سال آنرا کنار گذاشتند و تنها در شرایطی که محدودیت‌های قانونی برای کاربرد روش ثبت سفارش خرید سهام وجود داشته باشد، از آن استفاده می‌کنند. (شرمن، ۲۰۰۲)

در کشورهایی نظیر برزیل، ژاپن، هلند، سنگاپور، تایوان و انگلیس از مزایده‌های متمایز (پرداخت آنچه شما خواستاید) استفاده می‌شود. این در حالی است که در سایر کشورها، از جمله آرژانتین، استرالیا، برزیل، فنلاند، فرانسه، اسرائیل، نیوزیلند، نروژ، پرو، پرتقال، سنگاپور، ترکیه، انگلیس و آمریکا از مزایده به قیمت ثابت (fixed) استفاده می‌شود. بنابراین متوجه می‌شویم که در بعضی از کشورها به علت گسترده بودن بازارها، از هر دو روش استفاده می‌شود.



در مجموع علت عدم رغبت منتشر کنندگان به استفاده از روش مزایده آن است که در واقع این روش بجز مواردی استثنایی منجر به ارزیابی خیلی بالا یا خیلی پایین سهام می‌شود



بهادار (بورس) استفاده می‌شود که شبیه روش مزایده کشور انگلیس نیز است (درخواست باز و کاهش).^۱ Dirty auction (جایی که قیمت عرضه کمتر از قیمت شفاف بازار تعیین می‌شود) در کشورهای استرالیا، فنلاند، فرانسه، مجارستان، نیوزیلند، انگلیس و آمریکا در حال رایج شدن است، که سرایت مورد اخیر بیشتر در ارتباط با معاملات اینترنتی بوده است.

در مقابل روش‌های بیان شلده، شرمین (۲۰۰۰) نشان داد که استفاده از روش عرضه عمومی دارای کارایی خاصی است و روشی کم هزینه برای توزیع سهام بین سرمایه‌گذاران جزمی باشد. در این روش از هزینه‌های ثابت قابل توجهی مانند road shows (که در روش ثبت سفارش خرید سهام عمومیت دارد) اجتناب می‌شود و نیز این روش به ارتباط بلند مدت کارگزار متعهد پذیرهنویسی و سرمایه‌گذاران (بر خلاف روش ثبت سفارش خرید سهام) متکی نیست. روش عرضه عمومی برای بازارهای نسبتاً غیر فعال (مانند «باربادوس» که تنها سه عرضه اولیه در سال ۱۹۹۴، ۹ عرضه در سال ۱۹۹۵ و ۲ عرضه اولیه در سال ۱۹۹۶ داشت) دارای مزیت هزینه‌ای مناسبی است. آنچه مسلم است، انعطاف روش ثبت سفارش خرید سهام نسبت به شرایط اقتصادی متفاوت کشورها و دوره‌های زمانی مختلف می‌تواند ترجیحات هر منتشرکننده‌ای را به صورت فردی برآورده کند. مزیت دیگر این روش نسبت به روش‌های دیگر آن است که انتشاردهندگان و کارگزاران متعهد پذیرهنویسی نظارت بیشتری بر فرآیند عرضه داشته و تصمیم می‌گیرند که کدام یک از سرمایه‌گذاران مشارکت کنند. اما هنگامی که میزان اطلاعات مربوط به مؤسسه انتشاردهنده به حدی باشد که سرمایه‌گذاران بالقوه را قانع کند، مزایده تصاعدی به علت هزینه‌های ثابت پایین‌تر، منجر به دستیابی ساده‌تر به گروه سرمایه‌گذاران خواهد شد. پس این روش برای شرکت‌های بزرگ و صنایع در حال رشد دارای مزیت‌های گسترده‌ای است. از نقطه نظر قانونی نیز روش مزایده یک مجموعه فرعی از روش ثبت سفارش خرید سهام است که تحت آن منتشرکننده تحت ضوابط خاصی، قیمت‌گذاری معینی انجام می‌دهد یا در ۱۰ مزایده هرج و مرجی (مزایم‌های که باعث نزول قیمت بازار می‌شود).
۱۱ فرآیند نمایش درخواست‌ها با تفکیک قیمت و اهداف خرید، به منظور تعیین قیمت در مسیر عرضه سهام (نمایش‌های سایر بانمایش‌های در طول عرضه). این امر کنترل بر اطلاعات را بیشتر می‌کند.

نظر گرفتن نکات بالا متوجه می‌شویم که کاربرد هر کدام از روش‌های عرضه عمومی منوط به شرایطی است که در نظر گرفتن آنها می‌تواند ضمن موفق جلوه دادن عرضه سهام، باعث رونق بیشتر بازارهای سرمایه و نیز شتاب بخشیدن به حرکت خصوصی سازی گردد.

نتیجه‌گیری:

الگو برداری و اجرای صرف روش‌های کاربردی عرضه سهام که در سایر کشورها - صرف نظر از فرهنگ اقتصادی حاکم - مورد استفاده قرار می‌گیرد منجر به صلحه دیدن محتوایی و ساختاری بازار شده، ما را از اهداف مورد نظر دور می‌کند. این امر به صورت طبیعی سرانجامی به جز جراحی موقتی اقتصاد در پی نخواهد داشت. لزوم اجرای صحیح این رویه، رعایت اصل شناخت در دو بعد داخلی و خارجی است. در بعد داخلی توجه به شاخص‌هایی چون فرهنگ اقتصادی حاکم، جزئیات طرح، مواضع بازار و قوانین و مقررات جاری، دیدگاه شرکت‌ها، برنامه‌های توسعه، چشم‌اندازهای آتی اقتصادی کشور (چشم انداز ۲۰ ساله) و بازار خورهای آزمایشی پیاده نمودن طرح ضروری به نظر می‌رسد. در بعد خارجی نیز تجزیه کامل روش‌ها، نوع کاربرد، نتایج حاصله و مقایسه در اقتصادهای مشابه و متفاوت می‌تواند ما را در تحقق هدف‌های توسعه‌ای یاری دهد.

منابع:

- 1 Aggarwal, Reena, 2000, Stabilization Activities by underwriters after IPOs, journal of finance 55, 1075-1103.
- 2 Annie, Sherman, 2002, Global Trends in IPO methods: bookbuilding Vs. Auction, 1-37
- 3 Aussenegg, Wolfgang, pegaret, Pichler, and A.Storper, 2003, IPO Pricing with bookbuilding and a When-issued market, 1-54.
- 4 Benveniste, Lawrence and Paul Spindt, 1989, How Investment Bankers Determine the offer price and allocation of New Issues, journal of financial Economics 24, 343-381.
- 5 Cornelli, Francesca and David Goldreich, 2001, bookbuilding and strategic Allocation, journal of finance 56, 2337-2389.
- 6 Carter, R.B. S. Manaster, 1990, Initial public offerings and underwriter reputation, journal of finance 45, 1045-1067.
- 7 Darlen, Francois and Kent L. Wornack, 2003, Auctions Vs. bookbuilding and The control of Underpricing in hot IPO markets, Review of financial studies 16, 31-62

اعتقاد

مشارکت کنندگان نسبت به شیوه‌های عرضه اولیه سهام این است که زمانی که اکثر سهام عرضه شده سهام جدید باشند، استفاده از روش ثبت سفارش خرید سهام کارا تر است