

پژوهشگاه علوم انسانی و مطالعات فرهنگی

رتال جامع علوم انسانی

چکیده

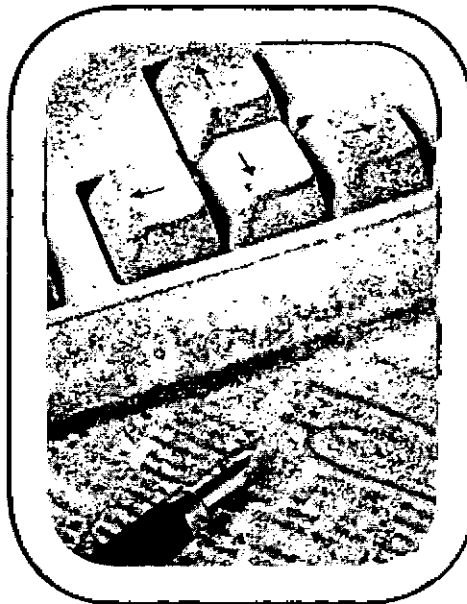
ما در این مقاله به بررسی عرضه اولیه سهام می‌پردازیم. بنگاه‌های اقتصادی در هنگام ورود به بورس اوراق بهادار با مشکلات و ناطمینانی‌های متعددی مواجه هستند که همه این عوامل باعث شده است فرآیند عرضه عمومی اولیه از سوی آن‌ها فرآیندی پر مخاطره تلقی شود.

در اکثر عرضه‌های اولیه بنگاه انتشار دهند، قیمت عرضه سهام را پایین‌تر از قیمت بازار آن تعیین می‌کنند که ما این پدیده را ارزان‌فروشی نام‌گذاری کرده‌ایم. برخی از فرضیات توضیح دهنده پدیده ارزان‌فروشی عبارت است از: ترس از خرید آسان، فرضیه بازخور بازار، فرضیه چشم‌وهم‌چشمی و فرضیه اجتناب

عرضه اولیه سهام

پدیده ارزان‌فروشی سهام و فرضیات مرتبط با آن

محسن دستگیر
دانشیار دانشگاه شهید چمران
مهدی علیخانی‌یوانی
کارشناس ارشد



فراوان همین عامل باعث می شود تا سرمایه گذاران اولیه (قبل از عرضه) نسبت به سرمایه گذاران بعدی در هنگام عرضه سهام دارای اطلاعات بیشتر و مهم تری در مورد وضعیت

مقدمه
عرضه اولیه موقعی رخ می دهد که بنگاه اقتصادی برای اولین بار اوراق بهاداری را به عموم مردم عرضه کند. اگر چه عرضه اولیه می تواند به صورت عرضه اولیه سهام یا اوراق بدهی باشد، ولی تاکید ما در این مقاله عرضه اولیه سهام است.

بنگاه باشند که خود سبب ایجاد عدم تقارن اطلاعات می شود. از سوی دیگر چون بنگاه های انتشار دهنده سهام، اطلاعات تاریخی کافی در مورد بازار سرمایه ندارند، مجبور هستند تا

بسیاری از بنگاه های اقتصادی فعالیت خود را با تعداد معدودی از سرمایه گذاران شروع می کنند. همین امر باعث می شود تا بازار سیالی برای سرمایه بنگاه وجود نداشته باشد. به عبارت دیگر ورود و خروج افراد سرمایه گذار به بنگاه به سختی و تا حدودی غیر ممکن می شود. در ابتدای فعالیت بنگاه شاید این مساله چندان بزرگ جلوه نکند، ولی هم زمان با رشد و بلوغ بنگاه و نیاز به سرمایه بیشتر، بیش از پیش خود را بر روی می دهد. در مقطعی از عمر بنگاه مالکان در می یابند که بهینه ترین راه برای جذب سرمایه بیشتر، عرضه

برروی اطلاعاتی تکیه کنند که به طور معمول نامربوط هستند. به دلیل وجود همین عامل بسیاری از بنگاه ها عرضه اولیه سهام را یک فرآیند پر مخاطره یا پراسترس تلقی می کنند. از دیگر مشکلات مرتبط با عرضه اولیه سهام چگونگی رفتار مدیریت و شرایط بازار در هنگام عرضه است. چون عرضه اولیه در مدت زمان محدودی انجام می گیرد، حوادثی که طی آن مدت رخ می دهد به

سهم از طریق بورس اوراق بهادار به عموم مردم است. هنگامی که سرمایه بنگاه (که در این حالت به صورت سهام در آمده است) به صورت عمومی مبادله شود، بنگاه می تواند با شرایط بهتری نسبت به موقعی که تنها از تعداد معدودی سرمایه گذار تشکیل شده بود، اقدام به اخذ وام یا تهیه سرمایه (از طریق انتشار سهام) کند.

سرعت بروی عرضه تاثیر می گذارد. اگر در موقع عرضه شرایط بازار نامساعد باشد یا رفتار مدیریت مناسب نباشد. ممکن است بنگاه کم تر از ارزش واقعی بر آورد و مجبور شود سهام را به قیمتی پایین تر از قیمت واقعی آن بفروشد و یا حتی عرضه سهام را تا مساعد شدن شرایط به تعویق بیندازد.

در مقطعی از عمر بنگاه مالکان در می یابند که بهینه ترین راه برای جذب سرمایه بیشتر، عرضه سهام از طریق بورس اوراق بهادار به عموم مردم است

در مقابل این منافع، عرضه عمومی اولیه (ورود به بورس اوراق بهادار) دارای مخارج و محدودیت هایی نیز می باشد. از مهم ترین آن ها می توان به هزینه تهیه اطلاعات طبق قوانین بورس اوراق بهادار اشاره کرد. دیگر هزینه ها شامل هزینه حسابرسی بنگاه و ارایه صورت های مالی حسابرسی شده و هزینه های پذیره نویسی و صدور سهام است.

در آمریکا برای عرضه اولیه سهام اجازه کمیسیون بورس اوراق بهادار (SEC) لازم است. عرضه ها طبق قانون ۱۹۳۳ کمیسیون اجرا می شوند، اما بسته به نوع صنعتی که بنگاه در آن فعالیت می کند اجرای قوانین خاصی الزامی می شوند. کمیسیون بورس اوراق بهادار آمریکا قوانین صریحی در مورد افشای کلیه اطلاعات مربوط به بنگاه که برای سرمایه گذار مفید است وضع کرده است، ولی صحبتی در مورد تعیین قیمت مناسب برای عرضه اولیه سهام به میان نیاورده و این بخش را به بازار سپرده است.^۱

برای ورود به فرآیند عرضه اولیه، بنگاه باید صورت های مالی سه سال قبل از تاریخ عرضه را به تأیید یکی از حسابرسان مستقل کمیسیون برساند. بعد از رسیدگی صورت های مالی توسط حسابرس مستقل، بنگاه انتشار دهنده سهام یک بانک سرمایه گذار^۲ (یا یک پذیره نویس^۳) را برای تعیین قیمت، میزان و زمان عرضه سهام به کمک می طلبد.^۴ بانک

عرضه اولیه سهام
طی سال های ۱۹۸۰ تا ۲۰۰۱ تعداد بنگاه هایی که در کشور آمریکا عرضه اولیه داشتند فراتر از یک شرکت به ازای هر روز کاری شد. اما میزان عرضه ها، از سالی به سال دیگر تغییر می کرد. در برخی سال ها کم تر از ۱۰۰ عرضه و در برخی دیگر بیش از ۴۰۰ عرضه اولیه مشاهده شد. در طی همین دوره در پایان روز اول مبادله به طور میانگین سهام به میزان ۱۸۸ درصد بالاتر از قیمتی که بنگاه سهام را عرضه کرده بود، مبادله شدند.

در مقابل این منافع، عرضه عمومی اولیه (ورود به بورس اوراق بهادار) دارای مخارج و محدودیت هایی نیز می باشد. از مهم ترین آن ها می توان به هزینه تهیه اطلاعات طبق قوانین بورس اوراق بهادار اشاره کرد. دیگر هزینه ها شامل هزینه حسابرسی بنگاه و ارایه صورت های مالی حسابرسی شده و هزینه های پذیره نویسی و صدور سهام است.

۱ - بسیاری از قوانین مرتبط با اوراق بهادار در گذشته سعی داشتند تا از انتشار سهمی که به طور مناسب قیمت گذاری نشده اند جلوگیری کنند (قوانین قیمت گذاری منصفانه Blue sky). اما قانون اصلاح بازار سال ۱۹۶۶ صحبتی در مورد قیمت گذاری مناسب برای سهام NASDAQ, NYSE, AMEX به میان نیاورده است.

۲ - Investment bank
۳ - Underwriting
۴ - در ایران در اکثر موارد کارگزاران بورس عرضه های اولیه سهام را بر عهده داشته اند.



عرضه کنندگان اولیه نسبت به شرایط بازار حساس هستند این گونه عرضه‌ها برای بنگاه فرآیندی پرسریک و پراسترس تلقی می‌شود. بسیاری از بنگاه‌های اقتصادی در آمریکا تنها چند ماه پس از شروع عرضه به دلیل عدم تقاضای کافی برای سهام در نتیجه افت عمومی بازار، مجبور به لغو فرآیند عرضه شدند. هم‌چنین به علت این که بیشتر عرضه‌ها با قیمتی بین ۱۰ تا ۲۰ دلار به ازای هر سهم انجام می‌شوند، شرکت‌ها بعد از انجام عرضه برای رسیدن به دامنه قیمت مورد نظر خود دست به تجزیه سهام یا تجزیه معکوس سهام می‌زنند.

ارزان‌فروشی سهام^۲

مهم‌ترین و البته جالب‌ترین پدیده در مورد عرضه‌های اولیه سهام ارزان‌فروشی است. ارزان‌فروشی به حالتی اطلاق می‌شود که در آن بانک سرمایه‌گذار (یا به عبارت بهتر بنگاه انتشاردهنده سهام) قیمت عرضه سهام را به‌طور تعجب‌آوری بسیار پایین‌تر از قیمت بازار آن تعیین می‌کند؛ به طوری که سرمایه‌گذاران نخستین (کسانی که سهام را از طریق پذیرهنویسی و به‌طور مستقیم از بانک سرمایه‌گذار دریافت کرده‌اند) تنها از مبادله سهام در روز اول خریداری آن بازده قابل توجهی به دست می‌آورند. میزان ارزان‌فروشی یا بازده سرمایه‌گذاری در روز اول از تفاوت

این بر گه بانک سرمایه‌گذار به همراه بنگاه اقدام به بازاریابی برای سهام می‌کنند. در این بازاریابی بنگاه و بانک با سرمایه‌گذاران بالقوه به خصوص صندوق‌های سرمایه‌گذاری جلسات حضوری متعددی می‌گذارند و در مورد وضعیت بنگاه، قیمت احتمالی عرضه و میزان سهامی که خریداران حاضر به خرید آن هستند بحث و مجادله انجام می‌دهند.

ارزش‌گذاری عرضه‌های

اولیه سهام

قیمت‌گذاری عرضه‌های اولیه از لحاظ نظری تفاوتی با قیمت‌گذاری عرضه‌های دیگر ندارد. عادی‌ترین رویکرد همان تنزیل جریان‌های نقدی آتی یا مدل قیمت‌گذاری دارایی‌های سرمایه‌ای است؛ اما نباید از روش تجزیه و تحلیل اطلاعات شرکت‌های مشابه نیز به‌راحتی گذشت. در عمل به دلیل این که عرضه‌های عمومی اولیه عموماً توسط بنگاه‌های جوان (یا میانگین سنی حدود هفت سال) انجام می‌شود، اطلاعات تاریخی بسیار کمی برای استفاده در پیش‌بینی جریان‌های نقدی آن وجود دارد. همین امر باعث شده است که بیشتر ارزش‌شنایی بازار مبتنی بر روش شرکت‌های مشابه باشد. همان‌طور که قبلاً اشاره شد به دلیل این که

سرمایه‌گذار در مورد بنگاه یک تحقیق مقدماتی انجام می‌دهد و پس از بررسی دقیق شرایط بنگاه اسناد مورد نیاز کمیسیون و هم‌چنین آگهی رسمی انتشار سهام را تهیه و تنظیم می‌کند. به خاطر این که بانک‌های سرمایه‌گذار (پذیره‌نویسان)

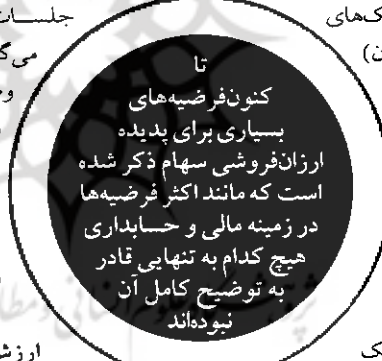
به ندرت بر روی قیمت عرضه سهام به رقابت می‌پردازند، بنگاه انتشاردهنده سهام بانک سرمایه‌گذار را بر حسب تجربه خود و هم‌چنین تعداد عرضه‌های اولیه‌ای که بانک

سرمایه‌گذار در گذشته در صنعتی خاص انجام داده است، انتخاب می‌کند.

بعد از انتخاب بانک سرمایه‌گذار یک برگه آگهی اولیه منتشر می‌شود. هم‌زمان با انتشار

۵ - در هنگام عرضه اولیه بنگاه سهام خود را به قیمت مشخصی به بانک واگذار می‌کند بانک سرمایه‌گذار مسئول عرضه سهام به عموم مردم در قبال حق الزحمه معینی می‌گردد. بانک علاوه بر دریافت حق الزحمه ممکن است سهام را به قیمتی بیش از آنچه که به بنگاه پرداخته است بفروشد و از ما به تفاوت آن نفع ببرد. اگر تقاضای کافی برای سهام وجود نداشته باشد بانک باید سهام را کمتر از قیمتی که بنگاه برای آن پرداخت کرده است بفروشد، یا آن سهام را پیش خود نگه دارد.

6- Preliminary prospectus



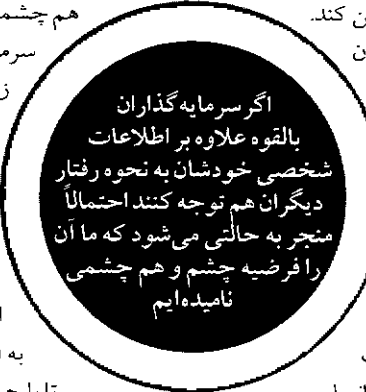
بین قیمت بسته شدن سهام در روز اول مبادله با قیمت عرضه سهام بخش بر قیمت عرضه به دست می آید. به طور میانگین، این کسر در همه کشورها مثبت گزارش شده است. در برخی کشورها میزان ارزان فروشی گاهی به رقمی معادل ۳۸۸ درصد هم رسید.

* استول و کورلی^۸ در سال ۱۹۷۰ برای اولین بار پدیده ارزان فروشی را گزارش کردند. در

سرمایه گذاران مطلع از اوضاع شرکت و بازار خواهان این سهام نیستند، او توانسته به آسانی آن را به دست آورد. همین ترس از خرید آسان موجب می شود که بنگاه سهام خود را بسیار پایین تر از قیمت بازار تعیین کند.

هم چشمی در بازار باشد. اگر سرمایه گذاران بالقوه علاوه بر اطلاعات شخصی خودشان به نحوه رفتار دیگران هم توجه کنند احتمالاً منجر به حالتی می شود که ما آن را فرضیه چشم و هم چشمی نامیده ایم. اگر یک سرمایه گذار ببیند که افراد

در این حالت سرمایه گذاران با اطلاعات کم علی رغم ترس از خرید آسان به



زیادی از سهم خاصی خرید می کنند ممکن است او هم به دنبال سایرین اقدام به خرید سهام مربوط کند. برای استفاده از این پدیده بنگاه ها اقدام به ارزان فروشی می کنند تا با جذب گروه بزرگی از سرمایه گذاران بالقوه در همان اوائل عرضه، دیگر سرمایه گذاران را هم وادار به خرید سهام خود کنند.

علت ارزان فروشی بسیار زیاد سهام اقدام به خرید سهام می کنند. تحقیقات بسیاری در مورد این فرضیه انجام شد ولی این پایان راه نبود.

فرضیه بازخورد بازار

گاهی اوقات اتفاق می افتد که بانک سرمایه گذار (پذیرهنویس) پس از بررسی های فراوان قادر به استخراج منحنی تقاضای بازار برای سهام خود نمی شوند. بانک سرمایه گذار برای این که سرمایه گذاران را وادار به انتشار اطلاعات خوبی در مورد بنگاه کند دست به ارزان فروشی می زند. طبق این فرضیه هر گاه سرمایه گذاران (با به طور کلی بازار) اطلاعات خوبی را در مورد شرکت منتشر کنند بانک سرمایه گذار اقدام به ارزان فروشی بیشتر می کند.^{۱۰}

فرضیه چشم و هم چشمی

عرضه اولیه سهام می تواند ناشی از چشم و

۱۰ - لازم به ذکر است که ارزان فروشی الزاماً به معنی تعیین قیمت عرضه پایین تر برای سهام نیست. لغت ارزان فروشی یک مقدار معینی را اندازه گیری می کند. ممکن است قیمت عرضه سهام الف از قیمت عرضه سهام ب بالاتر باشد ولی سهام گراتر، بیشتر ارزان فروشی شود. در این حالت قیمت عرضه الف نسبت به قیمت بازار آن کمتر از قیمت عرضه ب به قیمت بازار آن است. وقتی اطلاعات خوبی در مورد بنگاه توسط بازار انتشار یابد قیمت پیش بینی شده بازار برای آن سهم بالا می رود. در این حالت بانک سرمایه گذار هم قیمت عرضه سهام را بالا می برد ولی درصد افزایش قیمت عرضه توسط بانک سرمایه گذار کمتر از درصد افزایش قیمت پیش بینی شده بازار برای سهام است که منجر به ارزان فروشی می شود. از طرف دیگر اگر بازار اخباری را در مورد بنگاه منتشر کند قیمت عرضه سهام پایین آورده می شود که این درصد کاهش قیمت کمتر از درصد کاهش قیمت پیش بینی شده بازار برای آن سهم است که این کاهش منجر به ارزان فروشی کمتر می شود.

نمونه ای شامل ۶۲۴۹ عرضه اولیه در آمریکا طی سال های ۱۹۸۰ تا ۲۰۰۰ میزان ارزان فروشی به مقدار قابل توجه ۶۵ درصد رسیده بود. در تحقیق مشابه دیگری میزان ارزان فروشی در نمونه ای متشکل از ۹۷۳ عرضه اولیه سهام در هفت کشور اروپایی آلمان، فرانسه، ایتالیا، هلند، اسپانیا، سوئیس و سوئد طی سال های ۱۹۸۸ تا ۱۹۹۸، ۱۶/۵ درصد اندازه گیری شد.

فرضیه های توضیح دهنده ارزان فروشی سهام

تا کنون فرضیه های بسیاری برای پدیده ارزان فروشی سهام ذکر شده است که مانند اکثر فرضیه ها در زمینه مالی و حسابداری هیچ کدام به تنهایی قادر به توضیح کامل آن نبوده اند. در برخی دوره های زمانی یک فرضیه با درصد احتمال بالاتری توضیح دهنده این پدیده است و در دوره های دیگر ممکن است همان فرضیه تنها توضیح دهنده بخش اندکی از آن باشد. در زیر برخی از مهم ترین فرضیه های مرتبط با ارزان فروشی را توضیح داده ایم.

ترس از خرید آسان

یک علت مهم برای ارزان فروشی سهام ترس از خرید آسان است. چون در عرضه های اولیه تعداد ثابتی سهام با قیمت مشخص عرضه می شود، اگر تقاضا به طور غیر عادی بالا باشد در خرید سهام سهمیه بندی رخ می دهد. سهمیه بندی به خودی خود موجب ارزان فروشی نمی شود. حالتی را در نظر بگیرید که برخی سرمایه گذاران نسبت به برخی دیگر دارای اطلاعات بیشتر و بهتری هستند. سرمایه گذاری که اطلاعات کمی در مورد بنگاه عرضه کننده سهام دارد اگر ببیند که تمام درخواست های خرید سهام توسط او منجر به خرید سهام می شود ممکن است با خود فکر کند که چون

فرضیه اجتناب دعوی حقوقی

طبق قانون ۱۹۳۳ اوراق بهادار آمریکا، تمامی افراد درگیر با عرضه اولیه سهام نسبت به حذف یا عدم ارائه اطلاعات مفید برای سرمایه گذاری در متن برگه آگهی عرضه سهام مسئول هستند. یک راه کم کردن دعوی حقوقی ارزان فروشی است، چون در این حالت با احتمال کم تری قیمت بازار در ماه های پس از عرضه به زیر قیمت عرضه خواهد رسید. بنابراین ممکن است شرکت ها برای جلوگیری از دعوی حقوقی مبادرت به ارزان فروشی کنند، اما علاوه بر این کشورهایی که قوانین عرضه های اولیه در آن ها وضع نشده است یا اگر هم وجود دارند در عمل اجرا نمی شوند باز هم پدیده ارزان فروشی را گزارش کرده اند.^{۱۱}

منابع:

- 1- Ritter J.R. (1991), "The Long-run Performance of Initial Public Offering", Journal of Finance, Vol. 46, NO. 1, pp. 3-27.
- 2- Ritter, J.R. (1998), "Initial Public Offering", Contemporary Finance Digest, 2, pp. 5-30.
- 3- Ritter, J.R. & Welch, I. (2002), "A review of IPO Activity, Pricing, and Allocation", Journal of Finance, 57, 1795-1828.