

مقدمه

عرضه عمومی اولیه (IPO)، عرضه اوراق بهادار شرکت به عموم برای اولین بار و بدون سابقه قبلی قیمت گذاری است. بررسی تحقیقات نشان می دهد که حوزه اصلی مطالعات در زمینه IPO، ارزیابی کارایی روش های مختلف قیمت گذاری و تخصیص سهام در عرضه های عمومی است. روش های مختلفی وجود دارد که شرکت می تواند برای عرضه عمومی اوراق بهادار خود از آن استفاده کند. سه روش متداول، روش امریکایی^۱، ثبت دفتری^۲، عرضه عمومی به روش حراج^۳ و عرضه عمومی به قیمت ثابت^۴ است. انتخاب روش عرضه عمومی بر اساس مقررات و عرف هر کشور صورت می گیرد. تحقیقات سایر کشورها نشان می دهد بیشترین روش استفاده برای عرضه عمومی، روش امریکایی یا ثبت دفتری است. البته در عصر حاضر با پیشرفت فناوری اینترنت، روش جدیدی از پذیرهنویسی نیز گسترش یافته که اجازه برخی نوآوری ها را در قیمت گذاری و نحوه تخصیص سهام را می دهد و تحت عنوان "حراج هم زمان" نامیده می شود.

با توجه به این که در روش عرضه عمومی به قیمت ثابت، ناشر تعداد سهام معینی را به قیمت مشخص و از پیش تعیین شده به فروش می رساند. در این مقاله بیش تر به معرفی دو روش دیگر، یعنی روش ثبت دفتری و روش حراج پرداخته می شود و در پایان نیز به تحقیقات انجام شده در زمینه مقایسه دو روش، مزایا و معایب هر یک از آن ها می پردازیم.

فرآیند ثبت دفتری

فرآیند عرضه عمومی اوراق بهادار با تقاضای یک شرکت برای عمومی شدن^۵ شروع می شود. معمولاً ناشر این فرآیند را با کمک پذیرهنویس اصلی^۶ خود که شرکت تأمین سرمایه است تدوین می کند. هم چنین پذیرهنویس از یک مشاور حقوقی که اسناد را تنظیم و یک حسابرس برای حصول اطمینان از این که حساب های شرکت منطبق با استانداردهای حسابداری تهیه شده



معرفی دو روش برای عرضه عمومی اولیه اوراق بهادار^۱

تهیه کننده: مهسا رادفر

(کارشناس مسئول مدیریت نظارت بر بازار اولیه)

است، استفاده می‌کند. در بسیاری موارد یک شرکت تبلیغاتی نیز به شرکت کمک می‌کند تا به سطحی از توزیع عمومی که در نظر دارد دست یابد. روابط تعریف شده و پذیرفته شده‌ای بین پذیرهنویس، مشاور حقوقی و حسابرس شرکت وجود دارد. متعهد پذیرهنویس و شرکت برای شروع، امیدنامه اولیه^۴ و بیانیه ثبت ارا به کمیسیون بورس اوراق بهادار تحویل می‌دهند. این بیانیه شامل محدوده اولیه قیمت نیز می‌باشد. کمیسیون بورس اوراق بهادار و انجمن ملی کارگزاران اوراق بهادار، امیدنامه اولیه و سایر مدارک تکمیلی را برای حصول اطمینان از صحت، رفع نواقص و عدم وجود اشتباه بررسی می‌کنند.

معمولاً عرضه عمومی اولیه اوراق بهادار، خیلی وسیع‌تر از حدی است که یک شرکت تأمین سرمایه بتواند به تنهایی آن را انجام دهد. بنابراین پذیرهنویس اصلی با مجموعه‌ای از سایر پذیرهنویسان تشکیل یک اتحادیه^۵ را می‌دهند. دو هدف برای این کار متصور است. اول این که اتحادیه مخاطره پذیرهنویس را کاهش می‌دهد و دوم این که اتحادیه کمک می‌کند سهام بین سهام‌داران بیش‌تری توزیع شود. هر کدام از بانک‌ها در اتحادیه، سهم مشخصی از سهامی که می‌توانند بفروشند را دریافت می‌کنند. اتحادیه قراردادی را با ناشر تنظیم می‌کند که مازاد سهام پذیرهنویسی نشده را خریداری کند یا قرارداد فروش با حداکثر تلاش^۶ منعقد می‌کند، که در آن صورت اتحادیه متعهد خرید مابقی سهام فروخته نشده نمی‌باشد.

پذیرهنویس برای دستیابی به درک بهتری از تقاضای موجود برای سهم، پیشنهادها و مشروطی از مشتریان جمع‌آوری می‌کند تا منحنی تقاضای موجود برای سهم را ترسیم کند که از آن برای کشف قیمت نیز استفاده می‌کند. در این مرحله، خریداران آتی سهم هیچ تقاضای خریدی را به کارگزاران برای معامله ارائه نمی‌کنند تا زمانی که امیدنامه اولیه توسط کمیسیون بورس اوراق بهادار ثبت شود. در آن زمان، پذیرهنویس قیمت را تعیین می‌کند. هدف از این کار، تعدیل

انتظارات شرکت برای قیمت سهام با منفعت مورد انتظار سرمایه‌گذاران با پذیرش مخاطره عدم وجود سابقه قیمتی برای سهام شرکت است.

در مرحله بعدی، مدیریت شرکت و اتحادیه پذیرهنویسان وارد تبلیغات^{۱۱} و ارائه تصویری از شرکت برای سرمایه‌گذاران بالقوه می‌شوند. توانایی گروه مدیریتی شرکت در جلب نظر سرمایه‌گذاران یکی از عوامل اصلی موفق بودن عرضه عمومی است.

در پایان تبلیغات، ناشر می‌تواند امیدوار باشد که تقاضای کافی برای سهام در بازار وجود دارد. در این زمان ناشر شروع به تنظیم امیدنامه نهایی^{۱۲} می‌کند. برای این کار، ناشر در مورد قیمت عرضه و چگونگی تخصیص سهام (سهمیه‌بندی یا فروش آزاد) تصمیم‌گیری کرده و در نهایت امیدنامه نهایی برای ارائه به همه سرمایه‌گذاران بالقوه تهیه می‌شود و شامل قیمت واقعی هر سهم و تعداد سهام منتشره خواهد بود. دو روز بعد از تهیه امیدنامه نهایی، عرضه عمومی شروع می‌شود و معمولاً این کار پس از بسته شدن بازار بورس اوراق بهادار صورت می‌گیرد. اعمال سفارشات برای معامله اوراق بهادار عرضه شده در ابتدای روز بعد امکان‌پذیر است. در این مرحله، اتحادیه وجوه پذیرهنویسی را پس از کسر کارمزد به حساب بانکی شرکت واریز می‌کند.

فرآیند حراج هم‌زمان IPO

برای عرضه عمومی اولیه اوراق بهادار از طریق حراج هم‌زمان روش‌های مختلفی وجود دارد. در این‌جا نمونه‌ای که در سال ۲۰۰۴ برای عرضه اولیه توسط شرکت گوگل استفاده، ارایه می‌شود. اما باید به این که توجه داشت که برخلاف نمونه ثبت دفتری که فرآیند عرضه عمومی اولیه در آن به‌طور مشخص تعیین شده، فرآیند حراج هم‌زمان هنوز به‌درستی تدوین نشده است. مراحل اولیه عرضه عمومی به روش حراج هم‌زمان بسیار شبیه مراحل نمونه ثبت دفتری است. ناشر با همکاری پذیرهنویس،

مشاور حقوقی و حسابرس که در تنظیم امیدنامه اولیه نقش مهمی ایفا می‌کند، یک گروه IPO با وظایف مشخص تشکیل می‌دهد. بعد

از تشکیل گروه، امیدنامه اولیه تهیه می‌شود. در حراج فقط یک پذیرهنویس وجود دارد که با سایر پذیرهنویسان تشکیل یک اتحادیه الکترونیکی

را می‌دهند. وقتی امیدنامه اولیه توسط کمیسیون بورس اوراق بهادار و انجمن ملی کارگزاران تأیید شد، گروه IPO تبلیغات را شروع می‌کند. مانند روش سنتی ثبت

دفتری، سرمایه‌گذاران بسیار متنوع بوده و بنابراین دسترسی به همه سرمایه‌گذاران بالقوه کار دشواری است. برای حل این مشکل، کمیسیون

بورس اوراق بهادار با صلاح و تغییر مقررات اجازه ارسال اطلاعات اینترنتی را از سال ۱۹۹۷ داده است.

فرآیند حراج واقعی شامل پنج مرحله است: بررسی صلاحیت، انجام حراج، اتمام حراج، قیمت‌گذاری و تخصیص. در مرحله تعیین صلاحیت، امیدنامه اولیه مطابق با قوانین و مقررات برای عموم تهیه می‌شود. تمام سرمایه‌گذاران علاقمند از طریق بانک سرمایه‌گذار نسبت به دریافت کد خرید اقدام می‌کنند. با داشتن کد خرید، سرمایه‌گذاران می‌توانند سفارش خرید خود را به پذیرهنویس تعیین شده، ارائه کنند.

حراج در روزی شروع می‌شود که در امیدنامه تعیین شده است. برای خرید سهم، سرمایه‌گذاران مبلغ و تعداد سهامی که تمایل دارند بخرند تعیین می‌کنند. معمولاً

عرضه عمومی اولیه (IPO)، عرضه اوراق بهادار شرکت به عموم برای اولین بار و بدون سابقه قبلی قیمت‌گذاری است

در عصر حاضر با پیشرفت فناوری اینترنت، روش جدیدی از پذیرهنویسی نیز گسترش یافته که اجازه برخی نوآوری‌ها را در قیمت‌گذاری و نحوه تخصیص سهام را می‌دهد و تحت عنوان "حراج هم‌زمان" نامیده می‌شود

معمولاً
عرضه عمومی اولیه
 اوراق بهادار، خیلی وسیع تر از حدی است که یک شرکت تأمین سرمایه بتواند به تنهایی آن را انجام دهد. بنابراین پذیره نویسی اصلی با مجموعه‌ای از سایر پذیره نویسان تشکیل یک اتحادیه را می‌دهند

مراحل اولیه عرضه
 عمومی به روش حراج هم‌زمان بسیار شبیه مراحل نمونه ثبت دفتری است. ناشر یا همکاری پذیره نویسی، مشاور حقوقی و حسابرس که در تنظیم امیدنامه اولیه نقش مهمی ایفا می‌کند، یک گروه IPO با وظایف مشخص تشکیل می‌دهد

درخواست‌های خرید می‌تواند به قیمت کم‌تر یا بیش‌تر از محدوده قیمت تعیین شده در امیدنامه اولیه و بیانیه ثبت هم تعیین شود. همچنین خریداران می‌توانند بیش از یک سفارش داشته باشند. سفارشات از طریق اینترنت توسط سرمایه‌گذاران برای پذیره نویسی ارسال می‌شود. پذیره نویسی می‌تواند درخواست‌های تلفنی یا فاکس را نیز قبول کند. خریداران اجازه دارند تا درخواست‌های خود را تا قبل از پایان حراج حذف کنند.

برای تعیین قیمت نهایی روش‌های مختلفی وجود دارد. در آمریکا رهکرد خاصی برای تعیین قیمت نهایی عرضه وجود ندارد. به عنوان مثال شرکت گوگل، اجازه چندین تجدیدنظر در قیمت و تعداد سهام قابل عرضه را داشت.

روش حراج به‌طور مستقیم قیمت عرضه را تعیین نمی‌کند، مانند روش عرضه مشروط در نمونه ثبت دفتری، ناشر و پذیره نویسی درخواست‌های خرید را ثبت و نمودار تقاضا را ترسیم می‌کنند. ولی برخلاف روش امریکایی، خریداران، سهام مورد تقاضای خود را به قیمت تعیین شده دریافت می‌کنند.

قبل از اتمام مهلت خرید سهام، کمیسیون بورس اوراق بهادار باید قابل اجرا بودن بیانیه ثبت را تأیید کند. در مثال شرکت "گوگل"، زمان توقف حراج مشخص نشده بود و زمان اتمام

مهلت خرید، زمان تأیید کمیسیون بورس اوراق بهادار در نظر گرفته شد. به استثنای مورد "گوگل" که اجازه تعیین اتمام مهلت پذیره نویسی را داشت؛ در سایر موارد زمانی که مهلت خرید تمام می‌شود، پذیره نویسی پیام الکترونیک برای خریداران ارسال می‌کند که از این زمان به بعد خریداران امکان حذف سفارشات خود را ندارند. فرآیند قیمت‌گذاری بین شرکت‌ها متفاوت است. در حالت استاندارد عرضه عمومی به روش حراج، شرکتی که اوراق بهادار را برای اولین بار از طریق پذیره نویسی منتشر و قیمت را با نظر خودش تعیین می‌کند و سهام شرکت می‌تواند با صرف یا کسر فروخته شود.

کشف قیمت در عرضه‌های اولیه
 کشف قیمت، به‌عنوان یک روش برای تعیین قیمت کالای خاص یا اوراق بهادار، بر مبنای عرضه و تقاضای اولیه در بازار تعریف می‌شود. در هر دو روش ثبت دفتری و عرضه عمومی به روش حراج، تعیین قیمت عرضه مرحله اصلی عرضه عمومی اوراق بهادار است که تأثیر بااهمیتی بر میزان موفقیت عملکرد IPO دارد. موفقیت قیمت‌گذاری از طریق اندازه‌گیری بازده در روز اول، قابل ارزیابی است. هدف از کشف قیمت، تعیین قیمت عرضه به‌گونه‌ای است که ارزش اوراق بهادار منتشر شده توسط شرکت، ماکزیمم شود و هدف پذیره نویسی، تعیین قیمت به روشی است که بازده سرمایه‌گذاران اولیه متناسب با مخاطره عدم وجود معامله قبلی این اوراق باشد.

همان‌گونه که قبلاً اشاره شد، در روش سستی ناشر و پذیره نویسی از طریق جمع‌آوری تقاضای بازار به‌وسیله جمع‌آوری درخواست‌ها از نهادهای مالی مختلف به یک درک مناسبی از بازار تقاضا دست می‌یابد. این درخواست‌ها شامل مبلغ ریالی و تعداد سهام مورد درخواست سرمایه‌گذاران بالقوه است. با جمع‌آوری

این اطلاعات پذیره نویسی قادر خواهد بود تا قیمت‌های مختلف تقاضا را جمع‌آوری کرده و نمودار تقاضا را ترسیم کند. قیمت عرضه با روش مشخصی تعیین نمی‌شود و بیش‌تر به تفسیر متعهد پذیره نویسی از تقاضای عمومی بستگی دارد ولی به‌طور کلی قیمت در جایی تعیین می‌شود که تقاضا بیش‌تر از عرضه باشد. کشف قیمت در روش حراج نیز کاملاً مشابه روش ثبت دفتری است با این تفاوت که منحنی تقاضا شامل درخواست‌های کلیه سرمایه‌گذاران بالقوه است نه فقط سرمایه‌گذاران نهادی؛ قیمت و روش تخصیص نیز در امیدنامه درج شده است.

تخصیص
تخصیص سهام در IPO نیز حوزه‌های مختلفی از تحقیقات را به خود اختصاص داده است که با توجه به اهمیت تخصیص بی‌طرفانه مورد توجه بوده است.

بین دو روش عرضه عمومی تفاوتی در تخصیص سهام عرضه شده وجود دارد: در روش ثبت دفتری پذیره نویسی شناخت کامل در مورد اشخاصی که سهام باید به آنان تخصیص یابد دارد ولی در روش حراج، سهام بر مبنای تقاضای خرید در حوزه قیمت تعیین شده یا بالاتر و یا به‌صورت سهمیه‌بندی تخصیص می‌یابد.

تحقیقات انجام شده در این زمینه
 ۱- "کنجی و اسمیت" (۲۰۰۴) "کنجی و اسمیت" در سال ۲۰۰۴، مزایا و معایب روش‌های حراج و ثبت دفتری در عرضه‌های اولیه را در ژاپن مورد بررسی قرار دادند. دلیل انتخاب ژاپن به‌عنوان جامعه آماری این بود که تا قبل از سال ۱۹۹۷، روش حراج به‌عنوان تنها روش عرضه عمومی اولیه اوراق بهادار در ژاپن به کار می‌رفت. ولی از سال ۱۹۹۷، روش ثبت دفتری به‌عنوان یک روش قانونی برای عمومی شدن شناخته شد. در این تحقیق، "کنجی و اسمیت" با استفاده

(Endnotes)

- 1 - Initial public offering (IPO)
- 2 - Book Building
- 3 - IPO Auction
- 4 - Fixed priced offering
- 5 - Going Public
- 6 - Lead underwriter
- 7 - Preliminary Prospectus
- 8 - Registration statements
- 9 - NASD
- 10 - Syndicate
- 11 - Best effort
- 12 - Road show
- 13 - Final statement
- 14 - Kenji Kutsuma and Richard Smith (2006), "Why Does Book Building Drive out Auction Methods of IPO Issuance?", Evidence from Japan, The Review of financial studies, no.4
- 15 - Sherman E. Ann, Ravi Jagannathan (2005), "Why Do IPO Auction Fail?", working paper university of notre dame.
- 16 - Kaneko Takashi and Pett way Richard (2003), "Auction versus Book Building Of Japanese IPOs", pacific basin financial journal 11, pp.439-462
- 17 - Biasis Bruno (2002), "IPO Auctions: English Dutch, ... French and Internet", journal of finance Intermediation 1, pp. 9-36

کانکو و پتوی^{۱۴} این فرضیه را مطرح کردند که روش ثبت دفتری ساز و کار بهتری برای انتشار اوراق بهادار شرکتها نسبت به روش حراج فراهم می کند همانند کنجی و اسمیت، این افراد نیز بازار ژاپن را برای آزمون این فرضیه انتخاب کردند. تحقیق کانکو و پتوی به سه قسمت تقسیم می شد. اول تجزیه و تحلیل آماری که در آن به این نتیجه رسیدند که روش ثبت دفتری بازده اولیه بیش تری نسبت به روش حراج دارد. در قسمت بعدی قیمت گذاری در روش حراج و ثبت دفتری به طور مجزا از طریق رگرسیون مورد تجزیه و تحلیل قرار گرفت. در این بخش هفت متغیر مستقل با متغیرهای وابسته مؤثر در قیمت گذاری آزمون شدند. در بررسی روش حراج مشخص شد که نوسانات شاخص بازده روزانه یک ماه قبل از حراج تأثیر بااهمیتی بر قیمت گذاری IPO داشته است. زمانی که رگرسیون مشابهی روی روش ثبت دفتری آزمون شد، مشخص شد که تغییرات سه ماه قبل شاخص بازده روزانه بر قیمت عرضه تأثیر معناداری داشته است. در بخش سوم، تجزیه و تحلیل رگرسیون روی هر دو گروه داده ها انجام شد، نتیجه نشان می داد که کم قیمت گذاشتن در روش ثبت دفتری بیش تر از روش حراج صورت گرفته است.

از هزینه های انتشار به صورت درصدی از کل مبلغ عرضه برای ارزیابی روش های مختلف عرضه استفاده کردند. داده های آنها شامل ۴۸۴ عرضه عمومی اولیه بود که در بازارهای JASDAQ یا JASDAQ-OTC در طول پنج سال از ۱۹۹۵ تا ۱۹۹۹ انجام شده بود و شامل ۳۲۱ عرضه به روش حراج و ۱۶۳ عرضه به روش ثبت دفتری بود. با توجه به این که شرایط بازار در طول دوره مورد بررسی متفاوت بود، تحقیق در دو بخش انجام شد. بخش اول برای کل دوره پنج ساله و بخش دوم برای سال های ۱۹۹۶ تا ۱۹۹۸ که بازار در شرایط ثبات نسبی قرار داشت. در طول دوره ۵ ساله، میانگین هزینه های انتشار به ارزش عرضه، در روش ثبت دفتری به طور میانگین ۲۸/۰۴ درصد و برای روش حراج ۸/۱۷ درصد محاسبه شد. هر چند که در دوره ۱۹۹۶ تا ۱۹۹۸ این رقم به ترتیب به ۱۵/۳ درصد و ۷ درصد محاسبه شده است. کنجی و اسمیت دریافتند که در روش حراج، ناشران بزرگ تر را به سختی می توان از ناشران کوچک تر تفکیک کرد. هم چنین نتایج تحقیق نشان داد که شرکت های کوچک و پرمخاطره هزینه انتشار بالاتری را در روش ثبت دفتری نسبت به شرکت های بزرگ متحمل می شوند.

۴- "بایسیز و فاگرون"^{۱۵} (۲۰۰۲) در این تحقیق "بایسیز و فاگرون" روش های مختلف عرضه اولیه اوراق بهادار را شامل عرضه با قیمت ثابت، عرضه اینترنتی و عرضه به روش فرانسوی بررسی کردند. نتایج تحقیق نشان داد که بیش ترین بازده در روش عرضه به قیمت ثابت به دست می آید و این بازده بالا هم برای سرمایه گذاران نهادی و هم سرمایه گذاران جزء به دست آمده است. ولی روش فرانسوی که بسیار شبیه روش ثبت دفتری است به عنوان روش بهینه ارزیابی شد.

۲- "شرمن و جانانان"^{۱۶} (۲۰۰۵) در این تحقیق "شرمن و جانانان" دلیل عدم رواج روش حراج را به عنوان ابزاری برای عرضه عمومی مورد بررسی قرار دادند. این تحقیق، در سطح بین المللی استفاده از روش حراج را بررسی می کند، شرمن و جانانان با آزمایش در بازارهای مختلف به این نتیجه رسیدند که از روش حراج در این بازارها به دلیل این که ناشر نظارت کمی در قیمت دارد، کم تر مورد استفاده قرار می گیرد.

۳- "کانکو و پتوی"^{۱۷} (۲۰۰۳)

معمولاً درخواست های خرید می تواند به قیمت کم تر یا بیش تر از محدوده قیمت تعیین شده در امیدنامه اولیه و بیانیه ثبت هم تعیین شود. هم چنین خریداران می توانند بیش از یک سفارش داشته باشند

روش حراج به طور مستقیم قیمت عرضه را تعیین نمی کند. مانند روش عرضه مشروط در نمونه ثبت دفتری، ناشر و پذیرهنویس در خواست های خرید را ثبت و نمودار تقاضا را ترسیم می کنند