

علل ارزان فروشی سهام در عرضه‌های اولیه: عدم تقارن اطلاعات، نمونه ترس از خرید آسان

محسن دستگیر (دانشیار دانشگاه شهید چمران)
مهدی علیخانی بوانی (کارشناس ارشد)

چکیده:
یک علت مهم برای ارزان فروشی سهام، ترس از خرید آسان است. چون در عرضه‌های اولیه تعداد ثابتی سهام با قیمت مشخص عرضه می‌شود، اگر تقاضا به طور غیر عادی بالا باشد در خرید سهام سهمیه بندی رخ می‌دهد. سهمیه بندی به خودی خود موجب ارزان فروشی نمی‌شود. حالتی را در نظر بگیرید که برخی سرمایه‌گذاران نسبت به برخی دیگر دارای اطلاعات بهتر و مناسب‌تری هستند. سرمایه‌گذاری که اطلاعات کمی در مورد بنگاه عرضه‌کننده سهام دارد اگر ببیند که تمام درخواست‌های خرید سهام توسط او منجر به خرید سهام می‌شود ممکن است با خود فکر کند که چون سرمایه‌گذاران 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 می‌شود که بنگاه

1 - Underpricing

مجله علوم انسانی و مطالعات فرهنگی
ارواح علوم انسانی

سهام خود را بسیار پایین تر از قیمت بازار تعیین می کنند. در این حالت سرمایه گذاران با اطلاعات کم علی رغم ترس از خرید آسان به علت ارزان فروشی بسیار زیاد سهام اقدام به خرید سهام می کنند.

واژه های کلیدی: عرضه اولیه، عدم تقارن اطلاعات، نمونه ترس از خرید.

مقدمه:

مهم ترین و البته جالب ترین پدیده در مورد عرضه های اولیه سهام، ارزان فروشی است. ارزان فروشی به حالتی اطلاق می شود که در آن شرکت انتشار دهنده سهام، قیمت عرضه سهام را به طور تعجب آوری بسیار پایین تر از قیمت بازار آن تعیین می کند؛ به طوری که سرمایه گذاران نخستین (کسانی که سهام را از طریق پذیره نویسی و به طور مستقیم از شرکت انتشار دهنده دریافت کرده اند) تنها از مبادله سهام در روز اول خریداری آن بازده قابل توجهی به دست می آورند.

تا کنون فرضیه های بسیاری برای پدیده ارزان فروشی سهام ذکر شده است این فرضیات را می توان به چهار دسته طبقه بندی کرد. مبنای این طبقه بندی علتی است که هر دسته از فرضیات برای ارزان فروشی ذکر کرده اند.

در این مقاله ما از بین چهار دسته عوامل عدم تقارن اطلاعاتی، عوامل نهادی، عوامل نظارتی و عوامل رفتاری به بررسی عامل عدم تقارن اطلاعاتی (نمونه ترس از خرید آسان) می پردازیم.

افراد درگیر در یک فرآیند عرضه ای اولیه شرکت انتشار دهنده سهام، موسسه تأمین سرمایه و سرمایه گذار خریدار سهام هستند. نمونه های مبتنی بر عدم تقارن اطلاعاتی فرض می کنند که یکی از افراد مذکور نسبت به دو نفر دیگر در مورد قیمت صحیح سهام عرضه شده و تقاضا برای آن اطلاعات بیش تری دارد. شاید شناخته شده ترین نمونه عدم تقارن اطلاعاتی، نمونه ترس از خرید آسان باشد. راک (۱۹۸۶) برای اولین بار این نمونه را معرفی کرد. او فرض کرد برخی سرمایه گذاران اطلاعات بیش تری در مورد قیمت صحیح عرضه نسبت به دیگر سرمایه گذاران، شرکت انتشار دهنده و موسسه تأمین سرمایه دارند. سرمایه گذاران دارای اطلاعات بیش تر را از این به بعد «آگاه»

۱ - برای اطلاعات بیشتر در مورد فرآیند عرضه اولیه سهام رجوع کنید به: دستگیر، محسن و علیخانی بوانی، مهدی (۱۳۸۵) ماهنامه بورس شماره ۵۸

و آنهایی که اطلاعات کم تری دارند را «ناآگاه» می نامیم. سرمایه گذاران آگاه به دلیل داشتن اطلاعات مناسب در مورد قیمت واقعی سهام عرضه شده تنها بر روی عرضه های جذاب و پرمفعت (آنهایی که قیمت واقعی سهام بالاتری نسبت به قیمت عرضه دارند) و سرمایه گذاران ناآگاه بدون هیچ تمایزی بر روی سهام جذاب و غیر جذاب قرارداد خرید می بندند. در این حالت سهام جذاب دارای تقاضای بیش تری هستند چون هم افراد آگاه و هم افراد غیر آگاه خواستار آن هستند ولی سهام غیر جذاب تنها با تقاضای افراد ناآگاه مواجه هستند. سرمایه گذاران ناآگاه تمامی سهام غیر جذاب در خواست کرده را دریافت می کنند، در حالی که در مورد درخواست خرید سهام جذاب به خاطر ازدحام سرمایه گذاران آگاه تمام آنچه را که می خواهند دریافت نمی کنند. بنابراین بازدهی که سرمایه گذاران ناآگاه کسب می کنند کم تر از میانگین ارزان فروشی عرضه های اولیه ای ازار است. در بدترین حالت کلیه سهام جذاب نصیب سرمایه گذاران آگاه می شود و بازدهی سرمایه گذاران ناآگاه از سرمایه گذاری بر روی عرضه های اولیه منفی است.

هنگامی که بازده های مورد انتظار از عرضه های اولیه برای سرمایه گذاران ناآگاه منفی باشد. آن ها دیگر مایل به مشارکت در فرآیند عرضه ای اولیه نخواهند بود و بازار عرضه های اولیه تنها با سرمایه گذاران آگاه اشغال می شود. «راک» هم چنین فرض کرده است که بازار عرضه ای اولیه نیازمند مشارکت سرمایه گذاران ناآگاه نیز است، چون تقاضای سرمایه گذاران آگاه برای خرید کلیه سهام حتی سهام جذاب کافی نیست.^۲ پس برای به میدان کشیدن

۶- این فرض به نظر غیر ضروری می رسد. زیرا موقعیتی که در آن همه سرمایه گذاران آگاه هستند موقعیت تعادلی نیست. اگر همه سرمایه گذاران آگاه باشند، تنها عرضه های اولیه ای جذاب موفق خواهند بود و بقیه به علت نبود خریدار با شکست مواجه می شوند. حال فرض کنید که بازار عرضه های اولیه فقط از سرمایه گذاران ناآگاهانه پر شده باشد. در این حالت برای اجتناب از خرید عرضه های غیر جذاب انگیزه ای برای کسب اطلاعات ایجاد می شود و عده ای به دنبال کسب اطلاعات می روند پس این حالت هم تعادلی نیست. حالت تعادلی حالتی است که هم سرمایه گذاران آگاه و هم ناآگاه در بازار باشند. در حالتی که کسب اطلاعات دارای هزینه است خود انگیزه ای می شود تا عده ای ناآگاه باقی بمانند و از اطلاعات دیگران به طور مجانی استفاده کنند. سرمایه گذاران آگاه برای عرضه های جذاب قرار داد می بندند و ناآگاهان خرید آن ها را تقلید می کنند. بنابراین هر سرمایه گذار با چنین وضعیتی مواجه می شود و نمی خواهد که

سرمایه گذاران ناآگاه الزامی است که بازده های مورد انتظار آن ها منفی باشد، به طوری که این سرمایه گذاران حداقل در نقطه ای سر به سر قرار گیرند.^۲ بنابراین باید تمامی سهام موجود در بازار عرضه ای اولیه با ارزان فروشی همراه باشند. این عمل باعث برطرف شدن انحراف در دریافت سهام برای سرمایه گذاران ناآگاه نمی شود.

یعنی باز این سرمایه گذاران بازدهی کم تر از میانگین ارزان فروشی را دریافت می کنند اما دیگر بازدهی آن ها منفی نیست. توجه کنید که سهمیه بندی در تخصیص سهام باعث ارزان فروشی نمی شود، آنچه که ارزان فروشی را الزامی می کند انحراف در تخصیص یا سهمیه بندی است که در آن سرمایه گذاران ناآگاه سهام غیر جذاب بیش تری را نسبت به سهام جذاب دریافت می کنند.

بازار عرضه های اولیه و شرکت هایی که قصد ورود به بورس اوراق بهادار و عمومی شدن را دارند به طور عمومی از ارزان فروشی به دلیل اطمینان خاطر نسبت به مشارکت سرمایه گذاران ناآگاه سود می برند. از سویی دیگر با نگرشی خرد، ارزان فروشی برای هر شرکتی که عرضه ای اولیه دارد، پرهزینه است. در این حالت برای برخی شرکت ها انگیزه ای ایجاد می شود تا با ارزان فروشی کم تر نسبت به بقیه ای شرکت ها، هزینه کم تری را پرداخت کنند. «بتی و ریتز» (۱۹۸۶) بیان کردند که این حالت نمی تواند به

اطلاعات را کسب کند. در نتیجه دیگر عرضه های غیر جذاب با شکست مواجه نمی شوند.

۷- این فرض که انتشار دهندگان باید برای مشارکت سرمایه گذاران ناآگاه در یک عرضه مالی را خرج کنند هنوز مورد تردید است. چون سرمایه گذاران ناآگاه خود می توانند برای جلوگیری از خرید نامناسب با پرداخت حق الزحمه به سرمایه گذاران آگاه از خرید سهام غیر جذاب اجتناب کنند. وجود صندوق های سرمایه گذاری عرضه اولیه و بازار ثانویه آن، دلیلی بر این مدعاست.

ارزان فروشی به حالتی اطلاق می شود که در آن شرکت انتشار دهنده سهام، قیمت عرضه سهام را به طور تعجب آوری بسیار پایین تر از قیمت بازار آن تعیین می کند

افراد درگیر در یک فرآیند عرضه ای اولیه شرکت انتشار دهنده سهام، موسسه تأمین سرمایه و سرمایه گذار خریدار سهام هستند



بازار عرضه‌ی اولیه که در آن ناهمگنی اطلاعات پایین است می‌توان این پیش‌بینی را آزمون کرد. این دو نشان دادند که بیش‌تر سرمایه‌گذاران نهادی اکثر آ از وارد شدن به فرآیند عرضه‌ی اولیه برخی از انواع شرکت‌های تضامنی به خاطر مسائل مالیاتی اجتناب می‌کنند. اگر سرمایه‌گذاران نهادی را آگاه و سرمایه‌گذاران خرد را ناآگاه در نظر بگیریم (که غالباً این گونه است) ناهمگنی اطلاعات در بازار عرضه‌ی اولیه این گونه شرکت‌های تضامنی باید پایین باشد. بررسی «میشلی و شاو» نشان داد که ارزان‌فروشی در ۳۹ عرضه‌ی اولیه این گونه شرکت‌های تضامنی طی سال‌های ۱۹۸۴-۱۹۸۸ حدود ۴٪ بود. ارزان‌فروشی برای سایر شرکت‌ها بین این سال‌ها به میزان ۸۴٪ گزارش شده بود.

ح) هرچه نااطمینانی درباره ارزش سهام بیش‌تر باشد، ارزان‌فروشی مورد انتظار بیش‌تر است. «ریتر» (۱۹۸۴) و «بیتسی و ریتر» (۱۹۸۶) خاطر نشان کردند که ارزان‌فروشی باید در هنگام عدم اطمینان نسبت به ارزش شرکت عرضه‌کننده‌ی سهام بیش‌تر باشد. این دو نفر نمونه خود را این‌گونه طراحی کردند: سرمایه‌گذاری که اقدام به جمع‌آوری اطلاعات در مورد سهام عرضه‌شده می‌کند در واقع گویی که در اختیار خرید برای عرضه‌ی اولیه آن سهم سرمایه‌گذاری کرده است. این سرمایه‌گذار در صورتی اختیار را به اجرا می‌گذارد که قیمت واقعی سهام بیش‌تر از قیمت عرضه‌ی سهام باشد. ارزش این اختیار با افزایش نااطمینانی در مورد قیمت سهام عرضه‌شده به خاطر افزایش انحراف معیار قیمت پیش‌بینی شده افزایش می‌یابد. در واقع با افزایش نااطمینانی و در نتیجه افزایش ارزش اختیار، سرمایه‌گذاران بیش‌تری به دنبال کسب اطلاعات می‌روند. این کار باعث می‌شود تا حالت ترس از خرید آسان به خاطر افزایش افراد آگاه، وخیم‌تر

تخصیص داده می‌شدند. بنابراین دو سرمایه‌گذار که برای تعداد مشابهی سهام تقاضای خرید داده بودند برای دریافت آن از شناسن مساوی برخوردار بودند. این دو با به کار بردن ۶۶ عرضه‌ی اولیه متوجه رابطه معکوس بین احتمال دریافت یک نوع سهم با درجه‌ی ارزان‌فروشی آن شدند. در نمونه‌ای آن‌ها میانگین ارزان‌فروشی برای سرمایه‌گذاران ناآگاه حدود ۲۷٪ بود که پس از تعدیل بابت انحراف در تخصیص به ۱٪ کاهش پیدا کرد.

حال این سوال پیش می‌آید که انحراف در تخصیص تا چه حدی رخ می‌دهد. جواب این سوال بستگی به نوع فرد آگاه است. همین مسأله باعث شد تا محققان زیادی به بررسی آن بپردازند. برای مثال «هانی و ویلهلم» (۱۹۹۵) نشان دادند که برای سرمایه‌گذاران نهادی (عمده) نیز اختلاف بسیار کمی در اندازه‌ی سهامی است که آن‌ها در حالت ارزان‌فروشی و گران‌فروشی دریافت کرده‌اند. بنابراین به نظر می‌رسد که موسسات بزرگ که احتمالاً نسبت به سرمایه‌گذاران خرد آگاه‌تر هستند نیز نمی‌توانند به راحتی بهترین عرضه‌ها را دریافت کنند. از سویی دیگر «اگروال، پرابهالو و پری» (۲۰۰۲) گزارش کردند که سرمایه‌گذاران نهادی در مقابل سرمایه‌گذاران خرد بازده‌های بزرگتری را در عرضه‌های اولیه کسب کرده‌اند. بنابراین به نظر می‌رسد انحرافات تخصیص در بین سرمایه‌گذاران خرد نسبت به سرمایه‌گذاران نهادی بیش‌تر است.

ب) اگر اطلاعات به صورت همگن‌تری بین گروه‌های سرمایه‌گذار جریان یابد، ارزان‌فروشی کاهش می‌یابد.

نمونه «راک» ناهمگنی اطلاعات بین سرمایه‌گذاران را آشکار کرد. «میشلی و شاو» (۱۹۹۴) بیان کردند که اگر این ناهمگنی به سمت صفر برود ترس از خرید آسان و به دنبال آن ارزان‌فروشی از بین می‌رود. با تمرکز بر بخشی از

وجود آید. چون موسسات تأمین سرمایه به خاطر ترس از دست دادن افراد سرمایه‌گذار خود، پذیره‌نویسی شرکت‌هایی را که ارزان‌فروشی کم‌تری نسبت به بقیه شرکت‌های انتشار دهنده دارند را نمی‌پذیرند.

مقالات متعددی تا کنون در تأیید فرضیه‌ی ترس از خرید آسان نوشته شده است. به طور کلی می‌توان این مقالات را بر اساس منطق یا فرضیه‌ای که به کار برده‌اند به پنج گروه زیر تقسیم‌بندی کرد:

الف) در صورت از بین بردن اثر انحراف در تخصیص بازدهی، سرمایه‌گذاران ناآگاه صفر و برای سرمایه‌گذاران آگاه معادل هزینه کسب اطلاعات است. نمونه ترس از خرید آسان به‌طور تلویحی بیان می‌کند که اگر برای انحراف در تخصیص تعدیل مناسبی صورت بگیرد بازده‌های غیر عادی سرمایه‌گذاران ناآگاه صفر خواهد شد و این برای ادامه‌ی مشارکت آن‌ها در فرآیند عرضه‌ی اولیه کافی است. اولین مطالعه در این خصوص توسط «کچ و والتر» (۱۹۸۹) در سنگاپور انجام گرفت. در کشور سنگاپور در طول دهه‌های ۷۰ و ۸۰ میلادی عرضه‌هایی که با تقاضای زیاد مواجه بودند به صورت قرعه‌کشی

سرمایه‌گذاران ناآگاه تمامی سهام غیر جذاب در خواست کرده را دریافت می‌کنند؛ در حالی که در مورد درخواست خرید سهام جذاب به خاطر ازدحام سرمایه‌گذاران آگاه تمام آنچه را که می‌خواهند دریافت نمی‌کنند

بازار عرضه‌های اولیه و شرکت‌هایی که قصد ورود به بورس اوراق بهادار و عمومی شدن را دارند به طور عمومی از ارزان‌فروشی به دلیل اطمینان خاطر نسبت به مشارکت سرمایه‌گذاران ناآگاه سود می‌برند

شود و در نتیجه ارزان فروشی بیش تری مورد درخواست قرار می گیرد.

این فرضیه توسط مقالات متعدد دیگری مورد تأیید قرار گرفت. در بیش تر این مقالات معیارهای متفاوتی برای اندازه گیری عدم اطمینان به کار گرفته شده بود. معیارهای نااطمینانی به کار گرفته شده را می توان در چهار گروه زیر جای داد: ویژگی های شرکت انتشار دهنده، ویژگی های فرآیند عرضه، میزان افشاء درآمد نام و متغیرهای رخ داده پس از عرضه. هر کدام از این طبقات مختلف مزایا و کاستی هایی در ارزیابی نااطمینانی دارند که بررسی آن در این مقاله نمی گنجد.^۱

د) موسسات تأمین سرمایه ای که به صورت افراطی ارزان فروشی یا گران فروشی^۲ کنند کار خود را با انتشار دهندگان یا سرمایه گذاران از دست خواهند داد.

مطابق با مقاله ای «بتی و ریتر» (۱۹۸۶) که خاطر نشان کردند موسسات تأمین سرمایه با اعمال فشار بر شرکت های انتشار دهنده برای ارزان فروشی بیش تر خواستار جذب سرمایه گذاران ناآگاه بیش تری را جذب کنند، «نا ندا و یان» (۱۹۹۷) به این نتیجه رسیدند موسسات تأمین سرمایه ای که پذیرهنویسی شرکت های انتشار دهنده را با گران فروشی همراه کرده اند قسمتی از بازار کار خود را از دست داده اند. اما آن ها شواهدی بر از دست دادن بازار برای حالت ارزان فروشی حتی در سطوح بالا پیدا نکردند. از سویی دیگر دونبار (۲۰۰۰) نشان داد که موسسه تأمین سرمایه بازار خود را در صورت ارزان فروشی یا گران فروشی بیش از حد از دست خواهند داد.

ه) ارزان فروشی می تواند با کاهش عدم تقارن اطلاعاتی بین سرمایه گذاران آگاه و غیر آگاه از بین برود.

ارزان فروشی در واقع یک هزینه ای اجباری برای شرکت انتشار دهنده ی سهام است. همین امر انگیزه های می شود که شرکت های انتشار دهنده با از بین بردن عدم تقارن اطلاعاتی

۴ - از قبیل این معیارها می توان به سن شرکت، حجم فروشی و چگونگی استفاده از مبالغ جمع آوری شده طی فرآیند عرضه اشاره کرد. برای مثال لیونگ ویست و ویلهلم (۲۰۰۳) طی مقاله ای متذکر شدند بنگاههایی که قصد دارند مبالغ جمع آوری شده طی فرآیند عرضه ی اولیه را در فعالیت های عملیاتی هزینه کنند نسبت به آنهایی هستند که قصد دارند مبالغ را سرمایه گذاری کنند و یا برای پرداخت بدهی ها کنار بگذارند، دارای مخاطره بیشتری هستند.

5 . Overpricing

بین سرمایه گذاران سعی در کاهش آن کند. «حبیب و لیونگ ویست (۲۰۰۱) نمونه ای را طراحی کردند که چگونگی فعالیت شرکت انتشار دهنده را برای کاهش هزینه های ناشی از ارزان فروشی نشان می داد. آن ها به این نکته اشاره کردند که اگر شرکت انتشار دهنده فعالیت هایی برای کاهش ارزان فروشی انجام دهد تا جایی این کار را ادامه خواهد داد که مزایای حاصل از آن مخارج صرف شده را برای کاهش ارزان فروشی بپوشاند.

یک راه معمول برای کاهش عدم تقارن اطلاعاتی به خدمت گرفتن یک موسسه تأمین سرمایه پرآوازه (اسمیت (۱۹۸۶)) و یا یک حسابرس مشهور (تیتمن و ترومن (۱۹۸۶)) است. مرتبط کردن عرضه با یک دلال (موسسه تأمین سرمایه) مشهور به طور تلویحی تأییدکننده ی کیفیت شرکت انتشار دهنده است، چون موسسات تأمین مالی مشهور از پذیره نویسی انتشار دهندگان با کیفیت پایین اجتناب می کنند. محتوای اطلاعاتی که انتخاب یک دلال درجه یک به سرمایه گذاران می دهد انگیزه ی آن ها را برای کسب اطلاعات کاهش داده و در نتیجه باعث تسکین حالت ترس از خرید آسان می شود.

البته شواهد تجربی این نقطه نظر تا حدودی متناقض است. مطالعات اولیه با تمرکز بر دهه های ۷۰ و ۸۰، یک رابطه ای معکوس را بین ارزان فروشی و درجه ی شهرت پذیرهنویسی پیدا کردند. معیارهای مختلفی برای شهرت موسسات تأمین مالی، گفته شده است که نتایج، زیاد به نوع معیار انتخاب شده حساس نبودند. نتایج به دست آمده اما تا حد زیادی به دوره ی مورد مطالعه هم بستگی دارد. بتی و ولج (۱۹۹۶) که عرضه های اولیه را در اوائل دهه ۱۹۹۰ را بررسی کردن نشان دادند رابطه ی بین ارزان فروشی و درجه ای اعتبار موسسه تأمین سرمایه برخلاف دهه های ۷۰ و ۸۰ یک رابطه ی مستقیم است.

این تناقضات مباحث دنباله داری را در مورد علت تغییر علامت رابطه ایجاد کرده اند که تاکنون نیز ادامه دارد. «لاگران و ریتر» (۲۰۰۴) دلیل این تغییر را تلاش بیش تر موسسات تأمین سرمایه برای کسب سود از فرآیند عرضه ی اولیه عنوان کردند.

دلیل دیگر می تواند این گونه بیان شود که ۱۰ - به عنوان دو مثال می توان به استفاده از رتبه بندی موسسات تأمین مالی در مجلات مالی توسط «کارتر و مانستر» (۱۹۹۰) و سهم بازار یک موسسه تأمین مالی توسط «مگینسون و ویس» (۱۹۹۱) اشاره کرد.

موسسات تأمین سرمایه ی مشهورتر دست به پذیرش عرضه شرکت های با کیفیت پایین تر نیز زده اند. این کار باعث افزایش نااطمینانی پرتفوی عرضه ی اولیه آن ها و در نتیجه ارزان فروشی بیش تر برای عرضه های

اولیه آن ها می شود. دلیل دیگر می تواند اثر انتخاب موسسه تأمین سرمایه توسط شرکت انتشار دهنده باشد. شرکتی که با نااطمینانی کم تری در ارتباط با ارزشیابی خود از دید سرمایه گذران مواجه است نیازی نمی بیند که با پرداخت حق الزحمه ی بیش تر به سراغ یک موسسه تأمین سرمایه درجه یک برود. همین امر باعث می شود تا انتشار دهندگان پر مخاطره تر به سراغ موسسات تأمین سرمایه مشهورتر رفته و در نتیجه باعث ایجاد ارتباط مثبت بین ارزان فروشی و شهرت موسسه تأمین سرمایه شوند. با این وجود «حبیب و لیونگ ویست» (۲۰۰۱) طی مقاله ی خود یک ارتباط معکوس را درست مثل آنچه در دهه های ۷۰ و ۸۰ مشاهده شد برای اواخر دهه ی ۹۰ گزارش کردند.

منابع و ماخذ:

- 1 Rock, K. "Why New Issues Are Under priced." Journal of Financial Economics 15 (March 1986), pp. 187-212.
- 2.Habib, M., and A. Ljungqvist, "Underpricing and Entrepreneurial Wealth Losses in IPOs: Theory and Evidence." Review of Financial Studies, 14 (2)(XII I. 433-158.
- 3.Baron, D.P. (1982), "A Model of the Demand for Investment Bank Advising and Distribution Services for New Issues", Journal of Finance, Vol. 37, No. 4 (September 1982), pp. 955-976.
1. R. p. Beatty and J. R. Ritter, "Investment Banking, Reputation, and the Underpricing of Initial Public Offerings." Journal of Financial Economics (March 1986), pp. 213-232.

نمونه ترس از خرید آسان به طور تلویحی بیان می کند که اگر برای انحراف در تخصیص تعدیل مناسبی صورت بگیرد بازده های غیر عادی سرمایه گذاران ناآگاه صفر خواهد شد و این برای ادامه ی مشارکت آن ها در فرآیند عرضه ی اولیه کافی است