



سازمان بورس و اوراق بهادار
Securities & Exchange Organization

مدیریت پژوهش، توسعه و مطالعات اسلامی

اداره مطالعات راهبردی

بررسی روش‌های عرضه
عمومی اولیه و شیوه‌های
کشف قیمت در
بورس‌های منتخب



یگانه فغفور مغربی

آذر ۱۴۰۳



سازمان بورس و اوراق بهادار

مدیریت پژوهش، توسعه و مطالعات اسلامی

عنوان: بررسی روش‌های عرضه عمومی اولیه و شیوه‌های کشف قیمت در بورس‌های منتخب

نویسندگان: یگانه فغفور مغربی

کد گزارش: ۱۴۰۳-۱۱-۲۰۲۴

تاریخ گزارش: آذر ۱۴۰۳

این اثر در مدیریت پژوهش، توسعه و مطالعات اسلامی سازمان بورس و اوراق بهادار تهیه گردیده و مباحث و نظرات ارائه شده در آن صرفاً نظرات و بررسی‌های صورت گرفته توسط کارشناسان و پژوهشگران این مدیریت است نه نظرات رسمی سازمان بورس و اوراق بهادار. لذا استناد به این متن به‌عنوان نظرات سازمان بورس و اوراق بهادار فاقد وجهت حقوقی است. استفاده از این گزارش در سایر پژوهش‌ها، با ذکر منبع بلامانع است.

بررسی روش های عرضه عمومی اولیه و شیوه های کشف قیمت در بورس های معتبر دنیا

دکتر یگانه فغفور مغربی

چکیده

عرضه عمومی اولیه نقطه عطفی مهم برای هر شرکت محسوب می شود که از طریق آن می تواند به بازارهای مالی دسترسی یافته و منابع مالی لازم برای گسترش فعالیت های خود را تأمین کند. تصمیم گیری درباره عرضه عمومی سهام یکی از تصمیمات حیاتی شرکت ها است که باید با توجه به شرایط خاص هر شرکت و مزایا و معایب این اقدام، به دقت مورد بررسی قرار گیرد.

به طور کلی، ارزش گذاری شرکت ها در عرضه اولیه سهام همواره مورد مناقشه بوده است. مدل های ارزش گذاری عرضه های اولیه فرض می کنند که میان طرفین درگیر در فرایند عرضه اولیه، نوعی عدم تقارن اطلاعاتی وجود دارد و کاهش این عدم تقارن می تواند منجر به بهبود قیمت گذاری سهام شود. از این رو، تلاش های زیادی برای توسعه روش هایی انجام شده است که به کشف دقیق تر قیمت سهام در عرضه های اولیه کمک کند.

مکانیسم های متعددی برای قیمت گذاری عرضه های عمومی اولیه وجود دارد که از جمله آن ها می توان به عرضه به قیمت ثابت، حراج و ثبت سفارش اشاره کرد. در این میان، روش ثبت سفارش به عنوان یک شیوه متداول و پرکاربرد در سطح جهانی شناخته می شود. در این روش، شرکت های تأمین سرمایه یا متعهدان فروش نقش کلیدی ایفا می کنند و با همکاری شرکت عرضه کننده، در ارزش گذاری سهام و بازاریابی آن نقش اساسی دارند.

این مطالعه به بررسی فرایند عرضه عمومی اولیه در بورس های معتبر جهان پرداخته است. کشورهای مورد مطالعه شامل ایالات متحده آمریکا، انگلستان، کانادا، اندونزی، مالزی و ترکیه هستند. تقریباً در تمامی این کشورها، روش قیمت گذاری ثبت سفارش مورد استفاده قرار می گیرد. شرکت های تأمین سرمایه وظایفی از جمله ارزش گذاری و بازاریابی سهام، تخصیص سهام و سایر مراحل مربوطه را بر عهده دارند. علاوه بر این، مقررات مربوط به عرضه عمومی اولیه که توسط بورس ها تنظیم شده اند، علاوه بر کاهش مخاطرات، فرایند عرضه اولیه را نیز تسهیل کرده اند.

کلمات کلیدی: عرضه عمومی اولیه، متعهدان فروش، ثبت سفارش

عرضه اولیه سهام برای بسیاری از شرکت‌ها، مدیران، اعضای هیأت مدیره و سهامداران، تحقق یک رویا و دستاوردی شاخص به شمار می‌رود که نشان‌دهنده موفقیت آن‌ها در ایجاد یک کسب‌وکار موفق و خلق ارزش برای سهامداران، کارکنان و مشتریان است. این فرآیند نه تنها یک نقطه عطف برای شرکت محسوب می‌شود، بلکه دروازه‌ای به مرحله جدیدی از فعالیت شرکت است که با فرصت‌ها، ریسک‌ها و چالش‌های خاص خود همراه است. برخی از این فرصت‌ها، نظیر ایجاد نقدینگی برای سرمایه‌گذاران، از روش‌هایی مانند فروش یا سرمایه‌گذاری خصوصی مجدد نیز قابل تحقق است.

در هنگام تصمیم‌گیری درباره عرضه اولیه سهام، هیأت مدیره و مدیران اجرایی باید به دقت شرایط خاص شرکت را بررسی کرده و مزایا و معایب این اقدام را تحلیل کنند.

ارزش‌گذاری صحیح عرضه‌های عمومی اولیه، به‌ویژه برای شرکت‌های جوان، کوچک و نوآور، به دلیل ماهیت ریسک‌پذیری این شرکت‌ها، نیازمند دانش و تجربه تخصصی است. مدل‌های توضیح‌دهنده قیمت‌گذاری (کمتر از واقع) عرضه‌های عمومی اولیه فرض می‌کنند که عدم تقارن اطلاعاتی قابل توجهی میان طرفین درگیر در ارزش‌گذاری وجود دارد. کاهش این عدم تقارن اطلاعاتی به بهبود قیمت‌گذاری عرضه‌های اولیه منجر می‌شود. این فرآیند که تحت عنوان کشف قیمت شناخته می‌شود، یکی از مهم‌ترین مراحل در عرضه‌های اولیه سهام است. کشف قیمت صحیح باید به گونه‌ای انجام شود که منافع شرکت، بازار و تنظیم‌گران را حداکثر کرده، از فعالیت‌های معامله‌گری نادرست جلوگیری کند و دسترسی منصفانه سرمایه‌گذاران به بازار را تسهیل نماید. یک مکانیسم کشف قیمت بهینه، برای دستیابی به کارایی بازار ضروری است.

سه روش کلی برای قیمت‌گذاری عرضه‌های اولیه سهام وجود دارد: عرضه به قیمت ثابت، حراج استاندارد و ثبت سفارش. از میان این روش‌ها، ثبت سفارش پرکاربردترین شیوه در سطح بین‌المللی است. در این روش، شرکت‌های تأمین سرمایه یا متعهدان فروش به نمایندگی از شرکت عرضه‌کننده، تعداد محدودی از سرمایه‌گذاران نهادی را برای سفارش‌گیری از سهامی که قرار است عرضه شود انتخاب می‌کنند. این سفارش‌ها در بازه قیمتی از پیش تعیین شده انجام می‌شود.

شرکت‌های تأمین سرمایه با تحلیل منحنی تقاضا، به شرکت عرضه‌کننده توصیه می‌کنند قیمتی پایین‌تر از قیمت تسویه (بالاترین قیمتی که در آن تمامی سهام فروخته می‌شود) تعیین کنند تا بازدهی مناسبی برای سرمایه‌گذاران ایجاد شود. این شرکت‌ها اطلاعات مربوط به قیمت تسویه و تخفیف‌های اعمال شده را به‌طور عمومی افشا نمی‌کنند. در صورت تقاضای بیش از حد، شرکت‌های تأمین سرمایه معمولاً سهام را به نسبت خاصی میان طبقات مختلف سرمایه‌گذاران تخصیص می‌دهند، اما این نسبت‌ها نیز افشا نمی‌شود و در کشورهای مختلف متغیر است. تخفیف‌های ارائه‌شده به سرمایه‌گذاران نهادی به شرکت‌های تأمین سرمایه کمک می‌کند تا با تلاش کمتری رضایت این سرمایه‌گذاران را جلب کنند.

اگرچه قیمت نهایی عرضه‌های اولیه از طریق فرآیند ثبت سفارش مشخص می‌شود، شرکت‌های تأمین سرمایه باید پیش از عرضه، با همکاری شرکت عرضه‌کننده، یک بازه قیمتی پیشنهادی تعیین کنند. این بازه قیمتی براساس

مدل‌های مختلف ارزش‌گذاری مانند تنزیل جریان نقدی، تنزیل سودهای تقسیمی یا مقایسه با شرکت‌های مشابه تعیین می‌شود. در این روش، پس از جمع‌آوری سفارش‌های سرمایه‌گذاران بالقوه، قیمت نهایی عرضه پیشنهاد می‌شود.

در این مطالعه، روش و فرآیند عرضه اولیه سهام در کشورهای ایالات متحده آمریکا، انگلستان، کانادا، اندونزی، مالزی و ترکیه بررسی شده است. در این کشورها، روش ثبت سفارش به عنوان روش اصلی قیمت‌گذاری مورد استفاده قرار می‌گیرد. در تمامی این موارد، شرکت‌های عرضه‌کننده سهام از خدمات شرکت‌های تأمین سرمایه یا متعهدان فروش استفاده می‌کنند. این شرکت‌ها وظایفی مانند ارزش‌گذاری، ایجاد تقاضا، تخصیص سهام و تثبیت آن را بر عهده دارند و نقش کلیدی در تسهیل فرایند عرضه اولیه ایفا می‌کنند.

عرضه عمومی اولیه در کشور آمریکا

طبق رهنمود مربوط به عرضه‌های اولیه سهام در آمریکا، پس از آن که یک شرکت تصمیم به عرضه اولیه سهام خود می‌گیرد، باید به انتخاب بازیگران این فرایند بپردازد. یک عرضه اولیه سهام مستلزم همکاری نزدیک شرکت با "متعهدان فروش"^۱ (اوراق بهادار)، "مشاوران" و "حسابرسان" است. پس از مدیریت شرکت، متعهدان فروش کلیدی‌ترین نقش را در عرضه‌های اولیه سهام دارند که نقش اولیه آن‌ها بازاریابی و فروش سهام شرکت به سرمایه‌گذاران خرد است. هر عرضه‌ای معمولاً یک متعهد فروش اصلی دارد اما ممکن است تعداد آن‌ها بیشتر نیز باشد. متعهد فروش اصلی یا شرکت ممکن است یک یا چند متعهد فروش اضافی نیز به منظور مدیریت مشترک عرضه انتخاب کنند که این موضوع بستگی به اندازه و پیچیدگی عرضه دارد. از وظایف متعهد فروش اصلی می‌توان به موارد زیر اشاره کرد: شکل‌دهی امیدنامه عرضه اولیه شرکت، اجرای مراحل فرایند عرضه، ایجاد دفتر سفارش‌گیری^۲ سرمایه‌گذاران، توافق با شرکت بر روی قیمت هر سهم در عرضه، تعیین تعداد سهامی که سایر متعهدین می‌توانند در عرضه اولیه سهام به فروش رسانند و کنترل تخصیص سهام در میان خریداران سهام عرضه شده.

متعهد فروش اصلی باید شناخت مناسبی نسبت به شرکت و صنعتی که شرکت در آن فعالیت می‌کند داشته باشد. بدین منظور شرکت ممکن است جلساتی را با متعهد فروش به منظور اطمینان از این موضوع برگزار کند. از موضوعاتی که در این جلسات ممکن است مطرح شود عبارت‌اند از: ارزش مورد انتظار شرکت در مقایسه با سایر شرکت‌هایی که اخیراً در صنعت مربوطه عرضه اولیه شده‌اند، عوامل محرک قیمت‌گذاری سهام در آن صنعت و این‌که قیمت‌گذاری سهام شرکت به چه میزانی تحت تأثیر سودهای تاریخی، پیش‌بینی‌های انجام شده از سودها، روند درآمدها یا سایر عوامل قرار می‌گیرد. شرکت باید دیدگاه متعهد فروش بالقوه را نیز نسبت به ارزش‌گذاری و دامنه قیمت عرضه برای عرضه اولیه سهام جویا شود.

مشاوران حقوقی و حسابرسان با تجربه و ماهر نیز از اعضای کلیدی تیم عرضه اولیه سهام هستند. مشاوران حقوقی باید فهم کاملی از قوانین اوراق بهادار و فرایند عرضه اولیه سهام داشته باشند تا به شرکت در این مورد یاری رسانند.

¹ Underwriters

² Building the Book

مشاوران حقوقی بیانیه ثبت^۱ را تهیه کرده و در مورد مطابقت با الزامات افشا به شرکت مشاوره می‌دهند. همچنین، یک نقش کلیدی در ارائه مدارک به کمیسیون بورس و اوراق بهادار، پاسخ به نقطه نظرات کمیسیون در رابطه به مدارک و رفع این موارد دارند. علاوه بر این، مشورت در مورد ساختار بندی حاکمیت شرکتی، مطابقت نحوه عمل شرکت با سیاست‌ها، قوانین و مقررات و ... پس از عرضه اولیه سهام نیز بر عهده مشاور حقوقی است تا عملیات شرکت به نحو اثربخش انجام گیرد.

حسابرسان شرکت نیز در فرایند عرضه اولیه سهام، به شرکت کمک می‌کنند الزامات افشای مربوط به صورت های مالی و سایر اطلاعات مالی موجود در بیانیه ثبت را رعایت کند. همچنین، با توجه به این که کمیسیون بورس و اوراق بهادار تعدادی حسابدار را به منظور بررسی صورت‌های مالی و سایر جنبه‌های مالی مربوط به افشای اطلاعات شرکت اختصاص می‌دهد، حسابرسان ممکن است به عنوان یک رابط با حسابداران کمیسیون بورس و اوراق بهادار فعالیت کنند. پس از این که اعضای تیم عرضه اولیه سهام مشخص شدند، شرکت باید برخی از مسائل سازمانی را در حین آمادگی برای عرضه اولیه سهام خود مد نظر قرار دهد. برای مثال، شرکت باید تعیین کند که آیا هنوز هم در همین حوزه جغرافیایی فعالیت خواهد کرد یا خیر، اساسنامه خود به چه صورت خواهد بود و همچنین، برخی مسائل حسابداری نیازمند توجه ویژه‌ای هستند برای مثال تطابق با استانداردهای پذیرفته شده بین المللی حسابداری. از سایر موضوعاتی که باید مد نظر قرار گیرد ساختار حاکمیت شرکتی و هیأت مدیره شرکت است. طبق قوانین بورس سهام نیویورک و نزدک، اکثریت اعضای هیأت مدیره شرکت های سهامی عام باید مستقل و غیرموظف باشند. همچنین، این قوانین نسبت به وجود، ترکیب و فعالیت زیر کمیته‌های هیأت مدیره، ملزم می‌کنند کمیته‌هایی نظیر کمیته حسابرسی، کمیته حقوق و پاداش، کمیته انتصاب و کمیته حاکمیت شرکتی در شرکت‌ها وجود داشته باشند. به طور خاص، فرایند عرضه اولیه سهام مستلزم همکاری با متعهدان فروش و مشاوران شرکت (اساساً هیأت مشاوران شرکت، هیأت مشاوران متعهد فروش و حسابرسان شرکت) برای انجام موارد زیر است:

- تهیه یک امیدنامه برای بازاریابی عرضه سهام
- ریزکاو^۲ نسبت به شرایط
- ارائه امیدنامه و بیانیه ثبت مربوطه به کمیسیون بورس و اوراق بهادار
- پاسخ و رفع نقطه نظرات کمیسیون بورس و اوراق بهادار نسبت به بیانیه ثبت
- بازاریابی عرضه سهام در یک فرایند "نقشه راه"^۳ به سرمایه گذاران بالقوه
- درج سهام در بورس اوراق بهادار
- اخذ مجوز از کمیسیون بورس و اوراق بهادار نسبت به "اثربخش بودن" (جواز) بیانیه ثبت^۴
- قیمت گذاری و سپس نهایی کردن فروش سهام شرکت در عرضه اولیه سهام

¹ Registration statement

² Due diligence

³ Road show

⁴ Effectiveness of registration statement

در مرکز فرایند عرضه اولیه سهام، ثبت عرضه سهام شرکت در کمیسیون بورس و اوراق بهادار قرار دارد. این فرایند شامل سه مرحله است:

- (۱) دوره قبل از ارائه مدارک (دوره قبل از ارائه مدارک بیانیه ثبت به کمیسیون)؛
 - (۲) دوره انتظار (دوره پس از ارائه مدارک اولیه و تاریخی که کمیسیون بیانیه ثبت را "اثربخش" اعلام می‌کند؛
 - (۳) دوره پس از مجوز (دوره‌ای که سهام را می‌توان به عموم فروخت).
- در دوره انتظار، شرکت و متعهدان فروش، فعالیت‌های بازاریابی را که شامل ارائه نقشه راه می‌شود سازماندهی می‌کنند. این فرایند "آزمون عمق آب"^۱ نیز نامیده می‌شود. به عبارتی، متعهدان فروش با سرمایه‌گذاران نهادی و ... به ملاقات می‌پردازند تا از میزان علاقه آن‌ها به سهام عرضه شده و قیمت‌های مورد نظر آن‌ها آگاه شوند. در این حین، شرکت به پرسش‌های انجام شده در نتیجه "فرایند ریزکاوی" نیز پاسخ می‌دهد. فرایند ریزکاوی که در مراحل بالا مطرح شد توسط گروه مشاورین شرکت، مشاورین متعهد فروش و حساب‌رسان صورت می‌گیرد. از این طریق، شرکت خود را برای فعالیت به عنوان یک شرکت سهامی عام آماده می‌کند.

زمانی که کمیسیون بورس و اوراق بهادار بیانیه ثبت را اثربخش اعلام می‌کند (مجوز صادر می‌کند)، فرم 8-A (این فرم یک رهنمود به منظور تهیه بیانیه ثبت شرکت است) نیز اثربخش اعلام می‌شود، به بازار سهام و متعهد فروش نسبت به اثر بخش بودن بیانیه ثبت و فرم 8-A اطلاع‌رسانی صورت می‌گیرد. در این زمان (یعنی یک روز قبل از عرضه اولیه سهام) هیأت‌مدیره شرکت یا کمیته قیمت‌گذاری و متعهدان فروش یک جلسه برگزار می‌کنند و در آن قیمتی را که متعهدان فروش، سهام را از شرکت به منظور فروش مجدد به عموم مردم خریداری خواهند کرد، پیشنهاد می‌کنند. قبل و در حین این جلسه قیمت‌گذاری، متعهدان فروش در سطوح مختلف، شاخص‌هایی را از میزان علاقه سرمایه‌گذاران و همچنین سایر داده‌های مربوط بازار را که نشان‌دهنده دامنه قیمت مناسب برای سهام است به شرکت ارائه می‌دهند و بر این اساس قیمت پیشنهادی خود را اعلام می‌کنند.

در بازار ایالات متحده آمریکا، قرارداد متعهد فروش بیشتر به روش "تعهد انجام کار"^۲ صورت می‌پذیرد که در آن متعهد فروش، متعهد می‌شود تا تمامی سهام عرضه شده را به یک قیمت ثابت از شرکت خریداری کند و سپس آن را مجدداً به عموم مردم به فروش رساند. این روش در مقابل روش "بهترین تلاش"^۳ است که در آن متعهدین فروش بهترین تلاش خود را به کار می‌گیرند تا سهام عرضه شده را از طرف شرکت به سرمایه‌گذاران بفروشند.

نکته دیگری که در رابطه عرضه‌های اولیه سهام در این بازار وجود دارد این است که در زمانی که شرکت امیدنامه اولیه را به کمیسیون بورس و اوراق بهادار ارائه می‌دهد، قیمت عرضه در این امیدنامه بیان نمی‌شود و ممکن است یک دامنه قیمتی در آن آورده شود. مقررات شماره (3) (b) 501 S-K ملزم می‌کند که امیدنامه اولیه که در عرضه عمومی اولیه استفاده می‌شود شامل یک "برآورد صادقانه"^۴ از دامنه قیمتی عرضه باشد. کارکنان کمیسیون بورس و اوراق بهادار بر این عقیده هستند که این دامنه قیمتی صادقانه عبارت است از دامنه‌ای که برای قیمت‌های عرضه کمتر از ۱۰ دلار،

¹ Testing the Water

² Firm Commitment

³ Best Efforts

⁴ Bona Fide Estimate

بیش از ۲ دلار نباشد و برای قیمت‌های عرضه ای که حد بالای آن‌ها بیشتر از ۱۰ دلار است، ۲۰ درصد بیشتر از حد بالای دامنه نباشد.

در فرایند بازاریابی متعهدان فروش و جلساتی که با شرکت برگزار می‌شود، در نهایت یک قیمت عرضه (یک قیمت ثابت) مشخص می‌شود که شرکت با آن قیمت سهام را به متعهد فروش عرضه می‌کند. مفاد قیمت‌گذاری (که در قرارداد متعهد فروش نیز آورده می‌شود) بیان‌کننده این خواهند بود که متعهدان فروش به ازای هر سهم، قیمتی را به شرکت خواهند پرداخت که درصدی از قیمت سهام عرضه شده به عموم مردم است، در واقع متعهدان فروش یک تخفیف^۱ دریافت می‌کنند. بعلاوه، مفاد قرارداد خرید سهام از شرکت، منعکس‌کننده این موضوع است که شرکت باید یک مقدار سهام اضافی که معمولاً به اندازه ۱۵ درصد میزان سهام اولیه که قرار است در عرضه اولیه به فروش رود می‌باشد، با همان شرایط قبل به متعهدان فروش بفروشد تا هزینه‌های ناشی از فروش مجدد سهام علاوه بر سهام اولیه پوشش داده شود، که به آن "اختیار تخصیص - بیش از واقع"^۲ گفته می‌شود.

قابل ذکر است که در فرایند بازاریابی متعهدان فروش و تعیین میزان تقاضای سرمایه‌گذاران بالقوه برای سهام، اگر آن‌ها به این نتیجه برسند که تقاضای سرمایه‌گذاران برای سهام بالا است، قیمت عرضه را می‌توان بالاتر از حد بالای دامنه قیمتی تعیین شده در امیدنامه تعیین نمود و بالعکس. متعهد فروش/ شرکت قبل از مؤثر اعلام شدن عرضه اولیه سهام توسط کمیسیون بورس و اوراق بهادار بیشترین انعطاف را در تعیین قیمت عرضه اولیه دارند و در برخی از مواقع تغییرات قیمت تعیین شده به اندازه ۳۰ الی ۴۰ درصد بوده است. بعلاوه، حتی بعد از این که کمیسیون، مجوز عرضه سهام را صادر می‌کند، متعهدان فروش اختیار تغییر قیمت عرضه یا اندازه آن را دارند، با این شرط که مجموع عایدی ناشی از عرضه بیش از ۲۰ درصد نباشد.

در سال‌های اخیر تغییرات متعددی توسط نزدیک در فرایند قبل از باز شدن^۳ معاملات سهام عرضه‌های عمومی اولیه اعمال شده است. در پایان این فرایند، یک فرایند حراج باز که در آن تمامی سرمایه‌گذاران قادر به ورود سفارش و شرکت در کشف قیمت هستند رخ می‌دهد. به این فرایند حراج باز IPO cross گفته می‌شود که قیمت رسمی باز شدن نزدیک را تعیین می‌کند و به منظور انعکاس مناسب عرضه و تقاضا برای سهام معرفی شده است. فرایند قبل از باز شدن در حالت فعلی را می‌توان به چهار مرحله تقسیم نمود:

۱. شروع سیستم^۴: در ساعت ۴ صبح نزدیک شروع به پذیرش سفارش‌ها می‌کند که تا زمان شروع مرحله بعد در یک "سبد انتظار" نگهداری می‌شوند.

۲. دوره صرفاً- نمایش^۵: در این دوره اعضاء می‌توانند قیمت و تعداد سهامی که مایل به خرید آن هستند را سفارش دهند و سفارش‌های وارد شده را می‌توان جایگزین یا ویرایش کرد ولی هیچ سفارشی اجرا نمی‌شود. زمان شروع دوره نمایش را متعهد فروش با نزدیک هماهنگ می‌کند و حداقل به مدت ۱۵ دقیقه بوده و حداکثر

¹ Discount

² Over-Allotment Option

³ Pre-Opening Process

⁴ System Start-Up

⁵ Display Only Period (DOP)

به مدت ۳۰ دیگر قابل تمدید است و انتظار می‌رود در این دوره یک ثبات و نوسان کافی در سفارش‌ها به وجود آید.

۳. دوره قبل از- شروع معاملات^۱: این دوره بلافاصله بعد از دوره نمایش شروع می‌شود و هیچ مدت زمانی برای آن تعیین نشده است. هدف از این دوره، تسهیل کشف قیمت و افزایش هماهنگی میان نزدیک و متعهد فروش اصلی در هنگام شروع معاملات است. این دوره به متعهد فروش فرصت و انعطاف کافی در زمان شروع IPO cross و معاملات را می‌دهد.

۴. شروع معاملات و IPO cross: در اولین روز معاملات، تمامی عرضه‌های اولیه سهام با استفاده از IPO cross باز می‌شوند که یک فرایند حراج است و در آن سرمایه‌گذاران می‌توانند سفارش‌های خود را وارد کرده و در فرایند کشف قیمت شرکت کنند. متعهد فروش اصلی زمان آماده بودن عرضه عمومی اولیه برای IPO cross را با نزدیک هماهنگ می‌کند. این روش حراج، که مبتنی بر اولویت قیمت/ زمان است، قیمت باز شدن رسمی را تعیین می‌کند و یک سفارش عمده^۲ ارسال می‌شود. پس از IPO cross، معاملات سهم شروع می‌شوند.

روش پذیرش مستقیم

یکی از روش‌های جایگزین عرضه عمومی اولیه که در بازار ایالات متحده آمریکا برای شرکت‌ها فراهم است، پذیرش عمومی بدون استفاده از خدمات متعهدان فروش، بدون رقیق شدن و افزایش سهام و توافقات نگهداشت^۳ است. این روش که پذیرش (لیست شدن) مستقیم^۴ و یا عرضه عمومی مستقیم^۵ نامیده می‌شود از سال ۲۰۱۹ توسط بورس سهام نیویورک مورد توجه قرار گرفته است. لازم به ذکر است که در این روش نیز متقاضی باید مجوز بیانیه ثبت را از کمیسیون بورس و اوراق بهادار دریافت کنند و تحت همان الزامات گزارشگری و حاکمیتی هستند. در این روش، کمیسیون بورس و اوراق بهادار شرکت‌ها را از افزایش سرمایه منع می‌کند و فقط یک جابجایی در مالکیت میان سرمایه‌گذاران قبل از عرضه عمومی اولیه (که اکثراً سرمایه‌گذاران مخاطره پذیر و کارکنان شرکت هستند) و سرمایه‌گذاران جدید از طریق قیمت‌گذاری مبتنی بر حراج صورت می‌گیرد. قابل ذکر است که بسیاری از شرکت‌ها شرایط روش پذیرش مستقیم را برای عرضه سهام خود مناسب می‌دانند، زیرا این شرکت‌ها یا سطوح وجوه نقدی کافی در اختیار دارند و یا معتقدند که در آینده به عنوان یک شرکت سهامی عام قادر خواهند بود با یک ارزشگذاری بالاتر (به میزان کمتر رقیق شده) افزایش سرمایه دهند. یکی از مزایای این روش که مورد توجه سرمایه‌گذاران قرار گرفته است، عدم وجود الزام به نگهداشت سهام^۶ (عدم امکان فروش سهام برای مدتی پس از عرضه اولیه سهام برای سرمایه‌گذاران) است که به همراه حق‌الزحمه‌های کمتر نسبت به عرضه‌های عمومی اولیه ممکن است باعث شود پس از این شاهد عرضه‌های بیشتری از این طریق باشیم.

¹ Pre-Launch Period

² Bulk Order

³ Lock-up Agreements

⁴ Direct Listing

⁵ Direct Public Offering (DPO)

⁶ Lockup Requirement

عرضه عمومی اولیه در کشور انگلیس

فرایند عرضه اولیه سهام در بازار انگلیس معمولاً ۱۶ تا ۲۰ هفته به طول می‌انجامد، اگر چه این فرایند بسته به آمادگی درخواست کننده (شرکت) برای پذیرش، اندازه و پیچیدگی عرضه و شرایط بازار و مقررات می‌تواند متغیر باشد. برنامه‌ریزی مراحل قبل از عرضه اولیه، شامل ارزیابی کسب و کار شرکت، مسیر رشد و مناسب بودن آن برای عرضه عمومی سهام، به همراه هر گونه سازمان دهی مجدد داخلی که به منظور اطمینان از عملکرد اثربخش آن به عنوان یک شرکت پذیرفته شده است، می‌شود.

در ابتدای کار، "مشاوران عرضه" به کار گرفته می‌شوند که شامل وکلا، حسابداران گزارشگری مالی، مشاوران مالی، نمایندگان روابط عمومی مالی و شرکت‌های تأمین سرمایه هستند، تا وظایف پشتیبان^۱ (در رابطه با پذیرش‌های ویژه^۲)، متعهد فروش و مدیر پذیرهنویسی^۳ را انجام دهند. در رابطه با پذیرش‌های ویژه، علاوه بر اطمینان از مطابقت با قوانین و ارتباط با نهاد پذیرش بریتانیا^۴ (پذیرش شرکت‌ها در بورس)، پشتیبان به هماهنگی‌های بین‌المللی و مدیریت پروژه عرضه اولیه سهام و مشاوره به شرکت در رابطه با ساختار و زمان‌بندی عرضه اولیه می‌پردازد.

در جلسه اولیه، تمامی طرف‌های درگیر با ساختار و زمان‌بندی پیشنهادی آشنا می‌شوند. فرایندهای ریزکاوی مدیریتی و تجاری، مدل‌سازی مالی، بحث‌های مرتبط با ارزش‌گذاری و ساختار، پیش‌نویس امیدنامه و تهیه اطلاعات مالی همگی آغاز می‌شوند. فرایند ریزکاوی به منظور اطمینان از این که تمامی اطلاعات موجود در امیدنامه از همه جنبه‌ها صحیح و کامل هستند، ضروری است. یک نسخه از پیش‌نویس امیدنامه به صورت محرمانه به نهاد پذیرش شرکت‌های بریتانیا ارسال خواهد شد تا مورد بررسی قرار گیرد. این نهاد در طی ۱۰ روز کاری در رابطه با آن اظهار نظر خواهد کرد و تمامی نقطه‌نظرات و پاسخ‌های این نهاد محرمانه خواهند بود. بررسی انجام شده توسط نهاد پذیرش بریتانیا یک عامل تعیین‌کننده اصلی در رابطه با برنامه زمانی عرضه اولیه سهام است که می‌تواند تقریباً هشت هفته به طول انجامد. همزمان با این کار، وکلای مربوطه نیز این پیش‌نویس را مورد بررسی قرار می‌دهند و از بیان صادقانه محتویات آن اطمینان حاصل می‌کنند.

به طور همزمان، حسابداران نیز یک بررسی دقیق مالی انجام می‌دهند تا گزارش‌های پشتیبان عرضه عمومی سهام را تهیه کنند. این گزارش طولانی، یک گزارش محرمانه مفصل است که کل کسب‌وکار شرکت را تحلیل می‌کند. با این حال، گزارش سرمایه در گردش به کارایی سرمایه در گردش شرکت برای ۱۲ تا ۱۸ ماه آتی می‌پردازد. هر دوی این گزارش‌ها به منظور اطمینان‌دهی به مدیران و شرکت‌های تأمین سرمایه در رابطه با قابلیت ماندگاری شرکت در دنیای پس از عرضه اولیه مورد استفاده قرار می‌گیرد.

زمانی که "فرایند ریزکاوی" به طور کامل انجام شد، یک جلسه با تحلیل‌گران تحقیقاتی انجام می‌گیرد که توسط مدیر پذیرهنویسی به کار گرفته شده‌اند و این موضوع آن‌ها را قادر می‌سازد تا گزارش‌های تحقیقاتی را آماده سازند. زمانی که شرکت آمادگی خود را برای شناور کردن سهام خود، به صورت عمومی، اعلام می‌کند این تحلیل‌گران گزارش‌های

¹ Sponsor

² Premium Listing

³ Book Runner

⁴ United Kingdom Listing Authority (UKLA)

تحقیقاتی خود را منتشر می‌کنند. با این کار، یک فاز دو هفته‌ای "اطلاع‌رسانی به سرمایه‌گذاران"^۱ شروع می‌شود که در این زمان، بازار نسبت به عرضه‌کننده و عرضه اولیه سهام انجام شده آگاهی کسب می‌کند. واکنش سرمایه‌گذاران نهادی به این عرضه به منتشرکننده منتقل می‌شود و از آن به منظور تعیین دامنه قیمتی که عرضه در آن بازاریابی خواهد شد، استفاده می‌شود.

سپس، عرضه‌کننده (شرکت) یک کمپین بازاریابی را شروع می‌کند که تحت عنوان "نقشه راه" شناخته می‌شود و معمولاً شامل جلسات متعدد با سرمایه‌گذاران نهادی بالقوه به مدت دو هفته است. مدیریت ارشد شرکت، طرح سرمایه‌گذاری را ارائه خواهد داد و به سوالات مربوط به عرضه‌کننده و عرضه اولیه سهام پاسخ می‌دهد. در این مرحله، یک "امیدنامه راه‌گشا"^۲، که یک نسخه شبه‌نهایی از امیدنامه است به عنوان ابزار بازاریابی مورد استفاده قرار می‌گیرد. قابل ذکر است که در این امیدنامه قیمت نهایی عرضه ذکر نمی‌شود. در حالی که نقشه در جریان است، مدیر پذیرهنویسی به جمع‌آوری پیشنهادهای خرید سرمایه‌گذاران می‌پردازد و "یک دفتر از سفارش‌ها" ایجاد می‌کند که به منظور تعیین قیمت نهایی و اندازه عرضه اولیه سهام مورد استفاده قرار می‌گیرد. پیشنهادهای خرید سرمایه‌گذاران در این مرحله قابل فسخ بوده و نهایی نیستند.

سهام قابل عرضه بر اساس سفارش‌های سرمایه‌گذاران (که به مدیر پذیرهنویسی داده شده است) تخصیص داده می‌شود. ریسک بازار در دوره مابین قیمت‌گذاری و پرداخت قیمت سهام (معمولاً سه روز کاری) از طریق وارد شدن شرکت به یک قرارداد متعهد فروش^۳ خنثی می‌شود. متعهد یا متعهدان فروش، متعهد می‌شوند سهام خریداری نشده توسط سرمایه‌گذاران را خریداری کنند.

زمانی که سهام تخصیص داده شد، معاملات "بازار خاکستری"^۴ رخ می‌دهد. این معاملات بدین صورت هستند که سهام قبل از پذیرش در فهرست رسمی، مورد معامله قرار می‌گیرند اما نهایی شدن معاملات، مشروط به پذیرش در فهرست رسمی است. اگر پذیرش صورت نگیرد، معاملات باطل اعلام می‌شود.

مراحل نهایی در فرایند عرضه عمومی سهام، قیمت‌گذاری و تأیید رسمی امیدنامه توسط نهاد پذیرش بریتانیا است که پس از آن امیدنامه منتشر می‌شود. حداقل ۴۸ ساعت قبل از پذیرش سهام و معامله آن‌ها، یک درخواست رسمی به نهاد پذیرش بریتانیا و بورس سهام لندن ارسال می‌شود. این دو نهاد تأییدیه خود را به صورت عمومی اعلام می‌کنند و پس از آن سهام در حساب‌های CREST (سیستم سپرده‌گذاری و تسویه الکترونیکی اوراق بهادار بریتانیا) ثبت می‌شوند و معاملات شروع شده و فرایند عرضه عمومی سهام تکمیل می‌شود.

برخلاف بازار عرضه‌های عمومی اولیه در ایالات متحده آمریکا، اکثر کشورهای اروپایی (از جمله انگلیس) یک بازار زمان انتشار اوراق^۵ (بازار خاکستری یا معاملات شرطی^۶) دارند که در آن معامله سهام شرکت عرضه اولیه شده چندین روز قبل از پذیرش رسمی اوراق بهادار در بورس سهام شروع می‌شود. از اوایل دهه ۲۰۰۰ تقریباً ۷۰ درصد از شرکت‌های

¹ Investor Education

² Pathfinder Prospectus

³ Underwriting Agreement

⁴ Grey Market

⁵ When- Issued Market

⁶ Conditional Trading

عرضه عمومی اولیه شده در بازار انگلیس سهام خود را در این بازار معامله می‌کنند. این بازار به شکل‌گیری قیمت قبل از پذیرش غیر شرطی سهام (معاملات عادی سهام) برای معامله کمک می‌کند و به سرمایه‌گذاران امکان می‌دهد فرصت توافق بر روی یک قیمت ورودی یا خروجی برای عرضه عمومی اولیه را بر اساس احتیاجات سرمایه‌گذاری خود به دست آورند. دلیل نام‌گذاری این بازار به معاملات شرطی این است که تسویه تمامی معاملات رخ داده در دوره بازار خاکستری مشروط به پذیرش سهام در بورس اوراق بهادار است.

الزامات بورس سهام لندن ملزم می‌کند که یک فرم درخواست غیررسمی نسبت به معامله در بازار خاکستری و یک امیدنامه غیر رسمی (پیش نویس) باید حداقل ۱۰ روز قبل از اولین روز معاملات بازار خاکستری به بورس ارسال شود. این فرم باید حداقل دو روز کاری قبل از معاملات بازار خاکستری نهایی شود. مهلت مقرر برای ثبت سهام عرضه اولیه شده معمولاً روز قبل از شروع بازار خاکستری است. در مرحله بعد، شرکت عرضه اولیه شده قیمت عرضه نهایی و تخصیص سهام را قبل از شروع معاملات بازار خاکستری اعلام می‌کند. به عبارتی، قبل از شروع معاملات بازار خاکستری سهامداران از میزان سهام تخصیص داده شده به آن‌ها مطلع هستند و سهام قبل از این بازار تخصیص می‌یابد. معاملات بازار خاکستری معمولاً سه روز به طول می‌انجامد و پس از پایان این بازار، معاملات غیر شرطی (معاملات عادی) شروع می‌شود. برای شرکت‌هایی که در بازار خاکستری شرکت نکرده‌اند معمولاً در همان روز اول معاملات، بازار ثانویه یا بازار باز شروع می‌شود.

مطالعات نشان می‌دهد که سرمایه‌گذاران حاضرند برای شرکت‌هایی که تصمیم می‌گیرند وارد بازار خاکستری شوند قیمت‌های بیشتری بپردازند و قیمت عرضه در این شرکت‌ها به طور متوسط ۲۶ درصد از سایر شرکت‌ها بیشتر است زیرا سرمایه‌گذاران این عرضه‌ها را با کیفیت‌تر می‌دانند.

لازم به ذکر است که در بازار بورس سهام لندن نیز از روش پذیرش مستقیم که برای بازار ایالات متحده آمریکا توضیح داده شد استفاده می‌شود.

عرضه عمومی اولیه در کشور کانادا

دوره زمانی مورد نیاز برای تهیه و تکمیل یک عرضه عمومی سهام در کانادا، به طور کلی حداقل ۱۲ هفته طول می‌کشد که تحت تاثیر عوامل متعددی قرار دارد، مانند آمادگی شرکت برای عرضه سهام خود، ماهیت و میزان فرایند ریزکاوی مورد نیاز، وضعیت صورت‌های مالی شرکت و بررسی‌های مورد نیاز حسابرس، شرایط بازار و مدت زمان مورد نیاز برای رفع نقطه نظرات انجام شده توسط کمیسیون‌های اوراق بهادار در رابطه با امیدنامه. فرایند عرضه عمومی سهام در کشور کانادا بسیار شبیه با ایالات متحده آمریکا است. جدول زمانی زیر، مراحل عمومی تکمیل یک عرضه عمومی سهام را نشان می‌دهد.

هفته ۱ تا ۲. شرکت به انتخاب متعهدان فروش، مشاوران حقوقی، حسابرسان و سایر مشاوران حرفه‌ای می‌پردازد. هفته ۱ تا ۴. متعهدان فروش از طرف شرکت، به مذاکرات مربوط به "آزمون عمق آب" با سرمایه‌گذاران می‌پردازند. این مذاکرات محرمانه بوده و با هدف جمع‌آوری میزان تقاضای بازار انجام می‌شود. با این حال، مرحله آزمون عمق آب ممکن است تا زمانی که پیش‌نویس نهایی امیدنامه اولیه یا سایر موارد مربوط به بازاریابی آماده نشده‌اند، به تعویق بیفتد.

هفته ۱ تا ۶. شرکت به تهیه امیدنامه اولیه می‌پردازد و جلسات گروه کاری مربوطه را برگزار می‌کند. متعهدان فروش و مشاوران فرایند ریزکاوی را انجام می‌دهند.

هفته ۲ تا ۶. اگر اوراق بهادار در استان کبک منتشر می‌شوند، نسخه زبان فرانسوی امیدنامه اولیه تهیه می‌شود.

هفته ۶. هیأت مدیره شرکت تشکیل جلسه می‌دهد تا امیدنامه اولیه تصویب شود. امیدنامه اولیه تحویل کمیسیون بورس و اوراق بهادار کانادا داده می‌شود و آگاهی‌رسانی عمومی از طریق اخبار انجام می‌شود. پس از انتشار خبر دریافت امیدنامه اولیه توسط بورس، متعهدان فروش ممکن است به جمع‌آوری تقاضای سرمایه‌گذاران بالقوه بپردازند. درخواست پذیرش به بورس و اوراق بهادار تورنتو نیز ارسال می‌شود.

هفته ۶ تا ۸. شرکت و متعهدان فروش اصلی گزارش‌های بازاریابی را برای "فرایند نقشه راه" تهیه می‌کنند. هفته ۸. اولین نامه نقطه نظرات توسط نهاد مقررات گذار مربوطه به شرکت ارسال می‌شود و پاسخ به آن تهیه و مجدداً به این نهاد ارسال می‌شود.

هفته ۸ تا ۱۰. نسخه‌های نهایی امیدنامه اولیه پرینت گرفته می‌شود. نقشه راه و بازاریابی شروع می‌شود (معمولاً پس از انتشار اولین نامه نقطه نظرات از طرف بورس، این کار صورت می‌گیرد). مذاکرات مربوط به قرارداد متعهد فروش شروع شده و تمامی مفاد قرارداد به جز قیمت و اندازه عرضه مشخص می‌شود. هفته ۸. پذیرش مشروط از طرف بورس اوراق بهادار تورنتو برای شرکت صادر می‌شود.

هفته ۹. دومین نامه نقطه نظرات توسط نهاد مقررات گذار منتشر می‌شود و پاسخ به آن تهیه و ارسال می‌شود. هفته ۱۱. شرکت و متعهدان فروش در رابطه با تعداد و قیمت سهام قابل عرضه توافق و قرارداد متعهد فروش را نهایی می‌کنند. هیأت مدیره شرکت یک جلسه برگزار می‌کند تا امیدنامه نهایی و قرارداد متعهد فروش را تصویب کند. امیدنامه نهایی به بورس اوراق بهادار تورنتو ارسال و اخبار مربوط به آن منتشر می‌شود. نسخه‌های امیدنامه نهایی پرینت گرفته می‌شود و متعهدان فروش شروع به تأیید سفارش‌ها می‌کنند.

هفته ۱۱ تا ۱۲. ساز و کارهای پیش-اتمام و اتمام عرضه^۱ انجام می‌شود، سهام منتشر شده و معاملات شروع می‌شود. برای شرکت‌هایی که در "بازار خاکستری" شرکت کرده‌اند نیز تأیید معاملات مشروط به پایان عرضه خواهد بود. نقشه راه برای یک عرضه عمومی سهام شامل مسافرت اعضای تیم مدیریتی شرکت و متعهد فروش اصلی به شهرهای مختلف و برگزاری جلسات متعدد با مدیران پرتفوی، مشاوران سرمایه‌گذاری، کارگزاران خرد، سرمایه‌گذاران نهادی و سایر سرمایه‌گذاران بالقوه می‌شود که هدف آن ایجاد علاقه برای سهام شرکت است. سرمایه‌گذاران متعددی علاقه خود را بلافاصله پس از اتمام نقشه راه اعلام می‌کنند. در حین فرایند نقشه راه، متعهد فروش به ایجاد "دفتر سفارش‌ها" مربوط به سهام قابل عرضه می‌پردازد. ایجاد دفتر سفارش‌ها، شامل ثبت تعداد و قیمت اوراق بهاداری می‌شود که یک سرمایه‌گذار بالقوه آمادگی برای خرید آن دارد. با ایجاد یک دفتر سفارش‌های مطلوب، شرکت و متعهدان فروش با یکدیگر همکاری و مذاکره می‌کنند تا اندازه عرضه و قیمت سهام عرضه اولیه شده، که در امیدنامه نهایی منعکس می‌شود، مشخص گردد. قرارداد متعهد فروش همزمان با بررسی امیدنامه توسط قانون‌گذار مورد مذاکره قرار می‌گیرد و تقریباً همزمان با نهایی شدن امیدنامه، قرارداد متعهد فروش نیز نهایی شده و به صورت عمومی منتشر می‌شود.

^۱ Pre-Closing and Closing

پس از مشخص شدن نتایج بازاریابی، متعهد فروش اصلی و شرکت به تعیین قیمت عرضه می‌پردازند. در این زمان کلیه نقطه نظرات قانون‌گذار نیز بر روی امیدنامه اولیه اعمال شده است. در مرحله بعد، امیدنامه نهایی و قرارداد متعهد فروش نهایی شده و به بورس سهام تورنتو ارسال می‌شود. با دریافت مجوز انتشار امیدنامه نهایی، این امیدنامه به خریداران بالقوه تحویل داده می‌شود. خریداران بالقوه نیز دو روز فرصت خواهند داشت تا از توافق خود برای خرید اوراق بهادار انصراف دهند. با سپری شدن این مدت، شرکت آمادگی بستن (closing) عرضه سهام را دارد و معمولاً نهایی شدن (بستن)^۱ عرضه سهام نیز ۱۰ روز تا دو هفته پس از انتشار مجوز امیدنامه نهایی صورت می‌گیرد. پس از فرایند بسته شدن عرضه، اوراق بهادار در بورس پذیرش و معاملات آن‌ها شروع می‌شود.

همانند بازار ایالات متحده آمریکا، در کانادا نیز قرارداد با متعهدان فروش به دو روش می‌تواند انجام شود: (۱) تعهد به انجام کار، که در آن متعهد فروش سهام را با یک قیمت ثابت از شرکت خریداری می‌کند و سپس آن‌ها را به سرمایه‌گذاران می‌فروشد. اکثر شرکت‌های بزرگ در کانادا از این روش برای عرضه اولیه سهام خود استفاده می‌کنند. (۲) بهترین تلاش، که متعهد فروش سهام را از طرف شرکت به فروش می‌رساند، در این روش متعهدان فروش سهام را از شرکت به سرمایه‌گذاران منتقل می‌کنند و به طور مستقیم نقشی را تقبل نمی‌کنند.

در بازار عرضه‌های اولیه عمومی کانادا نیز یک دوره ۶۰ روز پس از پایان عرضه سهام به عموم وجود دارد که تحت عنوان دوره تثبیت^۲ شناخته می‌شود. در این دوره، متعهدان فروش با اتخاذ موقعیت فروش به تثبیت بازار می‌پردازند، اگر قیمت بازار اوراق بهادار پس از عرضه کاهش یابد، متعهدان فروش می‌توانند با معاملات خرید و بستن سفارش‌های فروش خود، یک فشار رو به بالا بر قیمت بازار سهام وارد سازند. به منظور جلوگیری از ریسک افزایش قیمت بازار پس از عرضه، متعهدان فروش یک اختیار "تخصیص بیش از واقع سهام" از شرکت دریافت می‌کنند که به آن‌ها امکان می‌دهد اوراق بهادار اضافی را با قیمت عرضه خریداری کنند تا موقعیت‌های فروش خود را پر کنند. به این اختیار "تخصیص-اضافی (بیش از واقع)" گفته می‌شود.

یک روش قیمت‌گذاری جایگزین در کشور کانادا وجود دارد که تحت عنوان "رویکرد قیمت‌گذاری پس از دریافت تأییدیه"^۳ شناخته می‌شود. در این رویکرد، امیدنامه نهایی پس از اعمال نقطه نظرات قانون‌گذار و فعالیت‌های بازاریابی، به بورس و اوراق بهادار ارسال می‌شود، اما اطلاعات مربوط به قیمت و قیمت‌گذاری در آن درج نمی‌شود. در روش قیمت‌گذاری سنتی، اطلاعات مربوط به قیمت در امیدنامه نهایی باید درج می‌شد. مزیت این روش این است که پس از قیمت‌گذاری عرضه، هیچ تأییدیه‌ای از طرف بورس نیاز نیست و فقط یک "امیدنامه PREP تکمیلی" به بورس ارسال می‌شود که شامل تمامی اطلاعات است. بعلاوه، این رویکرد به شرکت انعطاف بیشتری در رابطه با قیمت‌گذاری می‌دهد و ریسک نظرهای اضافی قانون‌گذاران را کاهش می‌دهد.

¹ Closing

² Stabilization

³ Post-Receipt Pricing Procedure (PREP)

عرضه عمومی اولیه در کشور اندونزی

در وهله اول، شرکت متقاضی پذیرش باید یک متعهد فروش، حسابرس، مشاور حقوقی و دفترخانه رسمی را به کار گیرد. همچنین به منظور اداره و ثبت سهام خود پس از عرضه اولیه سهام، ممکن است از نهاد ثبت کننده سهام^۱ استفاده کند. تمامی طرف‌های درگیر در فرایند عرضه اولیه سهام باید از ناظر خدمات مالی^۲ اندونزی مجوز داشته باشند.

متعهد فروش، فرایند عرضه اولیه سهام را مدیریت می‌کند که شامل کمک به شرکت در برقراری ارتباط با ناظر خدمات مالی و بورس سهام اندونزی می‌شود. علاوه بر حسابرسی صورت‌های مالی، یک حسابرس نیز عایدی‌های عرضه اولیه سهام را حسابرسی و آن‌ها را به ناظر خدمات مالی گزارش می‌کند. مشاور حقوقی نیز به شرکت در فرایند ریزکاو و ارائه اظهارنظر حقوقی کمک می‌کند. دفتر خانه رسمی نیز در تهیه اسناد رسمی عرضه اولیه سهام (مانند، صورت-جلسه مجمع عمومی برای تأیید عرضه اولیه سهام و قرارداد متعهد فروش داخلی) کمک خواهد کرد. متعهد فروش، اسناد داخلی (و نه بین المللی) عرضه سهام را که شامل امیدنامه است تهیه می‌کند و با فروش و عرضه سهام سروکار دارد.

پس از آمادگی شرکت برای عرضه اولیه سهام خود، فرم‌های بیانیه ثبت (registration statement) به ناظر خدمات مالی ارسال و فرایند عرضه اولیه سهام به طور رسمی شروع می‌شود. علاوه بر بیانیه ثبت، برخی مدارک دیگر نظیر امیدنامه، برنامه زمانی عرضه اولیه سهام، اساسنامه، صورت‌های مالی حسابرسی شده و قرارداد متعهد فروش و ... نیز به ناظر خدمات مالی ارسال می‌شود.

ناظر خدمات مالی نقطه نظرات خود را در طی ۱۰ روز کاری به شرکت اعلام می‌کند و شرکت باید پاسخ‌ها و اصلاحات خود را به ناظر ارسال کند. این اصلاحات ممکن است چندین بار صورت گیرد تا این که نهاد ناظر هیچ اصلاحی را پیشنهاد نکند. پس از فرایند بالا، نهاد ناظر به شرکت اجازه می‌دهد امیدنامه خود را در روزنامه‌ها منتشر کند. این کار باید ظرف دو روز کاری پس از مجوز ناظر خدمات مالی صورت گیرد و شواهد اطلاع‌رسانی نیز ظرف دو روز کاری پس از انتشار به نهاد ناظر اعلام شود. شرکت می‌تواند با هدف تشویق عموم مردم به خرید سهام در عرضه عمومی اولیه، یک امیدنامه اولیه را در اختیار عموم قرار دهد. به هر حال، پس از انتشار امیدنامه در روزنامه‌ها، دوره سفارش‌گیری (بوک بیلدینگ) شروع می‌شود و حداقل به مدت ۷ روز و حداکثر ۲۱ روز ادامه خواهد یافت. پس از پایان این دوره، شرکت باید قیمت عرضه نهایی و تعداد سهام قابل عرضه را تعیین کرده باشد. مقررات خاصی برای چگونگی انجام فرایند ثبت سفارش در اندونزی وجود ندارد. متعهد فروش ممکن است جلساتی را با سرمایه‌گذاران بالقوه ترتیب دهد که در این جلسه علاوه بر مدیران کلیدی شرکت، تحلیل‌گران مالی، کارگزاران و سرمایه‌گذاران نهادی بالقوه نیز حضور دارند. این جلسات که "نقشه راه" نامیده می‌شوند یک جزء کلیدی از تلاش‌های شرکت برای فروش سهام خود و روشی برای جلب علاقه سرمایه‌گذاران بالقوه است.

¹ Share Registrar

² Financial Services Authority (OJK)

فرایند بازاریابی از طریق فرایند ثبت سفارش صورت می‌گیرد و تعداد سرمایه‌گذاران خرد شرکت‌کننده در عرضه عمومی اولیه در کشور اندونزی معمولاً بسیار اندک بوده و به طور متوسط بین ۱۰ تا ۲۰ از سهام عرضه شده به آن‌ها تخصیص می‌یابد. با این حال، زمانی که عرضه به شکل عرضه خصوصی باشد، ارائه امیدنامه الزامی نیست و اوراق بهادار به حداکثر ۱۰۰ خریدار بالقوه عرضه شده و در نهایت به حداکثر ۵۰ خریدار فروخته می‌شوند.

پس از این که دوره سفارش‌گیری به اتمام می‌رسد و یک قیمت برای عرضه سهام توسط متعهد فروش و شرکت مشخص می‌گردد، شرکت باید اطلاعات مبتنی بر قیمت سهام که در فرایند سفارش‌گیری به دست آمده است را به ناظر خدمات مالی ارسال کند. اگر اطلاعات دیگری مورد درخواست نهاد ناظر نباشد، نامه مجوز بیانیه ثبت را صادر می‌کند.

دوره عرضه اولیه سهام بایستی حداکثر در دو روز کاری پس از انتشار مجوز بیانیه ثبت شروع شود. دوره عرضه اولیه حداقل به مدت سه روز و حداکثر پنج روز کاری ادامه می‌یابد. همزمان با این دوره، در طی یک روز کاری پس از صدور مجوز بیانیه ثبت، شرکت باید امیدنامه نهایی خود و یا هر گونه اطلاعات اضافی را که در دوره سفارش‌گیری به دست آمده است را منتشر کند و شواهد انتشار خود را در طی دو روز کاری پس از انتشار به نهاد ناظر اعلام کند.

فرایند تخصیص سهام باید حداکثر دو روز کاری پس از پایان دوره عرضه اولیه سهام انجام شود. همچنین، توزیع اوراق بهادار نیز پس از پایان دوره تخصیص و قبل از روز پذیرش صورت می‌گیرد و باید حداکثر در طی دو روز کاری پس از تخصیص سهام صورت گیرد و در نهایت، پذیرش سهم باید حداکثر یک روز کاری پس از توزیع اوراق بهادار صورت گیرد.

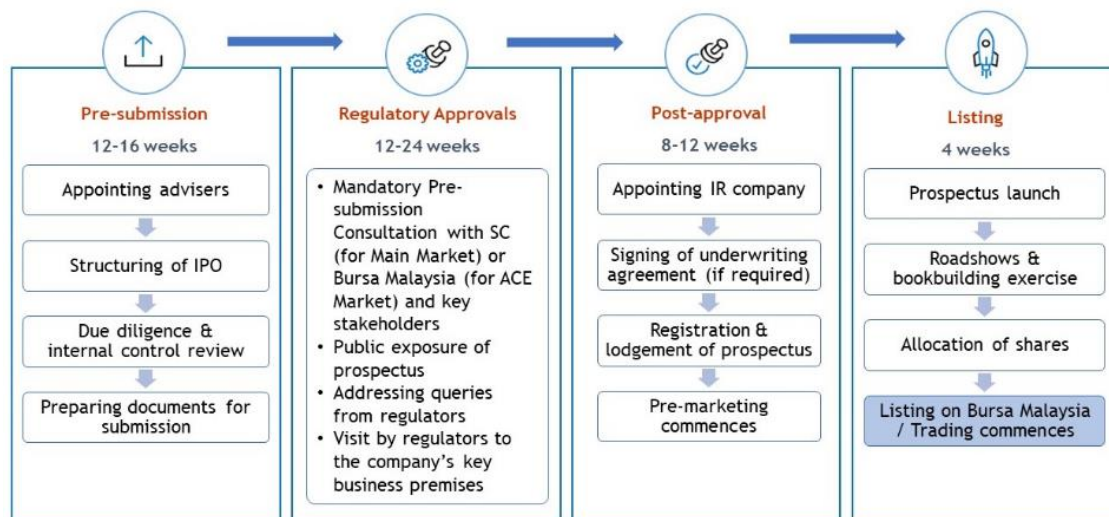
در قوانین مربوط به عرضه های عمومی اولیه کشور اندونزی چنین آمده است، "هر شخصی که سهام یا اوراق بهادار شرکت عرضه اولیه شده را با قیمتی پایین تر از قیمت عرضه عمومی اولیه، در دوره شش ماهه قبل از پذیرش مجوز ثبت توسط بورس، خریداری کرده باشد، از انتقال قسمتی و یا تمام سهام یا سایر اوراق بهادار منتشرکننده، تا هشت ماه پس از عرضه عمومی اولیه منع می‌شود."

نهاد ناظر بازار اندونزی از اوایل سال ۲۰۲۱ روش عرضه عمومی اولیه e-IPO را در این کشور معرفی نمود که هدف از انجام این کار افزایش مشارکت سرمایه‌گذاران خرد، افزایش شفافیت تخصیص و کاهش میزان افزایش قیمت پس از عرضه اولیه اعلام شده است. در این فرایند جدید که به صورت الکترونیکی است و در یک وب سایت اختصاصی انجام می‌شود، فرایند تخصیص سهام در معرض عموم بوده و می‌توان بر آن نظارت نمود.

در بازار عرضه های عمومی اولیه کشور اندونزی، متعهدان فروش امکان تثبیت قیمت را در طی دوره ۳۰ روزه پس از انتشار اوراق عرضه اولیه شده دارند. همچنین، تخصیص بیش از واقع (overallotment) نیز حداکثر به اندازه ۱۵ درصد کل عرضه عمومی اولیه امکان پذیر است. متعهدان فروش باید به طور واضح اطلاعات مربوط به تثبیت قیمت و تخصیص بیش از واقع را در امیدنامه ذکر کنند. تثبیت قیمت باید در قیمت عرضه اولیه شده و یا کمتر از آن صورت گیرد.

عرضه عمومی اولیه در کشور مالزی

فرایند عرضه عمومی اولیه در بورس مالزی از زمان استخدام مشاورین تا روز عرضه سهام، معمولاً ۴ تا ۱۲ ماه طول می‌کشد که بستگی به ساختار و پیچیدگی طرح عرضه اولیه سهام دارد. پس از تأیید عرضه، یک دوره ۶ ماهه برای تکمیل فعالیت‌های عرضه اولیه سهام تعیین شده است. مراحل عرضه اولیه سهام در شکل زیر نشان داده شده است:



منبع: وب سایت بورس مالزی

در کشور مالزی سه پلتفرم در بازار اوراق بهادار وجود دارد: بازار اصلی، بازار ACE و بازار LEAP. بازار اصلی یک بازار برای شرکت‌های شناخته شده است که استانداردهای لازم را در غالب کیفیت، اندازه و عملیات کسب کرده اند. بازار ACE یک بازار مبتنی بر اسپانسر است که برای شرکت‌های با چشم انداز رشد طراحی شده است. بازار LEAP یک بازار مبتنی بر مشاور است که دسترسی شرکت‌های نوظهور را برای تأمین مالی و شناخته شدن در بازار سرمایه فراهم می‌کند.

تمامی متقاضیان عرضه عمومی اولیه، باید تأییدیه کمیسیون بورس و اوراق بهادار مالزی را مطابق با بخش ۲۱۲ قانون بازارهای سرمایه و خدمات سال ۲۰۰۷ کسب کنند. به عنوان بخشی از بررسی‌های نظارتی، کمیسیون بورس و اوراق بهادار مالزی ممکن است امیدنامه شرکت را به مدت ۱۵ روز کاری در معرض دید عموم قرار دهد و همچنین، بازدیدهای حضوری از شرکت به عمل آورد تا کسب و کار شرکت را به نحو بهتری درک کند.

اولین مرحله در فرایند عرضه اولیه سهام شامل به کارگیری یک مشاور توسط شرکت است. این مشاور یا مشاورین با کمک شرکت، اکثر فرایند مستند سازی بابت عرضه اولیه سهام را انجام می‌دهند. در مرحله قبل از پذیرش، مشاورین فرایند ریزکاوی و بررسی کنترل داخلی شرکت، سهامداران عمده و مدیران ارشد کلیدی را انجام می‌دهند و پس از آن، وکلای شرکت پیش‌نویس امیدنامه را تهیه و اطلاعات موجود در امیدنامه را تأیید می‌کنند.

در طی مرحله تأیید نهادهای نظارتی، متقاضیان بازار اصلی یک جلسه مشاوره با کمیسیون بورس و اوراق بهادار مالزی خواهند داشت، در حالی که متقاضیان بازار ACE یک جلسه با بورس مالزی برگزار می‌کنند. در این جلسات ساختار عرضه عمومی اولیه مشخص خواهد شد. این مورد قبل از ارسال امیدنامه به بورس صورت می‌گیرد.

یک نسخه کپی از امیدنامه به مدت ۱۵ روز کاری در وبسایت کمیسیون بورس و اوراق بهادار منتشر می‌شود و عموم مردم قادر هستند نقطه نظرات خود را در مورد امیدنامه اظهار کنند. با این کار کمیسیون بورس و اوراق بهادار و همچنین بورس مالزی قادر خواهند بود بررسی‌های بیشتری در مورد شرکت انجام دهند و نقطه نظرات خود را در مورد آن به شرکت اعلام دارند تا اصلاح شود. سپس زمانی که عرضه عمومی تأیید شد، شرکت باید به استخدام یک مؤسسه روابط با سرمایه‌گذاران^۱ پردازد تا اطلاعات دقیق در مورد امورات شرکت به سرمایه‌گذاران ارائه کند. امضای قرارداد متعهد فروش نیز در این مرحله انجام می‌شود. پس از امضای این قرار داد، ثبت و بارگذاری امیدنامه صورت می‌گیرد. برخی از شرکت‌ها یک گروه از متعهدان فروش (یک انجمن از شرکت‌های تأمین سرمایه و کارگزاران) را استخدام می‌کنند تا اوراق بهادار جدید را خریداری کرده و با مقداری سود، به سرمایه‌گذاران تخصیص دهند.

نماینده عرضه شرکت (که معمولاً مشاور عرضه یا متعهد فروش است) نقش اصلی را در فرایند بازاریابی برای سهام شرکت بازی می‌کند. نماینده عرضه و مدیران شرکت، به صورت فشرده به فعالیت‌های بازاریابی برای سهام شرکت می‌پردازند تا سرمایه‌گذاران بیشتری را برای سرمایه‌گذاری و خرید سهام شرکت جذب کنند.

پس از این که بورس مالزی تأییدیه پذیرش اوراق بهادار جدید را منتشر می‌کند، شرکت عرضه شونده اسناد مربوط به تاریخ بسته شدن (Closing) و تخصیص اوراق به سرمایه‌گذاران (Allotment) را مشخص و آن را به بورس نیز اعلام می‌کند. سپس منتشر کننده به انتشار اوراق می‌پردازد و اوراق بهادار را تخصیص می‌دهد. علاوه بر این، دو روز قبل از پذیرش اوراق بهادار و مظنه‌گذاری (Quotation) در بورس و اوراق بهادار، شرکت باید یک "درخواست مظنه قیمت"^۲ را به بورس ارسال کند. در مرحله بعد، اگر درخواست مظنه قیمت و سایر مدارک کامل باشند، اوراق در فهرست رسمی پذیرش شده و سفارش‌ها (مظنه‌های قیمت) در بورس بر روی آن‌ها صورت می‌گیرد. فرایند پذیرش در بازار اصلی معمولاً از شش ماه تا ۹ ماه طول می‌کشد که بستگی به ساختار و پیچیدگی طرح عرضه دارد.

طبق مقررات موجود در بازار اصلی، دارندگان سهام از فروش، انتقال و یا تخصیص سهام خود به مدت شش ماه پس از پذیرش در بورس مالزی منع می‌شوند. پس از گذشت شش ماه مذکور، تحت شرایط خاصی فروش اوراق بهادار امکان پذیر است.

با اخذ تأییدیه از کمیسیون بورس و اوراق بهادار، شرکت‌ها شش ماه وقت خواهند داشت تا فعالیت‌های عرضه عمومی اولیه خود را تکمیل کنند. در رابطه با فعالیت‌هایی که در روز عرضه عمومی اولیه و قبل از باز شدن معاملات اوراق بهادار جدید در بورس اوراق بهادار کشور مالزی صورت می‌گیرد اطلاعاتی در دست نیست.

عرضه عمومی اولیه در کشور ترکیه

در کشور ترکیه، رویه‌های عرضه عمومی اولیه و الزامات افشای شرکت‌های عمومی به وسیله هیأت بازار سرمایه^۳ مقررگذاری می‌شود. بر اساس قانون بازار سرمایه، شرکت‌های سهامی عام به عنوان "شرکت‌های با مسئولیت محدود هستند که سهام آن‌ها به عموم عرضه شده است یا این که چنین فرض می‌شود که به عموم عرضه شده است". اگر

^۱ Investor Relations (IR)

^۲ Quotation Application

^۳ Capital Market Board (CML)

تعداد سهامداران از ۵۰۰ نفر بیشتر باشد، فرض می‌شود سهام یک شرکت به عموم عرضه شده است و این شرکت تحت مقررات قانون بازار سرمایه است.

پس از تصمیم شرکت به منظور عرضه اولیه سهام خود، شرکت باید تأییدیه امیدنامه خود را از هیأت بازار سرمایه دریافت کند و همزمان نیز برای پذیرش در بازار مربوطه درخواست خود را به بورس استانبول ارسال کند. پنج روز کاری پس از ارسال امیدنامه اولیه به هیأت، شرکت می‌تواند این امیدنامه را در وبسایت خود و اگر در پلتفرم افشای عمومی^۱ عضو است، در این پلتفرم افشاء کند. در صفحه اول این امیدنامه باید ذکر شود که امیدنامه هنوز توسط هیأت بازار سرمایه مورد تأیید قرار نگرفته است.

زمانی که امیدنامه مورد تأیید قرار می‌گیرد، ظرف ۱۵ روز کاری پس از تأیید، باید در وبسایت شرکت و در پلتفرم افشای عمومی منتشر شود. به منظور بررسی‌های میدانی، متخصصان هیأت بازار سرمایه از دفتر اصلی شرکت و تأسیسات تولیدی آن بازدید به عمل می‌آورند. بر طبق قوانین بورس استانبول، بررسی‌های به عمل آمده از شرکت در طی سه هفته پس از درخواست اولیه به اتمام می‌رسد.

به منظور عرضه عمومی اولیه، دو پیش نیاز برای شرکت‌ها وجود دارد: (۱) سرمایه شرکت به طور کامل پرداخت شده باشد و (۲) سهام قابل انتقال باشد. پس از اطمینان از وجود این شرایط، شرکت‌ها با یک کارگزاری یا شرکت تأمین سرمایه برای عرضه سهام خود قرارداد می‌بندند.

عرضه سهام شرکت‌ها در کشور ترکیه به سه روش امکان پذیر است:

۱. روش ثبت سفارش: این روش می‌تواند به دو صورت با قیمت ثابت و با یک دامنه قیمتی باشد. در روش قیمت ثابت، عرضه‌کننده/ شرکت یک قیمت مشخص و تعداد سهام قابل عرضه را تعیین می‌کند. سپس، عرضه را به گروه‌های سرمایه‌گذار مرتبط ارائه می‌کند و سفارش‌های سرمایه‌گذاران دریافت می‌شود. در نهایت، سهام به سرمایه‌گذاران تخصیص می‌یابد. در روش ثبت سفارش با دامنه قیمتی، یک قیمت پایه و یک سقف قیمت برای سهام قابل عرضه مشخص می‌شود و تفاوت میان قیمت پایه و سقف قیمت نباید از ۲۰ درصد بیشتر باشد.

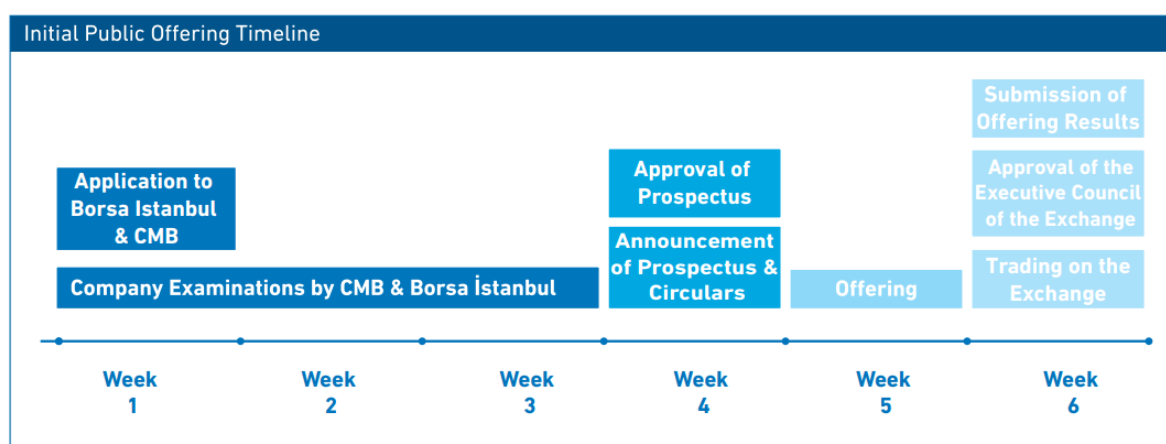
۲. فروش در بورس اوراق بهادار: در این روش شرکت/ متعهد فروش سهام قابل عرضه را به همراه یک حداقل قیمت از پیش تعیین شده به سرمایه‌گذاران اعلام می‌کند و عرضه با این قیمت صورت می‌گیرد. در این روش، نیاز است حداقل ۲۰ روز کاری قبل از تاریخ عرضه عمومی اولیه درخواست پذیرش ارائه و این درخواست پذیرفته و اعلام شده باشد.

۳. فروش بدون روش ثبت سفارش: در این روش یک قیمت مشخص برای سهام تعیین می‌شود و بدون جمع‌آوری تقاضای سرمایه‌گذاران، عرضه عمومی صورت می‌گیرد.

¹ Public Disclosure Platform (PDP)

با این حال، شرکت‌هایی که سهام آن‌ها برای اولین بار در بازار شرکت‌های نوظهور^۱ معامله خواهد شد، باید از روش فروش در بازار استفاده کنند. طبق الزامات هیأت بازار سرمایه، چنین شرکت‌هایی نمی‌توانند از روش ثبت سفارش استفاده کنند.

مقررات مربوطه در کشور ترکیه، سرمایه‌گذاران را به سه گروه تقسیم می‌کند: حقیقی، نهادی و دارای صلاحیت. در عرضه‌های عمومی، امکان تخصیص سهام به گروه‌های مختلف سرمایه‌گذاران وجود دارد. به هر حال، طبق مقررات باید حداقل ۱۰ درصد از عرضه به سهامداران حقیقی داخلی، ۲۰ درصد به سرمایه‌گذاران نهادی داخلی تخصیص یابد. این محدودیت‌ها در رابطه با عرضه‌هایی که به روش فروش در بورس اوراق بهادار رخ می‌دهند، مصداق ندارد. بعلاوه، در عرضه‌های خصوصی اوراق بهادار، تعداد خریداران نمی‌تواند از ۱۰۰ نفر بیشتر باشد و معاملات باید در بورس رخ دهند.



Source: Borsa İstanbul, CMB, TCMA

عرضه عمومی اولیه، پس از انتشار امیدنامه و گزارش ارزیابی قیمت، که دامنه قیمت و روش‌های تعیین قیمت توسط نهاد مالی را مشخص می‌کند، صورت می‌گیرد. گزارش ارزیابی قیمت باید حداقل سه روز کاری قبل از عرضه عمومی در دسترس عموم قرار گیرد. روش ارزشگذاری در این گزارش (و نه خود ارزش‌گذاری) توسط هیأت بازار سرمایه مورد بررسی قرار می‌گیرد. دامنه قیمت تعیین شده در اینجا، ممکن است در شروع و یا در حین فرایند ثبت سفارش تغییر یابد. معمولاً تغییرات دامنه قیمت بدین صورت است که این دامنه کوچک‌تر می‌شود. به هر حال، اگر این تغییر قبل از شروع دوره ثبت سفارش صورت گیرد، این دوره به اندازه دو روز کاری به تعویق می‌افتد.

دوره فروش سهام، توسط ناشر تعیین می‌شود و نباید کمتر از دو و بیشتر از ۲۰ روز کاری باشد. سهام از طریق یک نهاد مالی و یا سندیکای آن‌ها در روزهای مشخص شده در امیدنامه به عموم عرضه می‌شوند. زمانی که عملیات فروش تکمیل شد، نهاد مالی عرضه‌کننده، اعداد و ارقام را در پلتفرم افشای عمومی منتشر و آن‌ها را به هیأت بازار سرمایه و بورس استانبول ارسال می‌کند.

¹ Emerging Companies Market (ECM)

در نهایت، بورس استانبول یک ارزیابی نهایی به منظور تعیین این که عملیات فروش، شرایط تأیید عرضه عمومی اولیه بورس استانبول را داراست یا خیر، انجام می‌دهد. پس از تأیید بورس استانبول، معامله سهام آغاز خواهد شد و مراسم نوازش-زنگ در اولین روز معاملاتی سهام در بورس استانبول برگزار می‌شود.

قابل ذکر است که پس از عرضه اولیه سهام، یک ممنوعیت فروش سهام به مدت ۱۸۰ روز برای عرضه‌کنندگان سهام در عرضه اولیه و یک ممنوعیت یک ساله برای سهامدارانی که بیش از ۱۰ درصد سهام شرکت را دارند (و همچنین اشخاصی که منافع کنترلی در شرکت دارند) اعمال می‌شود.

قانون بازارهای سرمایه ترکیه، کارگزاران مستقل را ملزم می‌کند یک گزارش ارزشگذاری تهیه کنند و در گزارش قیمت‌گذاری که کارگزار مسئول عرضه اولیه تهیه کرده است، قرار دهند. این کار باعث عینی‌تر شدن قیمت عرضه اولیه سهام می‌شود.

یک مطالعه اخیر در ترکیه نشان می‌دهد که در کشور ترکیه روش عرضه به قیمت ثابت متداول‌تر بوده و نسبت به سایر کشورهای توسعه یافته، سهامداران خرد سهم بیشتری را در عرضه‌های عمومی اولیه دریافت می‌کنند. همچنین، هیأت بازارهای سرمایه در کشور ترکیه شرکت‌های عرضه اولیه شونده را ملزم کرده است تا جزئیات مربوط به روش ارزشگذاری را در امیدنامه خود و یا گزارش‌های ارزشگذاری پیوست، در پلتفرم افشاء عمومی و وبسایت شرکت افشاء کنند. افشاء اطلاعات ارزشگذاری قبل عرضه عمومی، امکان دسترسی به مدارک مربوط به عرضه عمومی اولیه و چگونگی تعیین قیمت عرضه توسط متعهدان فروش را فراهم می‌آورد. در روش عرضه به قیمت ثابت، اگر چه متعهد فروش اختیار تخصیص اختیاری را ندارد و قیمت عرضه قبل از دسترسی به اطلاعات خصوصی سرمایه‌گذاران تعیین می‌شود، با این حال متعهدان فروش قدرت ارزشگذاری را برای خود نگه می‌دارند و در بازارهایی که سرمایه‌گذاران آگاه اندک هستند، این موضوع ممکن است به نفع آن‌ها تمام شود. بعلاوه، نتایج مطالعه ذکر شده در بالا نشان می‌دهد که ۸۷ درصد عرضه‌های عمومی اولیه در کشور ترکیه از طریق روش‌های تحلیل وضعیت بازار و جریان‌های نقدی تنزیل شده انجام می‌شود و عرضه‌هایی که از طریق روش قیمت ثابت انجام می‌شوند نسبت به عرضه‌های انجام شده از طریق روش ثبت سفارش، ارزش‌گذاری رو به پایین کمتری دارند و با دقت بیشتری ارزش‌گذاری می‌شوند. همچنین، از سال ۱۹۹۰ تا سال ۲۰۲۰، ۳۹ درصد از عرضه‌های عمومی اولیه از طریق روش عرضه به قیمت ثابت، ۱۱ درصد به روش ثبت سفارش- همراه با دامنه قیمتی، ۵ درصد به روش ثبت سفارش- با قیمت ثابت و ۲۶ درصد به روش فروش به قیمت بازار، انجام شده است.

فهرست واژگان کلیدی:

عرضه عمومی اولیه: عرضه عمومی اولیه (Initial Public Offering) یا IPO فرآیندی است که طی آن یک شرکت خصوصی برای اولین بار سهام خود را به عموم سرمایه‌گذاران عرضه می‌کند و به یک شرکت سهامی عام تبدیل می‌شود. این اقدام به شرکت امکان می‌دهد تا سرمایه لازم برای توسعه و رشد کسب‌وکار خود را جمع‌آوری کند.

شرکت تأمین سرمایه (investment bank): مؤسسات مالی که به شرکت‌ها در جمع‌آوری سرمایه کمک می‌کنند، به‌ویژه از طریق تعهد پذیرهنویسی و انتشار اوراق بهادار.

متعهد فروش (underwriter): نهادهایی که فرایند عرضه اولیه را مدیریت می‌کنند، از جمله قیمت‌گذاری سهام، تضمین خرید آن‌ها و فروش به سرمایه‌گذاران.

قیمت تسویه (clearing price): قیمتی نهایی که در آن تمام سهام عرضه‌شده در یک عرضه اولیه به فروش می‌رسد و تعادل بین عرضه و تقاضا برقرار می‌شود.

ساخت دفتر سفارش (building the book): فرایند جمع‌آوری تقاضای سرمایه‌گذاران برای یک عرضه اولیه پیش از تعیین قیمت نهایی عرضه.

بیانیه ثبت (Registration Statement): سندی قانونی که اطلاعات مالی و تجاری شرکت را به مرجع نظارتی ارائه می‌دهد و ارائه آن پیش از عرضه عمومی الزامی است.

ریزکاوی (Due Diligence): تحقیق و بررسی کامل اطلاعات شرکت، پیش از عرضه عمومی اولیه توسط متعهدان فروش و تیم‌های حقوقی برای اطمینان از صحت اطلاعات افشا شده.

نقشه راه (Road Show): ارائه‌هایی توسط مدیران شرکت به سرمایه‌گذاران بالقوه برای ایجاد علاقه به عرضه اولیه.

اثربخشی بیانیه ثبت (Effectiveness of Registration Statement): نقطه‌ای که در آن مرجع نظارتی بیانیه ثبت را تأیید کرده و اجازه ادامه فرایند عرضه اولیه را می‌دهد.

آزمون عمق آب (Testing the Waters): مذاکرات اولیه با سرمایه‌گذاران بالقوه برای ارزیابی علاقه آن‌ها به عرضه اولیه قبل از راه‌اندازی رسمی.

تعهد قطعی (Firm Commitment): توافقی که در آن متعهد فروش تمام سهام عرضه‌شده را از شرکت خریداری کرده و آن‌ها را به سرمایه‌گذاران می‌فروشد، حتی در صورت عدم فروش تمام سهام.

بهترین تلاش/سعی بلیغ (Best Efforts): نوعی تعهد که در آن متعهد فروش تلاش می‌کند تا حد امکان سهام را بفروشد اما تضمینی برای فروش کل سهام نمی‌دهد.

برآورد صادقانه (Bona Fide Estimate): برآورد صادقانه‌ای از محدوده قیمت پیشنهادی که قبل از تعیین قیمت نهایی به سرمایه‌گذاران ارائه می‌شود.

تخفیف (Discount): قیمتی پایین‌تر از قیمت بازار که به سرمایه‌گذاران نهادی ارائه می‌شود تا انگیزه‌ای برای سرمایه‌گذاری زود هنگام باشد.

اختیار تخصیص اضافی (Greenshoe Option): گزینه‌ای که به متعهدان فروش اجازه می‌دهد در صورت وجود تقاضای بالا، سهام بیشتری از میزان برنامه‌ریزی شده (معمولاً تا ۱۵٪ بیشتر) بفروشند.

فرایند پیش از بازگشایی (Pre-opening Process): مرحله آمادگی قبل از شروع رسمی معاملات عرضه اولیه در بورس.

شروع سیستم (System Start-up): آغاز فعالیت سیستم معاملات قبل از در دسترس قرار گرفتن سهام IPO برای معامله.

دوره فقط نمایش (Display Only Period): مرحله‌ای که در آن قیمت‌های پیشنهادی قابل مشاهده هستند اما هیچ معامله‌ای انجام نمی‌شود تا سرمایه‌گذاران بازار را ارزیابی کنند.

دوره قبل از راه‌اندازی (Pre-launch Period): دوره‌ای قبل از باز شدن رسمی IPO برای معاملات عمومی که معمولاً برای بازاریابی و آماده‌سازی نهایی استفاده می‌شود.

سفارش عمده (Bulk Order): سفارش‌های بزرگ و منفرد برای خرید سهام که اغلب توسط سرمایه‌گذاران نهادی انجام می‌شود.

قراردادهای نگهداشت (Lock-up Agreements): قراردادهایی که مانع فروش سهام توسط افراد داخلی شرکت برای مدت معینی پس از IPO می‌شود تا از ایجاد نوسان در بازار جلوگیری شود.

پذیرش مستقیم (Direct Listing): روشی که در آن شرکت بدون استفاده از خدمات متعهد فروش، سهام خود را مستقیماً در بورس عرضه می‌کند.

عرضه عمومی مستقیم (Direct Public Offering): روشی که در آن شرکت بدون واسطه‌گران، سهام خود را به صورت مستقیم به عموم عرضه می‌کند.

حامی (Sponsor): نهادی که از شرکت در طی فرایند IPO حمایت کرده و اغلب پشتیبانی مالی و راهنمایی ارائه می‌دهد.

پذیرش ویژه (Premium Listing): نوعی پذیرش که نیازمند استانداردهای بالاتری از افشا و حاکمیت شرکتی است، معمولاً در بورس‌های معتبر انجام می‌شود.

مدیر پذیره‌نویسی (Book Runner): متعهد اصلی که مسئول مدیریت فرایند دفتر سفارش و هماهنگی IPO است.

مرجع پذیرش بریتانیا (UKLA): مرجع نظارتی در بریتانیا که بر IPO ها نظارت دارد و مطابقت با قوانین، پذیرش را تضمین می‌کند.

امیدنامه اولیه (Pathfinder Prospectus): نسخه اولیه امیدنامه که با سرمایه‌گذاران منتخب قبل از انتشار سند نهایی به اشتراک گذاشته می‌شود.

توافقنامه تعهد فروش (Underwriting Agreement): قراردادی بین صادرکننده و متعهدان فروش که شرایط و مسئولیت‌های IPO را تعیین می‌کند.

بازار خاکستری (Grey Market): بازاری غیررسمی که در آن سهام قبل از پذیرش در بورس معامله می‌شود.

بازار زمان انتشار اوراق (When-issued Market) : بازاری که در آن اوراق بهادار قبل از پذیرش در بورس، به صورت مشروط معامله می‌شوند.

معاملات مشروط (Conditional Trading) : معاملاتی که قبل از پذیرش رسمی و تحت شرایط خاصی انجام می‌شوند.

پیش-اتمام و اتمام (Pre-closing and Closing) : مراحل نهایی فرایند IPO شامل تکمیل تمام اسناد و انتقال سهام به سرمایه‌گذاران.

تثبیت قیمت (Stabilization) : اقدام متعهدان فروش برای خرید دوباره سهام پس از IPO به منظور حمایت از قیمت و جلوگیری از کاهش آن.

روش قیمت‌گذاری پس از دریافت (PREP) : روشی در برخی بازارها که قیمت نهایی پس از دریافت پیشنهادات سرمایه‌گذاران تعیین می‌شود.

ثبت‌کننده سهام (Share Registrar) : نهادی که مسئول نگهداری سوابق سهامداران و مدیریت صدور سهام است.

درخواست مظنه (Quotation Application) : درخواست رسمی برای پذیرش سهام یک شرکت در بورس اوراق بهادار.

1. Guide to going public and listing in Canada- Q3 2021
2. Guide to going Public in Canada- April 2019
3. Initial Public Offerings in Canada- 2017
4. Fixed price and book building methods in an exogenous environment: Evidence from Indonesia stock market- Mamduh M. Hanafi- Research in international business and finance Journal 58 (2021)- <https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2021.101430>
5. Indonesia Stock Exchange Website- www.idx.co.id/en
6. On the road to IPO: stop, look and leap- A Summary Guide for companies to listing on the Indonesia Stock Exchange-<http://www.pwc.com/structure>
7. The Initial Public Offerings Law Review: Indonesia- Ken Prasadyo and Kevin Yehezkiel- 2022
8. Going public: A practical guide to listing on Bursa Malaysia- www.bursamalaysia.com
9. Valuation and Underpricing of Turkish IPOs- Lokman Tutuncu- Journal of Business Economics and Management- 2020- <https://doi.org/10.3846/jbem.2020.11927>
10. Initial Public Offerings 2023- London Stock Exchange- June 2022
11. Initial Public Offerings and Listing in Turkey- Turkish Capital Market Associations- CMB, Borsa Istanbul.
12. Turkish IPOs in Istanbul, London and the United States – Key Issues for Market Participants- David I. Gottlieb, Chrisan Raja, Mohamed Taha, Gabriela Braga- February 2022- clearlygottlieb.com
13. Building a better book building system – an examination of the UK’s book building regime and proposed reforms-Tong Jing Lim- 2020- DOI: 10.14324/111.2052-1871.071
14. Initial Public Offerings on the UK when-issued market- <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2017.12.018>
15. Do Underwriters Create Value in The Determination of The IPO Final Offering Price? - Barry Thornton, Michael Adams, George Hall- The Journal of Applied Business Research – 2009
16. Price Discovery from Offer Price to Opening Price of Initial Public Offerings- <https://ssrn.com/abstract=3874314> doi.org/10.2139/ssrn.3874314.
17. Price Discovery in Initial Public Offerings and the Role of the Lead Underwriter- Reena Aggarwal and Pat Conroy- The Journal of Finance- 2000
18. How Do Underwriters Value Initial Public Offerings? An Empirical Analysis of the French IPO Market- Peter Roosenboom- <https://doi.org/10.1506/car.24.4.7>
19. The Impact of Fundamentals on IPO Valuation- Rajesh Aggarwal, Sanjai Bhagat and Srinivasan Rangan- The Journal of Financial Management- 2009- <https://www.jstor.org/stable/40388672>