



سازمان بورس و اوراق بهادار
Securities & Exchange Organization

مرکز پژوهش، توسعه و مطالعات اسلامی

بررسی فرآیند عرضه عمومی اولیه در مهم‌ترین بورس‌های جهان



سازمان بورس و اوراق بهادار
مرکز پژوهش، توسعه و مطالعات اسلامی
گروه آمار و تحلیل ریسک

عنوان: بررسی فرآیند عرضه عمومی اولیه در مهم‌ترین بورس‌های جهان

تهیه‌کنندگان:

حسن حکیمیان – زانیار احمدی

کد گزارش: ۲۰۱۸-۲-۹۷

تاریخ گزارش: دی‌ماه ۱۳۹۶

فهرست

۲.....	مقدمه
۲.....	عرضه عمومی اولیه
۲.....	مزایای عرضه و پذیرش در بورس ها
۳.....	هزینه های عرضه عمومی اولیه
۳.....	ساختار عرضه عمومی
۴.....	متعهد پذیرهنویس و معیارهای انتخاب آن
۵.....	تشکیل تیم عرضه اولیه
۵.....	وظایف اعضای تیم عرضه اولیه
۶.....	مهم ترین موارد ذکر شده در قرارداد تعهد پذیرهنویسی
۸.....	کارمزد متعهد پذیرهنویسی
۹.....	Roadshow
۱۰.....	برنامه زمانبندی عرضه عمومی اولیه
۱۶.....	انواع روش های قیمت گذاری و عرضه در عرضه اولیه سهام
۱۶.....	روش حراج
۱۸.....	روش قیمت ثابت
۱۹.....	روش ثبت سفارش
۲۶.....	مقایسه روش های قیمت گذاری در عرضه اولیه
۲۷.....	صندوق های IPO
۲۸.....	منابع

یکی از مهم‌ترین اتفاقاتی که در بازار سرمایه ایران رخ می‌دهد و باعث جنب‌وجوش بیشتر از حد معمول در میان سرمایه‌گذاران و فعالان بازار سرمایه می‌شود، عرضه عمومی سهام برخی از شرکت‌هاست که برای اولین بار در بورس معامله می‌شوند.

روند رو به رشد و توسعه بازارهای مالی جهان و عرضه اولیه شرکت‌های جدید در بورس‌های اوراق بهادار بر اهمیت فرآیند و روش‌های مختلف عرضه عمومی اولیه افزوده است. در این گزارش فرآیند اجرایی عرضه عمومی اولیه از نخستین گام تا پایان فرآیند عرضه، با توجه به مطالعات صورت گرفته روی بورس‌های مطرح جهان فراهم شده است. در این گزارش ابتدا به بیان تعاریف، ارکان و مسئولیت هریک از آن‌ها در فرآیند عرضه پرداخته، سپس زمانبندی و فرآیند عرضه عمومی اولیه به طور کامل به همراه پیشنهادات به منظور اصلاح دستورالعمل فعلی پذیرهنویسی و عرضه اولیه اوراق بهادار در بورس اوراق بهادار تهران و فرابورس ایران ارائه خواهد شد.

واژگان کلیدی: عرضه عمومی اولیه، متعهد پذیرهنویس، ثبت سفارش، ارزش‌گذاری.

عرضه عمومی اولیه

عرضه عمومی اولیه (IPO)، عرضه اوراق بهادار شرکت به عموم برای اولین بار و بدون سابقه قبلی قیمت‌گذاری است. این اصطلاح ترجمه شده عبارت (initial public offering) می‌باشد. هنگامی که شرکتی برای اولین بار در بورس پذیرفته می‌شود تا سرمایه‌گذاران بتوانند سهام آن شرکت را از طریق بورس خریداری کنند، به این کار اصطلاحاً عرضه اولیه گفته می‌شود. در این فرآیند درصد مشخصی از کل سهام شرکت برای نخستین بار از طریق بورس اوراق بهادار توسط سرمایه‌گذاران خریداری می‌شود.

مزایای عرضه و پذیرش در بورس‌ها

عمومی شدن شرکت‌ها به عرضه عمومی اولیه آن‌ها وابسته است و به این ترتیب سهام شرکت از قابلیت معامله برای عموم برخوردار می‌شود. شرکت‌ها معمولاً به منظور افزایش سرمایه و به امید توسعه، به سهامی عام تبدیل می‌شوند. عمومی شدن تأثیرات مثبتی دارد که شرکت‌ها باید به آن‌ها توجه کنند. بعضی از مزایای عمومی شدن یا عرضه اولیه برای ناشران عبارتند از:

- ✓ دستیابی به منبع مالی جدید (دسترسی بیشتر و آسان‌تر به سرمایه)
- ✓ افزایش شهرت، افزایش شفافیت و همچنین نقدشوندگی بالاتر در بازار
- ✓ انگیزش کارکنان (بسیاری از شرکت‌ها از سهام و طرح‌های اختیار معامله سهام برای جذب و نگهداری کارکنان مستعد استفاده می‌کنند.)
- ✓ افزایش کارایی شرکت (در پی دستیابی به استانداردهای تعیین شده توسط مقام ناظر بازار اوراق بهادار)
- ✓ با عمومی‌سازی، روش‌های تامین مالی شرکت افزایش می‌یابد. (شرکتی که عرضه عمومی می‌شود می‌تواند به جذب منابع مالی جدید از طریق انتشار اوراق قرضه، انتشار اوراق قرضه قابل تبدیل یا انتشار مجدد سهام اقدام کند. چنین شرکتی می‌تواند روش‌های دلخواه خود را برای تامین مالی از طریق سرمایه‌گذاران حقیقی و حقوقی انتخاب کند.)
- ✓ وجهه و اعتبار (عرضه عمومی سهام می‌تواند به شرکت در به‌دست آوردن اعتبار و وجهه از طریق ایجاد آگاهی از ثبات کمک کند.)

هزینه‌های عرضه عمومی اولیه

هزینه‌های مستقیم عرضه اولیه عمومی شامل موارد زیر می‌باشد:

(۱) کارمزد متعهد پذیرهنویسی (حدوداً ۲ تا ۷ درصد مبلغ جمع‌آوری شده از محل عرضه عمومی اولیه است) هزینه متعهد پذیرهنویسی یکی از بزرگ‌ترین هزینه‌ها در فرآیند عرضه عمومی اولیه است که بین ۲ تا ۷ درصد از مقدار عرضه را در بر می‌گیرد که البته قابل مذاکره بین طرفین است. عواملی که بر روی مقدار درصد کارمزد تاثیر می‌گذارد عبارتند از:

- اندازه عرضه؛
- نوع اوراق بهاداری که باید به فروش برسد؛
- ماهیت تعهد متعهد پذیرهنویس؛
- ماهیت کسب و کار شرکت ناشر و وضعیت توسعه‌یافتگی شرکت ناشر؛
- شرایط فعلی بازار؛
- نرخ‌های عرضه در شرکت‌های مشابه.

(۲) کارمزد پرداختی به سایر ارکان و مشاوران: این هزینه تحت عنوان کارمزد پرداختی به وکلا و مشاوران و حساب‌رسان می‌باشد.

(۳) هزینه‌های ثبت و هزینه چاپ امیدنامه

هزینه‌های غیرمستقیم عرضه عمومی اولیه شامل زیر ارزش بودن عرضه، هزینه‌های پنهان و هزینه‌های آتی، هزینه گزارش‌گری و هزینه تطابق می‌باشد.

ساختار عرضه عمومی

زمانی که یک شرکت تصمیم می‌گیرد که سهام خود را عرضه کند می‌بایست نسبت به موارد زیر تصمیم‌گیری نماید:

- (۱) نوع عرضه: پذیرهنویسی، عرضه اولیه یا افزایش سرمایه
- (۲) انتخاب نوع عرضه از منظر عرضه عمومی یا اختصاصی و انتخاب طبقه سرمایه‌گذاران
- (۳) انتخاب بازار از منظر بازار داخلی یا بین‌المللی
- (۴) انتخاب بورس مورد نظر جهت پذیرش سهام

متعهد پذیره نویس و معیارهای انتخاب آن

تعریف: پذیره نویسی، فرآیند خرید اوراق بهادار از ناشر و یا نماینده قانونی آن و تعهد پرداخت وجه کامل آن طبق قرارداد است. تعهد پذیره نویسی، تعهد شخص ثالث برای خرید اوراق بهاداری است که ظرف مهلت «پذیره نویسی» به فروش نرسد. بر اساس این تعریف می توان گفت نهاد متعهد پذیره نویسی شخصی جدا از خریداران اوراق است و در صورتی که اوراق مورد نظر مطابق پیش بینی های انجام شده به فروش نرسد، نهاد واسطه موظف خواهد بود تا با انعقاد قرارداد با متعهد پذیره نویس مابقی اوراق را به او بفروشد و با استفاده از این روش منابع لازم جهت خرید دارایی مورد نظر را فراهم آورد. متعهد پذیره نویسی بر این اساس هر شخصی است که خرید سهام به فروش نرفته را ظرف مهلت مقرر تعهد و تضمین می کند.

پس از این که شرکت در مورد ساختار عرضه تصمیم گیری نمود، می بایست اقدام به انتخاب متعهد پذیره نویس با در نظر گرفتن موارد زیر نماید:

✓ شهرت و تجربه متعهد بالقوه در امر پذیره نویسی

✓ قابلیت های بازارگردانی و مشتریان بالقوه آن

✓ کارمزدهای دریافتی

✓ کیفیت تحلیلگری

✓ خدمات پس از عرضه

✓ بررسی گزارش Pitchbook: گزارشی است که در آن متعهد بالقوه با ارائه رزومه خود به دفاع از خود می پردازد.

پس از بررسی موارد فوق تعدادی از متعهدین به عنوان گزینه متعهد پذیره نویس انتخاب شده و از آن ها خواسته می شود که در یک جلسه از توانایی های خود در عرضه موفقیت آمیز دفاع کنند.

در بورس لندن (LSE): به منظور انجام فرآیند عرضه عمومی، شرکت ها از یک اسپانسر (sponsor) که معمولاً یک شرکت تأمین سرمایه است، کمک می گیرند. این اسپانسر امور مربوط به آماده سازی پیش از عرضه سهام شرکت و در طی فرایند IPO، نقش متعهد پذیره نویس (underwriter) و به طور کلی هموار کردن مسیر عرضه را به عهده دارند.

در آمریکا: نقش مشاور و مجری و متعهد پذیره نویس را معمولاً یک شرکت تأمین سرمایه و در بعضی موارد یک کارگزاری به عهده دارند.

✓ به طور کلی در اغلب بورس ها شرکت های تأمین سرمایه (به صورت تکی و یا سندیکایی از آن ها) و گاه شرکت های کارگزاری نقش مشاور و متعهد پذیره نویس را به عهده دارند.

تشکیل تیم عرضه اولیه

در این مرحله ناشر می‌بایست تیم عرضه عمومی اولیه را تشکیل دهد که شامل افراد زیر می‌باشد:

- ✓ مدیریت شرکت ناشر و مشاور حقوقی آن
- ✓ متعهد پذیرهنویس و مشاور حقوقی آن
- ✓ حسابرس مستقل
- ✓ عامل نقل و انتقال سهام
- ✓ مشاوران مالی
- ✓ شرکت روابط عمومی
- ✓ کارگزاران بیمه مسئولیت اجتماعی

وظایف اعضای تیم عرضه اولیه

در ادامه به بررسی وظایف هر یک از اعضای فوق می‌پردازیم:

مسئولیت مشاور حقوقی ناشر:

- ✓ آماده‌سازی بیانیه ثبت، امیدنامه، فرم پذیرش بورس و هرگونه موارد قانونی دیگر
- ✓ ارتباط با سازمان بورس و بورس مورد نظر جهت پذیرش، دریافت اصلاحیه‌ها و نظارت بر اعمال اصلاحات
- ✓ مذاکره در مورد قرارداد تعهد پذیرهنویسی با مشاور حقوقی متعهد پذیرهنویسی
- ✓ آماده‌سازی سایر موارد قانونی از جمله برنامه‌های اختیارات سهام

مسئولیت مشاور حقوقی متعهد پذیرهنویسی:

- ✓ تهیه راستی آزمایی حقوقی
- ✓ مرور بیانیه ثبت و امیدنامه تهیه شده توسط ناشر
- ✓ مذاکره با ناشر و مشاور حقوقی آن در مورد قرارداد تعهد پذیرهنویسی
- ✓ مذاکره با حسابرسان شرکت در مورد اطمینان‌نامه

مسئولیت حسابرسان:

- ✓ آماده‌سازی و حسابرسی صورت‌های مالی مورد نیاز برای سازمان بورس
- ✓ متقاعد کردن شرکت در تکمیل و ارائه هرچه کامل‌تر و دقیق‌تر امیدنامه
- ✓ شناسایی مشکلات و بررسی تطابق بیانیه ثبت با دستورالعمل‌های سازمان
- ✓ ارائه اطمینان‌نامه به متعهد پذیرهنویسی

مسئولیت عامل نقل و انتقال سهام:

- ✓ مشارکت در انتشار و چاپ گواهی سهام شرکت

- ✓ نگهداری لیست افراد و شرکت‌هایی که سهام به آن‌ها تخصیص داده شده است.
- ✓ اجرای بخش‌های مشخصی از برنامه اختیارات سهام
- ✓ در برخی موارد وی به عنوان بازرس انتخابات در مجمع سهامداران حضور دارد.

مسئولیت مشاورین مالی شرکت:

- ✓ مشاورین مالی شرکت خلاصه‌ای از عملکرد شرکت جهت ارائه به تیم عرضه عمومی اولیه و اطلاعات مورد نیاز متعهد پذیرهنویسی را تهیه می‌کنند.
- ✓ مشاورین مالی شرکت هنگام تعیین قیمت عرضه عمومی اولیه نقش برجسته‌ای دارند.

مسئولیت مشاورین مالی متعهد:

- ✓ تهیه راستی‌آزمایی عملیاتی به منظور بررسی طرح تجاری، عملیاتی بودن و پایداری آن
- ✓ تهیه راستی‌آزمایی مالی
- ✓ بررسی و مشاوره در مورد قیمت عرضه در مذاکره با ناشر
- ✓ به منظور تهیه راستی‌آزمایی‌های مورد نظر، متعهد و مشاور آن می‌بایست پرسشنامه‌ای جهت دریافت اطلاعات از ناشر، مدیران شرکت و همین‌طور سهامداران بالای ۵ درصد به آن‌ها توزیع نماید.

شرکت روابط عمومی:

- ✓ این شرکت نقش برجسته‌ای در شناسایی سهامداران بالقوه و پایدار اعمال می‌کند.
- ✓ یکی از ارکان اصلی جلسه roadshow جهت شناسایی میزان اشتیاق به سهام عرضه شده و تعیین قیمت نهایی عرضه می‌باشد.

مهم‌ترین موارد ذکر شده در قرارداد تعهد پذیرهنویسی

۱- نوع تعهد پذیرهنویس: به صورت یکی از موارد زیر خواهد بود.

- ❖ تعهد کامل: که در آن تأمین سرمایه کل سهام شرکت را به صورت یکجا از او می‌خرد و سپس به سرمایه‌گذاران می‌فروشد و مسئولیت کامل عدم فروش را بر عهده می‌گیرد در این حالت متعهد در مذاکره با ناشر قبل از عرضه، کلیه سهام را با قیمت مشخصی از ناشر خریداری کرده و سپس در بازار عرضه می‌نماید. در این حالت کارمزد دریافتی توسط متعهد، به صورت خرید با قیمت پایین‌تر از ارزش تعیین شده برای عرضه سهام است.

در اغلب کشورها از جمله آمریکا و انگلستان در اغلب موارد به خصوص برای عرضه شرکت‌های کوچک‌تر، متعهد خرید (underwriter) (به صورت تکی یا سندیکایی از متعهدان خرید) با روش تعهد شرکت (firm commitment) اقدام به خریداری کل سهام ناشر کرده و سپس خود با در نظر گرفتن spread قیمتی، عرضه می‌کند.

در آمریکا: معمولاً عرضه تمام شرکت‌های کوچک توسط سندیکایی از متعهدان پذیرهنویسی انجام می‌شود. معمولاً تعداد محدودی از کارگزاران برای شرکت در این سندیکا دعوت می‌شوند. لازم به ذکر است هر یک از اعضای سندیکا لزوماً تخصیص‌های برابری از سهام قابل عرضه برای عرضه به مشتریان خود، دریافت نمی‌کنند.

❖ حداکثر مساعی: در این نوع تعهد خود شرکت با کمک تأمین سرمایه مستقیماً سهام را به سرمایه‌گذاران می‌فروشد و تأمین سرمایه فقط تعهد می‌کند که بیشترین تلاش در فروش را به کار گیرد در این روش متعهد، سهام را با قیمت پیشنهادی مذاکره شده با ناشر در بازار به فروش رسانده و در صورت باقی ماندن سهام دو رویکرد دارد:

✓ خرید کلیه سهام باقی‌مانده به قیمت مذاکره‌ای با ناشر

✓ خرید بخشی از سهام باقی‌مانده که در قرارداد تعهد پذیرهنویسی به میزان آن اشاره شده است.

در این حالت کارمزد تعهد پذیرهنویسی طبق قرارداد به صورت درصدی از کلیه مبالغ جمع‌آوری شده در عرضه اولیه عمومی است.

۲- نوع تخصیص هزینه‌های عرضه (کدام هزینه‌ها توسط شرکت و کدام توسط متعهد پرداخت می‌شود)

منظور کارمزد پرداختی به سایر ارکان و مشاوران است؛ این کارمزدها تحت عنوان کارمزد پرداختی به وکلا و مشاوران و حساب‌برسان می‌باشد.

۳- تعیین شرایط دوره lock-up: در این دوره مدیران و مجریان ناشر و همین‌طور دارندگان بیش از ۵ درصد سهام شرکت ناشر از ۹۰ تا ۱۸۰ روز قادر به فروش سهام خود نیستند. همچنین در برخی کشورها سرمایه‌گذاران نهادی که در مرحله ثبت سفارش اقدام به خرید سهام می‌کنند، شامل این محدودیت می‌شوند و تا ۶ ماه پس از عرضه حداکثر می‌توانند ۵۰ درصد سهام خود را به فروش برسانند. به طور کلی یکی از شرایط پذیرش در اکثر بورس‌ها در دنیا این است که سهامداران عمده ناشر تعهد می‌کنند به مدت ۱۸۰ روز پس از انجام عرضه اولیه، سهام در اختیار خود را در بازار عرضه نکنند. در برخی کشورها مانند ترکیه این محدودیت به این صورت است که عرضه سهام سهامدار عمده به قیمتی پایین‌تر از قیمت کشف شده در عرضه اولیه صورت نگیرد. همچنین در برخی کشورها مانند بنگلادش، سهامداران نهادی که در مرحله ثبت سفارش سهامدار می‌شوند، نیز ملزم به نگهداری حداقل نصف سهام خریداری شده به مدت ۹۰ روز می‌باشند.

در آمریکا: تمام افراد داخل شرکت شامل کارمندان، دوستان و بستگان آن‌ها تحت موافقت‌نامه‌ای به نام lockup agreements از فروش سهام خود در یک دوره زمانی مشخص بعد از انجام عرضه اولیه منع شده‌اند. این موافقت‌نامه شرایط مختلفی می‌تواند داشته باشد اما معمولاً مدت زمان منع آن برای افراد مشمول ۱۸۰ روز می‌باشد. شرایط دقیق این موافقت‌نامه در امیدنامه (prospectus) مربوطه بیان خواهد شد.

۴- جبران خسارت: در صورت عدم رعایت مفاد قرارداد تعهد پذیرهنویسی توسط هر یک از طرفین، خسارتی تعیین می‌شود.

۵- تعیین کارمزد تعهد پذیرهنویسی: این کارمزد معمولاً بین ۲ تا ۷ درصد مبلغی است که در عرضه اولیه به دست آمده است.

۶- وظایف هر یک از طرفین

کارمزد متعهد پذیرهنویسی

در عرضه‌های مربوط به اوراق بدهی معمولاً فقط روی نرخ کارمزد متعهد‌پذیرهنویسی و بازارگردانی توافق می‌شود. اما در عرضه‌های اولیه و ثانویه سهام معمولاً علاوه بر کارمزد ثابت، تخفیفی نیز برای متعهد پذیرهنویس و بازارگردان در نظر گرفته می‌شود، به این ترتیب که ممکن است سهمیه‌ای برای گروه متعهدان پذیرهنویسی و بازارگردانی برای خرید اوراق با حدود ۵ درصد تخفیف نسبت به قیمت کشف شده در فرآیند عرضه در نظر گرفته شود. بدین ترتیب گروه متعهدان سعی می‌کنند سلسله جلسات معرفی و بازاریابی سهم را پر رونق برگزار کنند، تا در نهایت از اختلاف قیمت خرید سهمیه و قیمت کشف شده سود بیشتری نصیب متعهدان شود.

با توجه به اینکه در اکثر کشورها متعهد پذیرهنویس اصلی، مجری انجام ثبت سفارش می‌باشد، (از آنجا که اولویت زمانی اخذ سفارش‌ها اهمیتی ندارد، فرآیند ثبت سفارش حتی با دریافت کاغذی یا ایمیلی سفارش‌ها نیز میسر است، البته در این شرایط ثبت سفارش کنندگان باید ۲۰٪ ارزش سفارش خود را در حساب بانکی به نفع متعهد پذیرهنویس سپرده یا مسدود کنند). به متعهد پذیرهنویس، اجرا کننده ثبت سفارش^۱ نیز گفته می‌شود و بنابراین متعهد پذیرهنویس اصلی در جریان کلیه اطلاعات سفارش‌ها در بازه زمانی دریافت سفارش‌ها (یا طی جلسات معاملاتی) قرار می‌گیرد و به همین دلیل کاملاً منطقی است که حق رقابت با سایر سرمایه‌گذاران نهادی در مرحله ثبت سفارش را نداشته باشند، و اگر متقاضی خرید اوراق می‌باشد، این کار در سهم‌های جدا و با درصدی تخفیف نسبت به قیمت کشف شده در مرحله ثبت سفارش صورت می‌پذیرد.

متعهد پذیرهنویس که معمولاً یک شرکت تامین سرمایه است، در صورت تعهد خرید سهام از نوع firm commitment از شرکت ناشر کارمزدی بین ۲ تا ۷ درصد مبلغ تامین مالی شده از ناشر دریافت می‌کند و سپس خود به قیمت عرضه، به سرمایه‌گذاران می‌فروشد. به طور کلی با تعیین کارمزد متعهد پذیرهنویسی بر اساس درصدی از قیمت ارزش‌گذاری شده سهام، متعهد پذیرهنویسی نهایت تلاش خود را به کار خواهد بست تا با تعیین قیمت واقعی و درست سهام مورد نظر، هم بتواند کارمزد دریافتی خود را بیشینه کند و از طرفی سهام را با قیمتی عرضه کند که تقاضا برای آن وجود داشته باشد. به این ترتیب شرکت ناشر نیز به بهترین شکل (با حداکثر قیمت عرضه) تامین مالی خواهد شد.

در جدول زیر نیز هزینه متعهد پذیرهنویسی در کشورهای مختلف بر اساس آمار سال ۲۰۰۳ میلادی مقایسه شده‌اند.

	Number of observations	Value-weighted average	Gross spread (%)	
			Equally weighted average	Median
UK	56	2.2	3.8	3.6
France	50	2.9	3.7	3.0
Germany	88	3.4	4.5	4.0
Belgium	12	2.9	3.1	2.5
Netherlands	54	3.8	4.3	3.7
Portugal	12	3.0	3.5	3.5
Total Europe	469	3.0	3.8	4.0
USA	6,573	5.2	7.5	7.0

Source: Torstila (2003).

بر اساس آمار سال ۲۰۰۵ بلومبرگ کارمزد متعهد پذیرهنویسی در اروپا و آمریکا به صورت زیر می‌باشد:

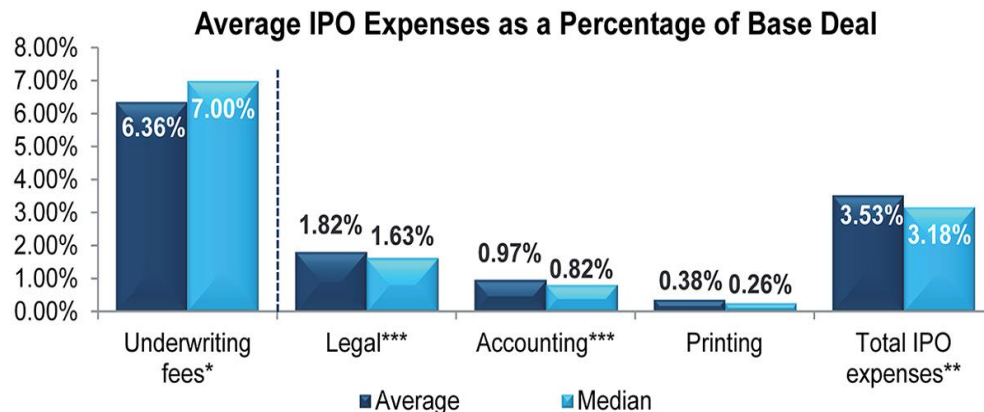
	(%)
Europe	3-4
USA	6.5-7

Source: Bloomberg and Oxera calculations.

LSE, Euronext, Deutsche Börse			NYSE and Nasdaq	
Underwriting fees	Sample size	First-day returns (%)	Sample size	First-day returns (%)
<1%	2	11.1	—	—
1-2%	11	1.9	2	4.6
2-3%	23	3.12	2	9.0
3-4%	43	7.1	3	0.0
4-5%	12	7.9	16	1.9
5-6%	4	4.1	27	2.1
6-7%	2	10.9	265	6.9
7-8%	—	—	2	-0.2
>8%	—	—	1	-12.0

Source: Bloomberg and Oxera calculations.

مهم‌ترین اقلام هزینه‌های IPO بر اساس آخرین آمار در سال ۲۰۱۷ در جدول زیر نشان داده شده است. همانطور که مشاهده می‌شود، هزینه متعهد پذیرهنویسی، به طور میانگین ۶,۳۶ درصد از هزینه بر مبنای پایه را به خود اختصاص می‌دهد.



© Proskauer Rose LLP. All Rights Reserved.

Roadshow

یکی از بخش‌های اساسی در فرآیند عرضه عمومی اولیه، جلسات roadshow می‌باشد که طی آن شرکت به صورت تک به تک یا گروهی با سرمایه‌گذاران بالقوه جلسه برگزار می‌کند. چندین هفته قبل از عرضه، متعهدین با همکاری شرکت عمق و بخش‌های مختلف roadshow و سرمایه‌گذاران هدف را مشخص می‌کنند. ارائه معمولاً بین ۸ تا ۱۲ روز بسته به اندازه عرضه و صنعت مورد نظر طول می‌کشد. یک roadshow عادی اغلب شامل ۵ تا ۷ جلسه تک به تک و یا کنفرانس می‌باشد، که هر جلسه اغلب بین ۳۰ تا ۴۵ دقیقه طول می‌کشد و بسته به میزان آشنایی سرمایه‌گذار با امیدنامه علاوه بر ارائه roadshow یک جلسه پرسش و پاسخ هم برگزار می‌شود.

متعهد پذیرهنویسی اصلی، رهبری تهیه محتوای جلسات roadshow را بر عهده می‌گیرد و یک ارائه کوتاه و مفید برای ارائه به سرمایه‌گذاران آماده می‌کند. این ارائه معمولاً بین ۲۰ الی ۳۰ اسلاید می‌باشد و در مورد جزئیات عرضه، محصولات و خدمات شرکت، روند صنعت و فرصت‌های رشد، شرایط رقابتی و عملکرد مالی شرکت توضیح می‌دهد. بعد از برگزاری جلسات roadshow نیروی فروش مسئول ارتباطات بعدی با سرمایه‌گذاران و نظرخواهی از سرمایه‌گذاران بالقوه در مورد جلسه، شرکت، ارزش‌گذاری و میزان تمایل به سرمایه‌گذاری می‌باشد. در آمریکا نهاد ناظر از طریق سامانه retailroadshow.com اسلایدها را در اختیار سرمایه‌گذاران خرد قرار می‌دهد. دسترسی به این سامانه فقط در دوره بازاریابی امکان‌پذیر است و به محض قیمت‌گذاری دسترسی به این مستندات از بین می‌رود.

برنامه زمانبندی عرضه عمومی اولیه

فرآیند برنامه‌ریزی و انجام یک عرضه اولیه بسیار فشرده است و در اکثر بورس‌ها اغلب بین ۱۴ تا ۱۶ هفته زمان می‌برد، گرچه زمان دقیق انجام آن ممکن است متفاوت باشد و به عواملی همچون شرایط بازار، پیچیدگی معاملات، آمادگی شرکت برای عرضه اولیه و ... بستگی دارد. در ادامه فرآیند عرضه عمومی اولیه و زمانبندی این فرآیند با محوریت فرآیند عرضه عمومی اولیه در بورس نیویورک به همراه تجارب سایر کشورها در قسمت‌های مختلف از فرآیند عرضه عمومی اولیه ارائه شده است.

فرآیند آماده‌سازی عرضه به دو مرحله تقسیم می‌شود که عبارت اند از:

The pre-filing phase ✓

The post-filing phase ✓

The pre-filing phase

به دوره زمانی قبل از ارسال مدارک و مستندات برای بورس اشاره می‌کند و شامل موارد زیر است:

هفته اول

جلسات سازمانی

همه عناصر کلیدی تیم عرضه اولیه برای بحث در مورد مؤلفه‌های مهم از جمله زمانبندی، نقش و مسئولیت هر یک از ارکان، جلسه تشکیل می‌دهند. جلسه معمولاً در مرکز اصلی شرکت یا دفتر مشاور شرکت با حضور ۲۰ الی ۴۰ نفر برگزار می‌شود. در این جلسه معمولاً اعضای هیات مدیره و مدیر مالی شرکت و مدیران بخش‌های مهم در مورد کسب‌وکار شرکت ارائه‌هایی می‌دهند و متعهد اصلی در مورد مؤلفه‌های کلیدی گفته شده پیشنهادهای ارائه می‌کند. این جلسه معمولاً یک روز کاری طول می‌کشد و در پایان جلسه همه حاضرین درک نسبتاً کاملی از کسب و کار شرکت، وضعیت مالی شرکت، عوامل اثرگذار بر آن و شرایط بحرانی در فرآیند عرضه خواهند داشت.

هفته دوم تا پنجم

تهیه پیش‌نویس

اولین سندی که شرکت در زمان عرضه اولیه عمومی باید تهیه کند بیانیه ثبت است که هم برای ثبت شرکت در بورس و هم به عنوان سندی برای بازاریابی در زمان فروش عمومی به کار می‌رود. تهیه پیش‌نویس بیانیه ثبت کار مشترکی بین شرکت، متعهدین (توسط متعهد اصلی مدیریت می‌شود)، مشاور شرکت، مشاور متعهد و حسابرس شرکت می‌باشد. در تهیه این سند کار اصلی بر عهده متعهد است و در زمان افشای صورت‌های مالی کار اصلی بر عهده حسابرس است.

راستی آزمایی

این کار دو هدف عمده دارد: اول اینکه از دقت، کامل بودن و قابل اعتماد بودن بیانیه ثبت شرکت اطمینان حاصل کنیم و دوم اینکه به ارکان عرضه که مسئولیت دارند در مورد تحریف و نادیده گرفتن موارد افشایی اطمینان دهد. راستی آزمایی توسط کل تیم اجرایی عرضه انجام می‌شود و یک فرآیند تکراری است که تا پایان عرضه ادامه می‌یابد ولی بخش عمده آن قبل از ارسال بیانیه ثبت شرکت انجام می‌شود.

متعهد و مشاور آن راستی آزمایی گسترده‌ای در مورد شرکت انجام می‌دهند و روی کسب و کار شرکت، وضعیت مالی شرکت (هم گذشته و هم چشم‌انداز آینده)، شرایط رقابتی شرکت، استراتژی شرکت، تیم مدیریت شرکت و اعضای هیئت مدیره تمرکز می‌کنند. در طول این فرآیند متعهد جلسات متعددی با مدیریت شرکت، مشتریان، عرضه‌کنندگان، اعتباردهندگان، نیروی کار و سایر اشخاص مرتبط با شرکت برگزار می‌کند. از طرف دیگر مشاورین شرکت و متعهد راستی‌آزمایی قانونی را انجام می‌دهند که روی سوابق قانونی شرکت تمرکز دارد و موارد قضایی شرکت و تطابق فعالیت‌های آن با قانون و مقررات ناظر بر شرکت را بررسی می‌کند.

تهیه مستندات

علاوه بر اینکه مشاور شرکت و متعهد در دو مرحله قبل مشارکت دارند با همکاری سایر ارکان مستندات زیر را تهیه می‌کنند:

- ✓ توافقنامه پذیره‌نویسی
- ✓ توافقنامه lock-up برای سهامداران فعلی (اغلب قبل از ارسال بیانیه ثبت امضا می‌شود).
- ✓ اطمینان نامه^۲ (Comfort Letter)
- ✓ روزنامه‌ای که اطلاعات و تاریخ‌های مهم شرکت در آن به چاپ می‌رسد.

تعیین بورس مورد نظر برای عرضه

مدیران شرکت و متعهد باید مشخص کنند که واجد شرایط پذیرش در کدام یک از بورس‌ها هستند سپس با بورس مورد نظر مذاکره کنند و به توافق برسند.

^۲ یکی از وظایف حسابرسان، تهیه و ارائه گزارش اطمینان‌نامه در مورد وضعیت صورت‌های مالی شرکت ناشر و دادن اطمینان در مورد انجام تعهدات ناشر در فرآیند عرضه به متعهد پذیره‌نویس است.

هفته ششم

به روز رسانی ارزش گذاری شرکت

معمولاً ارکان مختلف ارزش گذاری های متفاوتی از شرکت دارند مخصوصاً در صورتی که شرایط بازار تغییر کرده باشد یا اینکه در طول فرآیند عرضه اولیه تغییر محسوسی در شرکت ایجاد شده باشد. این ارزش گذاری ها باید به روز رسانی شود و ارکان عرضه در این زمینه هم راستا شوند و ناهماهنگ نباشند.

تحلیل خلاصه ای از شرکت

معمولاً قبل از اینکه بیانیه ثبت برای بورس مربوطه ارسال شود، تحلیل گر شرکت در چندین مرحله خلاصه ای از تحلیل وضعیت شرکت، مدل کسب و کار شرکت و تحلیل ارزش آینده شرکت به متعهد ارائه می دهد که در هر مرحله نسبت به قبلی توسعه پیدا کرده و تعدیل شده است.

تائیدیه داخلی برای متعهد

قبل از ارسال بیانیه ثبت شرکت و قبل از اینکه نام متعهد به صورت عمومی منتشر شود متعهد چندین کمیته داخلی تشکیل می دهد و در این کمیته گزارش اطلاعاتی که از شرکت به دست آمده، پیش نویس بیانیه ثبت و جزییاتی که در طول دوره روشن شده است داده می شود.

ارسال بیانیه ثبت به بورس مربوطه

برای شروع فرآیند عرضه اولیه شرکت بیانیه ثبت را برای بورس مربوطه ارسال می کند. شرکت های در حال رشد مختارند که این کار را به صورت محرمانه انجام دهند اما در این صورت باید ۲۱ روز قبل از این که ارائه roadshow آغاز شود بیانیه ثبت را عمومی کند.

The waiting period

هفته هفتم و هشتم

Roadshow و استراتژی بازاریابی

در حالی که تیم عرضه منتظر نظرات بورس مربوطه در مورد بیانیه ثبت و اصلاحات آن می باشد استراتژی بازاریابی و roadshow را آماده می کند. متعهد اصلی رهبری این کار را بر عهده می گیرد و یک ارائه کوتاه و مفید برای ارائه به سرمایه گذاران آماده می کند. این ارائه معمولاً بین ۲۰ الی ۳۰ اسلاید می باشد و در مورد جزئیات عرضه، محصولات و خدمات شرکت، روند صنعت و فرصت های رشد، شرایط رقابتی و عملکرد مالی شرکت توضیح می دهد.

توافق روی ساختار عرضه

شرکت و متعهد اصلی باید در مورد روش مناسب عرضه اولیه با در نظر گرفتن اهداف استراتژیک شرکت که در بیانیه ثبت به آن اشاره شده است توافق کنند. همچنین شرکت باید در مورد عرضه با سهامداران خود صحبت کند و سهامدارانی را که تمایل به فروش سهام خود در این عرضه دارند، مشخص کند. شرکت باید به توافقاتی که قبلاً با سرمایه گذاران فعلی خود داشته است کاملاً توجه کند.

هفته نهم تا سیزدهم

دریافت نظرات بورس

بررسی اولیه پیش‌نویس بیانیه ثبت توسط بورس مربوطه تقریباً ۳۰ روز طول می‌کشد و پس از آن نظرات خود و اصلاحات مورد نیاز را از طریق یک نامه به اطلاع شرکت می‌رساند. بسته به تعداد اصلاحات، حدود ۶ هفته طول می‌کشد تا شرکت اصلاحات را انجام دهد.

ارائه Roadshow

بررسی‌های نهایی roadshow و ارائه آن به مدیرعامل و مدیر مالی و سایر اعضای تیم roadshow انجام می‌شود.

ارزش‌گذاری و تعیین محدوده قیمت سهام

در ادامه به روزرسانی ارزش‌گذاری در دوره‌های قبل، شرکت و متعهد یک محدوده قیمتی اولیه تعیین می‌کنند و به صورت محرمانه با بورس مربوطه در میان می‌گذارند.

توافق بر استراتژی بازاریابی

شرکت و متعهدین باید به توافق برسند که roadshow را در کدام مناطق و شهرها ارائه دهند و کدام سرمایه‌گذاران را به عنوان سرمایه‌گذاران بالقوه انتخاب کنند.

The marketing/execution phase

هفته چهاردهم

بیانیه ثبت و سایر مستندات

اصلاحیه بیانیه ثبت که شامل تجزیه سهام و محدوده قیمت می‌باشد آماده می‌شود، سایر مستندات شامل توافقنامه متعهدین، اطمینان نامه و روزنامه مطبوعاتی نهایی می‌شود.

هفته پانزدهم و شانزدهم

آغاز فرآیند عرضه

ارائه roadshow آغاز می‌شود که معمولاً بین ۸ تا ۱۲ روز طول می‌کشد.

قیمت‌گذاری

براساس سفارش‌هایی که در محدوده قیمتی تعیین شده از مشتریان گرفته شده بود یک دفتر تقاضا تهیه می‌شود و شرکت و سهامداران و متعهدین روی محدوده قیمتی نهایی توافق می‌کنند. در روز بعد معامله سهام شرکت در بورس مورد نظر آغاز می‌شود و تا ۳ روز کاری ادامه می‌یابد و در مقابل دریافت پول از سهامداران سهام به آنها تخصیص می‌یابد.

Quiet period

در طی این دوره شرکت ناشر اجازه انتشار اطلاعات و سخنرانی‌های عمومی در مورد عرضه و انتشار اطلاعات در مورد معاملات یا قراردادهای جدید و تغییرات مدیریتی را ندارد تا از ایجاد ارزش کاذب و حباب قیمتی در سهم جلوگیری کند. در طول فرایند عرضه ۲ دوره سکوت وجود دارد که عبارت اند از:

- (۱) دوره زمانی مشخص پس از اینکه عرضه انجام شد.
- (۲) دوره pre-filing یا به عبارت دیگر قبل از اینکه اطلاعات شرکت برای بورس فرستاده شود.

فرآیند عرضه عمومی اولیه در سایر بورس‌ها:

در بورس توکیو: طی سه ماه حداقل ۳ جلسه تحلیل و بررسی ناشر در کمیته پذیرش برگزار می‌شود و یک مرتبه هم بازرسی میدانی و بررسی صورت‌های مالی صورت می‌گیرد. سپس با تصمیم و نظر کمیته پذیرش، گزارش توجیهی اولیه انتشار عمومی می‌یابد. بعد از آن سلسله جلسات معارفه (roadshow) با حضور تحلیل‌گران بازار سرمایه برگزار می‌شود و پس از آن گزارش توجیهی نهایی منتشر می‌شود و دامنه قیمت ثبت سفارش اعلام می‌گردد.

در چین: در چین طی دو مرحله عرضه صورت می‌گیرد. مرحله اول؛ مرحله مقدماتی ثبت سفارش: مدیر عرضه یا ناشر در این مرحله پس از درج نماد و ارزیابی و تهیه امیدنامه و تایید آن‌ها توسط کمیسیون نظارت بر اوراق بهادار چین (CSRC) این گزارش‌ها را به موسسات و شرکت‌هایی که در ثبت سفارش مقدماتی شرکت می‌کنند، ارائه می‌کنند. در طی مرحله مقدماتی، قیمت‌ها به مشورت گذارده می‌شود و بر اساس قیمت‌گذاری در این مرحله مظنه‌های قیمتی مشخص می‌گردد. مدیر عرضه پس از جمع‌آوری سفارش‌ها اقدام به عرضه و تخصیص سهام می‌کند.

در بورس لندن (LSE): فرآیند قیمت‌گذاری IPO شامل چند مرحله است:

۱- تحقیقات تحلیل‌گران سندیکایی در مورد بازه قیمت (Syndicate analyst research valuation range) گزارشات تحقیقاتی توسط تحلیل‌گران سندیکایی که هر یک شامل بازه قیمتی (price range) است، تهیه می‌شود. این بازه‌های قیمتی به بازار و عموم سرمایه‌گذاران در مورد بازه قیمتی سهام مورد نظر دید می‌دهد. در تمام طول این فرآیند، تحلیل‌گران مدیر عرضه (book runner) مربوطه به طور پیوسته با سرمایه‌گذاران در مورد بازه‌های قیمتی IPO بحث و تبادل نظر می‌کنند و این فرصت خوبی به مدیر عرضه خواهد داد تا عکس‌العمل بازار را نسبت به ارزش‌گذاری سهام مربوطه ارزیابی کند.

۲- تنظیم محدوده قیمت (Setting the price range)

در پایان فرآیند آموزش و آشنایی سرمایه‌گذاران؛ مدیر عرضه، شرکت و سهامداران فعلی شرکت به بحث در مورد عکس‌العمل بازار نسبت به قیمت سهام پرداخته و در مورد بازه قیمت برای عرضه سهام به توافق و جمع‌بندی می‌رسند. در موارد خاص عرضه اولیه سهام با قیمت ثابت انجام می‌شود و در اکثر موارد از بازه قیمتی استفاده می‌شود. شرکت‌ها استراتژی‌های متفاوتی برای تعیین بازه قیمتی سهام دارند. بازه قیمتی، برای انجام حراج رقابتی برای سهام با هدف حداکثرسازی قیمت عرضه مورد استفاده قرار می‌گیرد. معمولاً بازه قیمتی قبل از برگزاری جلسه معارفه (roadshow) تعیین می‌شود اما در شرایط خاص ممکن است تعیین بازه قیمتی با چند روز تاخیر صورت گیرد. اگر بازخور اولیه از جلسات مدیریت خیلی مثبت باشد، این باعث می‌شود ریسک بازار کاهش یافته و همچنین بازه قیمتی بالاتر و محکم‌تری تعیین شود.

۳- جمع‌آوری تقاضاها (Building the book of demand)

پس از تعیین بازه قیمتی، مجری سفارشات سرمایه‌گذاران را جمع‌آوری می‌کند. این به مجری کمک می‌کند به ارزیابی تقاضا بپردازد. فرایند ثبت سفارش به اندازه تمام طول دوره جلسات معارفه مدیریتی (management roadshow) طول خواهد کشید. سفارش‌ها می‌توانند به شکل‌های متفاوت شامل سفارش با قیمت محدود (price limit)، سفارشات نامحدود (unlimit order) و سفارشات پله‌ای (stepped order) از طریق بازه قیمتی باشند.

۴- تنظیم و تعیین قیمت عرضه و تخصیص سهام (Setting the offer price and allocating the shares)

در پایان فرایند ثبت سفارش و جلسات مدیریتی، قیمت سهام برای عرضه تعیین می‌شود. در واقع جلسه‌ای با حضور مدیر عرضه، شرکت و سهامداران عمده معین شرکت برای موافقت با قیمت نهایی عرضه برگزار خواهد شد. در این جلسه با توجه به سفارشات ثبت شده در مورد قیمت سهام و کیفیت سرمایه‌گذاران و تعیین قیمت بحث خواهد شد. سپس با تعیین و قبول قیمت، مدیر عرضه و شرکت در مورد تخصیص سهام به سرمایه‌گذاران و تایید این تخصیص‌ها قبل از شروع معاملات سهام در روز بعد، اقدام می‌کنند.

در بورس مسکو روسیه: فرایند ثبت سفارش و قیمت‌گذاری عرضه:

سفارشات در دوره ثبت سفارش و به موازات برگزاری جلسات roadshow در یک بازه تقریباً دو هفته‌ای دریافت می‌شود. یک گزینه جایگزین نیز وجود دارد به این صورت که سفارشات چند روز پس از شروع جلسات roadshow دریافت می‌شود. سفارشات که از سرمایه‌گذاران نهادی دریافت می‌شود، به دو دسته تقسیم می‌شوند:

۱. سفارشات که تعداد سهام مورد نظر را نشان می‌دهد.

۲. سفارشات که مقدار کل پولی که سرمایه‌گذار نهادی می‌خواهد در عرضه اولیه هزینه کند را نشان می‌دهد.

سفارشات سرمایه‌گذاران می‌تواند با سطوح حجم یا قیمتی معین و یا خرید در حجم‌های متفاوت با توجه به بازه‌های قیمتی سهام تعریف شود. ضمناً سرمایه‌گذاران می‌توانند در طول دوره ثبت سفارش اقدام به اصلاح سفارشات خود نمایند. متعهد پذیرهنویس (Book runners) سفارشات دریافتی را به صورت تجمعی و بر حسب قیمت مرتب می‌کند. همانطور که اشاره شد دوره ثبت سفارش در بورس مسکو حدود دو به طول می‌انجامد و اغلب سرمایه‌گذاران در هفته اول به تحلیل و ارزیابی پرداخته و در هفته دوم و بخصوص روزها و ساعات پایانی دوره ثبت سفارش اقدام به ثبت سفارش می‌کنند.

در بورس مسکو در انتخاب سرمایه‌گذاران نهادی به منظور سهام عرضه اولیه دو نکته مورد توجه قرار می‌گیرد؛ اول اینکه عملکرد این سرمایه‌گذاران نهادی تأثیر مستقیم بر عملکرد قیمت سهام عرضه شده در بازار دارد و دوم اینکه عملکرد سرمایه‌گذاران نهادی تأثیر زیادی در نقدشوندگی معاملات سهام عرضه شده دارد.

به طور کلی تخصیص سهام عرضه عمومی اولیه در بورس مسکو توسط متعهد پذیرهنویسی و با مشورت ناشر صورت می‌گیرد. سه فاکتور کلیدی در تخصیص سهام به سرمایه‌گذاران نهادی عبارتند از:

✓ تخصیص به سرمایه‌گذاران با کیفیت (در بورس مسکو، سرمایه‌گذاران نهادی بر اساس معیارهای مشخص در ۴ سطح دسته‌بندی شده‌اند).

✓ تخصیص به سرمایه‌گذاران متنوع

✓ تخصیص به سرمایه‌گذارانی که قصد نگهداری سهام بلندمدت سهام عرضه شده را دارند.

پس از تخصیص سهام به سرمایه‌گذاران نهادی، مابقی سهام قابل عرضه در فرآیندی به نام Retail Bookbuilding به سرمایه‌گذاران حقیقی، شرکت‌ها و سرمایه‌گذاران نهادی کوچک عرضه می‌شود. این مقدار معمولاً بیش از ۱۵ درصد کل سهام قابل عرضه نیست. دریافت سفارشات در این مرحله از تخصیص معمولاً از ساعت ۱۰ صبح با ساعت ۱۹ عصر در یک روز کاری صورت گرفته و در انتهای همان روز تخصیص‌ها صورت می‌گیرد.

انواع روش‌های قیمت‌گذاری و عرضه در عرضه اولیه سهام

برای قیمت‌گذاری سهام، طی فرآیند عرضه اولیه روش‌های متفاوتی وجود دارد که متداول‌ترین این روش‌ها عبارت‌اند از: روش حراج، روش ثبت سفارش و روش قیمت ثابت. امروزه در بسیاری از نقاط دنیا از ترکیبی از این روش‌ها برای قیمت‌گذاری و عرضه سهام استفاده می‌شود. جزئیات این روش‌ها در کشورهای مختلف متفاوت است، اما به صورت کلی روند از پیش تعیین شده‌ای برای این روش‌ها در نظر گرفته شده است که این روند در ادامه توضیح داده خواهد شد.

✓ افراد مجاز به شرکت در جلسات کشف قیمت:

در انگلستان: فقط سرمایه‌گذاران واجد شرایط و به اصطلاح حرفه‌ای، می‌توانند به انجام معاملات بپردازند.

در آمریکا: طبق قوانین بورس و اوراق بهادار (قانون ۱۴۴) سرمایه‌گذاران معتمد، حرفه‌ای و دارای مجوز از سوی کمیته بورس آمریکا، اجازه به انجام معاملات را دارا می‌باشند و همچنین اطلاعات مربوط به معاملات عرضه‌های اولیه، فقط در اختیار افراد واجد شرایط و دپارتمان‌های اقتصادی، بعد از اتمام معاملات، قرار می‌گیرد.

به طور کلی در روش حراج سرمایه‌گذاران خرد (حقیقی) در فرآیند کشف قیمت نقش دارند اما در روش ثبت سفارش و روش قیمت ثابت نقشی ایفا نمی‌کنند.

به طور کلی در روش حراج (حراج باز یا هلندی) قیمت توسط الگوریتم مربوطه تعیین می‌شود و ناشر (یا مدیر عرضه) فاقد هرگونه اختیار برای تعیین یا تغییر قیمت است، این در حالی است که در روش ثبت سفارش و روش قیمت ثابت ناشر دارای اختیار برای تغییر و تعیین قیمت عرضه است.

✓ تعیین روش عرضه

در روش Fixed price بنگاه‌ها و شرکت‌ها از کیفیت اقتصادی پایینی برخوردارند و در روش حراج (Auction)، بنگاه‌ها و شرکت‌ها دارای کیفیت اقتصادی بالاتری هستند. همچنین در روش Auction قیمت از واریانس و میانگین پایین‌تری نسبت به روش Fixed price برخوردار است. امروزه از روش حراج نسبت به روش‌های دیگر، به خصوص در بورس‌های آمریکا، بیشتر استفاده می‌شود.

در بورس لندن: متداول‌ترین ساختار متعهد پذیره‌نویسی در عرضه‌های اولیه در بورس لندن، ساختار book building می‌باشد.

روش حراج

حراج فرایندی است که در آن خریداران مظنه‌های خرید رقابتی خود را در سیستم ثبت کرده و با توجه به نوع حراج، فرایند کشف قیمت و تخصیص سهم صورت می‌پذیرد.

حراج سعودی^۳

حراج‌های سعودی با نام حراج‌های انگلیسی نیز شناخته می‌شوند. در این نوع حراج معمولاً فروشنده کف قیمت را تعیین و اعلام می‌کند و سفارش‌های خریداران در این قیمت را دریافت می‌کند. در صورتی که میزان مجموع تقاضای خریداران از میزان عرضه بیشتر باشد قیمت را افزایش داده و مجدداً تقاضای خریداران را دریافت می‌کند. این فرآیند تا جایی ادامه پیدا می‌کند که میزان تقاضا با حجم عرضه برابر شود.

حراج نزولی^۴

حراج نزولی با نام حراج هلندی شناخته می‌شود. در این نوع حراج برگزارکننده حراج ابتدا با ارائه قیمتی بالا برای هر سهم، حراج را آغاز می‌کند. سپس قیمت‌های پایین‌تری را پیشنهاد می‌کند تا سرمایه‌گذاران سفارش‌های خرید خود را وارد نمایند و این فرآیند تا اتمام زمان حراج ادامه پیدا می‌کند. پس از اتمام این مرحله سفارش‌ها به ترتیب قیمت از بیشترین به کمترین مرتب شده و تقاضای تجمعی مورد محاسبه قرار می‌گیرد.

این مدل حراج به دو دسته تک قیمتی و چند قیمتی طبقه‌بندی می‌شود و تفاوت اصلی آن‌ها در قیمت تخصیص می‌باشد به این صورت که در حراج تک قیمتی الگوریتم از بالا شروع به محاسبه تقاضای تجمعی می‌کند و قیمتی را که تقاضای تجمعی با میزان عرضه برابر می‌شود را به عنوان قیمت عرضه در نظر می‌گیرد. سپس به تمام سفارش‌های خرید که قیمت درخواست آن‌ها بالاتر از این قیمت است سهم تخصیص می‌یابد. اگر در قیمت کشف شده حراج میزان تقاضا از میزان عرضه بیشتر باشد تسهیم به نسبت انجام می‌شود. اما در حراج چند قیمتی پس از تعیین نقطه‌ای که تقاضای تجمعی با عرضه برابر است فرآیند تخصیص از بالا به پایین با همان قیمت درخواست شده انجام می‌شود.

حراج در بسته^۵

در این نوع حراج سرمایه‌گذاران به صورت همزمان سفارش وارد می‌کنند و هیچ یک از آن‌ها از قیمت و حجم سفارش سایر سرمایه‌گذاران اطلاعی ندارند. پس از جمع‌آوری سفارش‌ها به سرمایه‌گذارانی که بالاترین قیمت‌ها را وارد کرده‌اند، دارایی تخصیص می‌یابد. در این نوع حراج به دلیل اینکه به اطلاعات سایر سفارش‌ها دسترسی نداریم نمی‌توانیم سفارش‌ها را نسبت به هم ارزیابی کنیم. تفاوت اصلی این حراج با دو نوع قبلی در این است که سرمایه‌گذاران فقط یکبار حق واردکردن سفارش دارند و اینکه به اطلاعات سایر سفارش‌ها دسترسی ندارند.

معایب روش حراج

گرچه این روش در گذشته در بسیاری از کشورها به کار گرفته می‌شد، اما در حال حاضر برای عرضه سهام کمترین استفاده را دارد و فقط در کشورهای فرانسه، تایوان و آمریکا استفاده می‌شود اما برای عرضه اوراق خزانه در مناطق زیادی مورد استفاده قرار می‌گیرد از نظر تئوری روش حراج قیمت‌گذاری دقیقی انجام می‌دهد، اما در واقعیت معمولاً قیمت‌گذاری مناسبی برای عرضه سهام انجام نمی‌دهد که می‌تواند ناشی از دو دلیل زیر باشد:

^۳English auction

^۴Dutch auction

^۵Sealed bid auction

۱- The winner's curse

به این معنی که افراد گرایش به برنده شدن حراج با قیمت‌های بالاتر حتی بالاتر از قیمت ذاتی دارایی دارند که باعث ایجاد overpricing خواهد شد. این موضوع به دلیل عدم تقارن اطلاعات، غیرمنطقی بودن سرمایه‌گذاران، عدم مهارت در ارزش‌گذاری دارایی و ... ایجاد می‌شود. هرچقدر که تورش به سمت بالا نسبت به ارزش ذاتی بیشتر باشد احتمال برنده شدن فرد در حراج بیشتر است. در صورتی که اطلاعات در دسترس کامل باشد و همه سرمایه‌گذاران منطقی تصمیم بگیرند و در ارزش‌گذاری مهارت داشته باشند این حالت پیش نمی‌آید. هر چقدر که تعداد افراد مشارکت‌کننده در حراج بیشتر باشد و انحراف معیار سفارش‌های وارد شده نسبت به میانگین آن‌ها بیشتر باشد، میزان overpricing و در نتیجه the winner's curse بیشتر خواهد بود و باعث می‌شود که قیمت‌گذاری دارایی نادرست باشد.

دلیل استفاده از این روش برای عرضه اوراق خزانه هم به همین دلیل است که در مورد اوراق عدم تقارن اطلاعات خیلی محدود است و همچنین خریداران این اوراق معمولاً سرمایه‌گذاران نهادی هستند که در ارزش‌گذاری مهارت دارند و منطقی تصمیم می‌گیرند.

۲- The free ride problem

یکی از مشکلات رایج در روش حراج تک قیمتی free ride می‌باشد. از آنجایی که خرید همه سرمایه‌گذاران به یک قیمت انجام می‌شود این انگیزه وجود دارد که سفارشات با قیمت بالاتر را بدون ارزش‌گذاری درست دارایی انجام دهند تا دارایی را به دست آورند پس overpricing ایجاد می‌شود و همین موضوع باعث کاهش انگیزه سرمایه‌گذاران برای تحلیل درست و منطقی می‌شود از طرف دیگر هزینه free ride برای سرمایه‌گذاران تنها هزینه overpricing می‌باشد که احتمالاً نسبت به هزینه‌هایی که افراد برای تحلیل منطقی از سهم پرداخت می‌کنند پایین‌تر است. به همین دلیل انگیزه افرادی که قصد خرید در حجم‌های پایین‌تر را دارند باعث ایجاد این مشکل می‌شوند که از جمله این افراد می‌توان به اکثر خریداران حقیقی اشاره کرد.

✓ این مشکل را می‌توان از طریق حراج چند قیمتی برطرف کرد چون هر سرمایه‌گذار به همان قیمتی که سفارش می‌دهد دارایی را خریداری می‌کند.

✓ راه حل دیگر این مشکل این است یک سقف قیمت قرار دهیم و پس از دوران ثبت سفارش، سفارش‌هایی که بالاتر از سقف هستند را غیر واقعی در نظر بگیریم و حذف کنیم.

روش قیمت ثابت

در این روش قیمت عرضه و تعداد سهامی که می‌خواهیم عرضه کنیم با توافق ناشر و تأمین سرمایه تعیین می‌شود. در روش قیمت ثابت تقاضای مشتریان در قیمت‌گذاری در نظر گرفته نمی‌شود و این روش قیمت‌گذاری با میزان زیادی از underpricing مواجه است و در صورتی که میزان تقاضا بیش از میزان عرضه شده باشد باید تسهیم به نسبت انجام شود (این نسبت با توافق بورس و متعهد و شرکت تعیین می‌شود) و این دو موضوع باعث می‌شود که تقاضای بسیار زیادی برای سهام وجود داشته باشد و قیمت سهام تا چندین روز افزایش پیدا کند.

این روش تقریباً در همه جای دنیا منسوخ شده است اما به صورت ترکیبی با سایر روش‌ها ممکن است استفاده شود مثلاً کشف قیمت با روش‌های دیگر صورت گیرد سپس از قیمت کشف شده به عنوان قیمت ثابت در عرضه استفاده شود.

روش ثبت سفارشی

معمول‌ترین روش مورد استفاده در اکثر نقاط دنیا روش ثبت سفارش است. در سال ۲۰۰۴ روش‌های مورد استفاده برای قیمت‌گذاری سهام در ۴۷ کشور دنیا مورد بررسی قرار گرفت و مشخص شد که ۸۰ درصد این کشورها برای کشف قیمت از روش ثبت سفارش استفاده می‌کنند.

مدت زیادی است که روش ثبت سفارش، روش استاندارد در آمریکا می‌باشد اما در طول دهه ۹۰ استفاده از این روش در دیگر نقاط دنیا هم رواج پیدا کرد، که می‌تواند دو دلیل داشته باشد:

✓ در دهه ۹۰ خصوصی‌سازی شرکت‌ها در اروپا افزایش یافت و به دلیل اینکه اندازه اغلب این شرکت‌ها بسیار بزرگ بود، نیاز به استفاده از سرمایه‌گذاری خارجی به وجود آمد بنابراین شرکت‌های تأمین سرمایه آمریکایی در بازار اروپا نفوذ کردند و روش ثبت سفارش را به این بازارها منتقل کردند.

✓ از نظر اکثر پژوهشگران روش ثبت سفارش بهترین روش است و به شرکت‌های تأمین سرمایه اجازه می‌دهد که اطلاعات خصوصی از سرمایه‌گذاران به دست آورند. گرچه پژوهشگران این روش را بی‌عیب و نقص نمی‌دانند.

اصولاً ثبت سفارش روش کشف قیمت می‌باشد و روش عرضه محسوب نمی‌شود. به همین دلیل الزامی وجود ندارد که کل حجم عرضه در مرحله ثبت سفارش عرضه شود و از آنجایی که سرمایه‌گذاران خرد و آنلاین قدرت تحلیل و ارزش‌گذاری کافی ندارند. بنابراین مرحله ثبت سفارش صرفاً با حضور سرمایه‌گذاران نهادی بازار سرمایه (شامل صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک، کارگزاری‌ها، شرکت‌های سرمایه‌گذاری و ...) برگزار می‌گردد و طی آن کشف قیمت با سفارش‌گیری از سرمایه‌گذاران نهادی بازار سرمایه برای حدود ۵۰ درصد (بازه ۳۰ الی ۷۰ درصدی در کشورهای مختلف و به صلاحدید متعهد پذیرهنویس) حجم عرضه اولیه صورت می‌پذیرد. البته گاهی استثناء وجود دارد و برخی از سرمایه‌گذاران حقیقی که حجم سرمایه بالایی دارند نیز در مرحله ثبت سفارش و کشف قیمت حضور دارند. پس از کشف قیمت عموم سرمایه‌گذاران حقیقی با کدهای خرد و با یک قیمت ثابت نسبت به خرید باقی مانده حجم عرضه اقدام می‌کنند.

تعیین قیمت اولیه

برای ارزش‌گذاری سهام شرکت روش‌های متعددی وجود دارد و معمولاً از ارزش شرکت‌های مشابه، وضعیت بازار و ارزش عرضه اولیه‌های اخیر، برای تعیین ارزش شرکت استفاده می‌کنند. یکی از روش‌هایی که برای ارزش‌گذاری مورد استفاده قرار می‌گیرد به این صورت است که شرکت تأمین سرمایه تعدادی از شرکت‌هایی را که از نظر صنعت و نوع فعالیت مشابه با شرکت هدف هستند، انتخاب می‌کند سپس تعدادی از نسبت‌های مالی این شرکت‌ها و شرکت اصلی محاسبه می‌کند، سپس این شرکت‌ها را بر اساس میزان نزدیکی این نسبت‌ها با نسبت‌های شرکت هدف رتبه‌بندی می‌کند. سپس بر اساس این رتبه‌بندی برای هر شرکت ضریب معینی مشخص می‌کنند. سپس از قیمت بازار سهام مذکور میانگین موزون می‌گیریم و از عدد به دست آمده به عنوان ارزش سهام شرکت هدف استفاده می‌کنیم.

تنظیم محدوده قیمت

زمانی که ارزش مناسب شرکت تعیین شد، متعهد در مورد تعیین محدوده قیمتی مناسب به شرکت مشاوره می‌دهد که اغلب فاصله قیمت سقف ۲۰ درصد بالاتر از کف قیمت می‌باشد. برای کشف ارزش واقعی سهم، لازم است دامنه مظنه به اندازه کافی بزرگ باشد

تا بتواند سفارش همه سرمایه‌گذاران نهادی را پوشش دهد. رایج این است که در روش ثبت سفارش، سفارش‌ها در دامنه مظنه ۲۰ درصدی یعنی ۱۰ درصد بالا و ۱۰ درصد پایین ارزش پایه کارشناسی صورت می‌پذیرد.

در صورتی که در دوران ثبت سفارش، تقاضا خیلی زیاد یا خیلی کم باشد متعهد درخواست تجدید نظر در محدوده قیمت را می‌دهد و مجدداً از سرمایه‌گذاران تقاضا می‌کند که در محدوده قیمتی جدید ثبت سفارش کنند. معمولاً متعهد پذیرهنویس فقط یک بار در تعامل با مشاور پذیرش و ناشر حق دارد، دامنه مظنه ثبت سفارش را تغییر دهد، مشروط بر اینکه بیش از نصف سفارش‌ها در کف یا سقف قیمتی قرار گرفته باشد. دامنه مظنه جدید حداکثر ۲۰ درصد می‌تواند نسبت به دامنه مظنه اولیه جابجا شود.

در روش ثبت سفارش در اغلب بورس‌ها از جمله آمریکا، ترکیه و بنگلادش از دامنه نوسان ۲۰ درصدی استفاده می‌شود.

در بورس هند: اسپرد بین قیمت کف و سقف نباید بیش از ۲۰ درصد باشد. آستانه قیمتی می‌تواند اصلاح شود که در این صورت دوره ثبت سفارش برای دوره‌ای بیش از دوره سه روز اولیه تمدید خواهد شد. باید توجه داشت که در مجموع کل دوره ثبت سفارش نباید از ۱۳ روز تجاوز کند.

ثبت سفارش

در این روش قبل از این که عرضه عمومی انجام شود بازه زمانی معینی در نظر گرفته می‌شود و در این بازه میزان تمایل سرمایه‌گذاران به خرید سهام مورد نظر و قیمت درخواستی آن‌ها را مورد بررسی قرار می‌گیرد. به این صورت که برای سرمایه‌گذاران بالقوه جلسات جذب برگزار می‌کنند و ارائه کاملی در مورد فعالیت شرکت به آن‌ها می‌دهند و از آن‌ها می‌خواهند که در صورت تمایل در محدوده قیمتی که تأمین سرمایه تعیین کرده است. سفارش خرید خود را وارد کنند که شامل قیمت و حجم درخواستی می‌باشد.

در بورس مسکو روسیه: سفارشات که از سرمایه‌گذاران نهادی دریافت می‌شود، به دو دسته تقسیم می‌شوند:

۳. سفارشات که تعداد سهام مورد نظر را نشان می‌دهد.

۴. سفارشات که مقدار کل پولی که سرمایه‌گذار نهادی می‌خواهد در عرضه اولیه هزینه کند را نشان می‌دهد.

سفارشات سرمایه‌گذاران می‌تواند با سطوح حجم یا قیمتی معین و یا خرید در حجم‌های متفاوت با توجه به بازه‌های قیمتی سهام تعریف شود. ضمناً سرمایه‌گذاران می‌توانند در طول دوره ثبت سفارش اقدام به اصلاح سفارشات خود نمایند.

متعهد پذیرهنویس (Book runners) سفارشات دریافتی را به صورت تجمعی و بر حسب قیمت مرتب می‌کند. همانطور که اشاره شد دوره ثبت سفارش در بورس مسکو حدود دو هفته به طول می‌انجامد و اغلب سرمایه‌گذاران در هفته اول به تحلیل و ارزیابی پرداخته و در هفته دوم و بخصوص روزها و ساعات پایانی دوره ثبت سفارش، اقدام به ثبت سفارش می‌کنند.

قیمت‌گذاری

هدف نهایی قیمت‌گذاری رسیدن به بالاترین قیمت ممکن و در عین حال جذب بهترین سرمایه‌گذاران از نظر توانایی و حضور بلندمدت در شرکت است و با توجه به این عوامل قیمت‌گذاری به صورت زیر انجام می‌شود:

بعد از پایان دوره و جمع‌آوری درخواست‌ها، متعهد یک نمودار تقاضای تجمعی تهیه می‌کند که در آن قیمت و حجم تقاضا شده در هر قیمت نشان داده می‌شود.

از طرف دیگر متعهد سرمایه‌گذاران را از نظر کیفیت طبقه‌بندی می‌کند و آن‌ها را در ۵ طبقه مختلف قرار می‌دهد. سپس مشخص می‌کند که سهم طبقه‌های مختلف سرمایه‌گذاران در هر قیمت چند درصد می‌باشد.

با توجه به نکات فوق قیمت بهینه در سطحی انتخاب می‌شود که هم میزان underprice معقول باشد (انتظار سرمایه‌گذاران جدید برای خرید زیر قیمت برآورده شود و از طرف دیگر با فروش به قیمت خیلی پایین به سهامداران قبلی آسیبی وارد نشود) و هم درصد سرمایه‌گذاران درجه ۱ و ۲ تا جای ممکن بالا باشد. وضعیت عرضه‌های اخیر و سوابق معاملات آن‌ها می‌تواند بر قیمت‌گذاری تأثیر مثبت یا منفی داشته باشد.

نکته: معمولاً سطح قیمتی که در آن میزان عرضه و تقاضا برابر می‌شود برای قیمت‌گذاری چندان مناسب نیست و بهتر است که قیمت را پایین‌تر از این سطح تعیین کنیم به این دلیل که این ریسک وجود دارد که در روز عرضه میزان تقاضا کم‌تر از میزان سفارشات ثبت‌شده در دوران ثبت سفارش باشد و مقداری از سهام به فروش نرسد و متعهد دچار زیان شود.

معمولاً متعهدین سفارشات وارد شده در دوران ثبت سفارش را تعدیل می‌کنند زیرا بعضی از سرمایه‌گذاران فقط به قصد تأثیرگذاری و جابجایی قیمت سفارش وارد می‌کنند. بنابراین کل سفارشات وارد شده سفارشات ناخالص محسوب می‌شوند اما میزان تقاضای واقعی پس از تعدیل تقاضای قابل تخصیص نامیده می‌شود.

در آمریکا: در آمریکا فرایند کشف قیمت بر اساس ترکیبی از شرایط بازار، تحلیل‌ها و سایر ملاحظات صورت می‌گیرد. در آمریکا متعهد پذیرهنویسی با هدف پیشینه‌کردن کارمزد خود به دنبال کشف قیمت واقعی سهام است تا هم کارمزد خود را پیشینه کند و سهم سهام مربوطه به فروش رفته و برای سرمایه‌گذار جذاب باشد. از طرفی شرکت هم به بیشترین تامین مالی ممکن دست خواهد یافت. متعهد پذیرهنویسی می‌تواند تا چند روز بعد از عرضه عمومی سهام، با انجام فعالیت‌های معاملاتی به حمایت از سهام مربوطه بپردازد. این اقدام برای جلوگیری از افت شدید قیمت در روزهای آغازین انجام می‌شود. بعد از اتمام این حمایت، قیمت سهم ممکن است به طور چشمگیری نسبت به قیمت عرضه افت داشته باشد.

🚩 انواع سفارش در روش ثبت سفارش

سرمایه‌گذاران در دوران ثبت سفارش می‌توانند انواع مختلفی از سفارش‌ها را وارد کنند که عبارت‌اند از: سفارش محدود: در این سفارش سرمایه‌گذار صرفاً حداکثر قیمتی که حاضر است برای سهم پرداخت کند را وارد می‌کند اما اطلاعاتی در مورد حجم سهام وارد نمی‌کند.

Strike: در این سفارش سرمایه‌گذار می‌تواند فقط تعداد سهامی که قصد خرید آن را دارد وارد کند^۱ یا اینکه کل مبلغی که قصد دارد برای خرید سهام پرداخت کند را وارد می‌کند.^۲

سفارش مرحله‌ای^۳: در این سفارش سرمایه‌گذار چندین قیمت مختلف و حجم مورد تقاضا در هر قیمت را مشخص می‌کند.

^۱simple strike

^۲currency strike

^۳Step bid

تخصیص سهام

مشکلی که در روش ثبت سفارش وجود دارد این است که سرمایه‌گذاران نهادی انگیزه دارند که در دوران ثبت سفارش تمایل خود به خرید را کمتر از واقعیت نشان دهند تا قیمت نهایی خرید سهام کاهش پیدا کند. اما در صورتی که سیاست خاصی برای تخصیص سهام داشته باشیم تا حد زیادی می‌توانیم این انگیزه را خنثی کنیم به این صورت که تخصیص به صورت ترجیحی انجام شود و به سرمایه‌گذارانی که با صداقت اطلاعات مورد نظر خود را افشا کنند سهم بیشتری به زیر قیمت واقعی تخصیص داده شود، در این صورت می‌توانیم سرمایه‌گذاران را به سمت سفارش‌هایی با قیمت‌های واقعی‌تر سوق دهیم. بنابراین تخصیص تبعیض‌آمیز سهام به متعهدین اجازه می‌دهد که سرمایه‌گذاران باکیفیت و بلندمدت‌تری را برای شرکت انتخاب کنند. پس در پذیرهنویسی متعهدین تعیین می‌کنند که چه درصدی از سهام به کدام سرمایه‌گذار تخصیص پیدا کند سپس این درصدها را به ناشر اعلام می‌کنند و در مورد آن با ناشر توافق می‌کنند.

✓ به طور کلی تخصیص سهام در روش حراج بر اساس الگوریتم حراج مربوطه بوده و غیر تبعیض‌آمیز است در حالی که در روش‌های ثبت سفارش و روش قیمت ثابت متعهد می‌تواند به طور تبعیض‌آمیز تخصیص را انجام دهد.

در هند: عرضه به روش ثبت سفارش طی دو مرحله، در مرحله اول ۷۵ درصد کل سهام قابل عرضه به سرمایه‌گذاران نهادی و ۲۵ درصد باقیمانده با قیمت ثابت به سهامداران حقیقی و خرد.

در هنگ کنگ: عرضه بخش عمده سهام به سرمایه‌گذاران نهادی و عرضه ۱۰ تا ۱۵ درصد باقیمانده به سهامداران خرد.

برخی بورس‌ها همچون بورس بمبئی هند، کراچی پاکستان و همچنین بورس هنگ کنگ دارای قوانینی هستند که مطابق آن در عرضه به روش ثبت سفارش باید حداکثر ۷۵ درصد عرضه به سرمایه‌گذاران نهادی و حقیقی ثروتمند تخصیص یافته و حداقل ۲۵ درصد به سرمایه‌گذاران خرد تخصیص یابد.

در ایالات متحده آمریکا: متعهد می‌تواند فرآیند تخصیص را به صورت کاملاً تبعیض‌آمیز اجرا کند و حتی به برخی سرمایه‌گذارانی که قیمت خرید بالاتر از قیمت عرضه ثبت کرده‌اند سهام تخصیص نداده و به سرمایه‌گذاران دیگر بیش از میزان تقاضای ثبت شده اولیه آن‌ها تخصیص دهد. اما در بورس‌های اروپایی پس از تعیین قیمت عرضه، متعهد دارای اختیارات کمتری است و پس از تعیین قیمت عرضه باید بر اساس تسهیم به نسبت فرآیند تخصیص را انجام دهد.

متعهدان پذیرهنویسی قبل از انجام عرضه و با مشورت با شرکت ناشر، در مورد شرایط و ساختار عرضه اولیه شامل درصد تخصیص به سرمایه‌گذاران حقیقی و حقوقی تصمیم می‌گیرند. هدف بیشتر متعهدان پذیرهنویسی، سرمایه‌گذاران حقوقی و مشتریان ثروتمند برای تخصیص سهام است. آن‌ها معتقدند که سرمایه‌گذاران حقوقی و سرمایه‌گذاران ثروتمند می‌توانند سهام IPO را در حجم‌های بزرگ‌تر خریداری کرده و با کاهش ریسک مالی، سهام را برای مدت طولانی‌تری نگه دارند.

کارگزاری‌ها در آمریکا برای تخصیص سهام عرضه اولیه به مشتریان خود به بررسی شرایط مشتری مانند درآمد و ثروت خالص وی، اهداف سرمایه‌گذاری مشتری، آستانه‌های ریسک وی و دیگر فاکتورها می‌پردازند. همچنین ممکن است کارگزاری‌ها سهام عرضه اولیه را فقط به مشتریان خاص خود بفروشند. برای مثال بعضی کارگزاری‌ها فروش سهام عرضه اولیه را فقط به مشتریان با تعادل وجه نقد مشخص و مشتریان فعال در کارگزاری انجام می‌دهند.

در بورس استانبول: در آگهی عرضه میزان تخصیص به سهامداران خرد و عمده مشخص می‌شود. در عرضه به روش ثبت سفارش، در صورتی که میزان سفارش‌های دریافتی از هر یک از گروه‌های سهامداری مشخص شده از میزان تخصیص داده شده به آن گروه کمتر باشد، آن میزان به گروه سهامداری دیگر تخصیص خواهد یافت. در هر صورت میزان تخصیص نهایی به هر گروه نباید بیش از ۲۰ درصد از میزان مشخص شده در آگهی عرضه تغییر کند.

در بورس مسکو روسیه: در بورس مسکو در انتخاب سرمایه‌گذاران نهادی به منظور تخصیص سهام عرضه اولیه دو نکته مورد توجه قرار می‌گیرد؛ اول اینکه عملکرد این سرمایه‌گذاران نهادی تأثیر مستقیم بر عملکرد قیمت سهام عرضه شده در بازار دارد و دوم اینکه عملکرد سرمایه‌گذاران نهادی تأثیر زیادی در نقدشوندگی معاملات سهام عرضه شده دارد.

به طور کلی تخصیص سهام عرضه عمومی اولیه در بورس مسکو توسط متعهد پذیرهنویسی و با مشورت ناشر صورت می‌گیرد. سه فاکتور کلیدی که در تخصیص سهام به سرمایه‌گذاران نهادی مورد توجه قرار می‌گیرد عبارتند از:

✓ تخصیص به سرمایه‌گذاران با کیفیت (در بورس مسکو، سرمایه‌گذاران نهادی بر اساس معیارهای مشخص در ۴ سطح دسته‌بندی شده‌اند).

✓ تخصیص به سرمایه‌گذاران متنوع و حفظ تنوع در عرضه.

✓ تخصیص به سرمایه‌گذارانی که قصد نگهداری بلندمدت سهام عرضه شده را دارند.

پس از تخصیص سهام به سرمایه‌گذاران نهادی، مابقی سهام قابل عرضه در فرآیندی به نام Retail Bookbuilding به سرمایه‌گذاران حقیقی، شرکت‌ها و سرمایه‌گذاران نهادی کوچک عرضه می‌شود. این مقدار معمولاً بیش از ۱۵ درصد کل سهام قابل عرضه نیست. دریافت سفارشات در این مرحله از تخصیص معمولاً از ساعت ۱۰ صبح تا ساعت ۱۹ عصر در یک روز کاری صورت گرفته و در انتهای همان روز تخصیص‌ها صورت می‌گیرد.

در هند: تخصیص به گروه‌های مختلف بر اساس نوع روش عرضه و بر اساس دستورالعمل مشخص صورت می‌گیرد. برای مثال در روش ثبت سفارش (۱) نباید کمتر از ۳۵ درصد از مقدار قابل عرضه به سرمایه‌گذاران حقیقی خرد عرضه شود. (۲) نباید کمتر از ۱۵ درصد از سهام قابل عرضه به سرمایه‌گذاران غیرحقیقی مانند سرمایه‌گذاران حقوقی خرد و یا خریداران حقیقی واجد شرایط اختصاص یابد. (۳) نباید بیش از ۵۰ درصد از سهام قابل عرضه به خریداران حقیقی واجد شرایط اختصاص یابد. در مورد عرضه با روش قیمت ثابت نیز بر اساس دستورالعمل مشخص، عرضه صورت می‌گیرد.

در چین: در صورتی که حجم عرضه اولیه کمتر از ۴۰۰ میلیون سهم باشد حداکثر ۲۰٪ از کل عرضه اولیه و اگر بالاتر و مساوی ۴۰۰ میلیون سهم باشد حداکثر ۵۰٪ قابل عرضه در مرحله اولیه و به سرمایه‌گذاران نهادی است. پس از انجام مرحله اولیه عرضه، مابقی سهام به سهامداران آنلاین به قیمت ثابت عرضه می‌گردد.

➦ عرضه سهام در بازار

چند روز پس از اینکه قیمت نهایی عرضه و میزان تخصیص به سرمایه‌گذاران معین، مشخص شد و طرفین قرارداد در مورد آن به توافق رسیدند عرضه عمومی آغاز می‌شود و از سرمایه‌گذاران خرد سفارش گرفته می‌شود و به همه سرمایه‌گذاران با قیمت تعیین شده تخصیص داده می‌شود. عرضه معمولاً حدود ۲ تا ۳ روز کاری به طول می‌انجامد و عرضه اولیه عمومی رسماً به پایان می‌رسد. در اخذ سفارش‌های سرمایه‌گذاران خرد برای خرید در عرضه اولیه با قیمت ثابت کشف شده، صرفاً دریافت حجم عرضه کافی خواهد بود.

اگرچه ارسال سفارش خرید با قید قیمت توسط سرمایه‌گذاران می‌تواند این اختیار را به بورس و سرمایه‌گذاران خرد بدهد که سفارش‌ها به صورت شرطی دریافت شوند، یعنی اگر سرمایه‌گذار خرد سفارش خود را با قید قیمت ارسال کرد، به این معنی خواهد بود که در صورتی که قیمت کشف شده بالاتر از قیمت پیشنهادی سرمایه‌گذار خرد باشد، به این سفارش تخصیصی صورت نگیرد. تقریباً در همه کشورها در صورتی که حجم تخصیصی در نظر گرفته شده برای سرمایه‌گذاران خرد کمتر از سفارش‌های قابل قبول دریافت شده باشد، از روش تسهیم به نسبت^۳ برای تخصیص استفاده می‌شود.

بازارگردان تعیین شده مسئول بازکردن نماد در زمان تعیین شده است همچنین به عنوان عامل تثبیت‌کننده قیمت عمل می‌کند تا بعد از عرضه از قیمت سهم حمایت کند. عامل تثبیت‌کننده هم می‌تواند تعهد کند که در صورتی که بازار پس از عرضه تحت فشار قرار گرفت، نقدینگی فراهم کند و هم می‌تواند از موقعیت استقراری استفاده کند و ۱۵ درصد بیش از میزان تعیین شده بفروشد که این حالت **overallotment** نام دارد.

در بورس هند: دوره زمانی تعیین شده به منظور ثبت سفارش در روش ثبت سفارش حداقل ۳ روز و عموماً ۵ روز می‌باشد.

بورس استانبول: در روش ثبت سفارش دوره دریافت سفارش حداقل ۲ و حداکثر ۳ روز است. برای سایر روش‌های عرضه اولیه، دوره سفارش‌گیری به مدت ۲ روز می‌باشد.

در بورس مسکو روسیه: سفارشات در دوره ثبت سفارش و به موازات برگزاری جلسات **roadshow** در یک بازه تقریباً دو هفته‌ای دریافت می‌شود. یک گزینه جایگزین نیز وجود دارد به این صورت که سفارشات چند روز پس از شروع جلسات **roadshow** به منظور شناخت و ارزیابی بهتر سرمایه‌گذاران، دریافت می‌شود.

بورس بنگلادش: دوره زمانی تعیین شده به منظور ثبت سفارش سرمایه‌گذاران نهادی در روش ثبت سفارش بین ۳ تا ۵ روز می‌باشد.

در آمریکا: دوره زمانی ثبت سفارش دو روز کاری است و به بورس‌های دیگر نیز پیشنهاد شده برای تسریع فرایند، دوره ثبت سفارش دو روز باشد.

در بورس لندن (LSE): فرایند در ۳ روز انجام می‌شود.

روش‌های ترکیبی عرضه

در سال‌های اخیر استفاده از روش‌های ترکیبی افزایش یافته است. روش عرضه ترکیبی که در دنیا بیش‌ترین موارد کاربرد را تجربه کرده، ترکیب ثبت سفارش-عرضه به قیمت ثابت است. بدین صورت که ابتدا برای سرمایه‌گذاران حقوقی (نهادی) از روش ثبت سفارش استفاده کرده و پس از کشف قیمت و تخصیص بخشی از سهام عرضه شده به آن‌ها، برای عرضه به سرمایه‌گذاران حقیقی (خرد) از قیمت ثابت استفاده می‌شود. البته ترکیب معروف دیگر حراج قیمت - ثابت است که در آن سرمایه‌گذاران حقوقی (نهادی) در فرآیند حراج شرکت کرده و پس از کشف قیمت به سرمایه‌گذاران حقیقی (خرد) سهام با قیمت ثابت عرضه می‌شود. در دو روش فوق سرمایه‌گذاران حقیقی (خرد) در فرآیند کشف قیمت مشارکت نداشته و عرضه به آن‌ها با قیمتی که حاصل از رقابت سرمایه‌گذاران حقوقی (نهادی) است، اجرا می‌شود.

^۳Pro rata

بورس استانبول ترکیه روش ترکیبی خاص خود با عنوان روش ثبت سفارش با فروش به قیمت متغیر را اجرا می‌کند. در این روش سفارش‌ها در دامنه قیمتی که توسط شرکت ناشر تعیین شده است در سیستم ثبت می‌شوند. سفارش‌هایی که قیمت درخواستی آن‌ها خارج از دامنه است در سیستم ثبت نمی‌شوند. امکان تغییر قیمت سفارش در دامنه مجاز وجود دارد. تمام سفارش‌ها با قیمت واحد عرضه می‌شوند. قیمت عرضه، قیمتی در دامنه مجاز است که تمام عرضه را پوشش داده و بر اساس اولویت قیمت زمان تعیین می‌شود. در این روش نیز با استفاده از یک کد معاملاتی می‌توان بیش از یک سفارش را در سیستم ثبت کرد. در این وضعیت تا زمانی که سفارش اول بر اساس اولویت قیمت زمان فرد به صورت کامل تخصیص نیابد، سفارش‌های بعدی وی اجرا نمی‌شوند.

✚ معیارهای تخصیص سهام

بر اساس تحقیقی که در سال ۲۰۰۱ توسط موسسه تحقیقاتی آمریکایی صورت گرفته است.

تأثیر عوامل مختلف بر تخصیص عبارت است از:

- ✓ اندازه سفارش: این عامل با تخصیص رابطه مثبت دارد، به این صورت که به سفارش‌های بزرگ‌تر مقدار بیشتری نسبت به سفارش‌های کوچک‌تر تخصیص داده می‌شود زیرا با فرض ثبات سایر عوامل هر چه حجم سرمایه‌گذاری بیشتر باشد ارزش در معرض ریسک بیشتر است و احتمالاً سرمایه‌گذار با آگاهی و تحلیل بیشتری برای خرید سهام اقدام کرده است.
- ✓ نوع سفارش: سفارش‌های محدود و مرحله‌ای که در قسمت‌های قبل توضیح داده شد نسبت به سفارش strike در اولویت هستند و به سرمایه‌گذاری که از این مدل سفارش‌ها استفاده می‌کنند مقدار بیش‌تری تخصیص داده خواهد شد.
- ✓ زمان ورود سفارش: طی دوران ثبت سفارش اطلاعات موجود در مورد ناشر تغییر می‌کند و هر چه به پایان دوره نزدیک‌تر می‌شویم آگاهی سرمایه‌گذاران در مورد شرکت مورد نظر افزایش می‌یابد بنابراین به سرمایه‌گذاری که در ابتدای دوره سفارش وارد می‌کند مقدار کمتری اختصاص داده خواهد شد زیرا احتمالاً با آگاهی کمتری قصد سرمایه‌گذاری دارند.
- ✓ میزان مشارکت سرمایه‌گذار در عرضه اولیه‌های قبل: سرمایه‌گذاران از نظر مشارکت در عرضه‌های قبلی به ۳ دسته تقسیم می‌شوند:
 - High frequency bidder: بیش از ۱۰ بار در عرضه‌های قبلی شرکت کرده‌اند.
 - Medium frequency bidder: بین ۳ تا ۹ بار در عرضه‌های قبلی شرکت کرده‌اند.
 - Low frequency bidder: کمتر از ۳ بار در عرضه‌های قبلی شرکت کرده‌اند.

هرچه سرمایه‌گذار frequency بالاتری داشته باشد به احتمال زیاد آگاه‌تر است و تحلیل درست‌تری از وضعیت دارد به همین دلیل مقدار بیشتری به او تخصیص داده می‌شود.

- ✓ ملیت سرمایه‌گذار: از آنجایی که میزان آگاهی یک سرمایه‌گذار داخلی نسبت به یک سرمایه‌گذار خارجی به احتمال زیاد بیشتر است، معمولاً به سرمایه‌گذاران داخلی مقدار بیشتری تخصیص داده خواهد شد (استثنائاتی وجود دارد)
- ✓ زمینه فعالیت سرمایه‌گذار: هرچه زمینه فعالیت سرمایه‌گذار به شرکت هدف نزدیک‌تر باشد و یا اینکه در زمینه‌های مختلف تخصص داشته و از قدرت تحلیل و آگاهی بالاتری برخوردار باشد مثل شرکت‌های بیمه و صندوق‌های بازنشستگی مقدار بیشتری به آن‌ها تخصیص داده خواهد شد.

مقایسه روش‌های قیمت گذاری در عرضه اولیه

یکی از موسسات تحقیقات مالی در فرانسه به مقایسه روش‌های مختلف قیمت‌گذاری و تعیین مزایا و معایب آن‌ها نسبت به هم اقدام کرده است. در این تحقیق میزان underpricing روش‌های مختلف قیمت‌گذاری بررسی شده است و سپس با فرض یکسان بودن میزان underpricing میزان واریانس underpricing بررسی شده است. هر چه میزان این دو معیار کمتر باشد روش مطلوب‌تر خواهد بود.

برای مقایسه این روش‌ها از نمونه‌های واقعی در فرانسه استفاده شده است زیرا عرضه اولیه‌های بسیاری با روش‌های متنوعی در این کشور انجام شده است. ضمناً روش حراج مورد استفاده در این تحقیقات تا حدودی با انواعی از حراج که در قسمت گذشته توضیح داده شد متفاوت است و به صورت زیر می‌باشد:

روش حراج تک قیمتی که در فرانسه مورد استفاده قرار می‌گیرد به این صورت است که تأمین سرمایه با توافق ناشر کف قیمت معینی را مشخص می‌کند سپس سفارش‌های خرید سرمایه‌گذاران را دریافت می‌کند. سپس بر اساس منحنی تقاضاهای دریافت شده، در جلسه‌ای ناشر و تأمین سرمایه و بورس مربوطه سقف قیمت معینی مشخص می‌کنند تا سفارش‌های بالاتر از آن را به منظور جلوگیری از به وجود آمدن مشکل free ride حذف می‌کنند و سپس قیمت عرضه را بر اساس تقاضای تجمعی به صورت تک قیمتی مشخص می‌کنند در صورتی که میزان مشارکت بالا باشد و قیمت عرضه بیش از ۱۰ درصد بالای قیمت اولیه باشد عرضه را به روز بعد موکول می‌کنند و با قیمت بالاتری شروع می‌کنند و سفارش می‌گیرند.

طبق تحقیقات به عمل آمده این روش حراج نسبت به روش ثبت سفارش کارتر است زیرا از یک طرف میزان underprice و هم میزان واریانس underprice کمتر است. البته باید در نظر داشته باشیم که روش گفته شده حراج تک قیمتی متداول نیست و در واقع یک روش ترکیبی است چون هم سقف و هم کف قیمتی برای سفارش‌ها در نظر گرفته می‌شود.

همچنین در تحقیقات دیگری پیشنهاد شده است که از یک روش ترکیبی استفاده کنیم زیرا روش ثبت سفارش از نظر شفافیت و روش حراج تک قیمتی از نظر غیر پایدار بودن مورد انتقاد قرار می‌گیرد. در این تحقیق پیشنهاد شد که از روشی مشابه حراج استفاده کنیم با این تفاوت که مشابه روش ثبت سفارش، سفارش‌ها را بر اساس کیفیت آن‌ها دسته‌بندی کنیم و تخصیص سهام به سهامداران به طور کامل توسط تأمین سرمایه صورت نگیرد بلکه بخشی از تخصیص زیر نظر تأمین سرمایه انجام شود نه همه آن و برای تخصیص بخش مذکور هم از معیار درست و از پیش تعیین شده‌ای استفاده شود. در واقع در این تحقیق پیشنهاد شده است که شفافیت روش حراج را به روش ثبت سفارش انتقال دهیم.

صندوق های IPO

صندوق های IPO (IPO ETF) صندوق های قابل معامله ای هستند که عرضه های عمومی اولیه شرکت های مختلف را دنبال می کنند. بسیاری از سرمایه گذاران با هدف دستیابی به پرتفوی وسیعی از عرضه های عمومی اولیه به جای سرمایه گذاری در یک یا تعداد معدودی از این شرکت ها، در این صندوق ها سرمایه گذاری می کنند. پیدایش این صندوق ها به سال ۲۰۰۶ میلادی و راه اندازی اولین صندوق IPO به نام IPOX-100 در آمریکا مربوط می شود. عملکرد موفق این صندوق موجب شد سرمایه گذاران استقبال بسیار خوبی از سرمایه گذاری در این صندوق ها داشته باشند.

بسیاری از عرضه های عمومی اولیه در آمریکا عملکرد قیمتی بسیار خوبی در یک یا دو روز اول عرضه از خود نشان می دهند اما در بلندمدت این عملکرد اینگونه نیست. بر اساس تحقیقات دانشگاه فلوریدا میانگین بازدهی عرضه های اولیه در روز اول عرضه در بازه زمانی بین سال های ۱۹۸۰ تا ۲۰۱۴ میلادی به طور متوسط ۱۷,۹ درصد بوده است. در اغلب موارد فروش زود هنگام و هیجانی خریداران سهام عرضه اولیه و همچنین فروش زود هنگام دارندگان پیش از عرضه سهام مربوطه، باعث افت قیمت سهام می شود و این در حالی است که این ها می تواند فرصتی مناسب برای سرمایه گذاران بلندمدت باشد. در جدول زیر عملکرد برخی از شناخته شده ترین صندوق های IPO نشان داده شده است.

Some of the most popular IPO ETFs include:

Ticker	Name	YTD	1-Year	3-Year	5-Year	Inception	Expense Ratio
(FPX B)	First Trust US IPO Index Fund	4.43%	4.34%	26.66%	131.61%	April 12, 2006	0.60%
(IPO C)	Renaissance IPO ETF	-0.30%	-0.53%	3.76%	N/A	October 16, 2013	0.60%
(IPOS C)	Renaissance International IPO ETF	-3.76%	-2.44%	N/A	N/A	October 6, 2014	0.80%

- A Guide to GOING PUBLIC – KPMG
- A guide to listing on the London Stock Exchange
- Bookbuilding, Auctions, and the Future of the IPO Process, University of Virginia and University of Oxford, 2005.
- china securities regulatory comission
- Initial Public Offerings: Lockup Agreements-SEC
- Initial Public Offers: A guide to the UK listing regime
- Initial Public Offerings on the London Stock Exchange
- IPO PROCEDURE: AN ANALYSIS ON THE BOOK BUILDING METHOD IN BANGLADESH
- Initial Public Offerings (IPOs) in Indian Stock Market
- Investing in an IPO – SEC
- Initial Public Offerings: Eligibility To Get Shares at Broker-Dealers
- Moscow Exchange IPO Guide
- Recommendations for Reform in Book Building Method under SEC (Public Issue)
- SEC- Initial Public Offerings, Why Individuals Have Difficulty Getting Shares
- Securities and exchange board of india
- http://www.investinganswers.com/financialdictionary/businesses_corporations/underwriting-fees
- www.theipojournal.com
- <http://www.investopedia.com>
- <http://etfdb.com>
- انواع روش‌ها و تجارب بورس‌های اوراق بهادار در عرضه اولیه، شرکت بورس اوراق بهادار تهران، ۱۳۹۴.
- عرضه‌های اولیه (IPO) به روش Book Building، شرکت فرابورس ایران، ۱۳۹۴.
- بررسی فرآیندهای عرضه اولیه عمومی در بورس‌های منتخب، شرکت تأمین سرمایه لوتوس پارسیان، ۱۳۹۶.