

بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ

تقدیم به

برادر بزرگوار و شایسته‌ام

سعید

که هموار کننده مسیر زندگی‌م بود.

تقدیر و تشکر

حمد و سپاس خدایی را که توفیق آموختن داد.

بدین وسیله تشکر و قدردانی می‌نمایم :

از زحمات ویژه استاد راهنمای بزرگواریم که پدران در طی این مسیر من را یاری نمودند، جناب آقای دکتر نویدی و با تشکر از جناب آقای دکتر عبدلی که مشاوره‌های لازم را به من دادند.

نهایت سپاس از پدر عزیزتر از جانم و مادر فداکارم که واژه‌ها در توصیف ستودن آنها قاصرند.

و از تمام دوستان و عزیزانی که صادقانه در کنارم بودند.

چکیده

عرضه عمومی اولیه^۱ (*IPO*)، فرصت مناسبی برای ورود شرکت‌های خصوصی به بازار بورس و ارائه سهام به عموم سرمایه‌گذاران حاضر در بازار است. از آنجاییکه شرکت‌ها با کیفیت‌های متفاوتی وارد بازار می‌شوند و شرایط اقتصادی نیز متغیر است، لذا پی بردن به بهترین استراتژی شرکت برای عرضه سهام، پیامد بیشتری برای آن بدنبال دارد.

این پژوهش بدنبال یافتن بهترین استراتژی برای ارائه سهام شرکت‌هایی با کیفیت بالا نسبت به شرکت‌هایی با کیفیت پایین است، که در این راستا از استراتژی انتظار^۲ استفاده می‌کنند و در نهایت با محاسبه پیامدهای حاصل از استراتژی‌های متفاوت برای شرکت‌ها، در پی یافتن تعادل بهینه آن‌ها است.

نتایج به دست آمده حاکی از آن است که به تأخیر انداختن عرضه سهام شرکت با کیفیت بالا، به منظور روشن شدن شرایط اقتصادی بازار، با پیامد مثبت حاصل برای آن رابطه مستقیم دارد.

کلمات کلیدی: عرضه عمومی اولیه (*IPO*)، استراتژی انتظار، درصد سهام، تعادل نش

^۱ Initial Public Offering

^۲ Strategic Waiting

فهرست مطالب

ط	مقدمه
۱	۱ کلیات تحقیق
۲	۱.۱ بیان و ضرورت مسئله
۴	۲.۱ اهداف تحقیق
۴	۳.۱ فرضیه تحقیق
۵	۴.۱ تعریف عملیاتی واژه‌گان کلیدی
۷	۲ مطالعه ادبیات پایه
۸	۱.۲ مقدمه
۹	۲.۲ ادبیات پایه‌ای
۱۰	۱.۲.۲ <i>IPO</i> و استراتژی انتظار
۱۲	۳ نگاهی بر نظریه بازی‌ها
۱۳	۱.۳ استراتژی‌های آمیخته (مخلوط)
۱۳	۱.۱.۳ مقدمه
۱۳	۲.۱.۳ نمایش بازی‌های با استراتژی آمیخته

۱۵	۳.۱.۳ تعادل نش استراتژی آمیخته
۱۶	۴.۱.۳ تکیه گاه استراتژی‌های آمیخته
۱۷	۱.۴.۱.۳ شرط لازم و کافی برای تعادل نش
۲۰	۵.۱.۳ الگوریتمی کلی برای یافتن تعادل‌های نش یک بازی استراتژیک متناهی
۲۹	۲.۳ بازی‌های بسط یافته با اطلاعات ناقص
۲۹	۱.۲.۳ مقدمه
۳۰	۲.۲.۳ بازی‌های بسط یافته با اطلاعات ناقص
۳۰	۱.۲.۲.۳ تعادل بیزین کامل
۳۳	۲.۲.۲.۳ بازی‌های سیگنالی
۳۸	۴ مدل بازی بازار <i>IPO</i>
۳۹	۱.۴ شرکت‌ها در بازار <i>IPO</i>
۴۰	۲.۴ سرمایه‌گذاران در بازار <i>IPO</i>
۴۱	۳.۴ درصد سهام عرضه شده در بازارهای <i>IPO</i>
۴۲	۱.۳.۴ نام‌گذاری
۴۳	۴.۴ تعادل حاصل از استراتژی‌های آمیخته
۴۴	۱.۴.۴ رفتار سرمایه‌گذاران
۴۴	۱.۱.۴.۴ درصد سهام تقاضا شده توسط سرمایه‌گذاران خوشبین
۴۷	۲.۱.۴.۴ درصد سهام تقاضا شده توسط سرمایه‌گذاران بدبین
۵۰	۲.۴.۴ رفتار شرکت‌ها
۵۰	۱.۲.۴.۴ نام‌گذاری
۵۱	۲.۲.۴.۴ پیامد شرکت‌ها
۵۲	۳.۴.۴ بازی با استراتژی‌های آمیخته

۵۲	۱.۳.۴.۴ تکیه‌گاه استراتژی آمیخته
۶۷	۵.۴ تعادل نش بیزین کامل
۶۷	۱.۵.۴ تعادل جدا
۶۷	۱.۱.۵.۴ رفتار سرمایه‌گذاران
۶۸	۲.۱.۵.۴ رفتار شرکت‌ها
۷۲	۲.۵.۴ تعادل ادغامی
۷۲	۱.۲.۵.۴ رفتار شرکت‌ها
۷۸	۵ جمع‌بندی و پیشنهادات
۷۹	۱.۵ جمع‌بندی و نتیجه‌گیری
۸۰	۲.۵ پیشنهادات
۸۱	مراجع
۸۴	واژه‌نامه فارسی به انگلیسی
۸۶	چکیده انگلیسی

لیست تصاویر

۳۲	۱.۳ بازی با اطلاعات ناقص
۳۵	۲.۳ بازی آبمیوه و خوراک پنیر
۶۳	۱.۴ تغییرات X بر احتمال عمومی شدن در مرحله اول
۶۴	۲.۴ تغییرات K بر احتمال عمومی شدن در مرحله اول
۶۴	۳.۴ تغییرات p بر احتمال عمومی شدن در مرحله اول
۶۵	۴.۴ تغییرات δ بر احتمال عمومی شدن در مرحله اول
۶۶	۵.۴ تغییرات γ بر احتمال عمومی شدن در مرحله اول
۶۶	۶.۴ تغییرات π_{Gl} بر احتمال عمومی شدن در مرحله اول
۶۷	۷.۴ تغییرات π_{Gh} بر احتمال عمومی شدن در مرحله اول

معرفی موضوع و اهمیت آن

در تقسیم‌بندی کلی، شرکت‌ها به دو دسته سهامی عام و سهامی خاص تقسیم می‌شوند. در شرکت‌های سهامی خاص تعداد سهامداران کم است و لزومی به افشا کردن همه اطلاعات شرکت در صورت‌های مالی نیست. هر کسی که مایل باشد می‌تواند با مراجعه به اداره ثبت شرکت‌ها، یک شرکت خصوصی تأسیس نماید. اکثر شرکت‌های کوچک به صورت سهامی خاص هستند. هر چند که شرکت‌های بسیار بزرگی نیز وجود دارند که در مالکیت بخش خصوصی هستند.

شرکت‌های سهامی عام همواره درصدی از سهام خود را در بازارهای بورس معامله کرده و به سرمایه‌گذاران عرضه می‌کنند. اما خرید سهام شرکت‌های سهامی خاص معمولاً امکانپذیر نمی‌باشد، بنابراین شرکت‌های خصوصی به منظور فروش سهام خود و عرضه عمومی آن، از طریق فرآیند *IPO* به شرکت‌های سهامی عام تبدیل می‌شوند [۱۷].

یک دلیل عمده بکارگیری فرآیند *IPO* در بازارهای بورس دنیا، دستیابی به سرمایه برای رشد و گسترش فعالیت‌های شرکت است. این فرصت برای توسعه عملکرد شرکت‌های خصوصی حائز اهمیت می‌باشد. از این رو مدل‌هایی که با بررسی عوامل مختلف و تاثیرگذار، در پی ویژگی‌های *IPO* هستند از جایگاه ویژه‌ای برخوردارند. این تحقیق نیز به دنبال ارائه مدلی، برای محاسبه پیامدهای حاصل از *IPO* برای شرکت‌های خصوصی است. اما بسته به اینکه شرایط اقتصادی در طول فرآیند *IPO* به چه شکل است و شرکت‌های وارد شده به بازار از چه کیفیتی برخوردارند، پیامدهای متفاوتی حاصل می‌شود.

این مدل در غالب علم نظریه بازی‌ها، با بررسی دو بازی برای استراتژی‌های مختلف شرکت‌ها ارائه شده است.

ساختار تحقیق

همان‌طور که ذکر شد این تحقیق به دنبال ارائه مدلی است که در آن تأثیر استراتژی انتظار را در بازارهای *IPO* بر پیامد حاصل برای شرکت‌ها بررسی نماید. به این منظور در فصل اول ابتدا ضرورت و اهمیت مسئله بیان گردیده و سپس اهداف و فرضیه مورد نظر مطرح شده‌اند. در انتها نیز به تعریف عملیاتی واژه‌گان کلیدی پرداخته شده است.

پس از بیان کلیات تحقیق در فصل اول، ادبیات موضوع در فصل دوم مورد بررسی قرار گرفته است. از اینرو ابتدا تحقیقات پایه‌ای مطرح و به بررسی زمینه‌ها و ویژگی‌های *IPO* پرداخته شده است. پس از اشراف به موضوع و روشن شدن مسئله، در فصل سوم بازی‌های مرتبط و روش حل آن‌ها بررسی شده است.

در فصل چهارم در بخش اول مدل ارائه شده از طریق بازی با استراتژی‌های ترکیب بررسی می‌شود که با محاسبه تعادل نش، نتیجه مطلوب حاصل می‌شود و در بخش دوم یافتن تعادل بازی به وسیله تعادل بی‌زین تمام صورت می‌گیرد.

در نهایت فصل پنجم، با جمع‌بندی مطالب، نتیجه‌گیری و ارائه پیشنهادات پایان بخش این تحقیق است.

فصل ۱

کلیات تحقیق

۱.۱ بیان و ضرورت مسئله

سالانه تعداد زیادی از شرکت‌ها با انتشار سهام برای اولین بار وارد بازار سرمایه و بورس اوراق بهادار می‌شوند. عملکرد مناسب این شرکت‌ها سبب رشد سریع آنها شده، بطوریکه منابع مالی استقراضی مانند انواع وام بانکی و منابع اعتباری برای تأمین مالی توسعه این شرکت‌ها کافی نیستند، بنابراین با عرضه سهام به عموم مردم سعی در تأمین سرمایه مورد نیاز خود، برای پروژه‌های پیش رو دارند [۱۶].

در بازارهای *IPO* عمومی شدن هر شرکتی باعث افشا شدن شرایط اقتصادی بازار می‌شود و به این ترتیب اطلاعات مفیدی را در اختیار سایر شرکت‌های دیگر قرار می‌دهد، بطوریکه عرضه در شرایط خوب منجر به موفقیت شرکت می‌شود و عمومی شدن در شرایط بد اقتصادی باعث شکست *IPO* شده که هزینه‌ای برابر با γ - نیز برای شرکت بدنبال خواهد داشت [۴].

هافمن^۱ (۲۰۰۱) و آلتی^۲ (۲۰۰۵) بررسی کرده‌اند که *IPO* های پیشرو و موفق همواره توسط شرکت‌هایی با کیفیت بالا رقم خورده است و شرکت‌هایی با کیفیت پایین‌تر در مرحله بعدی *IPO*، اقدام به عرضه نموده‌اند [۱].

در بازارهای *IPO* رفتار هر یک از سرمایه‌گذاران و شرکت‌ها به طور جداگانه بررسی می‌گردد. رفتار سرمایه‌گذاران: هر سرمایه‌گذار به محض ورود به بازار، اطلاعاتی^۳ در رابطه با شرایط اقتصادی دریافت می‌کند. با توجه به تعداد حضور شرکت‌ها در مرحله اول یا دوم، سرمایه‌گذاران درصدهای متفاوتی را از آنها تقاضا می‌کنند.

رفتار شرکت‌ها: شرکت‌ها با ارائه درصدی از سهام در بازار، در پی کسب سرمایه مورد نیاز برای خود می‌باشند. بسته به اینکه چه استراتژی را در بازار بکار بگیرند و با توجه به درصد سهام تقاضا شده توسط سرمایه‌گذاران پیامدهای متفاوتی را برای خود رقم می‌زنند.

در پژوهش حاضر ثابت می‌کنیم که شرکت‌هایی با کیفیت بالا با استفاده از استراتژی انتظار پیامد بیشتری را به دست خواهند آورد. چراکه با عرضه شرکت‌های دیگر که عموماً از کیفیت پایین‌تری برخوردارند شرایط

^۱Hoffmann

^۲Alti

^۳Signal

اقتصادی بازار آشکار می‌شود. بنابراین این شرکت‌ها با صرف هزینه انتظار وضعیت مطلوبتری برای خود فراهم می‌کنند.

از سوی دیگر، در میان علوم مختلف، نظریه بازی‌ها حوزه‌ای از ریاضیات کاربردی است که در بستر علم اقتصاد توسعه یافته و به مطالعه رفتار راهبردی بین عوامل عقلانی می‌پردازد. رفتار راهبردی، زمانی بروز می‌کند که مطلوبیت هر عامل، نه فقط به راهبرد انتخاب شده توسط خود وی بلکه به راهبرد انتخاب شده توسط بازیگران دیگر هم بستگی داشته باشد. پیروزی در هر بازی تنها تابع یاری شانس نیست، بلکه اصول و قوانین ویژه خود را دارد و هر بازیکن در طی بازی سعی می‌کند با بکارگیری آن اصول خود را به برد نزدیک کند [۲۰].

از جمله بازی‌هایی که در نظریه بازی‌ها بدان پرداخته می‌شود بازی با اطلاعات ناقص است: جایی که یک طرف اطلاعات بیشتری نسبت به بازیکن حریف دارد و بر اساس آن اعمالی را در پیش می‌گیرد (که به آن سیگنال یا علامت گفته می‌شود) تا از اطلاعات اضافی حریف آگاه شود و برآوردی را از نوع بازی بازیکن مقابل داشته باشد. تعادل در این بازی‌ها، تعادل بی‌زین کامل^۱ (*PBE*) است که بر اساس رفتار بازیکنان به دو صورت تعادل تفکیکی و ادغام شده می‌باشند و با برقراری سه شرط زیر حاصل می‌شود:

۱- حدس‌ها: در هر مجموعه اطلاعاتی، بازیکن تصمیم‌گیرنده در آن، گمان‌هایی در مورد مجموعه گره‌های واقع در مجموعه اطلاعاتی دارد.

۲- عقلانیت پی‌درپی: در هر مجموعه اطلاعاتی با مشخص بودن گمان‌ها و استراتژی‌های بعدی، استراتژی‌ها باید بهینه باشند.

۳- سازگاری ضعیف: حدس‌ها بر اساس قانون بی‌زین و استراتژی‌ها تعیین می‌شوند [۲۲].

در این تحقیق به دنبال آن هستیم تا با استفاده از نظریه بازی‌های بسط یافته با اطلاعات ناقص، مدلی جهت رقابت میان شرکت‌هایی که برای اولین بار اقدام به فروش عمومی سهام خود نموده‌اند، ارائه کنیم. دو شرکت خصوصی بر اساس نوع خود (اطلاعات اضافی در بازی) در دو مرحله سعی در عرضه سهام خود برای اولین بار دارند و سرمایه‌گذاران با دریافت اطلاعاتی از وضعیت بازار، با توجه به کیفیت شرکت عرضه

^۱ Perfect Bayesian Equilibrium

کننده درصدهای متفاوتی را تقاضا می‌کنند.

تبادل تفکیکی در اینجا بدین معنی است که هر یک از شرکت‌ها در یک مرحله و جدا از هم اقدام به عرضه سهام نمایند، در تبادل ادغامی هر دو شرکت در مرحله اول یا اینکه هر دو منتظر بمانند و در مرحله دوم سهام خود را ارائه دهند.

پیامد حاصل از هر یک از این تعادلات با توجه به احتمال حضور شرکت در آن مرحله و درصد سهام تقاضا شده از آن به دست می‌آید.

۲.۱ اهداف تحقیق

هدف اصلی:

ارائه مدلی ساده جهت تعیین پیامد ورود به *IPO* برای شرکت‌های خصوصی با استفاده از استراتژی انتظار
اهداف فرعی:

- تعیین درصد سهام تقاضا شده توسط سرمایه‌گذاران
- تعیین تعادل بازی با استفاده از استراتژی ترکیب که از طریق حل عددی و نرم‌افزاری صورت می‌گیرد.
- تعیین تعادل بیزین تمام

۳.۱ فرضیه تحقیق

شرکت‌های با کیفیت بالا با به تأخیر انداختن عرضه سهام خود به منظور دستیابی به اطلاعات مفید، درباره شرایط اقتصادی بازار *IPO*، به مطلوبیت بیشتری دست پیدا می‌کنند.

۴.۱ تعریف عملیاتی واژه‌گان کلیدی

بازار بورس: بازار رسمی و سازمان یافته سرمایه است که در آن اوراق بهادار پذیرفته شده از قبیل سهام شرکت‌ها و اوراق مشارکت، تحت قوانین و مقررات خاصی دادوستد می‌شوند. مشخصه مهم بورس اوراق بهادار، حمایت از صاحبان پس‌انداز و سرمایه‌ها و الزامات قانونی برای متقاضیان سرمایه است. این بازار مرجع رسمی و مطمئنی است که دارندگان سرمایه و پس‌انداز می‌توانند وجوه مازاد خود را برای سرمایه‌گذاری در آن به جریان انداخته و با خرید اوراق بهادار از بازده مناسبی برخوردار شوند.

سهام: عبارت است از قطعاتی که مجموع آن سرمایه را تشکیل می‌دهد. هر سهم نشان دهنده یا نماینده کوچکترین واحد مالکیت است [۲۱].

IPO: این اصطلاح مخفف کلمات *Initial Public Offering* می‌باشد و به معنی اولین فروش سهام شرکت به عموم مردم است. بسیاری از شرکت‌ها برای به دست آوردن وجوه نقد با وارد شدن به بازار و عرضه سهام خود به صورت عمومی برای اولین بار از این فرآیند استفاده می‌کنند. سرمایه‌گذاران خوشبین: کسانی که یقین دارند شرایط اقتصادی خوب است و با دریافت اطلاعات خوب در بازار اقدام به خرید سهام می‌نمایند.

سرمایه‌گذاران بدبین: سرمایه‌گذارانی که یقین دارند شرایط اقتصادی بد است و با احتمال بیشتری اطلاعات بد را دریافت می‌کنند، به همین خاطر از مشارکت در بازار *IPO* خودداری می‌کنند [۴].

عرضه: اعلام آمادگی برای فروش اوراق بهادار از طرف شرکت‌ها و اورگان‌های داخل بازار تقاضا: اعلام آمادگی خرید اوراق بهادار از طرف سرمایه‌گذار [۱۹].

شرایط اقتصادی بازار: وضعیتی است که تعیین کننده خرید یا عدم خرید سرمایه‌گذاران است و با توجه به این شرایط اطلاعاتی توسط سرمایه‌گذاران دریافت می‌شود.

کیفیت شرکت: در واقع کیفیت محصولی است که شرکت‌ها با تکیه بر آن وارد بازار می‌شوند و عاملی تأثیرگذار بر بازدهی سود، برای شرکت می‌باشد [۴].

نظریه بازی‌ها: طبق تعریف میرسون، مطالعه مدل‌های ریاضی تعارض و همکاری بین تصمیم‌گیرندگان عاقل و هوشمند است. نظریه بازی‌ها از تکنیک‌های ریاضی به منظور تجزیه و تحلیل مواردی که دو فرد یا بیشتر ملزم به تصمیم‌گیری در شرایطی هستند که تصمیم هر یک از طرفین بر پیامد طرف دیگر تأثیرگذار است، استفاده می‌نماید [۲۰].

استراتژی انتظار: استراتژی از بازی است که شرکت‌ها با بهره‌گیری از آن در پی به دست آوردن اطلاعاتی درباره وضعیت اقتصادی بازار هستند و این کار از طریق تأخیر در عرضه سهام صورت می‌گیرد [۴].

فصل ۲

مطالعه ادبیات پایه

۱.۲ مقدمه

اصطلاح عرضه عمومی اولیه که رواج آن به بازارهای پررونق ۱۹۹۰ برمیگردد، به این معناست که یک شرکت برای اولین بار در طول دوران فعالیت خود، اقدام به عرضه سهام به عموم می‌نماید. عرضه عمومی سهام، مزایای متعددی را برای ناشران آن به ارمغان می‌آورد که مهمترین آن، دستیابی به سرمایه مورد نیاز برای رشد و گسترش فعالیت‌های شرکت است.

معمولاً وجوه جمع‌آوری شده در عرضه‌های عمومی به دلیل گستره وسیع آن، به مراتب بیشتر از سایر روش‌ها از جمله تأمین مالی خصوصی، استفاده از وام‌ها و ادغام و تملک است. عرضه عمومی اوراق بهادار به شرکت فرصت جذب سرمایه به منظور توسعه سازمانی و بنیادی از جمله مدرن سازی تجهیزات تولید، اجرا پروژه‌های سرمایه بر و نیز گسترش مالکیت و دارایی‌ها^۱ را ارائه می‌کند. روشن است که منابع موجود تأمین مالی از جمله سودهای انباشته، حقوق صاحبان سهام سرمایه خصوصی برای اجرای برنامه‌های توسعه که اغلب منابع عظیمی را طلب می‌کنند، کفایت نمی‌کند. علاوه بر این، تأمین مالی از طریق بدهی نیز برای چنین برنامه‌هایی مناسب به نظر نمی‌رسند.

در چنین شرایطی عرضه عمومی اولیه یکی از واقع بینانه ترین و آسانترین روش‌های توسعه پایدار فعالیت شرکت است. زیرا شرکت را قادر می‌سازد که منابع حاصل از عرضه را به صورت سریع و کارآمد در فعالیت‌های جدید سرمایه‌گذاری کند. همچنین امکان دسترسی به گروه بسیار بزرگ سرمایه‌گذاران را فراهم نموده و اعتبار سرمایه‌گذاری و کسب و کار را افزایش می‌دهد [۱۷].

^۱Acquisitive Expansion

۲.۲ ادبیات پایه‌ای

IPO فرصتی مناسب برای شرکت‌هاست که به منظور تأمین سرمایه مورد نیاز برای پروژه‌های که پیش رو دارند، اقدام به فروش سهام به صورت عمومی نمایند و با واگذار نمودن درصدی از سهام خود، نیاز مالی شرکت را برطرف کنند. سرمایه‌گذاران زیادی نیز با هدف مشارکت در بازار بورس و بهره‌مندی از مزایای آن در بازارهای *IPO* مشارکت کرده و در صورت مساعد بودن شرایط اقتصادی با خرید سهام باعث بازده غیرعادی سهام جدید می‌شوند. ریلی و هاتفیلد^۱ (۱۹۶۹)، استول و کورلی^۲ (۱۹۷۰) اولین کسانی بودند که در این زمینه تحقیقات خود را آغاز کردند و بعد از آنها لوجو، جانسون و میلر^۳ (۱۹۷۰) تحقیقات قبلی را بسط داده و مطالعاتی انجام دادند [۱۸].

از جمله ویژگی‌های بازارهای *IPO* که همواره مورد بحث و بررسی قرار گرفته می‌توان به وجود عدم تقارن اطلاعاتی بین عرضه‌کنندگان سهام جدید و سرمایه‌گذاران، کمتر قیمت‌گذاری سهام عرضه شده و بکارگیری استراتژی انتظار اشاره کرد.

چمانور^۴ (۱۹۹۳) در تحقیقات خود عنوان می‌کند که سرمایه‌گذاران در رابطه با شرکت وارد شده به بازار و کیفیت محصولات آن اطلاعات خصوصی دارند و براساس سیگنالی که در مورد شرایط بازار به محض ورود دریافت می‌کنند اقدام به خرید می‌نمایند [۲].

پاگانو، پانتا و زینگالس^۵ (۱۹۹۸) به بررسی کمتر قیمت‌گذاری *IPO* پرداخته و بیان می‌کنند که شرکت‌ها با ارائه سهام خود در بازار، قیمت اولیه سهام خود را کمتر از ارزش واقعی آن اعلام می‌کنند که یکی از دلایل آن را جذب سرمایه‌گذار و عرضه عمومی برای اولین بار می‌دانند [۱۲].

پاستور و ورونسی^۶ (۲۰۰۵) با مطالعات خود و بررسی‌های آماری به این نتیجه رسیده‌اند که تعداد شرکت‌هایی که در هر مرحله عمومی می‌شوند با توجه به تغییراتی که در شرایط اقتصادی بازار رخ می‌دهد تغییر می‌کند [۱۳].

^۱ Reilly and Hotfield

^۲ Stoll and Curley

^۳ Logue, Johnson and Miller

^۴ Chemmanur

^۵ Pagano, Panetta, Zingales

^۶ Pastor, Veronesi

وقتی یک شرکت خصوصی با موفقیت و یا عدم موفقیت عمومی می‌شود، رقبای دیگر در بازار اطلاعات مفیدی را در رابطه با شرایط بازار به دست می‌آورند. پیامد حاصل از این واقعه به آن‌ها کمک می‌کند که اطلاعات خصوصی را برای خود جمع‌آوری کنند. دلیل این امر تحمیل هزینه‌های بالای ناشی از شکست *IPO* برای شرکت‌ها و یا مشارکت در *IPO* های بیشتر در صورت موفقیت آن است. یافته‌های لووری و اسچووت^۱ (۲۰۰۲) نیز این مطلب را تایید می‌کند [۱۱].

۱.۲.۲ *IPO* و استراتژی انتظار

بعضی از شرکت‌ها با به تأخیر انداختن عرضه خود، اطلاعات مفیدی در مورد صحت شرایط اقتصادی به دست می‌آورند. ارزش این اطلاعات از این جهت است که در مدت کاهش رونق اقتصادی *IPO* هزینه‌بر و ریسک پذیر است. از دیدگاه لووری^۲ (۲۰۰۳)، ایوانو و لویز^۳ (۲۰۰۸) تعداد کم *IPO* در مدت کاهش رشد اقتصادی نشان دهنده حضور خطرات واقعی و یا درک شرایط شکست *IPO* است چرا که در این شرایط، شرکت‌ها با صرف هزینه‌های بالا برای عرضه در مقابل به دست آوردن درآمد کم، از فروش درصد بالایی از سهام مواجه هستند. بنابراین موفقیت یک *IPO* تنها به کیفیت شرکت بستگی ندارد و رابطه مستقیمی با شرایط اقتصادی بازار دارد [۱۰].

مزیت اطلاعات حاصل از انتشار تأخیری باعث می‌شود که شرکت‌های خصوصی از استراتژی انتظار استفاده کنند و همواره در پی این باشند که دیگری اول عمل کند و اطلاعات ارزشمندی را در اختیار دیگران قرار دهد. در عمل، انتظار در بازار از طریق صرف هزینه‌های بالا صورت می‌گیرد که این ویژگی را همه شرکت‌های وارد شده به بازار ندارند. هندریک و کوونوک^۴ (۱۹۸۹) و گانی^۵ (۲۰۰۸) از جمله کسانی هستند که در مدل‌های خود از این استراتژی بهره جسته‌اند [۶، ۷].

کاربرد استراتژی انتظار در این پژوهش این است که نشان دهد، اولین *IPO* ها همواره از بهترین کیفیت نیستند. این بدان معناست که، شرکت‌هایی با کیفیت بالاتر همیشه شروع کننده چرخه *IPO* نمی‌باشند.

^۱Lowry, Schwert

^۲Lowry

^۳Ivanov, Lewis

^۴Hendricks, Kovenock

^۵Gunay