



112211



مؤسسه عالی آموزش و پرورش مدیریت و برنامه ریزی

پایان نامه تحصیلی  
برای دریافت درجه کارشناسی ارشد  
رشته مدیریت بازرگانی

**عنوان:**

**بررسی تجربی ارزان قیمت گذاری و**

**بازده بلندمدت عرضه عمومی اولیه سهام**

**استاد راهنما**

**دکتر ابراهیم عباسی**

**استاد داور**

**دکتر علیرضا علوی تبار**

**استاد مشاور**

**دکتر ناصر بامداد**

**نگارش**

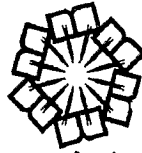
**مهدی بلاورد**

۱ - ۱۶۱ / ۱۳۸۸

**مرداد ماه ۱۳۸۷**

انجمن اطلاعات و مرکز علمی بزرگ  
تهران

۱۱۵۶۷۱



مؤسسه عالی آموزش و پژوهش مدیریت و برنامه‌ریزی

**بسمه تعالی**

## **ارزشیابی پایان‌نامه تحصیلی**

دفاع نهایی پایان‌نامه آقای مهدی بالاورد، دانشجوی  
کارشناسی ارشد مدیریت بازرگانی با عنوان:

**بررسی تجربی ارزان قیمت‌گذاری و بازده بلندمدت**

**عرضه عمومی اولیه سهام**

با نمره ۱۹/۳۳ و درجه عالی در تاریخ ۱۳۸۷/۵/۲۹ مورد  
تصویب قرار گرفت.

**امضای هیأت داوران:**

- ۱- استاد راهنما: دکتر ابراهیم عباسی
- ۲- استاد مشاور: دکتر ناصر بامداد
- ۳- استاد داور: دکتر علی‌رضا علوی‌تبار

## اظہاریہ

پژوهشی کہ فرا روی شماسٲ حاصل بیش از ۱۴ ماہ تلاش پیگیر نگارندہ می‌باشد کہ بہ لطف پروردگار و با کمک اساتید محترم راہنما و مشاور بہ سرانجام رسیدہ است. جہت استواری روح علمی و اخلاق پژوہشی، اذعان می‌دارد کہ در این پایان‌نامہ بہ غیر از مطالب مورد استفادہ کہ در منابع و مأخذ بہ آنها اشارہ شدہ است، از هیچ متبعی رونویسی یا کپی برداری صورت نگرفتہ است.

مہدی بالاورد

**تقدیم به آنکه**

**آفتاب مهرش در آستانه قلبم**

**همچنان یا برجاست**

**و هرگز غروب نخواهد کرد**

### تقدیر و تشکر:

سپاس بیکران خداوند منان را که نعمت بندگی درگاه خویش را بر بندگان اتراتی داشت. برخود واجب می‌دانم تا از تمام کسانی که در امر تحصیل علم مرا یاری داده‌اند سپاسگذاری کنم. یقیناً اجر و پاداش هموارکنندگان دانش اندوزی در نزد پروردگار، بزرگ و قطعی خواهد بود. از استاتید گرانقدر آقایان دکتر ابراهیم عباسی، استاد محترم راهنما و نیز دکتر ناصر بامداد به خاطر راهنمایی‌ها و ارشادات ارزشمندشان کمال تشکر و قدردانی را دارم. همچنین از جناب آقای دکتر علیرضا علوی تبار که داوری این پایان نامه را پذیرفتند کمال تشکر را دارم.

## چکیده

### بررسی تجربی ارزان قیمت‌گذاری و بازده بلندمدت عرضه عمومی اولیه سهام

مهدی بالاورد

اولین انتشار عمومی سهام توسط یک شرکت، عرضه عمومی اولیه<sup>۱</sup> نامیده می‌شود. در رابطه با این سهام پدیده قیمت‌گذاری کمتر از ارزش واقعی آن (ارزان قیمت‌گذاری) در تحقیقات مختلف مشاهده شده است. هدف از این پژوهش آزمون ارزان قیمت‌گذاری عرضه عمومی اولیه، شناخت عوامل مؤثر بر آن و عملکرد بازده‌های بلندمدت آن است. این پژوهش ۷۸ مورد IPO عرضه شده در بورس اوراق بهادار تهران را طی دوره ۸۲-۱۳۷۸ مورد بررسی قرار می‌دهد. نتایج حاصل از بازده‌های تعدیل شده با شاخص بازار در کوتاه-مدت با استفاده از آزمون t تک نمونه‌ای نشان داد که پدیده ارزان قیمت‌گذاری IPO در بورس تهران وجود دارد. همچنین عملکرد بازده‌های بلندمدت IPO بالاتر از شاخص کل بازار است. تأثیر چهار عامل انحراف معیار بازده‌های هفتگی طی ۲ ماه بعد از IPO، تعداد IPO عرضه شده قبل از عرضه‌های جدید، نرخ بازده شاخص کل بازار در دوره کوتاه‌مدت قبل از IPO و حجم سهام عرضه شده بر ارزان قیمت‌گذاری IPO بررسی شد. نتایج نشان داد که انحراف معیار بازده‌های هفتگی، تعداد IPO عرضه شده و بازده بازار در دوره قبل از IPO بر ارزان قیمت‌گذاری IPO تأثیر معنی‌داری دارد اما حجم سهام عرضه شده تأثیر معنی‌داری ندارد.

---

<sup>۱</sup> - Initial Public Offering (IPO)

## فهرست مطالب

<u>صفحه</u>	<u>عنوان</u>
	<b>فصل اول کلیات پژوهش</b>
۱	۱- بیان مسئله پژوهش
۳	۲- اهمیت و ضرورت پژوهش
۵	۳- اهداف پژوهش
۵	۴- پیشینه پژوهش
۶	۴-۱- فرضیه عدم اطمینان آتی
۸	۴-۲- فرضیه علامت‌دهی
۸	۴-۳- فرضیه دوره‌های بازار
۱۰	۵- پرسش‌های پژوهش
۱۱	۶- فرضیات پژوهش
۱۲	۷- متغیرهای پژوهش
	<b>فصل دوم بررسی پیشینه پژوهش</b>
	<b>بخش اول عرضه عمومی اولیه سهام</b>
۱۵	۱- تعریف عرضه عمومی اولیه
۱۷	۲- فرایند عرضه اولیه
۳۰	۲-۱- دوره توقف (حبس)
۳۱	۲-۲- پاس‌کاری
۳۲	۳- روش‌های عرضه سهام
۳۳	۳-۱- فرآیند ثبت دفتری
۳۵	۳-۲- فرآیند حراج همزمان عرضه عمومی اولیه
۳۸	۳-۳- کشف قیمت در عرضه‌های اولیه
۳۹	۳-۴- تمایلات جهانی در روش‌های عرضه عمومی اولیه
	<b>بخش دوم نظریات و فرضیات مطرح شده در رابطه با عرضه عمومی اولیه سهام</b>
۴۶	۱- تئوری‌های مطرح شده در زمینه عرضه عمومی اولیه سهام



صفحه	عنوان
۴۶	۱-۱- تئوری‌های دوره عمر
۴۸	۱-۲- تئوری‌های تعیین زمان مناسب برای انجام معامله
۴۸	۲- تئوری‌های توضیح‌دهنده ارزان قیمت‌گذاری
۴۸	۱-۲- فرضیه ناموزونی اطلاعات
۵۰	۲-۲- فرضیه عدم اطمینان آتی
۵۴	۳-۲- فرضیه علامت‌دهی
۵۷	۴-۲- فرضیه دوره‌های بازار
۵۹	۵-۲- فرضیه اجتناب از دعاوی قانونی
۶۱	۶-۲- فرضیه ریسک‌گریزی تضمین‌کننده فروش اوراق بهادار
۶۲	۷-۲- فرضیه قدرت انحصاری
۶۳	۸-۲- فرضیه شهرت (اعتبار) موسسات تأمین سرمایه
۶۴	۹-۲- فرضیه بازخورد قیمت سهام
۶۵	۱۰-۲- فرضیه باند بازی
۶۵	۱۱-۲- فرضیه پراکندگی مالکان
۶۶	۳- تئوری‌های توضیح‌دهنده بازده بلندمدت پایین
۶۷	۴- تئوری‌هایی که سعی در توضیح توأم هر دو پدیده دارند
۶۷	۱-۴- فرضیه حباب سفته بازی
۶۸	۲-۴- فرضیه گرایش‌ات و علائق زودگذر
۶۹	۳-۴- فرضیه عکس‌العمل بیش از اندازه سرمایه‌گذاران
۷۲	۴-۴- فرضیه اختلاف عقاید
	بخش سوم پیشینه پژوهش
۷۲	۱- پیشینه پژوهش
۷۲	۱-۱- پژوهش‌های داخلی
۷۳	۲-۱- پژوهش‌های خارجی

<u>صفحه</u>	<u>عنوان</u>
	<b>فصل سوم روش پژوهش</b>
۱۱۴	۱- روش اجرای پژوهش
۱۱۴	۱-۱- جامعه آماری
۱۱۴	۱-۲- گروه و نمونه و روش محاسبه حجم
۱۱۵	۱-۳- ابزار گردآوری داده‌ها
۱۱۶	۱-۴- شواهد مربوط به اعتبار و روایی ابزار پژوهش
۱۱۶	۲- طرح پژوهش و روش‌های تجزیه و تحلیل داده‌ها
	<b>فصل چهارم یافته‌های پژوهش</b>
۱۲۱	۱- آمار توصیفی
۱۲۱	۱-۱- آمار توصیفی متغیرهای به کار رفته در آزمون فرضیه ۱
۱۲۲	۱-۲- آمار توصیفی متغیرهای به کار رفته در آزمون فرضیه فرعی ۱
۱۲۳	۱-۳- آمار توصیفی متغیرهای به کار رفته در آزمون فرضیه فرعی ۲
۱۲۴	۱-۴- آمار توصیفی متغیرهای به کار رفته در آزمون فرضیه فرعی ۳
۱۲۵	۱-۵- آمار توصیفی متغیرهای به کار رفته در آزمون فرضیه فرعی ۴
۱۲۶	۱-۶- آمار توصیفی متغیرهای به کار رفته در آزمون فرضیه ۲
۱۲۶	۲- آزمون فرضیات
۱۲۶	۲-۱- آزمون فرضیه ۱
۱۳۵	۲-۲- آزمون فرضیات فرعی، آزمون‌های رگرسیون آزمون فرضیه‌ها به صورت مجزا
۱۵۱	۲-۳- آزمون فرضیه‌ها به همراه یکدیگر
۱۵۵	۲-۴- آزمون فرضیه ۲
	<b>فصل پنجم نتیجه‌گیری (بحث و تفسیر)</b>
۱۶۶	۱- نتایج حاصل از آزمون فرضیات

<u>صفحه</u>	<u>عنوان</u>
۱۷۶	۲- مقایسه نتایج
۱۸۰	۳- محدودیت‌های تحقیق
۱۸۰	۴- پیشنهادات
۱۸۲	۵- موضوعات پیشنهادی برای تحقیقات آتی
۱۸۴	۶- منابع

<u>صفحه</u>	<u>عنوان</u>
۱۶۲	نمودار ۴-۱- میانگین بازده بلندمدت سهام جدید
۱۶۳	نمودار ۴-۲- بازده بلندمدت کل بازار
۱۶۴	نمودار ۴-۳- بازده بلندمدت تعدیل شده با بازار سهام جدید
۱۶۵	نمودار ۴-۴- عملکرد تجمعی تعدیل شده با بازار سهام جدید

# فصل اول:

## کلیات پژوهش

## ۱- بیان مسئله پژوهش

اولین انتشار عمومی سهام توسط یک شرکت، عرضه عمومی اولیه<sup>۱</sup> نامیده می‌شود. سالانه تعداد زیادی از شرکت‌ها برای اولین بار وارد بازار سرمایه و یا بورس اوراق بهادار می‌شوند. معمولاً این شرکت‌ها آنقدر سریع رشد می‌کنند که منابع مالی رایج همچون وام بانکی و منابع اعتباری مشابه آن برای تامین مالی توسعه این شرکت‌ها کافی نیست و لازم است بخشی از نیازهای مالی خود را با افزایش سرمایه تامین کنند. بنابراین برای چنین شرکت‌هایی مهم است که قیمت سهام آنها نشان‌دهنده ارزش واقعی دارایی‌ها و فرصت‌های سرمایه‌گذاری شرکت باشد. این مسأله به خصوص در زمان عرضه عمومی اولیه سهام شرکت‌ها در بورس اهمیت زیادی پیدا می‌کند. (عباسی، ۱۳۸۳، ۳ و دموری، ۱۳۸۱، ۷)

این موضوع در حالی است که مطالعات و تحقیقات انجام شده توسط بسیاری از محققان در سراسر دنیا در زمینه عرضه اولیه اوراق بهادار نشان می‌دهد که قیمت تعیین شده برای سهام و اوراق بهادار شرکت‌ها در اولین عرضه آن در بازار دارای مطلوبیت لازم نبوده و باعث می‌شود که سرمایه‌گذاران بتوانند با خرید سهام این شرکت‌ها در کوتاه‌مدت سود خود را افزایش داده و از بازده غیر عادی بهره‌مند شوند. مشخص است که این موضوع جدا از مخدوش کردن عملکرد بازار و مفهوم کارایی آن، دارای ضرر و زیان زیادی برای شرکت‌های منتشرکننده سهام خواهد بود. همچنین نتایج پژوهش‌ها نشان می‌دهد که با افزایش بازده حاصل از خرید و فروش سهام شرکت تازه وارد در کوتاه‌مدت، بازده

---

<sup>۱</sup> - Initial Public Offering (IPO)

بلندمدت<sup>۲</sup> اینگونه شرکت‌ها کمتر از بازده بلندمدت بازار خواهد گردید که از آن تحت عنوان معمای عملکرد سهام<sup>۳</sup> جدید یاد می‌شود. (ظریف فرد، ۱۳۸۳، ۴-۲)

بظور کلی در زمینه عرضه اولیه اوراق بهادار مطالعات و تحقیقات متعددی در سطح جهان صورت گرفته است. شواهد و نتایج حاصل از این پژوهش‌ها حاکی از وجود دو پدیده غیرعادی در زمینه سهام جدید تازه پذیرفته شده در بازار بورس می‌باشد. این دو پدیده عبارتند از:

۱- عرضه اولیه زیر قیمت (ارزان قیمت‌گذاری)<sup>۴</sup> سهام شرکت‌های تازه وارد که باعث می‌شود بازده کوتاه‌مدت این شرکت‌ها بیشتر از بازده کوتاه‌مدت بازار طی دوره مشابه گردد.

۲- بازده بلندمدت (عملکرد بلندمدت) شرکت‌های تازه وارد نسبت به بازده بلندمدت سهام شرکت‌های مشابه در بازار کمتر است.<sup>۵</sup>

در این پژوهش سعی خواهد شد این موضوع در بازار اوراق بهادار کشورمان مورد بررسی قرار گیرد و وجود پدیده ارزان قیمت‌گذاری و بازده بلندمدت سهام آن شرکت‌هایی که برای اولین بار در بین سالهای ۱۳۷۸ تا ۱۳۸۲ در بورس اوراق بهادار پذیرفته شده و عرضه عمومی گردیده‌اند، مورد مطالعه قرار گیرد. همچنین در این پژوهش سعی داریم تا در صورت اثبات وجود پدیده ارزان قیمت‌گذاری برخی دلایل موثر در ایجاد آنرا بررسی کنیم و در این راه به طور مشخص از فرضیه‌های عدم اطمینان آتی<sup>۶</sup>، سیکل بازار<sup>۷</sup> و علامت‌دهی<sup>۸</sup> استفاده خواهد شد.

<sup>۲</sup> - Long - Term Performance

<sup>۳</sup> - Long - Run Performance Puzzle

<sup>۴</sup> - Under Pricing

<sup>۵</sup> - Long - Run Underperformance

<sup>۶</sup> - Ex-ante Risk Hypothesis

<sup>۷</sup> - Market Cyclical Hypothesis

<sup>۸</sup> - Signaling Hypothesis

لازم به توضیح است که در ایران عرضه اولیه اوراق بهادار با مفهوم رایج در کشورهای دیگر نداریم، زیرا در کشورهای دیگر منظور از عرضه اوراق بهادار، سهام جدیدی است که در بازار اولیه عرضه می‌شود. اما در ایران بازار اولیه، کارا و قانونمند نبوده و از نظم و مقررات خاصی پیروی نمی‌کند. به هر حال در ایران بر اساس اصلاحیه قانون تجارت مصوب اسفند ۱۳۴۷، بازار اولیه سهام جدید با اجازه صدور اعلامیه پذیرهنویسی به شرکت‌های سهامی عام ایجاد گردید. در این پژوهش سهام جدید فقط به سهام شرکت‌هایی اطلاق می‌گردد که برای اولین بار در بورس اوراق بهادار تهران پذیرفته شده‌اند و سهام آنها مورد معامله قرار گرفته است و پیش از این، سهام این شرکت‌ها در بورس اوراق بهادار تهران وجود نداشته است.

## ۲- اهمیت و ضرورت پژوهش

بازار سرمایه که نماد اصلی آن بورس اوراق بهادار می‌باشد، رکن اساسی در تجهیز و تخصیص بهینه سرمایه و یکی از عوامل اثرگذار بر توسعه اقتصادی می‌باشد. در صورتی که بازار سرمایه کارا باشد قیمت سهام نزدیک به ارزش ذاتی آن تعیین می‌گردد. این امر باعث می‌شود تا تمام افراد از سرمایه‌گذاری‌های خود بر روی سهام شرکت‌ها، متناسب با ریسک مربوط سود ببرند. اگر این وضعیت موجود نباشد افراد در سرمایه‌گذاری بی‌انگیزه خواهند بود و بازار سرمایه نیز نخواهد توانست رسالت اصلی خود را ایفا نماید. شرکت‌ها ممکن است جهت استفاده از منابع تامین مالی تصمیم به ورود به بازار بورس بگیرند. این کار از طریق انتشار سهام و عرضه آن به عموم برای اولین بار، پس از پذیرش در بازار بورس اوراق بهادار صورت خواهد گرفت. بنابراین در مورد این قبیل شرکت‌ها موضوع قیمت‌گذاری اولیه سهام آنان از اهمیت ویژه‌ای برخوردار است. بدلیل اینکه این شرکت‌ها فاقد سابقه



معاملاتی در بورس اوراق بهادار می‌باشند لذا ممکن است ارزشی که برای این سهام از سوی بازار تعیین می‌گردد، متفاوت‌تر از ارزش ذاتی و ناعادلانه باشد. در واقع قیمت‌گذاری سهام شرکت‌هایی که برای اولین بار وارد بورس می‌گردند باید به طور صحیح و نزدیک به ارزش ذاتی آنها صورت بگیرد. تنها در این صورت است که سرمایه‌گذاری بر روی سهام این شرکت‌ها دارای بازدهی معقول و متناسب با ریسک خواهد بود. این موضوع باعث می‌شود تا انگیزه سرمایه‌گذاری در افراد و به طور کلی سرمایه‌گذاران، بر روی سهام این شرکت‌ها بوجود آید و شرکت‌های مذکور بتوانند سرمایه لازم و مورد نیاز خود را بدست آورند (دموری، ۱۳۸۱، ۳).

لازم به توضیح است که اگر قیمت سهام جدید عادلانه تعیین نشود یعنی قیمت متأثر از واقعیات حاکم بر بازار نباشد و متناسب با سودآوری سال‌های آتی همراه با در نظر گرفتن میزان اطمینان نسبت به سودهای فوق نباشد، موجب آن خواهد شد که سرمایه‌گذاران در هدایت سرمایه‌های خود به بازار بورس با ناامیدی برخورد کنند که این امر می‌تواند احتمالاً موجب شکست برنامه‌های خصوصی سازی دولت شود (همانجا، ۳).

بازده سهام شرکت‌هایی که برای اولین بار در بورس اوراق بهادار عرضه عمومی شده‌اند، در بورس‌های مختلف، چه در کشورهای توسعه یافته و چه در کشورهای در حال توسعه، مورد بررسی و پژوهش قرار گرفته است که عمدتاً وجود بازده کوتاه‌مدت غیرعادی مثبت ناشی از ارزان قیمت‌گذاری و بازده غیرعادی بلندمدت کمتر از بازده بازار در این سهام ثابت گردیده است. اهمیت این پژوهش در مقایسه نتایج بدست آمده در خصوص بازده غیرعادی احتمالی شرکت‌های تازه پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران نسبت به یافته‌های حاصل از تحقیقات انجام شده در بورس‌های کشورهای مختلف می‌باشد تا از این منظر با شناخت جزئیات بیشتر در خصوص بازار سرمایه (بورس اوراق بهادار) کشورمان،

زمینه‌های لازم برای رشد و توسعه این بازار، شناخته شده و فراهم گردد. هر قدر شناخت بیشتری از بازار سرمایه و رفتارهای آن در مقایسه با بورس‌های معتبر و کارا کسب گردد، در رشد و توسعه آن بهتر می‌توان عمل نمود.

### ۳- اهداف پژوهش

اهداف این پژوهش عبارتند از:

- ۱- بررسی شواهد مربوط به ارزان قیمت‌گذاری سهام شرکت‌های تازه عرضه شده در بورس اوراق بهادار تهران در طی سالهای ۷۸ تا ۸۲.
- ۲- بررسی شواهد مربوط به بازده بلندمدت پایین سهام شرکت‌های تازه عرضه شده نسبت به بازده شاخص بازار در طی سالهای ۷۸ تا ۸۲.

### ۴- پیشینه پژوهش

شرکت‌هایی که سهام‌شان عرضه عمومی اولیه می‌شوند به دلیل پدیده عدم تقارن اطلاعاتی بین عرضه کنندگان سهام جدید، موسسات تأمین سرمایه و سرمایه‌گذاران بیرونی با مشکلات زیادی مواجه می‌شوند. همچنین شواهد حاکی از این است که پدیده‌های غیرعادی چون ارزان قیمت‌گذاری و عملکرد بلندمدت پایین در سهام جدید وجود دارد. تئوری‌های گوناگونی که روی ابعاد مختلف روابط بین سرمایه‌گذاران، انتشار دهندگان سهام جدید و موسسات تأمین سرمایه تمرکز کرده‌اند دلایلی را برای وجود پدیده‌های غیرعادی در عملکرد کوتاه‌مدت و بلندمدت سهام جدید ارائه کرده‌اند. در ضمن هر چند این تئوری‌های مانع‌الجمع نیستند اما یک تئوری ممکن است برای بعضی از سهام جدید نسبت به سایر سهام جدید مهم‌تر و قابل توجه‌تر باشد. بنابراین در حالی که هیچ مدلی نمی‌تواند تعریف

جامعی از این پدیده‌های غیر عادی تجربی را فراهم آورد، اما مجموعه‌ای از این تئوری‌ها برای خیلی از این الگوهای مشاهده شده در بازده کوتاه‌مدت و بلندمدت سهام جدید جوابگو هستند.

فرضیات مورد بررسی قرار گرفته در این پژوهش عبارتند از:

#### ۴-۱- فرضیه عدم اطمینان آتی

یک علت اساسی مهم که در تحقیقات پیشین برای پدیده ارزان قیمت‌گذاری عنوان شده است فرضیه عدم اطمینان آتی و وجود عدم تقارن اطلاعاتی<sup>۹</sup> است. عدم تقارن اطلاعاتی دلالت بر این دارد که میانگین عرضه زیر قیمت برای سهامی با ابهام قبلی بیشتر در مورد ارزش واقعی شرکت، زیادتر می‌شود. مشهورترین مدل‌های مبتنی بر فرضیه عدم تقارن اطلاعاتی مربوط به بارون<sup>۱۰</sup> (۱۹۸۴) و راک<sup>۱۱</sup> (۱۹۸۶) است. در مدل بارون بین انتشار دهندگان سهام و موسسات تأمین سرمایه و در مدل راک که بر مبنای «مصیبت برندگان»<sup>۱۲</sup> است بین سرمایه‌گذاران مطلع و نامطلع عدم تقارن اطلاعاتی وجود دارد (Baron, 1982, 955).

مدل بارون (۱۹۸۲) فرض می‌کند که موسسات تأمین سرمایه نسبت به انتشار دهندگان سهام، اطلاعات بیشتری درباره تقاضای سرمایه‌گذاران دارند. علاوه بر این شهرت و اعتبار موسسات تأمین سرمایه ممکن است به تأیید کیفیت سهام و ایجاد تقاضا برای سهام کمک کند. وقتی انتشار دهنده سهام درباره قیمت تعادلی اوراق بهادارش مطمئن نیست، ممکن است تصمیمات قیمت‌گذاری را به تضمین کنندگان فروش اوراق بهادار که اطلاعات بهتری درباره وضعیت بازارهای سرمایه دارند واگذار کند. در هر صورت انتشار دهنده سهام

<sup>9</sup> - Asymmetric-information

<sup>10</sup> -Baron

<sup>11</sup> -Rock

<sup>12</sup> -Winner's Curse

مجبور است در مقابل استفاده از اطلاعات موسسه تأمین سرمایه به او اجازه دهد که نسبت به قیمت مورد انتظار در بازار ثانویه تخفیفی قائل شود. بارون نشان می‌دهد که افزایش این تخفیف تابعی از افزایش عدم اطمینان انتشار دهنده سهام نسبت به تقاضای بازار است (Baron, 1982, 955).

راک فرض می‌کند که دو گروه سرمایه‌گذار بالقوه در بازار وجود دارد:

الف) سرمایه‌گذاران مطلع که با استفاده از اطلاعات سرمایه‌گذاری می‌کنند و فقط برای سهام جدید پذیرهنویسی می‌کنند که انتظار دارند قیمت بازار ثانویه آن بیشتر از قیمت عرضه اولیه آن باشد.

ب) سرمایه‌گذاران نامطلع که برای هر سهم جدیدی بدون استثناء پذیرهنویسی می‌کنند. از آنجا که همواره نوعی بی‌ثباتی (عدم اطمینان) بر قیمت‌های بازار سهام جدید حاکم است، اگر انتشاردهندگان و موسسات تأمین سرمایه سعی کنند که اوراق بهادار را در قیمت‌های تهاتری مورد انتظار بازار عرضه کنند، سرمایه‌گذاران ناآگاه به طور نامتناسبی مقدار زیادی سهام گران خریداری می‌کنند و در این فرآیند زیان می‌بینند. این موضوع به مصیبت برندگان یا مدل مصیبت برندگان راک اشاره دارد. بنابراین موسسات تأمین سرمایه به منظور نگه داشتن سرمایه‌گذاران ناآگاه در بازار سهام جدید مجبورند برای سهام جدید نسبت به قیمت‌های مورد انتظار بازار ثانویه آن تخفیف قائل شوند (Tinic, 1988, 793).

هر چه بازار نسبت به ارزش بازار شرکت منتشرکننده سهام دارای ابهام و عدم اطمینان آتی بیشتری باشد، میزان تخفیفی که شرکت باید قائل شود تا سرمایه‌گذاران نامطلع قیمت پیشنهادی خرید ارائه دهد بیشتر می‌شود. در رویه به کار گرفته شده درابتز و همکاران<sup>۱۳</sup>، تغییر پذیری بالاتر بازده‌ها به عنوان شاخصی برای نامتقارن بودن اطلاعات در نظر گرفته شد. در واقع آنها اینگونه فرض کردند که عدم اطمینان آتی بالاتر و نامتقارن بودن

<sup>13</sup> - Drobetz, et al