



انخفاض أسعار الطرح العام الأولي وحوكمة الشركات أدلة مقدمة من بعض الأسواق الناشئة

إعداد

بوسي "أحمد جمال الدين" فتحي

مدرس المساعد بقسم الاقتصاد بكلية التجارة - شعبة إنجليزية
جامعة بنها

رسالة مقدمة إلى كلية الاقتصاد والعلوم السياسية
كجزء من متطلبات الحصول على درجة دكتوراه الفلسفة في الاقتصاد

تحت إشراف

أ.م.د. أميرة عقل أحمد

أ.د. نجوى عبد الله سمك

أستاذ الاقتصاد المساعد ورئيس قسم
الاقتصاد
كلية التجارة، جامعة بنها

أستاذ الاقتصاد ووكيل الكلية للدراسات العليا
كلية الاقتصاد والعلوم السياسية
جامعة القاهرة

جامعة القاهرة
(2022)

ملخص الرسالة

الاسم: بوسي "أحمد جمال الدين" فتحي أحمد.

الجنسية: مصرية.

تاريخ الميلاد: 19-6-1986.

الدرجة: دكتوراه.

التقدير: جيد جداً

التخصص: اقتصاد.

المشرف: أ.د. نجوى عبد الله سمك - الاستاذ ووكيل الكلية للدراسات العليا - كلية الاقتصاد

والعلوم السياسية-جامعة القاهرة.

أ.د. أميرة عقل أحمد - الاستاذ المساعد ورئيس قسم الاقتصاد - كلية التجارة - جامعة

بنها.

عنوان الرسالة: انخفاض أسعار الطرح العام الأولي وحوكمة الشركات: أدلة مقدمة من بعض

الأسواق الناشئة.

يعتبر تحقيق الطروحات الأولية العامة لعوائد أولية كبيرة في اليوم الأول للتداول مقارنة ببقية السوق ظاهرة موثقة بأدبيات التمويل. بلغ إجمالي الأموال المتروكة على الطاولة باليوم الأول حوالي 172.08 مليار دولار أمريكي خلال الفترة 1980-2019. ويُعد دراسة المتغيرات المفسرة لهذه الظاهرة هاماً لما لها من انعكاسات بالنسبة للشركات المصدرة، والمستثمرين، وصانعي السياسات. ويمكن تفسير هذه الظاهرة نظرياً بفرضيات عدم تماثل المعلومات، والعوامل المؤسسية، واعتبارات التحكم والملكية، والنماذج السلوكية. وتنقسم المتغيرات التفسيرية - وفقاً للأدبيات- إلى متغيرات خاصة بالجهة المصدرة (تشمل متغيرات الحوكمة الداخلية ومنها حجم مجلس الإدارة واستقلاليته ودرجة تركيز الملكية)، ومحددات تتعلق بالإصدار نفسه (مثل سمعة سماسرة الاكتتاب)، ومتغيرات أسواق الأسهم (العائد التراكمي للسوق كمتغير تقريبي لمعنويات المستثمرين)، والعوامل المؤسسية (كالتحكم بالفساد). وتستطيع الحوكمة الداخلية الفعالة علاج مشاكل الوكيل-الأصيل مما يبعث برسائل إيجابية بخصوص جودة الجهة المصدرة للأطراف الخارجية، ويقلل من ظاهرة التسعير المنخفض للطروحات الأولية العامة. ومن المتوقع أن يساهم سماسرة الاكتتاب المرموقون في الحد من ظاهرة التسعير المنخفض للطروحات الأولية العامة، لأن مساهمتهم في الاكتتاب بمثابة شهادة جودة للجهة المصدرة. وقد أهملت الأدبيات -إلى حد كبير- دور العوامل المؤسسية في تفسير الظاهرة محل الدراسة. وتؤثر الجودة المؤسسية (أي متغيرات الحوكمة الخارجية) في الحد من ظاهرة التسعير المنخفض للطروحات الأولية العامة. وهكذا، تختبر الدراسة فرضية مفادها أنه يمكن للمتغيرات الخاصة بجهة الإصدار والعوامل المتعلقة بالإصدار نفسه ومتغيرات أسواق المال والعوامل المؤسسية أن تساهم في تفسير تباين معدلات التسعير المنخفض في عينة بيانات مقطع عرضي يتكون من 710 طرح أولي عام تم إصداره خلال الفترة 2013-2017 بسبعة أسواق ناشئة (الصين، ومصر، والهند، وإندونيسيا، وماليزيا، وتايلاند وتركيا). وقامت الدراسة بتطبيق طريقتي المربعات الصغرى العادية والانحدار التقسيمي على البيانات المشار إليها لاختبار قدرة نظريات عدم تماثل المعلومات، والنماذج السلوكية والتفسيرات المؤسسية في تفسير الظاهرة محل الدراسة بالعينة.

تتقسم الدراسة إلى أربعة فصول. يتناول الفصل الأول النظريات المفسرة لقرار الطرح الأولي العام، والمنافع والتكاليف المرتبطة بتحول الشركة من منشأة خاصة إلى منشأة عامة يتم تداول أسهمها بأسواق المال، مع تسليط الضوء على إجراءات الاكتتاب في الأسواق المختارة. ويعرض الفصل الثاني النظريات المفسرة للتسعير المنخفض للطرح الأولي العام ومراجعة الأدبيات. يناقش الفصل الثالث آليات الحوكمة الداخلية والخارجية للشركات وعلاقتها بالظاهرة محل الدراسة. ويقوم الفصل الرابع بنمذجة العلاقة بين المتغير التابع ومجموعة من المتغيرات التفسيرية، ومناقشة النتائج، واستخلاص المضامين بالنسبة للسياسة الاقتصادية، وعرض القيود والامتدادات البحثية الممكنة.

تتضح أهمية استخدام الانحدار التقسيمي لأن العوائد الأولية لا تتبع التوزيع الطبيعي، ولاختلاف تأثير المتغيرات التفسيرية عليها عبر التقسيمات المختلفة. وتلعب متغيرات الحوكمة الداخلية دورًا طفيفًا في تفسير تباين معدلات العوائد الأولية بعينة الدراسة، بينما تؤثر متغيرات الحوكمة الخارجية معنوياً في تفسير المتغير التابع، مما يدعم دور التفسيرات المؤسسية في الحد من الظاهرة محل الدراسة. ويتعين على صانعي السياسات اتخاذ الإجراءات اللازمة لمكافحة الفساد وتعزيز حماية الملكية الخاصة لخفض تكاليف تحول الشركات المحلية الخاصة إلى عامة يتم تداول أسهمها بأسواق المال. وتؤثر اتجاهات السوق قبل الاكتتاب معنوياً على عوائد اليوم الأول للاكتتابات الأولية العامة. ويمكن للشركات أن تحدد توقيت الإصدار في الفترات الساخنة وليست الباردة. ولم تدعم النتائج فرضية تأثير جهات الاكتتاب المرموقة في الحد من التسعير المنخفض. كما أن فرضية عدم التأكد المسبق بشأن الأسعار صحيحة إلى حد ما في تفسير الظاهرة محل الدراسة.

إشـراف

أ. م. د. أميرة عقل أحمد

أ. د. نجوى عبد الله سمك

أستاذ الاقتصاد المساعد ورئيس قسم
الاقتصاد
كلية التجارة، جامعة بنها

أستاذ الاقتصاد ووكيل الكلية للدراسات العليا
كلية الاقتصاد والعلوم السياسية
جامعة القاهرة

المستخلص

أسم الطالب: بوسي (أحمد جمال الدين) فتحي أحمد

عنوان الرسالة: انخفاض أسعار الطرح العام الأولي وحوكمة الشركات: أدلة مقدمة من بعض الأسواق الناشئة.

الدرجة: دكتوراه

التخصص: اقتصاد

تحقق الطروحات الأولية العامة عائدًا كبيرًا في اليوم الأول للتداول مقارنة ببقية السوق، وهي ظاهرة موثقة في أدبيات التمويل. تقوم الرسالة بتطبيق طريقتي المربعات الصغرى العادية والانحدار التقسيمي على بيانات المقطع العرضي لعينة مكونة من 710 طرح أولى - تم إصدارها خلال الفترة الممتدة من 2013 إلى 2017 - في سبعة من الأسواق الناشئة، بهدف اختبار مدى ملائمة نظريات عدم تماثل المعلومات، والنماذج السلوكية، والتفسيرات المؤسسية لتفسير التباين في التسعير المنخفض للطروحات الأولية العامة. ويمكن تقسيم العوامل المفسرة للتسعير المنخفض لتلك الطروحات إلى متغيرات خاصة بالجهة المصدرة، ومحددات تتعلق بالإصدار نفسه، ومتغيرات أسواق المال، والعوامل المؤسسية بالدولة. ويُعد تحديد العوامل المفسرة لهذه الظاهرة هاماً لما له من مضامين بالنسبة للشركات المصدرة، والمستثمرين، وصانعي السياسات. يختلف معدل التسعير المنخفض بين الدول محل الدراسة، وبلغ في المتوسط حوالي 78% أي نحو 238 مليار دولار أمريكي. وتشير نتائج طريقة المربعات الصغرى أن النموذج يفسر 26% من تباين المتغير التابع. وتتضح أهمية استخدام الانحدار التقسيمي لأن عوائد اليوم الأول لتلك الطروحات لا تتبع التوزيع الطبيعي، ولاختلاف تأثير المتغيرات التفسيرية على المتغير التابع عبر التقسيمات المختلفة. وأكدت النتائج أهمية العوامل المؤسسية (مثل مكافحة الفساد وحماية الملكية الخاصة) في تفسير تباين المتغير التابع، بما يؤكد فرضية التفسيرات المؤسسية. تؤثر اتجاهات سوق الأسهم (العائد التراكمي للسوق لثلاثة أشهر قبل الاكتتاب) معنوياً على المتغير التابع، مما يؤكد فرضية معنويات المستثمرين ونجاح النماذج السلوكية في تفسير التسعير المنخفض لتلك الطروحات. ولم تدعم النتائج فرضية تأثير جهات الاكتتاب المرموقة على تقليل التسعير المنخفض لتلك الطروحات. كما أن فرضية عدم التأكد المسبق بشأن الأسعار صحيحة إلى حد ما في تفسير الظاهرة محل الدراسة.

الكلمات الدالة: الطرح العام، انخفاض الأسعار، حوكمة الشركات، عدم تماثل المعلومات، الأسواق الناشئة.

إشـراف

أ.م.د. أميرة عقل أحمد

أ.د. نجوى عبد الله سمك

أستاذ الاقتصاد المساعد ورئيس قسم
الاقتصاد
كلية التجارة، جامعة بنها

أستاذ الاقتصاد ووكيل الكلية للدارسات العليا
كلية الاقتصاد والعلوم السياسية
جامعة القاهرة