

مجلة المحاسبة والإدارة والتأمين، كلية التجارة، جامعة القاهرة، العدد (٧٩)، لسنة ٢٠١١ م

محددات علاوة الإصدار في الشركات السعودية

الدكتور / محمد بن سلطان القباني السهلي

أستاذ المحاسبة المشارك - جامعة الملك سعود بالرياض

محددات علاوة الإصدار في الشركات السعودية

المستخلص :

تتناول هذه الدراسة محددات علاوة الإصدار في السوق السعودي، حيث يتم دراسة تأثير بعض العوامل على تسعير أسهم الشركات في الطرح الأولي، من خلال دراسة العلاقة بين علاوة الإصدار وكل من : (١) القيمة الدفترية للشركة المصدرة ؛ (٢) ربحية الشركة المصدرة ؛ (٣) نسبة المديونية للشركة المصدرة (الرافعة التمويلية)؛ (٤) تصنيف مكتب المراجعة الخارجي.

وقد أظهرت نتائج الدراسة - على عكس الدراسات السابقة - عدم وجود تأثير للقيمة الدفترية على علاوة الإصدار. أثبتت - كذلك - الدراسة وجود تأثير إيجابي للربحية على علاوة الإصدار في الطروحات الأولية في السوق السعودي؛ وهذه النتيجة متوافقة مع الدراسات السابقة التي أكدت إن تقييم الشركة وتحديد علاوة الإصدار يتأثر بدرجة كبيرة بربحية السهم. أما نسبة المديونية ، فقد خلصت الدراسة إلى عدم تأثيرها على علاوة الإصدار. ويمكن تعليل عدم تأثير القيمة الدفترية والمديونية على قيمة علاوة الإصدار إلى وجود ارتباط بين هذين المتغيرين ومتغير ربحية السهم مما أدى إلى هذه النتيجة. وأخيراً فقد أتضح من الدراسة أن هناك تأثير عكسي للمراجع الخارجي على علاوة الإصدار في السوق السعودي ، وهذا يعنى أن قيمة علاوة

مجلة المحاسبة والإدارة والتأمين، كلية التجارة، جامعة القاهرة، العدد (٧٩)، لسنة ٢٠١١ م
الإصدار تنخفض مع ارتفاع جودة تصنيف مكتب المراجعة الخارجي (إذا كان
المراجع احد شركات المراجعة الاربعة الكبرى).
كلمات الفهرسة: علاوة الاصدار، القيمة الدفترية، الربحية، نسبة المديونية.

Determinants Of IPOs Premium in Saudi Arabia

Mohammed Sultan Alsehali, Ph.D.

Associate Professor of Accounting

King Saud University- Riyadh

Abstract:

This study addresses the determinants of IPO premium in the Saudi market by testing the effect of some factors on the pricing of IPO. Specifically, the study addresses the relationship between the premium and: (1) the book value of the issuing company; (2) profitability of the issuing company; (3) the debt ratio of the issuing company; (4) the external auditor of the issuing company.

The results indicate the absence of any effect of the carrying value of the premium. This result was contrary to the expectations and reverses the results of previous studies in this area. Concerning the relationship of earnings per share, the study finds a positive impact on the IPOs premium in the Saudi market. This result is consistent with previous studies which confirmed that the company's valuation and determine premium significantly affected by the profitability of the firms.

With regard to the impact of the debt ratio, the study finds that IPOs premium is not affected by the debt ratio. There is an adverse effect of the external auditor on the IPOs premium in the Saudi market. This means that the premium value is reduced when the external auditor is one of the Big 4. This finding can be explained by that large audit firms have

مجلة المحاسبة والإدارة والتأمين، كلية التجارة، جامعة القاهرة، العدد (٧٩)، لسنة ٢٠١١م

professional commitments, which make them behave more conservative when the audit the financial statements of the issuing companies.

١ - أهمية وهدف البحث:

يُعد تسعير علاوة الإصدار في السوق السعودي من أكثر المواضيع التي تُناقش في سوق الأسهم السعودي سواء من قبل المتداولين أو من قبل المشرعين. وعلى الرغم من كثرة الدراسات التي تتناول سوق الأسهم السعودي من الناحية المحاسبية أو من الناحية المالية ، إلا أنه لا توجد أية دراسة - حتى الآن - تتناول محددات علاوة الإصدار في السوق السعودي، حيث لا توجد دراسة استهدفت الإجابة على التساؤل التالي: ما هي العوامل المؤثرة على تحديد سعر الأكتتابات -علاوة الإصدار - في السوق السعودي ؟

لذا فإن هذه الدراسة تسعى إلى إجابة هذا السؤال من خلال دراسة العوامل التي تؤثر على تحديد علاوة الإصدار في السعودية. فالدراسة الحالية تهدف إلى المساهمة في إثراء المعرفة العلمية من خلال فهم العلاقة بين القيمة الدفترية ، والربحية ، ونسبة المديونية ، والمراجع الخارجي من جهة ، وتسعير الطرح الأولي لأسهم الشركات السعودية في الاكتتاب العام.

وتهدف هذه الدراسة بشكل خاص إلى دراسة تأثير بعض العوامل على تسعير أسهم الشركات خلال الطرح الأولي ، حيث تتناول الدراسة العلاقة بين علاوة الإصدار وكل من : (١) القيمة الدفترية للشركة المصدرة ؛ (٢) ربحية الشركة المصدرة ؛ (٣) نسبة المديونية للشركة المصدرة ؛ (٤) تصنيف المراجع الخارجي.

مجلة المحاسبة والإدارة والتأمين، كلية التجارة، جامعة القاهرة، العدد (٧٩)، لسنة ٢٠١١ م

وسيتم تقسيم باقي أجزاء هذه الدراسة إلى أقسام رئيسة، هي: الإطار النظري للدراسة، والدراسات السابقة، ثم فرضيات الدراسة، فمنهجية الدراسة، وتأتي بعد ذلك نتائج الدراسة، ثم الخلاصة والتوصيات.

٢ - الإطار النظري للبحث:

التساؤل الذي يطرحه هذا البحث ينصب على تفسير التغيرات في سعر الإصدار عند الطرح الأولى للشركات في السوق السعودي. فسعر الإصدار في السوق السعودي يتكون من جزئين: الأول القيمة الإسمية، والثاني علاوة الإصدار. وحيث أن القيمة الإسمية لجميع الشركات السعودية هي ١٠ ريال للسهم فإن هذا الجزء من سعر الإصدار الأولى لا يتأثر بأي متغيرات مالية أو هيكلية في الشركة. لذا تم استبعاد القيمة الإسمية والتركيز على علاوة الإصدار. وعلاوة الإصدار هي المبلغ الذي تضيفه الشركة على القيمة الإسمية، وبالتالي هي الجزء من سعر الإصدار الذي يختلف من شركة لأخرى ويتأثر بالمتغيرات المالية والهيكلية للشركة.

وبناءً عليه فإن التفاوت في علاوة الإصدار بين الشركات السعودية هي محل اهتمام هذه الدراسة. ويتم قياس العلاوة بالفرق بين سعر الإصدار المعلن عنه في نشرة الاكتتاب الأولى ومبلغ القيمة الإسمية (١٠ ريال) لكل سهم. ومن المفترض أن التفاوت في علاوة الإصدار أسعار الطروحات الأولية للشركات يحكمه عدد من العوامل المالية وغير المالية، وبالتالي فإن هذه الدراسة سوف تحاول التعرف على بعض هذه العوامل في السوق السعودي، وعلى الأخص العوامل المرتبطة بالقوائم المالية.

مجلة المحاسبة والإدارة والتأمين، كلية التجارة، جامعة القاهرة، العدد (٧٩)، لسنة ٢٠١١ م

ونتيجة لعدم تماثل المعلومات بين الشركات المصدرة والمستثمرين، عادة ما تقوم الشركات المصدرة بالاعتماد على بنك من بنوك الاستثمار للمساعدة في تقييم الشركة، وتبدأ عملية تسعير الطرح الأولي في نفس وقت تسجيل الإصدار، فالمرحلة الأولى تتضمن تسليم نشرة الاكتتاب من جانب الشركة والسعر المقترح لهيئة السوق المالية. وتتضمن نشرة الاكتتاب كافة البيانات المالية عن الشركة خلال الخمس سنوات السابقة مع التركيز على أداء الإدارة، وصف الأسواق المستهدفة للشركة، فرص النمو و المنافسين. بعد ذلك يتولى البنك تجميع عروض الأسعار من الشركات الاستثمارية المرخص لها وذلك لتحديد الطلب المبدئي على العرض. ويلاحظ انه قبل الطرح على المستثمرين يتم تحديد مدى لسعر الطرح والذي يتوقع أن يتحدد سعر الطرح خلاله. والخطوة التالية هي ما تسمى بناء الأوامر أو البناء الدفترى Book Building، حيث تتقابل إدارة الشركة المصدرة مع مؤسسات الاستثمار للتفاوض حول السعر، وهذه العملية تتضمن معرفة مستوى الطلب وتعتبر الأساس في تعديل السعر من خلال المؤشرات التي تحصل عليها الشركة من المستثمرين والتي يمكن من خلالها تفهم حاجات وتوقعات المستثمرين المحتملين في السوق.

وطبقا لنظرية الإشارة/المؤشرات Signaling Theory فمن المفترض أن مديري شركات الطرح الأولي سوف يسعون إلى إبراز المعلومات المرغوب فيها ضمن نشرات الاكتتاب وأهمها فرص النمو الحالية والمتوقعة لغرض تحسين قيمة الشركة أمام الأطراف الخارجية ومن ثم زيادة سعر السهم (Certo 2001)، ومن ثم سوف تعتمد هذه الدراسة على نظرية المؤشرات بالإضافة إلى نظرية استغلال الموارد للمنشأة، وهي تلك النظرية التي تقضى بأن الشركة سوف تقوم باستغلال مواردها لكي تميز

مجلة المحاسبة والإدارة والتأمين، كلية التجارة، جامعة القاهرة، العدد (٧٩)، لسنة ٢٠١١م

نفسها عن نظرائها من المنافسين. وتعتبر هذه النظرية مكملة لنظرية المؤشرات (Daily 2005)، حيث تقوم الشركة خلال مرحلة البناء الدفترى بمحاولة إقناع مؤسسات الاستثمار بجدوى الاستثمار فى أسهمها.

وفى سياق تقييم السعر العادل لأسهم الطرح الأولي، فإن النموذج المحاسبي الذي قدمه Feltham and Ohlsen 1995, Ohlsen 1995 قد ملأ الفجوة بين القيمة الحقيقية للمنشأة والمعلومات المالية والمحاسبية التاريخية المتاحة عن هذه المنشأة، وساهم فى تكوين الإطار النظري الملائم لدراسات ملائمة المعلومات المحاسبية للقيمة ، ومن ثم يمكن أن يعتمد على نتائج اختبار النموذج فى الوقوف على تأثير المعلومات المحاسبية على القيمة الحقيقية للسهم (Richardson and Tinaiker, 2004 & Holthausen and Watths, 2001). فالنموذج يقدم تفسيرات ملائمة للزيادة فى القيمة الحقيقية للسهم عن القيمة الدفترية والمتمثلة فى تقييم الأصول غير المعترف بها محاسبيا.

٣ - الدراسات السابقة:

بدء أول ظهور للدراسات المتعلقة بتقييم أسهم الطرح الأولي فى الفكر المحاسبي فى بداية الثمانينات. ومنذ ذلك الحين مرت تلك الدراسات بثلاث مراحل متعاقبة. تشمل المرحلة الأولى الدراسات المبكرة التي نشرت فى فترة الثمانينات وبداية التسعينات حيث تناولت هذه الدراسات تأثير الاحتفاظ بالملكية على أسعار أسهم الطرح الأولي. وكانت دوافع معظم هذه الدراسات اختبار نموذج Leland-Pyle ، والتي يقترح أن

مجلة المحاسبة والإدارة والتأمين، كلية التجارة، جامعة القاهرة، العدد (٧٩)، لسنة ٢٠١١م

احتفاظ الملاك الأساسيين بالملكية في فترة ما بعد الاكتتاب هو إشارة لآفاق المستقبل الجيدة للشركة المصدرة.

أما المرحلة الثانية فتشمل الدراسات القليلة التي ظهرت في أواخر ١٩٩٠، والتي ركزت على أهمية ملاءمة البيانات المحاسبية *The Value Relevance of Accounting Data for IPO* على تقييم الطرح الأولي.

أما المرحلة الثالثة فتشمل الدراسات التي ظهرت في الآونة الأخيرة حيث بدأت الكتابات في استكشاف العوامل المحددة لتقييم شركات الإنترنت، وبالتالي دراسة تقييم الاكتتاب بشكل عام.

ونظراً لتشعب تلك الدراسات وتداخلها، فإن هذه الدراسة سوف تستعرض أهم الدراسات ذات العلاقة، والتي تندرج - في الغالب - ضمن دراسات المرحلة الثانية المذكورة آنفاً.

وبالرغم من وجود عدد كبير من الدراسات التي تناولت مدى ملاءمة المعلومات المحاسبية للشركات التي يتداول أسهمها في السوق إلا أنه يلاحظ أن هناك عدد قليل فقط من الدراسات التي حاولت دراسة مدى ملاءمة المعلومات المحاسبية للشركات التي تقوم بالطرح الأولي. ولعل من أهم أربع دراسات في هذا الخصوص: Klein (1996)؛ Kim and Ritter (1999)؛ Beaty, Riffe, and Thompson (2000)؛ و Purnanandam and Swaminathan (2004).

وفي هذا الصدد، قام Klein (1996) باختبار علاقة سعر السهم (في تاريخ الطرح وكذلك في نهاية اليوم الأول للتداول) مع عدة متغيرات لعينة قدرها ١٩٣ شركة

مجلة المحاسبة والإدارة والتأمين، كلية التجارة، جامعة القاهرة، العدد (٧٩)، لسنة ٢٠١١ م
خلال السنوات ١٩٨٠ - ١٩٩١. وقد خلصت إلى أن سعر السهم يرتبط طرديا مع
ربحية السهم قبل الطرح الأولى، والقيمة الدفترية لحق الملكية للسهم قبل الطرح
الأولى.

أما (Kim and Ritter (1999) فقد قاما باختبار العلاقة بين نسبة السعر إلى الربح
للسهم (P/E) على مستوى الشركة ومتوسط هذه النسبة على مستوى الصناعة التي
تعمل فيها الشركة لعينة قدرها ١٩٠ شركة خلال السنوات ١٩٩٢ - ١٩٩٣. وقد
وجدوا ان هاتين النسبيتين ترتبطان معا طرديا، وإن كان معامل التحديد لنموذج
الانحدار R2 بين هاتين النسبيتين لم يتعدى ٥٪. وقد خلصت الدراسة إلى أن القدرة
التفسيرية للنموذج (معامل التحديد) قد زادت عند إحلال الربح المتوقع للسنة القادمة
محل الربح التاريخي في مقام النسبة، ومن ثم فقد خلصا إلى أن المقارنات بين
الصناعات على أساس معلومات الأرباح التاريخية ليس لها سوى دور محدود في فهم
كيفية تسعير الطرح الأولى للأسهم.

وفيما بعد شكك (Beaty, et al. (2000 في انخفاض ملائمة المعلومات المحاسبية
التاريخية في تسعير الطرح الأولى للأسهم طبقا لدراسة (Kim and Ritter (1999 لان
الكاتبين اعتمدا بصفة أساسية على مضاعفات الصناعة في نموذج الانحدار الخاص
بهم ومن ثم فقد ركز النموذج المستخدم على الاختلافات بين الصناعات في التسعير
ومن ثم لم يركز بصفة أساسية على المعلومات المحاسبية الخاصة بالمنشآت ذاتها
داخل كل صناعة. وباستخدام عينة مكونة من ٢٥٧٧ شركة ذات قيمة موجبة لرقم
صافي الدخل قبل الطرح، وكذلك قيمة موجبة لرقم القيمة الدفترية لحق الملكية
للسنوات ١٩٨٧ - ١٩٩٨، فقد وجدوا أن القدرة التفسيرية للأرباح والقيمة الدفترية

مجلة المحاسبة والإدارة والتأمين، كلية التجارة، جامعة القاهرة، العدد (٧٩)، لسنة ٢٠١١ م

لحق الملكية قد اقتربت من ١٤٪. وقد خلصت الدراسة إلى انه عند قسمة كل متغيرات النموذج على القيمة الدفترية لحق الملكية أو المبيعات زادت القدرة التفسيرية للنموذج لتتراوح بين ٦٠٪ و ٨٠٪.

وفى دراسة حديثة قام Purnanandam and Swaminathan (2004) بمقارنة سعر الطرح الى المبيعات، وكذلك سعر الطرح إلى الأرباح لعينة مكونة من ٢٢٨٨ شركة خلال الفترة ١٩٨٠ - ١٩٩٧ مع تحييد النسبة الخاصة بالصناعة، وقد وجدت الدراسة ان استخدام المتغيرات السابقة قد أدى إلى تقييم الطرح الأولى بأكثر من اللازم وبعمل التحليل الافقى لعينة الشركات وجد الكاتبانس أن الشركات التي قامت بتقييم الطرح الأولى بأكثر من اللازم هي شركات ذات ربحية أقل، استحقاقات أكبر، توقعات أكبر للنمو من قبل المحللين الماليين.

وفي سياق تسعير الاكتتابات الأولية ايضاً فإن دراسة Aggarwal (2009) قد تناولت تقييم الاكتتابات الأولية في عينة تتكون من ١٦٥٥ شركة في السوق الأمريكي، حيث وجدت أنه كلما ارتفعت أرباح الشركة ارتفعت قيمتها.

وفي سياق الدراسات المحاسبية التي اهتمت بقياس علاقة المعلومات المحاسبية بالقيمة السوقية، تُعد دراسة Ohlsen (1995) ودراسة Feltham and Ohlsen (1995) من الدراسات الرائدة التي تناولت مدى ملائمة المعلومات المحاسبية للقيمة السوقية للأسهم Value Relevance. وعلى الرغم أن هذه الدراسات لم تتناول تسعير الاكتتابات الأولية بالتحديد، إلا أنها اعتمدت على القيمة الدفترية والأرباح المحاسبية في نموذج التقييم للقيمة العادلة للسهم. وفيما بعد عدد كبير من الباحثين (أنظر مثلاً: Francis and Collins et al. 1997, Penman, 1998;

مجلة المحاسبة والإدارة والتأمين، كلية التجارة، جامعة القاهرة، العدد (٧٩)، لسنة ٢٠١١م

(Schipper, 1999) باستخدام هذا النموذج لاختبار مدى ملائمة الأرباح والقيمة الدفترية لحق الملكية لتقييم الأسهم ، وبناءً على ذلك سوف يتضمن النموذج الخاص بهذه الدراسة كلا من الأرباح التاريخية والقيمة الدفترية لحق الملكية فى نهاية السنة السابقة على تاريخ الطرح.

وكانت دراسة (Collins et al. (1997 أول دراسة استخدمت النموذج المحاسبي الذي قدمه (Ohlsen (1995 كأساس نظري لعلاقة المعلومات المحاسبية بأسعار الأسهم. فاختبرت الدراسة التغيير في ملائمة المعلومات المحاسبية - الأرباح والقيمة الدفترية - حيث استخدمت الدراسة تحليل الانحدار لربط أسعار الأسهم بالقيمة الدفترية والأرباح في السوق الأمريكي لفترة ٤٠ عاماً. وقد توصلت الدراسة إلى ارتفاع فى ملائمة القيمة الدفترية والأرباح لتفسير قيمة الأسهم .

وفي موضوع علاقة التصنيف الائتماني على تسعير الاكتتابات الأولية قام (An and Chan, 2008 بدراسة تأثير التصنيف الائتماني على تسعير الاكتتابات في السوق الأمريكي خلال الفترة ١٩٨٦ - ٢٠٠٤. وقد أوضحت الدراسة أن الشركات التي تعرض أسهمها في الاكتتاب العام ولديها تصنيف ائتماني تكون - عادة - ذات سعر أقل Underpriced مقارنة بالشركات التي ليس لديها تصنيف ائتماني. اوضحت الدراسة - كذلك - أن مستوى التصنيف الائتماني ليس له تأثير على انخفاض السعر. فالدراسة تبين أن وجود التصنيف الائتماني يخفض مستوى التأكيد عن قيمة الشركة ، وهذا يعني أن المسألة تتعلق بالتأكد من القيمة وليس قيمة السهم نفسه. كما أوضحت الدراسة أن التصنيف الائتماني يخفض تغيرات السعر، وكذلك تقلبات السعر في فترة ما بعد الاكتتاب. وبشكل عام ، تؤكد النتائج أن

مجلة المحاسبة والإدارة والتأمين، كلية التجارة، جامعة القاهرة، العدد (٧٩)، لسنة ٢٠١١م

التصنيف الائتماني يحمل معلومات مفيدة مما يخفض تأكيدات القيمة للشركة
المصدرة ، كما أن التصنيف يخفض مستوى تماثل المعلومات Information
Asymmetry في سوق الاكتتابات الأولية.

ولمعرفة تأثير نوعية المراجع الخارجي على سعر الطرح الأولي أوضح (Hogan 1997)
بالاتساق مع نتائج (Beatty (1986) and Balvers et al. (1988) أن تعيين مراجع
خارجي من الأربعة الكبار يؤدي إلى تقليل انخفاض السعر. وقد أكدت الدراسة أن
الشركات التي طرحت أسهمها للاكتتاب العام في أوائل التسعينات قد قللت
الانخفاض في سعر الطرح عندما استخدمت مراجع خارجي من الأربعة الكبار.

وفي دراسة حول مدى تأثير جودة المراجع الخارجي للشركة المصدرة على بقاء
Survival الشركة بعد الطرح العام ، تبين لـ (Jain and Martin Jr. (2005) أن
جودة المراجع له علاقة قوية على بقاء السهم بعد الطرح الأولي ، خصوصاً في حال
كان متعهد التغطية (البنك الاستثماري) ذو سمعة أقل. فالدراسات اشارت إلى أن
الشركة التي ليس لديها مخاطر عالية وتتمتع بمستقبل جيد سوف تستثمر في
مراجعة ذات جودة عالية لتمييز نفسها عن الشركة التي لديها مخاطر عالية ومستقبل
غير واضح.

أما فيما يتعلق بالسوق السعودي ، فإنه لا توجد حتى الآن أية دراسة تتناول موضوع
محددات علاوة الإصدار للشركات التي تطرح أسهمها للاكتتاب العام. وبالتالي ،
فإن هذه الدراسة تعد رائدة في هذا المجال.

٤ - فرضيات البحث:

مجلة المحاسبة والإدارة والتأمين، كلية التجارة، جامعة القاهرة، العدد (٧٩)، لسنة ٢٠١١ م

يواجه عملية الطرح الأولى عدة مشاكل تتعلق بتحديد السعر الذي يتم به الطرح نتيجة عدم التأكد الذي يحيط بالطلب الكلى على الأسهم، وكذلك جودة الشركة المصدرة. وفى هذا الصدد أوضح (Bensveniste and Spindt 1989) أن الشركات المصدرة عادة ما تقدم نفسها للمستثمرين في صورة أفضل من الحقيقة. ومما يزيد من الأمر صعوبة لدى المستثمرين هو عدم وجود شركات أخرى يمكن المقارنة بها للحكم على جودة الشركة المصدرة للطرح الأولى. وفى هذا الصدد ، أكدت الدراسات السابقة التي تمت في الدول المتقدمة على وجود ظاهرة التسعير بأقل أو أكثر من الحقيقة للطرح الأولى دون أن تحدد على وجه اليقين العوامل الأساسية التي يتم بناءً عليها تحديد سعر الطرح الأولى.

وعلى مدار العقد الماضي اتجهت البحوث عدة اتجاهات، فبداية من دراسة Kim and Ritter (1999) تناول عدد كبير من الدراسات الأساليب المستخدمة في تسعير شركات الطرح الأولى (أنظر مثلاً: Purnanandam and Swaminathan, 2004; Cassia, et al, 2004; Jaganathan and Gao, 2005). وقد خرجت هذه الدراسات بنتيجة عامة مؤداها أن شركات الطرح الأولى يتم تسعيرها في المتوسط بالزيادة مقارنة مع الشركات المقيدة بالفعل. كما أن هناك دراسات أخرى تناولت دور المحللين الماليين وميلهم الى التفاؤل ، ومن ثم فان تقديراتهم عادة ما تزيد عن الأرقام الفعلية للشركات (أنظر مثلاً: Rajan and Servaes, 1997; Bravand and Leheavy, 2003) .

مجلة المحاسبة والإدارة والتأمين، كلية التجارة، جامعة القاهرة، العدد (٧٩)، لسنة ٢٠١١م

والسؤال الرئيس في هذه الدراسة ينصب على تفسير التغيرات في سعر الإصدار عند الطرح الأولى للشركات في السوق السعودي. فسعر الإصدار في السوق السعودي يتكون من جزئين: الأول القيمة الاسمية ، والثاني علاوة الإصدار. وحيث أن القيمة الاسمية لجميع الشركات السعودية هي ١٠ ريال للسهم فإن هذا الجزء من سعر الإصدار الأولى لا يتأثر بأى متغيرات مالية أو هيكلية في الشركة. لذا تم استبعاد القيمة الاسمية والتركيز على علاوة الإصدار. وعلاوة الإصدار هي المبلغ الذي تضيفه الشركة على القيمة الاسمية ، وبالتالي هي الجزء من سعر الإصدار الذي يختلف من شركة لأخرى ويتأثر بالمتغيرات المالية والهيكلية للشركة.

وبناءً عليه فإن التفاوت في علاوة الإصدار بين الشركات السعودية هي محل اهتمام هذه الدراسة . ويتم قياس العلاوة بالفرق بين سعر الإصدار المعلن عنه في نشرة الاكتتاب الأولى ومبلغ القيمة الاسمية (١٠ ريال) لكل سهم. ومن المفترض أن التفاوت في علاوة الإصدار يحكمه عدد من العوامل المالية وغير المالية ، وبالتالي فإن هذه الدراسة سوف تحاول التعرف على بعض هذه العوامل في السوق السعودي.

١-٤ علاوة الإصدار والقيمة الدفترية:

لعل من أشهر دراسات التقييم بشكل عام وإن لم تتطرق لتقييم أسهم الطرح الأولى دراسة (Ohlson 1995)، حيث تم تطوير نموذج يتم من خلاله تقدير القيمة السوقية لحق الملكية كدالة خطية لكل من الأرباح التاريخية والقيمة الدفترية لحق الملكية. فالقيمة الدفترية من أهم العوامل التي ينظر إليها عند تحديد سعر السهم سواء من قبل المستثمرين أو الشركات. وفي هذا الخصوص ، توصل Klein (1996) إلى أن سعر السهم يرتبط طردياً مع القيمة الدفترية لحق الملكية للسهم قبل الطرح الأولى.

مجلة المحاسبة والإدارة والتأمين، كلية التجارة، جامعة القاهرة، العدد (٧٩)، لسنة ٢٠١١م

وهذا ما يدعونا إلى تعيين الفرض التالي لمعرفة تأثير القيمة الدفترية على قيمة علاوة الإصدار في السوق السعودي:

الفرض الأول:

مع بقاء العوامل الأخرى كما هي، كلما ارتفعت القيمة الدفترية، زادت علاوة الإصدار للشركات السعودية المطروحة للاكتتاب العام في سوق الأسهم.

٢-٤ علاوة الإصدار والربحية :

تُعد ربحية السهم من أهم العوامل التي ينظر إليها عند تحديد سعر السهم سواء من قبل المستثمرين أو الشركات ، وهذا ما أكدت عليه كل الدراسات المحاسبية والمالية تقريبا. لذا فإن هذه الدراسة تحاول التأكيد على هذه الحقيقة في البيئة السعودية بعد تزايد حالات الإصدار الأولى في المملكة ليس فقط لإثبات أهمية متغير الربحية في تحديد القيمة وإنما لقياس درجة تأثيره في تسعير الطرح الأولي مقارنة مع العوامل الأخرى.

واستمراراً لما قدمه (Kim and Ritter (1999) بخصوص تأثير الربحية على سعر الطرح ، وما توصل إليه (Aggarwal, et al. (2007 حول تأثير الربحية على السعر. فإن هذه الدراسة تفترض أن تزداد قيمة علاوة الإصدار كلما زاد ربح سهم الشركة. وهذا ما يدعونا إلى تعيين الفرض التالي لمعرفة تأثير القيمة الربحية على قيمة علاوة الإصدار:

الفرض الثاني:

مجلة المحاسبة والإدارة والتأمين، كلية التجارة، جامعة القاهرة، العدد (٧٩)، لسنة ٢٠١١م

مع بقاء العوامل الأخرى كما هي، كلما ارتفعت ربحية السهم، زادت علاوة الإصدار للشركات السعودية المطروحة للاكتتاب العام في سوق الأسهم.

٣.٤ علاوة الإصدار والمديونية:

من الناحية النظرية تُعد نسبة المديونية من العوامل التي تؤثر في سعر السهم إلى حد معين ، فتأثر نسبة المديونية يكون إيجابيا كلما كانت نسبة المديونية آمنة وتساعد الشركة في الاستفادة من وفورات الرفع المالي. ومع هذا فإن أثر نسبة المديونية يكون سلبيا عندما تزداد تلك النسبة وتصل إلى المستويات التي تعرض للشركة لمخاطر الديون. فارتفاع نسبة المديونية يعني زيادة المخاطر التشغيلية للشركة المصدرة وزيادة حالة عدم التأكد المتعلقة بالربحية (An and Chan, 2008) . ولهذا فإن هذه الدراسة تحاول من خلال تضمين نسبة المديونية في نموذج الاختبار أن تستكشف أثر النسبة على تحديد علاوة إصدار السهم عند الطرح الأولى ، حيث من المتوقع أن يكون ارتفاع نسبة المديونية ذو أثر سلبي على تحديد علاوة الإصدار. وهذا ما يدعونا لقياس تأثير نسبة المديونية في المنشآت التي تطرح أسهمها للاكتتاب العام حسب الفرض التالي:

الفرض الثالث:

مع بقاء العوامل الأخرى كما هي، كلما انخفضت نسبة المديونية، زادت علاوة الإصدار للشركات السعودية المطروحة للاكتتاب العام في سوق الأسهم.

مجلة المحاسبة والإدارة والتأمين، كلية التجارة، جامعة القاهرة، العدد (٧٩)، لسنة ٢٠١١ م

٤-٤ علاوة الإصدار وحجم مكتب المراجعة :

جادل العديد من الباحثين أن جودة المراجعة هي بمثابة إشارة مصداقية للشركات المصدرة فيما يتعلق بالكشف عن المعلومات الخاصة والتي يمكن للمستثمرين من خلالها التغلب على مشكلة سوء الاختيار. وقد أكدت الدراسات Titman and (1986); Datar, et al. (1991) أنه في الحالات العادية يقوم مؤسسي الشركات المصدرة باختيار مكتب المراجع الذي ينسجم مع القيمة الحقيقية للشركة. لذا فإن الشركات ذات القيمة العالية تعين مكتب مراجعة ذو جودة عالية، س في حين أن الشركات ذات القيمة المنخفضة تختار مكتب المراجعة يتوافق مع قيمتها الحقيقية. وبالتالي ، فإن هذه الإشارة - جودة المراجع - تستفيد منها الشركة المصدرة من خلال زيادة سعر الإصدار.

وفي الغالب ، تقوم البنوك الاستثمارية متعهدة التغطية بالتأثير على الشركات المصدرة في اختيار مكتب مراجعة ذو جودة عالية لمراجعة القوائم المالية للشركة (Balvers, et al. 1988). فوجود مراجع حسابات ذو جودة عالية يوفر لمتعهد التغطية درجة أكبر من الاطمئنان فيما يتعلق بدقة الأرقام المالية التي يستند عليها سعر الطرح (Menon and Williams 1991). فالمستثمرين من المرجح أن ينظروا إلى جودة المراجعة كإشارة إلى جودة شركة الاككتاب، وهذا يعني استفادة الشركة المصدرة والبنوك الاستثمارية من الزيادة في علاوة الإصدار.

وفي هذا الخصوص ، أكدت الدراسات Titman and Trueman (1986); Simunic (1987); and Stein (1987); Betty (1989) إلى وجود علاقة عكسية بين الطلب على نوعية مكتب المراجعة والمخاطرة في الاككتاب العام. وانطلاقاً من هذه الدراسات،

مجلة المحاسبة والإدارة والتأمين، كلية التجارة، جامعة القاهرة، العدد (٧٩)، لسنة ٢٠١١ م
فإن هذه الدراسة تتوقع وجود علاقة إيجابية بين جودة المراجعة وبين سعر الاكتتاب
- علاوة الإصدار.

الفرض الرابع:

مع بقاء العوامل الأخرى كما هي، تزداد علاوة الإصدار للشركات
السعودية التي تطرح أسهمها للاكتتاب العام في سوق الأسهم عندما يكون
حجم مكتب المراجعة كبيراً.

٥ - منهجية الدراسة:

في هذا الجزء من الدراسة يعرض الباحث لنموذج الاختبار الميداني للدراسة ويقدم
توضيحا للمتغيرات المكونة له.

٥-١ النموذج

أوضح التحليل النظري للدراسة أن سعر الإصدار للسهم عند الطرح الأولى في سوق
المال لن يحدده القيمة الاسمية للسهم وإنما يحدده ذلك المتغير الذي يتأثر بالعوامل
المالية والهيكلية للشركة والمتمثل في علاوة الإصدار. ولقد أوضحت الدراسة
النظرية أن علاوة الإصدار يمكن أن تتأثر بأربعة متغيرات أساسية هي: القيمة
الدفترية، وربحية السهم، ونسبة المديونية، وحجم مكتب المراجعة. على هذا
الأساس يمكن صياغة نموذج الانحدار لاختبار أثر كل متغير من المتغيرات الثلاثة
في علاوة الإصدار على النحو التالي:

$$P_{t,i} = \alpha + \beta_1 BV_{t-1,i} + \beta_2 EPS_{t-1,i} + \beta_3 Debt_{t-1,i} + \beta_4 Auditor_{t-1,i} + e$$

مجلة المحاسبة والإدارة والتأمين، كلية التجارة، جامعة القاهرة، العدد (٧٩)، لسنة ٢٠١١ م

حيث:

$P_{t,i}$: علاوة الإصدار للشركة (i) عند الإصدار في السنة (t)

$BV_{t-1,i}$: القيمة الدفترية للشركة (i) في السنة (t-1).

$EPS_{t-1,i}$: ربحية السهم للشركة (i) في السنة (t-1).

$Debt_{t-1,i}$: نسبة المديونية للشركة (i) في السنة (t-1).

$Auditor_{t-1,i}$: حجم مكتب المراجعة للشركة (i) عند الإصدار في السنة (t-1)

e: بواقي الانحدار أو ما يعرف الخطأ العشوائي الذي يعكس أثر المتغيرات غير المعروفة التي لم يشملها النموذج.

α ، β : معاملات نموذج الانحدار.

٢-٥ المتغيرات :

جميع المتغيرات المالية المستخدمة في هذه الدراسة تم صياغتها على أساس وحدة واحدة. كما تم تحديد المتغيرات وفقاً لما هو مستخدم في الدراسات السابقة ، وذلك

كما يلي :

علاوة الإصدار:

الفرق بين سعر الإصدار المعلن عنه في نشرة الاكتتاب الأولى ومبلغ القيمة الاسمية (١٠ ريال).

القيمة الدفترية للسهم:

قيمة حقوق الملكية مقسومه على عدد الأسهم المصدرة حسب آخر قائمة مركز مالي منشورة قبل الاكتتاب.

مجلة المحاسبة والإدارة والتأمين، كلية التجارة، جامعة القاهرة، العدد (٧٩)، لسنة ٢٠١١م

ربحية السهم:

رقم ربحية السهم الواحد الظاهر في قائمة الدخل المنشورة قبل الاكتتاب.

المديونية:

نسبة إجمالي المطلوبات لإجمالي الأصول.

حجم مكتب المراجعة:

يعبر عن هذا المتغير بالقياس الثنائي حيث يعطى المتغير رقم (١) إذا كان المراجع تنتمي إلى مكاتب الأربعة الكبار Big 4 ، أو قيمة (صفر) غير ذلك.

٣-٥ العينة:

يمثل مجتمع الدراسة الشركات السعودية التي طرحت أسهمها للاكتتاب العام بعلاوة إصدار في السوق السعودية خلال الفترة للفترة من ٢٠٠٥م حتى ٢٠١٠م ، وعددها (٢٨) شركة. وقد تم اختيار العينة من هذه الشركات بعد استبعاد الشركات التي تم طرحها بالقيمة الاسمية فقط. وتظهر أسماء شركات العينة في الملحق (١).

وقد وزعت العينة على عدد من القطاعات هي : الاتصالات ، والصناعة ، والتأمين، والخدمات ، والصناعات الغذائية، والبتروكيماويات. وقد تم اختيار العينة بعد استبعاد الشركات التي تم طرح أسهمها بالقيمة الاسمية فقط ، والشركات التي يوجد تعديلات جوهرية على قوائمها المالية خلال الفترة المالية السابقة للطرح.

مجلة المحاسبة والإدارة والتأمين، كلية التجارة، جامعة القاهرة، العدد (٧٩)، لسنة ٢٠١١م

مجلة المحاسبة والإدارة والتأمين، كلية التجارة، جامعة القاهرة، العدد (٧٩)، لسنة ٢٠١١ م

٦ - تحليل البيانات ونتائج التحليل الإحصائي:

٦-١ الإحصاءات الوصفية:

يوضح الجدول (١) ملخصاً بالوصف الإحصائي لأهم متغيرات الدراسة المذكورة في النموذج المستخدم في الدراسة. وقد تم صياغة جميع المتغيرات على أساس وحدة الريال.

جدول رقم (١): تحليل وصفي لأهم متغيرات الدراسة

الحد الأعلى	الحد الأدنى	الانحراف المعياري	المتوسط	عدد المشاهدات	
١٠٠,٠٠	٢,٠٠	٠,١٩٦	٣٨,٣٧	٢٩	علاوة الإصدار
٨٦,١٨	٨,٥٦	١٣,٩٥	١٤,٧٩	٢٩	القيمة الدفترية
٢٤,٦٨	٠,٢٩	٤,٥٨	٣,٨٥	٢٩	ربحية السهم
٠,٨٠	٠,٠٠	٠,١٩٦	٠,٤٠٧	٢٩	المديونية

وكما يوضح الجدول رقم (١) فإن متوسط علاوة الإصدار لشركات العينة يبلغ (٣٨,٣٧)، أما الانحراف المعياري فيبلغ (٠,١٩٦). كما بلغ متوسط القيمة الدفترية فيبلغ (١٤,٧٩) ، في حين بلغ الانحراف المعياري للقيمة الدفترية (١٣,٩٥). أما متوسط ربحية السهم فيبلغ (٣,٨٥) في حين يبلغ الانحراف المعياري (٤,٥٨). وأخيراً بلغ متوسط نسبة المديونية لشركات العينة (٠,٤٠٧) كما كان الانحراف المعياري للمديونية (٠,١٩٦).

مجلة المحاسبة والإدارة والتأمين، كلية التجارة، جامعة القاهرة، العدد (٧٩)، لسنة ٢٠١١م

٦-٢ النتائج:

أوضحت النتائج الإحصائية لنموذج الدراسة أن النموذج معنوي بشكل عام ، وأن القوة التفسيرية له ٣٠٪ ، وهي نسبة مقبولة جداً في البحوث المحاسبية. كما يوضح الجدول رقم (٢) أن معنوية نموذج الانحدار مقبولة حيث قيمة (F) لتحليل التباين تبلغ ٤,١٧ ، وهي قيمة معنوية عند (٠,٠١١) أقل من ٥٪. كما أوضحت النتائج إن معامل نموذج الانحدار Coefficient يبلغ ٢٥,١٨ ، وأن قيمة اختبار t تبلغ ٢,٠٨ عند مستوى معنوية (٠,٠٤٨). وهذا يعني ، بشكل عام، أن النموذج لا يعتمد كثيراً على المتغيرات بينما الجزء الثابت ذو قيمة عالية ومعنوية عند مستوى أقل من ٥٪ ، وهذا يدل على أن هناك حد أدنى ثابت من علاوة الإصدار لا يتأثر بالمتغيرات الأخرى وهذا الجزء لا يزيد على ٠,٢٥

وجود الجزء الثابت بحجم العينة يعني أن معظم الشركات التي طرحت أسهمها لأول مرة أضافت علاوة إصدار إلى القيمة الاسمية لسعر السهم بصرف النظر عن قيمة المتغيرات الأربعة (القيمة الدفترية، والربحية، والمديونية، والمراجع الخارجي) للشركة. ويعتقد الباحث أن المقدار الثابت في علاوة الإصدار يرجع إلى وجود قيمة دفترية ثابتة في معظم الشركات تجعل سعر الإصدار يفوق القيمة الاسمية. كما أن الجزء الثابت يفسر عدم وجود شركات طرحت أسهمها بقيمة أقل من القيمة الاسمية، ولا يوجد لدى أي شركة خسائر متراكمة تجعل سعر الإصدار أقل من القيمة الاسمية.

مجلة المحاسبة والإدارة والتأمين، كلية التجارة، جامعة القاهرة، العدد (٧٩)، لسنة ٢٠١١ م

أما فيما يتعلق بعلاقة علاوة الإصدار بالعوامل الأربعة محل الدراسة ، فيوضح الجدول رقم (٢) النتائج الإحصائية لمدى تأثير علاوة الإصدار بتلك العوامل، حيث تظهر النتائج أن معامل التحديد (الانحدار الخطي) Adjusted R-squared في الشركات محل الدراسة يبلغ ٣١ ٪ ، وأن اختبار F للنموذج العام معنوي عند مستوى أقل من (٠,٠١١).

جدول رقم (٢)

النموذج العام

$$P_{t,i} = \alpha + \beta_1 BV_{t-1,i} + \beta_2 EPS_{t-1,i} + \beta_3 Debt_{t-1,i} + \beta_4 Auditor_{t-1,i} + e$$

المتغيرات	β المعاملات	t	الدلالة الإحصائية
A	٢٥,١٨	٢,٠٨	٠,٠٤٨
القيمة الدفترية	- ٠,٢٢٢	- ٠,٤٣	٠,٦٦٨
الربحية	٣,٦٣٧	٢,٣٩	٠,٠٢٥
المديونية	٩,١٤	٠,٤٨	٠,٦٣٦
المراجع	- ١,٦٣٩	- ٠,٢٠	٠,٨٤٣

معامل التحديد R^2 Adjusted = ٠,٣٠
اختبار تحليل التباين $F = ٤,١٧$

وفيما يلي توضيح لنتائج اختبار متغيرات النموذج.

مجلة المحاسبة والإدارة والتأمين، كلية التجارة، جامعة القاهرة، العدد (٧٩)، لسنة ٢٠١١ م

٦-٣ العلاقة بين علاوة الإصدار والقيمة الدفترية:

توضح النتائج في جدول (٢) أن معامل أثر القيمة الدفترية على علاوة الإصدار سالبا بقيمة (-٠,٢٢٢) ، وهى غير مقبولة إحصائيا لان حد القبول هو ٥٪ فأقل بينما يبلغ اختبار t هنا (-٠,٤٣) عند درجة معنوية قدرها (٠,٦٦٨). وتُعد هذه النتيجة عكس توقعات البحث فالمفترض أن تزداد علاوة الإصدار بزيادة القيمة الدفترية وفقاً للدراسات السابقة كما هو موضح في قسم الدراسات السابقة.

ويمكن تفسير هذه النتيجة بالأرتباط بين القيمة الدفترية وربحية السهم كما يظهر ذلك في الجدول رقم (٣) ، حيث أن القيمة الدفترية ترتبط بدرجة عالية ومعنوية بربحية السهم ، مما يعني أن جزء كبير من تغيرات علاوة الإصدار حسبت لربحية السهم واستبعدت من القيمة الدفترية.

٦-٤ العلاقة بين علاوة الإصدار والربحية:

أوضحت النتائج أن ربحية السهم (EPS) هو المتغير المعنوي الوحيد من متغيرات الدراسة، حيث تظهر النتائج أن اختبار t لربحية السهم تبلغ قيمته (٢,٣٩) عند درجة معنوية قدرها (٠,٠٢٥) ، وحيث أن هذه القيمة أقل من مستوى ٥٪ ، فإن هذا يعني أنه مقبول إحصائياً وذو دلالة إحصائية. وتُعد هذه النتيجة منطقية ، فعلاقة ربح السهم بسعر السهم مستقرة منذ فترة طويلة ، فأهم ما ينظر إليه المستثمر هو صافي ربح الشركة وحصص السهم في الأرباح. وبالتالي فإن تقييم الشركة وتحديد علاوة

مجلة المحاسبة والإدارة والتأمين، كلية التجارة، جامعة القاهرة، العدد (٧٩)، لسنة ٢٠١١ م
الإصدار يتأثر بدرجة كبيرة بربح السهم المحققة في نهاية السنة المالية السابقة على
طرح الأسهم لأول مرة.

مجلة المحاسبة والإدارة والتأمين، كلية التجارة، جامعة القاهرة، العدد (٧٩)، لسنة ٢٠١١ م

٦-٥ العلاقة بين علاوة الإصدار والمديونية :

لم يعكس الاختبار الإحصائي أي معنوية لمتغير نسبة المديونية، فالنتائج الإحصائية توضح أن اختبار t للمديونية تبلغ قيمته (٠,٤٨) عند درجة معنوية قدرها (٠,٦٣٦) مما يعني أنه ليس ذو دلالة إحصائية عند مستوى معنوية ٥%. وعليه ، فإن السوق السعودي لا ينظر على نسبة المديونية باهتمام عند تقويم أسهم الطرح الأولي. ويمكن تفسير هذه النتيجة بأن غالبية المستثمرين في الاكتتابات الأولية في السوق السعودي هم من الأفراد وليس من المؤسسات الاستثمارية ، وفي الغالب بأن المستثمرين الأفراد غير مدركين لأهمية الرفع المالي وتأثيره على قيمة الشركة.

٦-٦ العلاقة بين علاوة الإصدار ومكتب المراجعة :

بالرجوع إلى النتائج في الجدول رقم (٢) بشأن متغير تصنيف مكتب المراجعة، فقد أوضحت النتائج أنه لا يوجد ارتباط ذو دلالة إحصائية هامة بين علاوة الإصدار وتصنيف مكتب المراجعة. وهذا يعني عدم وجود علاقة علاوة الإصدار وتصنيف مكتب المراجعة. وتوضح النتائج في الجدول رقم (٢) أن متغير تصنيف مكتب المراجعة له معامل سالب قدره ١,٦٣. وهذا يعني أن أثر تصنيف مكتب المراجعة على علاوة الإصدار هو أثر عكسي، أي أن قيمة علاوة الإصدار تتخفض مع تحسن تصنيف مكتب المراجعة. والأثر العكسي للمراجع على علاوة الإصدار يعني أن قيمة علاوة الإصدار تتخفض مع ارتفاع حجم المكتب. ويمكن تفسير هذه النتيجة بالقول أن المكاتب ذات الحجم الكبير لديها أساليب دقيقة في التقييم من ناحية وتحمل

مجلة المحاسبة والإدارة والتأمين، كلية التجارة، جامعة القاهرة، العدد (٧٩)، لسنة ٢٠١١ م

مسئولية كبيرة تجاه المستثمرين والجهات التشريعية. وبالتالي فإن المكاتب الكبيرة لن تقبل بأي مبالغة في علاوة الإصدار. كما أن مكاتب المراجعة الكبيرة لديها التزامات مهنية تجعلها تسلك أسلوب أكثر تحفظاً عند مراجعة القوائم المالية التي على أساسها يتم تحديد علاوة الإصدار.

وهذه النتيجة على الرغم من عدم معنويتها الإحصائية تخالف توقعات البحث ، وما يزيد الأمر تعقيدا في التفسير أن حجم مكتب المراجعة لم يرتبط معنويا بالمتغيرات الأخرى وفقاً للبيانات في جدول رقم (٣) المتعلق بالارتباط الخطي بين المتغيرات ، وخاصة المتغير المعنوي منها - ربحية السهم - حتى نرجع النتيجة إلى الأثر المشترك بينه وبين ربحية السهم.

٦-٧ الارتباط الخطي للمتغيرات :

يعرض الجدول رقم (٣) معاملات ارتباطات بيرسون (Pearson) للعلاقة بين متغيرات الدراسة لإجمالي العينة. ويظهر هذا الجدول وجود ارتباط موجب (٠,٨٨٧) وذوي دلالة إحصائية عند مستوى معنوية أقل من ١٪ بين القيمة الدفترية وربحية السهم. ولعل هذا الارتباط يفسر عدم تأثير القيمة الدفترية على علاوة الإصدار ، حيث أن التداخل بين المتغيرين قد أثر على تأثير القيمة الدفترية على علاوة الإصدار.

جدول رقم (٣)

معاملات ارتباط بيرسون (Pearson)

مراجع	مديونية	ربحية	دفترية		
-------	---------	-------	--------	--	--

مجلة المحاسبة والإدارة والتأمين، كلية التجارة، جامعة القاهرة، العدد (٧٩)، لسنة ٢٠١١ م

			١	معامل الارتباط	دفترية
			.	مستوى الدلالة الإحصائية	
		١	٠,٨٨٧	معامل الارتباط	ربحية
		.	٠,٠٠	مستوى الدلالة الإحصائية	
	١	- ٠,٤١٨	٠,٤٢٨-	معامل الارتباط	مديونية
	.	٠,٠٢٦	٠,٠٢١	مستوى الدلالة الإحصائية	
١	٠,٢٦٩	- ٠,٢٦٨	٠,٣٣١-	معامل الارتباط	مراجع
.	٠,١٥٨	٠,١٦٠	٠,٠٨٠	مستوى الدلالة الإحصائية	

٧ - الخلاصة:

تُعد علاوة الإصدار وتسعيرها من أكثر المواضيع جدلاً في سوق الأسهم السعودي، مما حدا بكثير من المحللين والمتداولين إلى مطالبة هيئة السوق المالية بوضع نظام واضح يحدد أسس تحديد علاوة الإصدار. لذا، فإن هذه الدراسة تتناول محددات علاوة الإصدار في السوق السعودي من خلال اختبار تأثير بعض العوامل على تسعير أسهم الشركات في الطرح الأولي، حيث تتناول الدراسة العلاقة بين علاوة الإصدار وكل من: (١) القيمة الدفترية للشركة المصدرة؛ (٢) ربحية الشركة المصدرة؛ (٣) نسبة المديونية للشركة المصدرة؛ (٤) تصنيف مكتب المراجع الخارجي.

وقد أظهرت نتائج هذه الدراسة عدم وجود أية تأثير للقيمة الدفترية على علاوة الإصدار. وهذه النتيجة جاءت عكس توقعات الباحث، وعكس نتائج الدراسات السابقة في هذا المجال.

مجلة المحاسبة والإدارة والتأمين، كلية التجارة، جامعة القاهرة، العدد (٧٩)، لسنة ٢٠١١م

أما علاقة ربحية السهم بعلاوة الإصدار، فقد أثبتت الدراسة وجود تأثير إيجابي للربحية على علاوة الإصدار في الطروحات الأولية في السوق السعودي. وهذه النتيجة متوافقة مع الدراسات السابقة التي أكدت إن تقييم الشركة وتحديد علاوة الإصدار يتأثر بدرجة كبيرة بربحية السهم. وفيما يتعلق بتأثير نسبة المديونية على تحديد علاوة الإصدار، فقد توصلت الدراسة أن إن السوق السعودي لا ينظر إلى نسبة المديونية باهتمام عند تقويم أسهم الطرح الأولي.

ويمكن تعليل عدم تأثر القيمة الدفترية والمديونية على قيمة علاوة الإصدار إلى وجود ارتباط إحصائي قوي أصلاً بين هذين المتغيرين ومتغير ربحية السهم مما أدى إلى هذه النتيجة.

وأخيراً فقد أضح من الدراسة أن هناك تأثير عكسي لتصنيف مكتب المراجعة على علاوة الإصدار في السوق السعودي ، وهذا يعني أن قيمة علاوة الإصدار تنخفض مع ارتفاع حجم المكتب. ويمكن تفسير هذه النتيجة بأن مكاتب المراجعة الكبيرة لديها التزامات مهنية تجعلها تسلك أسلوب أكثر تحفظاً عند مراجعة القوائم المالية التي على أساسها يتم تحديد علاوة الإصدار.

ومن المتوقع أن تساعد نتائج هذه الدراسة عدداً من الأطراف على فهم طبيعة تفاعل السوق السعودي مع قيمة علاوة الإصدار. وعلى وجه الخصوص ، فإن نتائج هذه الدراسة سوف تساعد الجهات التشريعية - وزارة التجارة ، وهيئة السوق المالية - على فهم العوامل الهيكلية والمالية المؤثرة على علاوة الإصدار في السوق.

مجلة المحاسبة والإدارة والتأمين، كلية التجارة، جامعة القاهرة، العدد (٧٩)، لسنة ٢٠١١ م

ومن المتوقع أن تسهم نتائج هذه الدراسة في فتح آفاق جديدة للبحث التطبيقي لمواضيع
علاوة الإصدار في المملكة. ومن المواضيع الجديدة بالاهتمام والتي يمكن طرقها
بواسطة الدراسات المستقبلية هو بحث تأثير العوامل المرتبطة بالحوكمة على تحديد
علاوة الإصدار ، وتأثير إدارة الربح على قيمة الطرح الأولي.



مجلة المحاسبة والإدارة والتأمين، كلية التجارة، جامعة القاهرة، العدد (٧٩)، لسنة ٢٠١١م

المراجع

1. Aggarwal, R., Stabilization Activities by Underwriters after IPOs, *Journal of Finance*, 2000, 55, 1075-1103.
2. An, H. and Chan, K.C., Credit Ratings and IPO Pricing, *Journal of Corporate Finance*, 2008, Vol. 14:585-595
3. Balvers, Ronald J., Bill McDonald, and Robert E. Miller, Underpricing of New Issues and the Choice of Auditor as a Signal of Investment Banker Reputation, *The Accounting Review*, 1988, 63: 605-622
4. Beatty, R. and J. Ritter, Investment Banking, Reputation and the Underpricing of Initial Public Offerings, *Journal of Financial Economics*, 1986, 15:213-232.
5. Beatty, R. and J. Ritter, Investment Banking, Reputation and the Underpricing of Initial Public Offerings, *Journal of Financial Economics*, 1986, 15, 213-232.
6. Beatty, R., S. Riffe and R. Thompson, IPO Pricing with Accounting Information, *Working paper, Southern Methodist University*, 2000.
7. Beatty, R., S. Riffe, and R. Thompson, Log-linear Stock Valuation Based on Accounting Information, *Working paper, Southern Methodist University*, 2001.
8. Bhagat, S. and Rangan, S., Determinants of IPO Valuation, *Working Paper, Leeds School of Business, University of Colorado*, 2004
9. Bharat A Jain, Charles L Martin Jr., The Association Between Audit Quality and Post-IPO Performance: A Survival Analysis Approach, *Review of Accounting & Finance*, Patrinton:2005, Vol. 4, Iss. 4, p. 50-75 (26 pp.)
10. Brav, A. and R. Lehavy, An empirical analysis of analysts' target prices: Shortterm informativeness and long-term dynamics, *Journal of Finance*, 2003, Vol. 58, 1933- 1967
11. Cassia, L., Paleari, S., Vismara S., The Valuation of Firms Listed on the Nuovo Mercato: The Peer Comparables Approach, *Advances in Financial Economics*, 2004, 10, pag. 113-129.
12. Collins, D. E. Maydew and I. Weiss, Changes in the value-relevance of earnings and book value over the past forty years, *Journal of Accounting*

and economics, 1997, 24: 39-67

13. Daily, C.M., Investment Bankers and IPO Pricing: Does Prospectus Information Matter?, *Journal of Business Venturing*, 2005, Vol. 20: 93-111.
14. DATAR, S. and FELTHAM, G. and HUGHES, J., The role of audits and audit quality in valuing new issues, *Journal of Accounting and Economics*, 1991, 3-37
15. Feltham, G. and J. Ohlson, Valuation and clean surplus accounting for operating and financial activities, *Contemporary Accounting research (spring)*, 1995, pp 689-731.
16. Feltham, G., J. Hughes, and D. Simunic, Empirical assessment of the impact of auditor quality on the valuation of new issues, *Journal of Accounting and Economics*, 1991, 14, 375-399
17. Francis, J., and K. Schipper, Have Financial Statements Lost Their Relevance?, *Journal of Accounting Research*, 1999, 37, 319-352.
18. Francis, J., and K. Schipper, Have financial statements lost their relevance?, *Journal of Accounting Research*, 1999, 37, 319-352.
19. Hogan, Chris E., Costs and benefits of audit quality in the IPO market: A self-selection analysis, *The Accounting Review*, Sarasota:Jan 1997, Vol. 72, Iss. 1, p. 67-86 (20 pp.)
20. Holtausen, R. and R. Watts, The relevance of value relevance literature for financial accounting standard setting, *Journal of Accounting And Economics*, 2001, 31: 3-75
21. Jagannathan and Gao, Are IPOs underpriced? A closer examination, *Working paper, Kellogg Graduate School of Management – Northwestern University*, 2005
22. Kim, M. and J.R. Ritter, Valuing IPOs, *Journal of Financial Economics*, 1999, 53, 409-437.
23. Klein. A., Can Investors Use the Prospectus to Price Initial Public Offerings?, *The Journal of Financial*, 1996, Statement Analysis 2, 23-40.
24. Leland, H. and D. Pyle, Information Asymmetries, Financial Structure, and Financial Intermediation, *Journal of Finance*, 1977, 32, 371-387
25. Menon, K., and D. Williams, Auditor credibility and initial public

- offering, *The Accounting Review*, 1991, 66 (2): 313–332
26. Michele Meolia, Stefano Palarib, Silvio Vismarac, Does Ownership Structure Affect IPO Valuation?,
 27. Ohlson, J., Earnings, book values, and dividends in equity valuation, *Contemporary Accounting research (spring)*, 1995, pp 661-687
 28. Penman, S., Combining earnings and book value in equity valuation, *Contemporary Accounting Research*, 1998,15, 291-324.
 29. Purnanandam, A.K. and B. Swaminathan, Are IPOs Really Underpriced?, *Review of Financial Studies* 17, 2004.811-848.
 30. Rajan, R. and H. Servaes, Analyst following of initial public offerings, *Journal of Finance*, 1997, 52, 507-530
 31. Rajesh Aggarwal, Sanjai Bhagat, and Srinivasan Rangan, The Impact of Fundamentals on IPO Valuation, *Financial Management*, Summer 2009, pages 253 – 284
 32. Rajesh Aggarwal, Sanjai Bhagat, and Srinivasan Rangan, The Impact of Fundamentals on IPO Valuation, *Financial Management*, Summer 2009, pages 253 – 284
 33. Ramgopal Venkataraman, Joseph P Weber, Michael Willenborg, Litigation Risk, Audit Quality, and Audit Fees: Evidence from Initial Public Offerings, *The Accounting Review*, Sarasota: Sep 2008, Vol. 83, Iss. 5, p. 1315-1345.
 34. Richardson, G. and S. Tinaikar, Accounting based valuation models: what have we learned?, *Accounting and Finance* 2004, (44), 223-255
 35. Simunic, D. A. and Stein M., Product differentiation in auditing: a study of auditor choice in the market for unseasoned new issues, Canadian Certified General Accountants' *Research Foundation*, 1987
 36. Tenai Joel Kipngetcha, Bitok Julius Kibet, Shibia Adan Guyo, Bett Julius Kipkoskey, Determinants of initial public offer pricing in Kenya, Annual Conference on Innovations in Business & Management London, UK, 2011
 37. Titman, S., and Trueman B., Information and the valuation of new issues, *Journal of Accounting and Economics*, june 1986: 159-172

ملحق البحث: شركات العينة

١. عبداللطيف للاستثمار الصناعي
٢. فواز عبد العزيز الحكير وشركاه
٣. البابطين للطاقة والاتصالات
٤. الدريس للخدمات البترولية والنقلات
٥. المراعي
٦. التعاونية للتأمين
٧. البحر الأحمر لخدمات الإسكان
٨. الشركة السعودية العالمية للبتروكيماويات (سبكيم)
٩. الشركة السعودية لصناعة الورق
١٠. الشركة السعودية للطباعة والتغليف
١١. الشركة السعودية للأبحاث والتسويق
١٢. الشركة السعودية لإنتاج الأنابيب الفخارية
١٣. الشركة المتحدة الدولية للمواصلات
١٤. الشركة السعودية للصناعات المتطورة
١٥. شركة الخليج للتدريب والتعليم
١٦. مجموعة السريع التجارية الصناعية
١٧. شركة مجموعة استرا الصناعية
١٨. شركة هرفي للخدمات الغذائية
١٩. شركة الشرق الأوسط للكابلات المتخصصة
٢٠. شركة أسواق عبدالله العثيم
٢١. شركة الحسن غازي إبراهيم شاكر
٢٢. شركة أبناء عبدالله عبدالمحسن الخضري
٢٣. شركة كيماويات الميثانول (كيمانول)
٢٤. شركة حلواني اخوان
٢٥. شركة المواساة للخدمات الطبية
٢٦. شركة دار الأركان للتطوير العقاري
٢٧. شركة الصناعات الكيماوية الأساسية
٢٨. مجموعة محمد المعجل

مجلة المحاسبة والإدارة والتأمين، كلية التجارة، جامعة القاهرة، العدد (٧٩)، لسنة ٢٠١١م