

انعكاس الإدراج المزدوج لأسهم الشركات على سيولة هذه الأسهم وعلى سيولة
سوق الأوراق المالية المدرجة فيها
(دراسة حالة شركة أمريكانا للمطاعم العالمية بي إل سي)

**The Reflection of Dual-Listing of Companies' Shares on Their
Liquidity and on the Liquidity of The Stock Market in Which These
Shares are Listed**

(A Case Study of Americana International Restaurants PLC)

دراسة أعدت لنيل درجة الإجازة في علوم الإدارة المالية والمصرفية

إعداد الطالبة

ميسم إبراهيم الزبداني الشهير بالعرجا

إشراف الدكتور

د. منال الموصللي

العام الدراسي

2023/2022

الإهداء

بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ

﴿يَرْفَعُ اللَّهُ الَّذِينَ آمَنُوا مِنْكُمْ وَالَّذِينَ أُوتُوا الْعِلْمَ دَرَجَاتٍ﴾ (المجادلة: 11).

صدق الله العظيم

إلى من كان رفيق اسمي طيلة رحلتي الجامعية، إلى من جعل للرجولة مقاييس في حياتي

إلى والدي إبراهيم الزبداني

إلى قبطان سفينتي، إلى من صدقت في رسالة أمومتها، إلى من كانت نور على نور

إلى أمي نور الحايك

إلى من تعيد إليّ شغف الحياة كلّما أوشكت على فقده، إلى تلك الدمية الأدمية التي أنجبتها لي أمي في سنتي السابعة لتصبح طفلي الأولى، إلى لحن الحياة

جوجو

وأخيراً إلى نفسي، ها أنتِ اليوم ترتدين ثوب التخرُّج بالرغم من مئات المرّات التي أقسمت على أنّك لن تبلغي الهدف لكن بالرغم من كل الظروف التي مررت بها نعم لقد فعلتها، تذكرني دائماً كلّما أوشكت على الاستسلام لماذا بدأت

ميسم ذات السبع سنوات

الشكر والتقدير

اللهم لك الشكر ولك الحمد حمداً كثيراً مباركاً يليق بجلال وجهك وعظيم سلطانك أن وفقّنتي لإنجاز هذه الدراسة، لك الحمد حتّى ترضى ولك الحمد إذا رضيت ولك الحمد بعد الرضا...

الشكر أولاً وأخيراً لله رب العالمين

يسعدني أن أتقدّم بجزيل الشكر والعرفان إلى مشرفتي الفاضلة الدكتورة "منال الموصلي" على كل ما قدّمته لي من توجيه وإشراف منذ لحظة قبولها للإشراف وحتّى إتمام هذه الدراسة، داعيةً الله عزّ وجل أن يوفقها ويسدّد خطاها كما أتقدّم بجزيل الشكر والاحترام إلى أعضاء لجنة المناقشة الموقّرين:

الدكتور راجب غصين

الدكتور ياسر كفا

وذلك لتفضّلهم بمناقشة هذه الدراسة، وعلى ما تكبّدوه من عناء في قراءة دراستي المتواضعة وإغناءها بمقترحاتهم القيمة، وكذلك لجهدهم وتعبهم معنا طوال فترة الدراسة الجامعية.

وأنتقدّم أيضاً بالشكر والتقدير إلى أعضاء الهيئة التدريسية في المعهد العالي لإدارة الأعمال وعلى رأسهم عميد المعهد الأستاذ الدكتور طلال عبّود

الملخص

هدفت هذه الدراسة إلى اختبار انعكاس الإدراج المزدوج على سيولة أسهم شركة أمريكانا للمطاعم العالمية بي إل سي التي تم إدراجها في كل من سوق أبو ظبي للأوراق المالية والسوق المالي السعودي (تداول) وعلى سيولة هذين السوقيين. وذلك خلال الفترة الممتدة من تاريخ 23 تموز 2022 حتى تاريخ 28 نيسان 2023 بناءً على تقارير أسبوعية وذلك بالنسبة لسوق أبو ظبي للأوراق المالية والسوق المالي السعودي (تداول)، وبالنسبة لأسهم شركة أمريكانا للمطاعم العالمية بي إل سي تمت الدراسة خلال الفترة الممتدة من تاريخ 15 كانون الأول 2022 وحتى تاريخ 1 أيار 2023 بناءً على بيانات يومية. ولتحقيق هدف الدراسة والإجابة على التساؤلات تم مقارنة سيولة السهم بين السوقيين، كما تم مقارنة السيولة بين سوقي الأوراق المالية قبل وبعد الإدراج المزدوج بالإضافة إلى مقارنة السيولة ضمن السوق الواحد قبل وبعد الإدراج المزدوج. وخلصت الدراسة إلى: يوجد اختلاف جزئي في سيولة سهم شركة أمريكانا للمطاعم العالمية بي إل سي بين سوق أبو ظبي للأوراق المالية والسوق المالي السعودي (تداول)، كما أدى الإدراج المزدوج لشركة أمريكانا للمطاعم العالمية بي إل سي لزيادة السيولة بشكل جزئي في كل من سوق أبو ظبي للأوراق المالية والسوق المالي السعودي (تداول). واختتمت الدراسة بمجموعة من التوصيات أهمها توصية أسواق الأوراق المالية بتشجيع الشركات على عملية الإدراج المزدوج لما تحقّقه للسوق من مزايا تتمثل بالمساهمة في الزيادة من كفاءة سوق الأوراق المالية.

كلمات مفتاحية: الإدراج المزدوج، شركة أمريكانا للمطاعم العالمية بي إل سي، سوق أبو ظبي للأوراق المالية، السوق المالي السعودي (تداول)، معدّل دوران السهم، مدى السعر النسبي، نسبة القيمة السوقية إلى الناتج المحلي الإجمالي، معدّل الدوران للسوق، حجم التداول في السوق.

Abstract

This Study Aimed to Test the Reflection of The Dual–Listing on The Liquidity of Americana International Restaurants Plc' Shares, Which Is Listed on The Abu Dhabi Stock Exchange and The Saudi Stock Exchange (Tadawul), And on The Liquidity of These Two Markets. This Is for The Period From 23 July 2022 to 28 April 2023, Based on Weekly Reports for The Abu Dhabi Stock Exchange and The Saudi Stock Exchange (Tadawul), And for The Shares of Americana International Restaurants Plc the Study Was Conducted on The Period From 15 December 2022 Until 1 May 2023, Based on Daily Data. To Achieve the Aim of The Study and Answer the Questions, The Liquidity of The Stock in Each of The Two Markets Was Compared, And the Liquidity Between the Two Stock Markets Before and After the Dual–Listing Was Compared, In Addition to The Liquidity Comparison Within the Single Market Before and After the Dual–Listing. The Study Concluded: There Is A Partial Difference in The Liquidity of Americana International Restaurants Plc' Shares Between the Abu Dhabi Stock Exchange and The Saudi Stock Exchange (Tadawul), Also the Dual–Listing of Americana International Restaurants Plc on The Has Partially Increased Liquidity in both Abu Dhabi Stock Exchange and in The Saudi Stock Exchange (Tadawul). The Study Concluded with A Set of Recommendations, The Most Important of Which Is the Stock Market's Recommendation to Encourage Companies to Dual–List Due to The Advantages It Brings to The Stock Market Represented in Contributing to The Increase in The Efficiency of The Stock Market.

Keywords: Dual–Listing, Americana International Restaurants Plc, Abu Dhabi Stock Exchange, Saudi Stock Exchange (Tadawul), Share Turnover Rate, Spread, Stock Market Capitalization To GDP, Stock Market Turnover Rate, Stock Market Trade Volume.

جدول المحتويات

1	..... الفصل التمهيدي الإطار العام للدراسة
2	..... 1.1 مقدمة الدراسة
3	..... 1.2 الدراسات السابقة
3	..... 1.2.1 الدراسات العربية
4	..... 1.2.2 الدراسات الأجنبية
6	..... 1.3 خلاصة عن الدراسات السابقة
7	..... 1.4 ما يميز الدراسة الحالية عن الدراسات السابقة
8	..... 1.5 مشكلة الدراسة
8	..... 1.6 فرضيات الدراسة
9	..... 1.7 أهمية الدراسة
10	..... 1.8 أهداف الدراسة
10	..... 1.9 الحالة المدروسة
10	..... 1.10 منهج الدراسة
10	..... 1.11 مصادر جمع البيانات وفترة الدراسة
12	..... الفصل الأول
12	..... الإطار النظري للدراسة
14	..... 1.1 سوق المال
14	..... 1.1.1 مفهوم سوق المال

14.....	1.1.2 تصنيف سوق المال
15.....	1.1.3 الإدراج في سوق المال
18.....	1.1.4 الأدوات المتداولة في سوق الأوراق المالية
22.....	1.2 الإدراج المزدوج
22.....	1.2.1 مفهوم الإدراج المزدوج Dual-Listing
23.....	1.2.2 مزايا الإدراج المزدوج
25.....	1.2.3 تحديات الإدراج المزدوج
26.....	1.2.4 طرق الإدراج المزدوج
27.....	1.1 سيولة سوق الأوراق المالية
27.....	1.1.1 مفهوم سيولة سوق الأوراق المالية
27.....	1.1.2 علاقة سيولة سوق الأوراق المالية بتطوير وكفاءة السوق
28.....	1.1.3 مؤشرات قياس سيولة سوق الأوراق المالية
29.....	1.2 سيولة الأسهم
29.....	1.2.1 مفهوم سيولة الأسهم
31.....	1.2.2 أهمية سيولة الأسهم
31.....	1.2.3 العوامل التي تؤثر على سيولة الأسهم
33.....	1.2.4 مقاييس سيولة الأسهم
35.....	الفصل الثاني
35.....	الإطار العملي للدراسة.....
37.....	1.1 لمحة عن الأسواق المالية المدرجة فيها أسهم الحالة المدروسة

37	1.1.1 سوق أبو ظبي للأوراق المالية (ADX).....
37	1.1.2 السُّوق المالي السُّعودي (تداول)
38	1.2 الحالة المدروسة (شركة أمريكانا للمطاعم العالمية بي إل سي (أمريكانا للمطاعم المحدودة سابقاً))
38	1.2.1 عن الشَّرْكة
	1.2.2 ملخَّص عملية الطَّرح العام الأولي المزوج والمتزامن والتَّداول في سوق أبو ظبي للأوراق المالية والسُّوق المالي السُّعودي (تداول)
40	.....
49	1.3 متغيرات الدراسة
50	1.4 خطوات الدراسة
52	1.1 التَّوصيف الإحصائي لمتغيرات الدراسة
54	1.5 اختبار الفرضيَّات ومناقشة النَّتائج
69	1.1 النَّتائج
70	1.2 التَّوصيات
71	1.1 المراجع العربية
72	1.2 المراجع الأجنبية
73	1.3 المواقع الإلكترونيَّة

فهرس الجداول

- جدول (1) خلاصة عن الدراسات السابقة 6
- جدول (2) خلاصة عن الدراسات السابقة 7
- جدول (3) مقاييس سيولة السهم 33
- جدول (4) الجدول الزمني للاكتتاب والإدراج 46
- جدول (5) الجدول الزمني للاكتتاب والإدراج 47
- جدول (6) نسبة ملكية الشركة قبل عملية الطرح 48
- جدول (7) نسبة ملكية الشركة بعد عملية الطرح 48
- جدول (8) هيكل رأس مال الشركة بعد اكتمال عملية الطرح 48
- جدول (9) التوصيف الإحصائي لمتغيرات سيولة السهم 52
- جدول (10) التوصيف الإحصائي لمتغيرات سيولة سوق الأوراق المالية 53
- جدول (11) التوصيف الإحصائي لمعدّل دوران سهم شركة أمريكانا للمطاعم العالمية بي إل سي 54
- جدول (12) اختبار T لعينات مستقلة لمعدّل دوران سهم أمريكانا للمطاعم العالمية بي إل سي 54
- جدول (13) التوصيف الإحصائي لمدى السعر النسبي لسهم أمريكانا للمطاعم العالمية بي إل سي 55
- جدول (14) اختبار T لعينات مستقلة لمدى السعر النسبي لسهم أمريكانا للمطاعم العالمية بي إل سي 55
- جدول (15) ملخص نتائج الفرضية الرئيسية من المجموعة الأولى 56
- جدول (16) التوصيف الإحصائي لنسبة القيمة السوقية إلى الناتج المحلي الإجمالي 57
- جدول (17) اختبار T لعينات مستقلة لنسبة القيمة السوقية إلى الناتج المحلي الإجمالي 57
- جدول (18) التوصيف الإحصائي لمعدّل الدوران للسوق 58
- جدول (19) اختبار T لعينات مستقلة لمعدّل الدوران للسوق 58
- جدول (20) التوصيف الإحصائي لحجم التداول في السوق 58
- جدول (21) اختبار T لعينات مستقلة لحجم التداول في السوق 59
- جدول (22) ملخص نتائج الفرضية الرئيسية الأولى من المجموعة الثانية 59
- جدول (23) التوصيف الإحصائي لنسبة القيمة السوقية إلى الناتج المحلي الإجمالي 60

- جدول (24) اختبار T لعينات مستقلة لنسبة القيمة السوقية إلى الناتج المحلي الإجمالي 60
- جدول (25) التوصيف الإحصائي لمعدّل الدوران للسوق 61
- جدول (26) اختبار T لعينات مستقلة لمعدّل الدوران للسوق 61
- جدول (27) التوصيف الإحصائي لحجم التداول في السوق 62
- جدول (28) اختبار T لعينات مستقلة لحجم التداول في السوق 62
- جدول (29) ملخّص نتائج الفرضية الرئيسة الثانية من المجموعة الثانية 63
- جدول (30) التوصيف الإحصائي لعينتين مرتبطتين 64
- جدول (31) معامل الارتباط لعينتين مرتبطتين 64
- جدول (32) اختبار T لعينتين مرتبطتين 64
- جدول (33) ملخّص نتائج الفرضية الرئيسة الأولى من المجموعة الثالثة 65
- جدول (34) التوصيف الإحصائي لعينتين مرتبطتين 66
- جدول (35) معامل الارتباط لعينتين مرتبطتين 66
- جدول (36) اختبار T لعينتين مرتبطتين 66
- جدول (37) ملخّص نتائج الفرضية الرئيسة الثانية من المجموعة الثالثة 67

الفصل التمهيدي الإطار العام للدراصة

1.1 مقدمة الدراسة

تسلط أدبيات التمويل الضوء على أهمية السيولة في أسواق الأوراق المالية، إذ تعد السيولة مؤشراً هاماً للتعبير عن حالة السوق. ويرجع مفهوم سيولة سوق الأوراق المالية إلى القدرة على تداول الورقة المالية بتكلفة منخفضة مع تأثير ضئيل على السعر، فضلاً عن أنّ السيولة تعطي المستثمرين المرونة لبيع أصولهم عند الحاجة. وتعد سيولة الأسهم أمراً أساسياً لكفاءة سوق الأوراق المالية، ولها أيضاً تأثير كبير على المستثمرين والشركات فهي مفيدة للتحوط وإدارة المخاطر وتسعير الأصول، ولها أيضاً تأثير إيجابي على قيمة الشركة. وبالتالي زاد الاهتمام بقضية سيولة الأسهم على مستوى العالم وجذبت محددات سيولة الأسهم المزيد من الاهتمام من جانب الأكاديميين في محاولة منهم لتحديد العوامل المحتملة التي تؤثر في سيولة الأسهم.

وقد شهد الإدراج المزدوج اهتماماً ملحوظاً في أواخر القرن الماضي، ثم تجدد الاهتمام به مرة أخرى في الآونة الأخيرة ويرجع ذلك إلى انفتاح الأسواق في ظل العولمة. ويقصد بالإدراج المزدوج قيد وطرح وتداول أسهم الشركة المساهمة في أكثر من سوق وفي نفس الوقت مما يتيح للمتداولين بيع وشراء أسهم الشركة في أكثر من سوق باستخدام عملات مختلفة وأوقات تداول مختلفة. ولالإدراج المزدوج فوائد عديدة لكافة الأطراف ذات العلاقة بعملية الطرح والتداول سواء الشركات المصدرة للأوراق المالية، المستثمرين وسوق الأوراق المالية وأيضاً الاقتصاد القومي حيث يترتب عليه تنشيط الأسواق واجتذاب المستثمرين الأجانب وتوفير المزيد من رؤوس الأموال والعملات الأجنبية، حيث تعتبر الأسباب الرئيسية الكامنة وراء قيام الشركات بتبني هذا المفهوم والمتعارف عليها دولياً هي إعطاء فرصة النفاذ للسوق العالمي والتعامل مع شبكة واسعة من المستهلكين والموردين والمستثمرين وبالنسبة للأسواق المالية فإن زيادة عدد الأوراق المالية المدرجة فيها يزيد من معدلات وعمولات التداول وهذا من شأنه أن يزيد من أرباح السوق، كما أنّ الإدراج المزدوج سيحل كثيراً من المشاكل التي يعاني منها سوق الأسهم، إذ يعطي فرصة للشركات التي تريد أن تتوسع في أنشطتها خارج حدودها المحلية والإقليمية وبالتالي تتمثل في تشكّل حجم تداول مرتفع وكثيف على أسهم الشركة يمكن من التوصل إلى السعر العادل للسهم جرّاء عدد الأسهم المتداولة المرتفعة إضافة إلى تقليل مدى السعر النسبي والذي يعتبر أحد مقاييس السيولة في السوق وانخفاض المخاطرة بشكل عام. وبناءً على ما تقدّم جاءت هذه الدراسة لتبحث في أثر الإدراج المزدوج في سيولة أسهم الشركة وفي سيولة أسواق الأوراق المالية المدرجة فيها هذه

الأسهم وذلك من خلال دراسة حالة شركة أمريكانا وإدراجها المزدوج في كل من سوق أبو ظبي للأوراق المالية والسوق المالي السعودي (تداول).

1.2 الدراسات السابقة

1.2.1 الدراسات العربية

1.2.1.1 دراسة (خيري، 2023)، بعنوان: أثر الإدراج المزدوج وحجم مكتب المراجعة على جودة التقارير المالية (دراسة تطبيقية)

تهدف هذه الدراسة إلى فحص أثر كل من الإدراج المزدوج وحجم مكتب المراجعة على جودة التقارير المالية في بيئة الأعمال المصرية. ولتحقيق الهدف استخدمت الدراسة ثلاثة نماذج لقياس جودة التقارير المالية للحصول على نتائج أكثر دقة. وقد تمّ التطبيق على عينة من الشركات غير المالية المقيّدة بسوق الأوراق المالية المصرية والتي بلغ عددها 40 شركة وتحتوي هذه العينة على مجموعة من الشركات المدرجة إدراجاً مزدوجاً وذلك خلال الفترة من عام 2017 وحتى عام 2019. خلصت الدراسة إلى وجود علاقة معنوية موجبة بين الإدراج المزدوج وجودة التقارير المالية في بيئة الأعمال المصرية وذلك عند مستوى معنوية 1%، وعدم وجود علاقة معنوية بين حجم مكتب المراجعة وجودة التقارير المالية في بيئة الأعمال المصرية.

1.2.1.2 دراسة (الزهيري، 2015)، بعنوان: إمكانية تطبيق المراجعة الدولية لتحقيق العائد على الأوراق المالية (دراسة تطبيقية في سوقي نيويورك ولندن للأوراق المالية)

هدفت الدراسة إلى التعرف على مدى مساهمة المراجعة في تحقيق العوائد من الفترة (2014/7/23) إلى (2014/9/4). ولتحقيق الهدف تمّ دراسة إمكانية استخدام المراجعة الدولية لتحقيق العوائد على الأوراق المالية وبيان فيما إذا كانت العوائد المتحققة على الأوراق المالية ناتجة عن تقلّب متغيرين أساسيين هما أسعار الأسهم ذات الإدراج المزدوج وأسعار الصرف. تمّ اختيار كل من سوقي نيويورك ولندن للأوراق المالية ليمثلا حالة الدراسة لكونهما من الأسواق الكبرى التي تتمتع بمستوى قوي من الكفاءة والتي يتم فيها الإدراج المزدوج. طبقت الدراسة على أسهم جميع الشركات ذات الإدراج المزدوج في سوقي نيويورك ولندن للأوراق المالية وقد تمّ أخذ عينة مكوّنة من أسهم تعود لسبعة شركات. خلصت الدراسة إلى عدة نتائج أهمّها: إمكانية تحقّق المراجعة في الأسواق الكفؤة نتيجةً لاختلاف تكاليف

المعاملات وتغيّر أسعار صرف العملات في كل سوق، إمكانية تحقيق عوائد مجانية من عمليّات المراجعة تختلف باختلاف أسعار الأسهم وأسعار صرف العملات في كل سوق.

1.2.2 الدراسات الأجنبية

1.2.2.1 دراسة (Müller et al, 2022)، بعنوان: Tracking the Performance of Listed

Shares: A Comparison Between JSE Single- and Dual-listed Shares

هدفت الدراسة إلى تأكيد أو دحض التصوّر العام عن تفوُّق الشركات ذات الإدراج المزدوج بالأداء على الشركات ذات الإدراج الفردي. ولتحقيق الهدف تمّ عمل مقارنة بين شركات في جنوبي أفريقيا مدرجة في سوق الأوراق المالية JSE (Johannesburg Stock Exchange) إدراج فردي ومزدوج، باستخدام أهم ستة نسب مالية يتم استخدامها لقياس أداء الأسهم، هذه النسب هي: نسبة ربحية السهم (EPS)، نسبة السعر إلى الربح (P/E)، نسبة القيمة السُّوقية إلى القيمة الدفترية (M/B)، نسبة السُّيولة (CR)، نسبة الدين إلى حقوق الملكية (D'ER)، نسبة العائد إلى حقوق الملكية (ROE)، النسب تقيس كل من السيولة الملاءة النّشاط والربحية. تمّت الدراسة على تسع قطاعات و18 سهماً، هذه القطاعات هي قطاعات صناعية تتضمّن قطاع النّقل، المواد الاستهلاكية، الطباعة، المستحضرات الصيدلانية، النّعدين والنّصنيع، التّكنولوجيا، المواد الفاخرة. تمّ جمع البيانات المطلوبة لدراسة النسب المالية من تسع قطاعات مختلفة تتضمّن شركتين من كل قطاع ثمّ عمل مقارنة بين كل شركتين تنتمي لقطاع واحد باستخدام الخط البياني من مايكروسوفت اكسل 2019، وذلك في الفترة الممتدة من 2005 حتى 2020 لقياس أداء الشركات خلال السّنوات الطبيعية وفي سنوات الأزمات كعام 2008 أزمة الرّهون العقارية وعام 2020 وباء كوفيد-19، وذلك باستخدام بيانات كمية ثانوية. خلصت الدراسة إلى تأكيد تفوُّق الشركات ذات الإدراج المزدوج في الأداء على الشركات ذات الإدراج الفردي.

1.2.2.2 دراسة (Mazur et al, 2018)، بعنوان: Impact of Dual Listing of Companies'

shares on their Liquidity

هدفت الدراسة لاختبار أثر الإدراج المزدوج على سيولة أسهم الشَّرَكَات في سوق الأوراق المالية المحلية وذلك قبل وبعد طرح هذه الأسهم في الأسواق الدّولية. تمّ تحقيق الهدف من خلال مؤشرات السُّيولة الرئيّسة مثل مدى السعر النسبي Spread (الفرق بين سعر الطلب وسعر العرض) وحجم التّداول، وذلك قبل 32 أسبوع وبعده 31 أسبوع من

طرح الأسهم خارج السّوق المحلية -إنّ نقطة الطرح العام الأولي-هي أساس الدراسة. تمّ أخذ البيانات من كل من أسواق الأوراق المالية التّالية Warsaw، Prague وBudapest. الشّركات المشمولة في العينة تنتمي للقطاعات التّالية: البنوك، الصناعات الكيماوية، البيع بالتجزئة، النفط وصناعة الغاز، الموارد، توليد الطّاقة، الإعلام ووسائل الاتصال وعددها 15 شركة. تمّ استخدام اختبار (T) لعمل مقارنة بين بيانات كل من حجم التّداول ومدى السعر النسبي للشّركات مع متوسط مؤشرات السّوق لكل من أسواق الأوراق المالية التّالية Warsaw وPrague بالإضافة لسوق Budapest للأوراق المالية. خلصت الدراسة إلى: وجود انخفاض في مدى السعر النسبي ووجود أثر إيجابي على نمو حجم التّداول في سوق الأوراق المالية المحلية بعد الإدراج في الأسواق الدولية بالمقارنة مع متوسط مؤشر السّوق.

1.2.2.3 دراسة (Atanasova & Li, 2015)، بعنوان: Multi-market Trading, Price

Spreads and Liquidity: Evidence from Cross-listed Companies

هدفت الدراسة لاختبار العلاقة بين الفوارق السعرية لزوج من الأدوات المالية ذات الإدراج المزدوج وسيولة كل منهما، لعينة كبيرة من شركات دولية يتم تداول أسهمها في كل من سوق الأوراق المحلية الخاص بكل شركة وفي سوق الأوراق المالية للولايات المتحدة وذلك لكل من إيصالات الإيداع الأميركية (ADR) والأسهم العادية. باستخدام عينة من 650 شركة من 18 دولة للفترة من (2 كانون 1997 إلى 29 كانون الأول 2012). خلصت الدراسة إلى أنّ السيولة العالية مرتبطة بالفارق سعري المنخفض لإيصالات الإيداع. هناك علاقة إيجابية بين السيولة والسعر العادل وإنّ السيولة تؤثر في التّقارب سعري بين إيصالات الإيداع والأسهم المتداولة وذلك عن طريق إحدى الطريقتين إمّا التّداول عبر مؤسّسة بدلاً من التّداول الفردي وذلك عبر شخص محترف يدير محفظة تتضمّن مجموعة من الأصول أو من خلال تكاليف الاحتفاظ التي تعيق عملية المراجعة.

1.2.2.4 دراسة (Hauser et al, 2011)، بعنوان: The Effects of Dual Listing on Share

Prices and Liquidity in the Absence of Registration Costs

هدفت الدراسة إلى التّعرف على أثر الإدراج المزدوج على كل من أسعار الأسهم وسيولتها، وذلك بعد قرار هيئة الأوراق المالية الإسرائيلية (ISA) Israel Securities Authority في عام 2000 المؤيد للإدراج المزدوج للشركات الإسرائيلية المتداولة في الولايات المتحدة وليست في إسرائيل. تمّ اختيار 30 شركة جميعها تمّ إدراجها في البداية في سوق الأوراق المالية National Association of Securities Dealers Automated Quotations

System (NASDAQ) ثم قرّرت الإدراج في سوق الأوراق المالية (Tel Aviv Stock (TASE بعد قرار هيئة الأوراق المالية الإسرائيلية المشجع على الإدراج المزدوج. وذلك خلال الفترة الممتدة من أول إعلان لإدراج مزدوج في تاريخ 2000/11/3 وحتى الإعلان في تاريخ 2006/2/13. وخلصت الدراسة إلى أن: حجم تداول الشركات بعد الإدراج المزدوج قد زاد بنسبة 123% وحوالي 42% من إجمالي الحجم كان في سوق الأوراق المالية TASE دون وجود أثر سلبي على سوق الأوراق المالية NASDAQ، وارتفاع أسعار الأسهم بنحو 9% جزاء زيادة السيولة.

1.3 خلاصة عن الدراسات السابقة

تبين الجدول التالي خلاصة عن الدراسات السابقة.

جدول (1) خلاصة عن الدراسات السابقة

عنوان الدراسة	الباحث	الهدف	متغيرات الدراسة	عينة الدراسة	النتيجة
أثر الإدراج المزدوج وحجم مكتب المراجعة على جودة التقارير المالية (دراسة تطبيقية)	(خيري، 2023)	تهدف هذه الدراسة إلى فحص أثر كل من الإدراج المزدوج وحجم مكتب المراجعة على جودة التقارير المالية في بيئة الأعمال المصرية	جودة التقارير المالية، الإدراج المزدوج، حجم مكتب المراجعة	عينة من الشركات غير المالية المقيّدة بسوق الأوراق المالية المصرية والتي بلغ عددها 40 شركة وتحتوي هذه العينة على مجموعة من الشركات المدرجة إدراجاً مزدوجاً	خلصت الدراسة إلى وجود علاقة معنوية موجبة بين الإدراج المزدوج وجودة التقارير المالية في بيئة الأعمال المصرية وذلك عند مستوى معنوية 1%، وعدم وجود علاقة معنوية بين حجم مكتب المراجعة وجودة التقارير المالية في بيئة الأعمال المصرية
Tracking the Performance of Listed Shares: A Comparison Between JSE Single- and Dual-listed Shares	(Müller et al, 2022)	التأكد على تفوق الشركات ذات الإدراج المزدوج بالأداء على الشركات ذات الإدراج الفردي	سنة نسب مالية	تسع قطاعات مختلفة تتضمن شركتين من كل قطاع وبالتالي تمّت الدراسة على تسع قطاعات و 18 سهماً	تأكيد تفوق الشركات ذات الإدراج المزدوج في الأداء على الشركات ذات الإدراج الفردي
Impact of Dual Listing of Companies' shares on their Liquidity	(Mazur et al, 2018)	اختبار أثر الإدراج المزدوج على سيولة أسهم الشركات في سوق الأوراق المالية المحلية وذلك قبل وبعد طرح هذه الأسهم في الأسواق الدولية	مدى السعر النسبي، حجم تداول الأسهم	15 شركة	وجود انخفاض في مدى السعر النسبي (الفرق بين سعر الطلب وسعر العرض) ووجود أثر إيجابي على نمو حجم التداول في سوق الأوراق المالية المحلية بعد الإدراج في الأسواق الدولية بالمقارنة مع متوسط مؤشر السوق

عنوان الدراسة	الباحث	الهدف	متغيرات الدراسة	عينة الدراسة	النتيجة
Multi-market : Trading, Price Spreads and Liquidity: Evidence from Cross-listed Companies	Atanasova & Li, 2015	هدفت الدراسة لاختبار العلاقة بين الفوارق السعرية لزوج من الأدوات المالية ذات الإدراج المزدوج وسيولة كل منهما	مدى السعر النسبي، حجم التداول اليومي للأسهم، اللوغاريتم الطبيعي لحجم التداول اليومي للأسهم، اللوغاريتم الطبيعي للعوائد اليومية مقسومة على الحجم بالدولار، عدد العوائد الصفرية مقسومة على عدد أيام التداول	عينة من 650 شركة من 18 دولة	السيولة العالية مرتبطة بالفارق السعري المنخفض لإيصالات الإيداع. هناك علاقة إيجابية بين السيولة والسعر العادل وإن السيولة تؤثر في التقارب السعري بين إيصالات الإيداع والأسهم المتداولة وذلك عن طريق إحدى الطريقتين إما التداول عبر مؤسسة بدلاً من التداول الفردي وذلك عبر شخص محترف يدير محفظة تتضمن مجموعة من الأصول أو من خلال تكاليف الاحتفاظ التي تعيق عملية المراجعة
The Effects of Dual Listing on Share Prices and Liquidity in the Absence of Registration Costs	(Hauser et al, 2011)	التعرف على أثر الإدراج المزدوج على كل من أسعار الأسهم وسيولتها	أسعار الأسهم وحجم التداول	30 شركة مدرجة بشكل مزدوج في كل من سوقي TASE وNASDAQ ولأوراق المالية	حجم تداول الشركات بعد الإدراج المزدوج قد زاد بنسبة 123% وحوالي 42% من إجمالي الحجم كان في سوق الأوراق المالية TASE دون وجود أثر سلبي على سوق الأوراق المالية NASDAQ، وارتفاع أسعار الأسهم بنحو 9% جزاء زيادة السيولة
إمكانية تطبيق المراجعة الدولية لتحقيق العائد على الأوراق المالية (دراسة تطبيقية في سوقي نيويورك ولندن للأوراق المالية)	(الزهيري، 2015)	التعرف على مدى مساهمة المراجعة في تحقيق العوائد	أسعار الأسهم في كلا السوقيين، أسعار الصرف وتكاليف المعاملات	أسهم سبع شركات مدرجة في سوقي نيويورك ولندن للأوراق المالية إدراجاً مزدوجاً	إمكانية تحقق المراجعة في الأسواق الكفوة نتيجة لاختلاف تكاليف المعاملات وتغير أسعار صرف العملات في كل سوق، إمكانية تحقيق عوائد مجانية من عمليات المراجعة تختلف باختلاف أسعار الأسهم وأسعار صرف العملات في كل سوق

جدول (2) خلاصة عن الدراسات السابقة

1.4 ما يميز الدراسة الحالية عن الدراسات السابقة

- عدم وجود دراسة عربية على حد علم الباحثة تناولت موضوع الدراسة.
- الطرح العام الأولي والإدراج لأسهم الحالة المدروسة كانت في سوقيين ماليين وبشكل متزامن.
- الدراسة طبقت على أسواق عربية.

1.5 مشكلة الدراسة

بناءً على ما تقدّم يمكن صياغة مشكلة الدراسة في الأسئلة التالية:

- هل يوجد اختلاف ما بين سيولة سهم شركة أمريكانا للمطاعم العالمية بي إل سي في سوق أبو ظبي للأوراق المالية وسيولته في السوق المالي السعودي(تداول)؟
- هل الإدراج المزدوج لشركة أمريكانا للمطاعم العالمية بي إل سي يؤدي إلى زيادة السيولة في سوق أبو ظبي للأوراق المالية؟
- هل الإدراج المزدوج لشركة أمريكانا للمطاعم العالمية بي إل سي يؤدي إلى زيادة السيولة في السوق المالي السعودي(تداول)؟

1.6 فرضيات الدراسة

بهدف الإجابة على التساؤلات الواردة ضمن مشكلة الدراسة قامت الباحثة بصياغة ثلاث مجموعات من الفرضيات:

- 1- المجموعة الأولى: تنصّ الفرضية على أنه يوجد فارق معنوي بين سيولة سهم شركة أمريكانا للمطاعم العالمية بي إل سي في سوق أبو ظبي للأوراق المالية وسيولته في السوق المالي السعودي(تداول). ويتفرّع عن فرضيات هذه المجموعة:
 - يوجد فارق معنوي في معدّل دوران سهم شركة أمريكانا للمطاعم العالمية بي إل سي بين سوق أبو ظبي للأوراق المالية والسوق المالي السعودي(تداول).
 - يوجد فارق معنوي في مدى السعر النسبي لسهم شركة أمريكانا للمطاعم العالمية بي إل سي بين سوق أبو ظبي للأوراق المالية والسوق المالي السعودي(تداول).
- 2- المجموعة الثانية:

- أولاً: تنصّ الفرضية على أنه يوجد فارق معنوي بين سيولة سوق أبو ظبي للأوراق المالية وسيولة السوق المالي السعودي(تداول) قبل الإدراج المزدوج لشركة أمريكانا للمطاعم العالمية بي إل سي. ويتفرّع عنها الفرضيات التالية:
- يوجد فارق معنوي في القيمة السوقية إلى الناتج المحلي الإجمالي بين سوق أبو ظبي للأوراق المالية والسوق المالي السعودي (تداول) قبل الإدراج المزدوج.

- يوجد فارق معنوي في معدّل الدّوران بين سوق أبو ظبي للأوراق المالية والسّوق المالي السّعودي (تداول) قبل الإدراج المزدوج.
- يوجد فارق معنوي في حجم التّداول بين سوق أبو ظبي للأوراق المالية والسّوق المالي السّعودي (تداول) قبل الإدراج المزدوج.

ثانياً: تنصّ الفرضية على أنّه يوجد فارق معنوي بين سيولة سوق أبو ظبي للأوراق المالية وسيولة السّوق المالي السّعودي (تداول) بعد الإدراج المزدوج لشركة أمريكانا للمطاعم العالمية بي إل سي. ويتفرّع عنها الفرضيات التالية:

- يوجد فارق معنوي في القيمة السّوقية إلى النّاتج المحلي الإجمالي بين سوق أبو ظبي للأوراق المالية والسّوق المالي السّعودي (تداول) بعد الإدراج المزدوج.
- يوجد فارق معنوي في معدّل الدّوران بين سوق أبو ظبي للأوراق المالية والسّوق المالي السّعودي (تداول) بعد الإدراج المزدوج.
- يوجد فارق معنوي في حجم التّداول بين سوق أبو ظبي للأوراق المالية والسّوق المالي السّعودي (تداول) بعد الإدراج المزدوج.
- المجموعة الثالثة:

أولاً: تنصّ الفرضية على أنّه يوجد فارق معنوي في سيولة سوق أبو ظبي للأوراق المالية قبل وبعد الإدراج المزدوج لشركة أمريكانا للمطاعم العالمية بي إل سي.

ثانياً: تنصّ الفرضية على أنّه يوجد فارق معنوي في سيولة السّوق المالي السّعودي (تداول) قبل وبعد الإدراج المزدوج لشركة أمريكانا للمطاعم العالمية بي إل سي.

1.7 أهمية الدراسة

تتبع أهمية هذه الدراسة بالوقوف على أثر الإدراج المزدوج في سيولة سهم شركة أمريكانا للمطاعم العالمية بي إل سي من خلال مقارنة سيولة سهمها في كل من سوق أبو ظبي للأوراق المالية والسّوق المالي السّعودي (تداول)، إضافة لآثر الإدراج المزدوج في سيولة هذين السّوقين بالمقارنة مع سيولتهما قبل الإدراج. وحيث أنّ الجهات التي تتأثر

بعملية الإدراج المزدوج تتنوع لتشمل كل من الشركات والأسواق المالية والمستثمرين، بالتالي يتوقع أن تنعكس نتائج هذه الدراسة في قرارات الأطراف السابقة على اختلافها.

1.8 أهداف الدراسة

تتلخص أهداف الدراسة في:

- بيان ما إذا كان هناك اختلاف بين سيولة سهم شركة أمريكانا للمطاعم العالمية بي إل سي في سوق أبو ظبي للأوراق المالية وسيولته في السوق المالي السعودي (تداول).
- بيان ما إذا كان الإدراج المزدوج لشركة أمريكانا للمطاعم العالمية بي إل سي يؤدي إلى زيادة السيولة في سوق أبو ظبي للأوراق المالية.
- بيان ما إذا كان الإدراج المزدوج لشركة أمريكانا للمطاعم العالمية بي إل سي يؤدي إلى زيادة السيولة في السوق المالي السعودي (تداول).

1.9 الحالة المدروسة

شركة أمريكانا للمطاعم العالمية بي إل سي (أمريكانا للمطاعم المحدودة سابقاً) التي تم إدراجها بشكل متزامن في كل من سوق أبو ظبي للأوراق المالية (ADX) والسوق المالية السعودي (تداول).

1.10 منهج الدراسة

لاختبار فرضيات الدراسة، تم اعتماد المنهج الوصفي التحليلي من خلال عرض مفهوم كل من الإدراج المزدوج وسيولة كل من سوق الأوراق المالية والأسهم، ومن ثم تحليل البيانات المالية للحالة المدروسة.

1.11 مصادر جمع البيانات وفترة الدراسة

- مصادر جمع البيانات

تم الحصول على البيانات المطلوبة لمتغيرات الدراسة من خلال الموقع الرسمي لصندوق النقد العربي

و <https://www.amf.org.ae/ar>، ومن خلال كل من موقع <https://www.statista.com> وموقع

<https://sa.investing.com/> وذلك في التاريخ الموافق لـ 25 أيار 2023م.

• فترة الدراسة

بالنسبة لسوق أبو ظبي للأوراق المالية والسوق المالي السعودي (تداول)، تمّ تطبيق هذه الدراسة على فترتين قبل وبعد الإدراج المزدوج، وذلك بناءً على تقارير أسبوعية:

- قبل الإدراج المزدوج من تاريخ 23 تموز حتى تاريخ 9 كانون الأول 2022.
- بعد الإدراج المزدوج من تاريخ 16 كانون الأول 2022 حتى تاريخ 28 نيسان 2023.

بالنسبة لأسهم شركة أمريكانا للمطاعم العالمية بي إل سي، اعتمدت الفترة بعد الإدراج المزدوج فقط لعدم وجود إدراج مسبق لشركة أمريكانا للمطاعم العالمية بي إل سي في أي سوق للأوراق المالية، وبالتالي تمّ تطبيق هذه الدراسة على بيانات يومية للسهم في كل من سوق أبو ظبي للأوراق المالية والسوق المالي السعودي (تداول) وذلك من تاريخ 15 كانون الأول 2022 وحتى تاريخ 1 أيار 2023.

وللحصول على نتائج أكثر دقة لم يتم أخذ بيانات الأيام الثلاث الأولى لتداول أسهم شركة أمريكانا للمطاعم العالمية بي إل سي وهي 12 و 13 و 14 كانون الأول 2022، وذلك لإنّ الحد اليومي الأقصى للتذبذب السعري البالغ $\pm 30\%$ والذي ينطبق عادةً على الشركات المدرجة حديثاً في السوق المالي السعودي (تداول) لن ينطبق على أسهم أمريكانا للمطاعم بي إل سي خلال أيام التداول الثلاثة الأولى بما يتماشى مع القواعد المعمول بها في سوق أبو ظبي للأوراق المالية، ولن يكون للأسهم المتداولة في كل من السوق المالي السعودي (تداول) وسوق أبو ظبي للأوراق المالية أي حدود تداول في الأيام الثلاثة الأولى، علماً بأنّه عقب الثلاث الأيام الأولى ستخضع الأسهم المدرجة في السوق المالي السعودي (تداول) وفي سوق أبو ظبي للأوراق المالية لحدود التذبذب الاعتيادية المطبّقة على جميع الأسهم المتداولة في السوقين.

الفصل الأول

الإطار النظري

للدراصة

تمهيد

في هذا الفصل تمّ عرض كل من سوق المال والإدراج المزدوج، كما تمّ عرض سيولة كل من سوق الأوراق المالية والأسهم، وبالتالي ينقسم هذا الفصل إلى مبحثين:

المبحث الأول (الأسواق المالية والإدراج المزدوج)

المبحث الثاني (سيولة سوق الأوراق المالية وسيولة الأسهم)

المبحث الأول (سوق المال، الإدراج المزدوج)

1.1 سوق المال

1.1.1 مفهوم سوق المال

يُعرّف السوق المالي بأنه المكان الذي يلتقي فيه البائعون والمشترون لإتمام الصفقات المالية فيما بينهما وتبادل الأصول المالية، سواءً أكان تبادلاً للأصول المالية قصيرة الأجل أو كان متوسطاً أو طويلاً، حيث يتم التبادل بطريقة منظمة ومدروسة اعتماداً على القوانين واللوائح والتعليمات التي تضمن سير هذه العملية بنجاح تحقيقاً للعائد المتوقع بما يتناسب مع المخاطر المحتملة، وبذلك يتم توجيه المدّخرات للوجهة الصحيحة ضماناً لمصلحة الأطراف المتعاملة في السوق. (صلاح الدين، 2018، ص28) كما يُعرّف بأنه المكان الذي تتوفر فيه عروض وطلبات تداول الأوراق المالية وذلك عبر سوق منظم ومركزي ومن خلال مقصورة أو منصة خاصة مثل سوق الأوراق المالية، أو في سوق غير منظم ويطلق عليه في هذه الحالة التّداول خارج المقصورة OTC. ويعرف أيضاً بأنه سوق أصول سواء رأسمالية أو مالية باختلاف أنواعها وأشكالها، وتكون قابلة للتداول. ولا يفترض دائماً ملكية السلعة أو الأصل المالي لتداولها إنّما هي أداة مالية معدة للتداول طبقاً لقواعد وضوابط خاصة، ودور السوق المالية في هذه الحالة هو تسهيل عملية بيع أو شراء هذا الأصل وتنظيم آليات التداول والرّقابة. (سعيد، 2023، ص 121) ويمكن تعريف سوق المال بأنه: المكان المخصّص المنظم، أو الآلية الإلكترونية أو التقنية المعتمدة التي يتم عبرها الجمع بين البائعين والمشتريين للأوراق المالية، لإكمال عمليات التداول فيما بينهم بشفافية تامة ووفقاً لضوابط ونظم محدّدة بالقانون، ويتميّز بتوفّر وسائل الاتصال الفعّالة ووجود وسطاء مرخّص لهم لتتم عمليات التداول من خلالهم. (الفكي، 2017، ص19)

1.1.2 تصنيف سوق المال

ويمكن تصنيف الأسواق المالية بعدة طرق وفقاً لنظرة الباحث وما يرغب في تحليله ودراسته وذلك على النحو التالي:

- حسب الوظيفة التنظيمية للسوق: فتصنّف الأسواق المالية إلى صنفين، أسواق نظامية وأسواق غير نظامية.

- وفقاً للاعتبارات الزمنية: فتقسم إلى أسواق فورية وأخرى مستقبلية، الأولى تُنجز فيها الصفقات الحالية ويتم فيها تنفيذ العقود والصفقات بشكل فوري، أمّا السُّوق المستقبلية فيتم فيها عمليات العقود الآجلة وعقود المشتقات المختلفة.
- من حيث عمليات نقل الملكية (التداول والإكتتاب): حيث تقسم إلى أسواق أولية وأسواق ثانوية.
- من حيث الاعتبارات المكانية: فتقسم إلى أسواق محلية وأسواق دولية، فالسُّوق المحلية تعمل داخل نطاق القطر المحدد بخلاف السوق الدولية التي تجري عملياتها داخل عدد من الدول وبمختلف العملات وفي ظل قوانين وتشريعات تختلف من دولة إلى أخرى غير أنها تُسهّم بحجم أكبر في تعبئة المدّخرات الأجنبية.
- من حيث أنواع الأدوات وأجالها: فتقسم إلى السُّوق النقدية وسوق المال التي عادةً تُقسّم إلى قسمين متخصصين هما سوق رأس المال وسوق الأوراق المالية وتكون المحصلة النهائية ثلاثة أسواق، وبهذا تعتبر أسواق الأوراق المالية واحدة من ثلاثة أعمدة رئيسة لأسواق المال Financial Market. (الفكي، 2017، ص20)

1.1.3 الإدراج في سوق المال

1.1.3.1 مفهوم الإدراج:

العملية القانونية التي من خلالها يتم تسجيل الأوراق المالية داخل سوق الأوراق المالية حتى يمكن التعامل على أساسها بالبيع والشراء وغير ذلك من صور التعامل، ممّا يترتّب على الجهة المصدرة الالتزام بالقيود والقواعد الخاصّة بالإدراج. (العرمان، 2020، ص177)

1.1.3.2 أنواع الإدراج في سوق المال

1.1.3.2.1 من حيث نقل الملكية تقسم إلى:

أولاً: السوق الأوّلي (سوق الإصدارات) Primary Markets

والسُّوق الأوّلي هو ذلك السوق الذي يتعامل بالإصدارات الأوّلية أو الجديدة من الأوراق المالية للشركات التي تؤسّس حديثاً، ولذلك يسمّى بسوق الإصدارات (التميمي، 2019، ص38) للأوراق المالية للشركات أي عند الاكتتاب بهذه الأوراق لأوّل مرّة، والهدف الأساسي من التّداول في هذا السُّوق هو الحصول على رأس المال الأساسي للمشاريع أو

زيادة رأس المال من خلال تمويل المشروعات الجديدة تحت التأسيس أو توسع المشاريع القائمة حالياً، ويتم تداول الأوراق المالية بهذا السوق بصورة مباشرة من خلال الاتصال بين الجهة المُصدرة للأوراق المالية والمستثمرين سواءً أكانوا أفراداً أو مؤسسات مالية، أو بصورة غير مباشرة من خلال الوَحَدَات المتخصصة بإصدار وتسهيل تداول هذه الأوراق أي الوسطاء، وتلعب بنوك الاستثمار دوراً كبيراً كوسيط وأحياناً كمتعهد للإصدارات الجديدة للشركات وتسويقها للمستثمر، إذ يمكن أن تُطرح هذه الإصدارات للاكتتاب العام أو الخاص ممّا يعطي فرصة لجميع الأفراد والمؤسسات التي لديها فائض في المشاركة بتوفير الأموال، وهو بذلك أداة مهمّة لتجميع المدّخرات وتوجيه استخدامها، وتأتي أهمية الإصدارات الأولى من مساهمتها في زيادة تكوين رأس المال الثابت على مستوى الاقتصاد القومي. ويهدف السوق إلى تسهيل مهمة الحصول على رأس المال الأساسي للمشاريع حديثة التأسيس وهو السوق الذي يكون فيه البائع للورقة المالية (السهم أو السند) هو مُصدِرُها الأصلي (التميمي، 2019، ص39). الأسواق الأولى للأدوات المالية تعني إصداراً للملكية من قبل الشركات، والتي لا بدّ من أن تذهب للجمهور بصيغة أوراق مالية، يبدأ بعدها هؤلاء الناس المستثمرين حاملي الإصدارات الأولى بالتجارة بهذه الأوراق المالية، فالأسهم يُتاجر بها في سوق الأوراق المالية، والسندات يُتاجر بها في سوق السندات. وكذلك فإنّ سوق الإصدارات الأولى تتضمن إصدار الأدوات المالية لزيادة رأس المال أو الدّين، بينما هناك مصارف استثمارية تشارك في بيع وتوزيع الإصدارات الأولى من الأسهم والسندات، ولكن لا تمارس أو تقوم بالتعهدات المطلوبة في تلك العملية. (الجميل، 2017، ص13).

ويقصد بالطرح العام الأولي عملية الإصدار الجديدة للورقة المالية وطرحها للاكتتاب العام للجمهور ويتجلى هذا المفهوم بشكل واضح عند تأسيس الشركات المساهمة العامة أو تحويل الصيغة القانونية للشركة إلى مساهمة عامة، وذلك من خلال طرح الأسهم العادية للاكتتاب بها من قبل المستثمرين دون استثناء ويحقق الطرح العام الأولي (IPO) مزايا عديدة يمكن إيجازها بالآتي:

- 1- توسيع قاعدة رأس المال وإمكانية الوصول إلى مصادر التمويل المختلفة في المستقبل.
- 2- إمكانية تحسين الصورة المؤسسية للشركة عبر إلزامية الإفصاح وتعزيز الثقة بالجمهور.
- 3- يحقق للمؤسسين مكاسب من خلال تنويع محافظهم الاستثمارية وعدم تركيزها.

مقابل هذه المزايا قد يشكل الطرح العام الأولي عبء مالي كبير على الشركة من خلال تكلفة الإصدار ومتطلبات الإفصاح والإبلاغ عن المعلومات، الذي قد يفقد الشركة مكانتها التنافسية أمام الشركات المقارنة التي تزوم لطرح أسهم (صلاح الدين، 2018، ص46). وأيضاً تتخذ الإجراءات المُعتمَدة للطرح العام الأولي فترة زمنية طويلة مدتها تعتمد على مدى جاهزية الشركة ومدى توفر المعلومات ودقتها في بيان التسجيل هذا بالإضافة إلى ظروف السوق. (صلاح الدين، 2018، ص47)

ثانياً: السوق الثانوي (سوق التداول) Secondary Market

يعد من أهم الأسواق في الهيكل المالي لأنه ذلك السوق الذي يتم فيه تداول الأوراق المالية في الشركات القائمة، أي الإصدارات السابقة التي يتم تداول أوراقها المالية في السوق، ويتم تداول الأسهم والسندات التي سبق إصدارها والتي يتم التداول بها بين المستثمرين، وهنا يحصل بائع الورقة المالية في السوق الثانوي على قيمتها وليس الشركة المُصدرة للورقة، ويسمح السوق للمستثمرين باستبدال هذه الأوراق بالنقد، ولذلك فإنه يوفر عنصر السيويلة إلى السوق الأولي ويجعل من وجود السوق الأولية أمراً ممكن، ولذلك فإن كفاءة السوق الأولي تأتي من كفاءة وفاعلية السوق الثانوي، وإن انخفاض كفاءة التداول في هذا السوق يعني احتفاظ حملة الأوراق المالية بها إلى حين فترات استحقاقها، ممّا يخفض درجة السيويلة المالية في السوق وانخفاض في الأموال المتاحة لدى المستثمرين للاكتتاب بالإصدارات الجديدة. ويساعد السوق الثانوي في عملية تسعير الأوراق المالية المُصدرة في السوق الأولية، وإن نجاح التداول في السوق الأولي وكفاءة هذا السوق يعتمد على فاعلية وحجم التداول في السوق الثانوي، ولذلك يرغب القائمون على السوق تحفيز عمليات التداول لخدمة الاقتصاد الحقيقي، ويلعب السوق الثانوي دوراً فاعلاً بالنسبة للشركات الحالية التي ترغب في إصدار أوراق مالية جديدة للحصول على مصدر تمويل لتوسيع أعمالها وتعد الأسعار في السوق الثانوي مُرشداً للشركات عند تحديد سعر الأوراق المالية الجديدة المُقترح إصدارها. (التميمي، 2019، ص41-42) إذا ما صدرت الأسهم وبيعت في السوق الأولية فبعدها يمكن المتاجرة بها، وهذا يعني إعادة بيعها وإعادة شرائها، ففي اليوم الأول للتداول بها قد يرتفع سعرها وقد ينخفض قياسياً بالقيمة التي صدرت بها أولاً (القيمة الاسمية)، وهذا هو دور السوق الثانوية حيث تتم فيه التداولات في الأسهم، ومن هنا يمكن فهم لماذا كان ثانوياً فالبيع يتم فيه للمرة الثانية بعد بيع الإصدار في السوق الأولي. (الجميل، 2017، ص14)

سوق التداول أو السوق الثانوية تعبر عن المكان الذي تتم فيه جميع المعاملات المالية بيعاً وشراءً، والتي يترتب عليها نقل ملكية الأوراق المالية طويلة الأجل من الأسهم والسندات السابق إصدارها من بائع لمشتري، طبقاً لسعر السوق السائد للورقة المالية وقت البيع والشراء، سواءً تمت هذه المعاملات من خلال أسواق منظمة أو غير منظمة. وتتبع أهمية السوق الثانوية من أنها تعمل على تحويل الأوراق المالية أو بيعها خلال آجالها المحددة، ممّا يجعل المستثمر (المدّخر) مطمئناً إلى أنه يستطيع الحصول على السيولة (النقود) اللازمة له في أي وقت يريده. (إسماعيل، 2016، ص15)

1.1.3.2.2 من حيث نطاق الإدراج تقسم إلى:

أولاً: إدراج فردي Single-Listing

عندما تقوم الشركة بإدراج أسهمها في السوق المحلية فقط.

ثانياً: إدراج مزدوج Dual-Listing

الإدراج المزدوج، وهو إدراج الأسهم العادية للشركة في سوق أوراق مالية مختلفة عن سوقها الأساسي والأصلي. (Ndirangu, 2016, p.404) وكون الإدراج المزدوج محور الدراسة سيتم التوسّع فيه.

1.1.4 الأدوات المتداولة في سوق الأوراق المالية

ومن أهم الأدوات المتداولة في سوق الأوراق المالية ما يلي:

1.1.4.1 أدوات الملكية

تتمثل أدوات الملكية في الأسهم وهي عبارة عن أوراق مالية طويلة الأجل تتداول في سوق الأوراق المالية إلى جانب الأوراق الأخرى. (حيواني، 2019، ص8)

1.1.4.1.1 الأسهم

أولاً: مفهوم الأسهم

الأسهم عبارة عن صكوك متساوية القيمة قابلة للتداول في سوق الأوراق المالية بطرق تجارية، حيث تمثل مشاركة في رأس مال إحدى شركات الأموال عموماً، ويمثل السهم حصة الشريك في الشركة التي يساهم في رأسمالها والذي

يتكوّن من مجموع الحصص سواءً كانت الحصّة نقدية أو عينية. السّهم هو حق المساهم في شركة الأموال، وهو الصك الذي يثبت هذا الحق القابل للتداول وفقاً لقواعد القانون التجاري. الأسهم تشكل رأس المال المكتتب والمضاف من قبل المستثمرين، والذي يضم مساهماتهم المالية ويحدد ملكيتهم للشركة، وبالتالي فإنّ كلاً من رأس المال المعلن ورأس المال الفعلي ورأس المال المساهم فيه مصطلحات تعبر عن القيمة الكلية للأسهم التي اقتناها المستثمرون. من المفاهيم السابقة نستنتج أنّ الأسهم هي عبارة عن صكوك متساوية القيمة، سواءً كانت نقدية أو عينية، وتمثل حق ملكية للمكتتب بها وقابلة للتداول وفق القانون التجاري، حيث تمثل المشاركة في رأس مال شركة الأموال. (محمد، 2018، ص182)

يعرّف السّهم بأنّه صك يمثل حقاً عينياً أو نقدي مشاع على أصول الشركة أو على رأس مال الشركة والدخل الصافي، ويحصل مالك السّهم على أرباح تعادل نسبة قيمة أسهمه إلى إجمالي قيمة أصول الشركة، والأسهم ليست محدّدة لفترة استحقاق معيّنة ومدّتها تظل ما ظلّت الشركة قائمة والسّهم قابلاً للتداول. (الأفندي، 2022، ص197)

ثانياً: أنواع الأسهم

يمكن تمييز نوعين أساسيين هما الأسهم العادية والأسهم الممتازة.

1- الأسهم العادية

تصدر عن شركة مساهمة ما بقيمة اسمية تضمن حقوقاً وواجبات متساوية لمالكها، وتُطرح على الجمهور عن طريق الاكتتاب العام في السوق الأولية ويسمح لها بالتداول في الأسواق الثانوية فتخضع قيمتها السوقية لتغيرات مستمرة، والتي تعود إلى أسباب وتقييمات متباينة، وهكذا فإنّ الأسهم العادية هي الأداة الأولى التي تصدرها الشركة، وفي حالة تصفية ممتلكات الشركة فإنّها آخر ما يجري تسديدها، ولحاملها حصّة الملكية في الشركة ولهم الأولوية الأدنى في طلب العوائد حيث يسبقهم في هذا الطلب أصحاب الأسهم الممتازة والسندات المعتمدة وحسب ما يحمله أصحاب الأسهم العادية من حصص فإنّ لهم حقوق التصويت لمجلس المدراء والتدخّل في الشؤون الإدارية.

2- الأسهم الممتازة

هي شهادات تصدرها الشركات للترؤد برؤوس الأموال عند الحاجة مثلها في ذلك مثل الأسهم العادية إذ تمثل هي الأخرى ملكية المساهم الممتاز لجزء من الشركة يتوقف ذلك الجزء على ما بحوزته من تلك الأسهم كما تُعرّف على أنّها تلك الأسهم التي يتمنّع حاملها بميزة خاصة سواء من أرباح الشركة أو أصولها عند التصفية. (حيواني، 2019، ص9)

1.1.4.2 أدوات المديونية

تمثل أدوات المديونية إحدى الطرق التي تسلكها الشركات والحكومات للحصول على رؤوس الأموال طويلة الأجل، ومن أهم أدوات المديونية السندات.

1.1.4.2.1 السندات

أولاً: مفهوم السندات

السند هو جزء من قرض تصدره الشركة أو الدولة أو أي هيئة أخرى مقترضة، يتم طرحه للاكتتاب فيسعى إليه المقرضون الذين يرغبون في إقراض هذه الشركة مقابل حصولهم على العائد المتضمن في هذا السند حيث أنه بمثابة تعهد بسداد مبلغ معين في تاريخ الاستحقاق بمعدل فائدة محدّدة. السند أداة تمويل مباشرة بين وحدات العجز ووحدات الفائض لذلك فهي عبارة عن قرض مجزاً إلى وحدات قياسية كل وحدة منها تدعى سند، يتميز التمويل بالسندات مقارنةً بالقرض التقليدي بمرونة التسجيل (حيواني، 2019، ص10) العالية لحامله بوجود سوق الأوراق المالية، فضلاً عن إمكانية تحقّق المكاسب الرأسمالية من خلال عمليات التداول وصورة التجزئة للسندات التي تتيح للجُمهور التّعامل به بشكل واسع.

ثانياً: أنواع السندات

تقسم السندات إلى عدة أنواع بناءً على معايير عدة أهمّها:

أ- من حيث جهة الإصدار

- حكومية: تصدر عن طريق الحكومة والمؤسسات التابعة لها لضبط حجم النقد في السوق أو لتمويل مشاريعها الاستثمارية.

- غير حكومية: تصدر عن شركات المساهمة العامة كالسندات العادية والسندات العقارية وغيرها وذلك لتلبية احتياجاتها التمويلية المختلفة.

ب- من حيث آجال الاستحقاق

- قصيرة الأجل: تُستحق خلال عام وتكون معدّلات فوائدها منخفضة نسبياً.
- متوسطة الأجل: تُستحق خلال سبع سنوات وتكون معدّلات فوائدها متوسطة نسبياً.
- طويلة الأجل: تُستحق بعد سبع سنوات وتكون معدّلات فوائدها عالية نسبياً.

ت- من حيث الشكل

- باسم مالكيها: لا تنتقل ملكيتها إلا بعد الرجوع إلى المُصدر أو الجهة الرسمية.
- باسم حاملها: تنتقل ملكيتها بمجرد الاستلام ولا يذكر فيها اسم المستثمر.

ث- من حيث الضمان

- سندات مضمونة: تعطي لحاملها حق وضع اليد على الأصل أو الأصول الضامنة لها في حالة عدم القدرة على الوفاء بالتزاماتها.
- سندات غير مضمونة: لا تعطي حاملها حق وضع اليد على الأصول الضامنة لها في حالة عدم القدرة على الوفاء بالتزاماتها. وإنما الضمان الوحيد لها هو حق الأولوية في الحصول على الحقوق قبل حملة الأسهم العادية والممتازة. (حيواني، 2019، ص11)

ج- من حيث قابلية التحويل

- قابلة للتحويل: يعطي لصاحبها الحق باستبدالها بأسهم عادية بسعر تبادل معيّن وخلال مدة معينة.
- غير قابلة للتحويل: لا تعطي صاحبها أو حاملها الحق باستبدالها بالأسهم العادية للشركة المُصدرة.

ح- من حيث طبيعة الفائدة

- فائدة ثابتة: تكون الفائدة عليها ثابتة طيلة المدة.
- فائدة متغيرة: تكون الفائدة متغيرة وتتغير نسبتها على ضوء تغير أسعار الفائدة السائدة في السوق.

(حيواني، ص12)

1.2 الإدراج المزدوج

1.2.1 مفهوم الإدراج المزدوج Dual-Listing

يقصد بالإدراج المزدوج للشركة Corporate Dual-Listing إدراج وطرح وتداول أسهم الشركة المساهمة في أكثر من سوق مالي في نفس الوقت، وبالتالي يتمكّن المساهمون من بيع وشراء أسهم الشركة في أكثر من دولة وباستخدام عملات مختلفة. ويطلق على عملية الإدراج المزدوج عدة مسميات، منها القيد المزدوج أو الإدراج الثنائي Dual-Listing، أو الإدراج المتداخل أو المتعدد أو المشترك Cross-Listing، وجميع هذه المصطلحات لها معنى واحد وهو إدراج وطرح وتداول أسهم الشركة في أسواق مالية متعددة بدول مختلفة (خيري، 2023، ص13).

فالإدراج المزدوج يمثل الحالة التي تقوم بموجبها الشركة بإدراج أسهمها في سوق أوراق مالية خارجية. (Peng, Su, 2012, p.3) كما يشير الإدراج المزدوج أيضاً إلى إدراج الأسهم العادية لشركة في سوق أوراق مالية مختلفة بخلاف بورصتها المحلية، حيث تعرض الشركة أسهمها للتداول في بورصتين على الأقل يقعان في بلدين مختلفين.

وكون الإدراج المزدوج يتمتع بمكانة مرموقة هذا ما يجعل متطلبات الإدراج للشركات التي تسعى لإدراج أسهمها إدراجاً مزدوجاً أكثر صرامة ويجب أن تقي بها للتأهل للإدراج. عندما تتقدم الشركة للإدراج في سوق الأوراق المالية يتم التحقق فيما إذا كانت تلبّي شروطاً مثل الحد الأدنى للقيمة السوقية وطريقة حساب المتغيرات، قد تطلب سوق الأوراق المالية أيضاً من الشركة إعادة صياغة بياناتها المالية وإفصاحات أخرى بالصيغة التي يحددها سوق الأوراق المالية (Kipkemoi, 2013, p.2).

فالإدراج المزدوج هو أيضاً عملية تسجيل أسهم الشركة في أكثر من سوق مالي ممّا يتيح للمتداولين شراء وبيع الأسهم في أسواق مالية مختلفة وباستخدام عملات مختلفة. كما عُرِفَ بأنه عملية تسجيل ورقة مالية صادرة عن شركة مساهمة عامة من أجل تداولها في أكثر من سوق مالي مصاحباً لتداولها في السوق الأم والذي غالباً ما يعبر عن جنسية هذه الشركة. وهو عبارة عن إدراج أسهم الشركات في مجموعة من الأسواق المالية ليتم تداولها في هذه الأسواق في الوقت نفسه. وتسمى السوق الجديدة التي تُطرح بها أسهم الشركة بالسوق المضيفة (Host Market) أما السوق الأم فهي السوق المالية الموجودة في الدولة التي تعمل بها الشركة المساهمة. ويمكن إدراج أسهم الشركة في عدد من الأسواق المالية داخل الدولة فيسمى إدراجاً محلياً (Domestic Dual-Listing)، أو أن يتم الإدراج في

الأسواق المالية خارج حدود الدولة فيسمى إدراج مزدوج دولي (International Dual-Listing) (الزهيري، 2015، ص10). كما يمكن أن يكون الإدراج المزدوج عكسي حيث تقوم الشركة بطلب إدراج مزدوج في سوق داخل بلدها الأم، في حين أن أسهمها يتم تداولها في سوق خارج البلد الأم، وتحدث مثل هذه الحالات عند انتقاء وجود سوق مالي في البلد الأم وتتقدم الشركة بطلب إدراج لأسهمها في أسواق خارجية إلى حين تأسيس سوق محلية، تتمكن بعد ذلك الشركة من إدراج أسهمها في سوق البلد الأم. (عيسى، 2021، 555)

1.2.2 مزايا الإدراج المزدوج

للإدراج المزدوج فوائد عديدة لكافة الأطراف ذات العلاقة بعمليات الطرح والتداول، بالنسبة للشركات المُصدرة للأوراق المالية فالتداول في سوق أجنبي يجعل أسهم الشركة متاحة لمزيد من المستثمرين، وبالتالي يزيد من قاعدة المستثمرين وتنوعهم، وتقاسم وتخفيف المخاطر السياسية والمالية المرتبطة بالأسواق، كما يعزز ذلك سيولة الأسواق المالية، مما يؤدي إلى تقييم أعلى للشركات، كما يعطي الإدراج المزدوج فرصة للشركات التي تريد أن توسع نشاطها إلى خارج حدودها الإقليمية، مع إمكانية الوصول إلى شرائح جديدة من المستثمرين، كما يساعد ذلك على الاستفادة من الترويج لسمعة الشركة ومنتجاتها في السوق وتوسيع فرص البيع وزيادة الإيرادات، كما يترتب على ذلك رد فعل إيجابي في السوق المحلية، فعندما يتم إدراج أسهم الشركة في سوق أفضل، تتحسن صورة الشركة في السوق وتزداد ثقة المستثمر المحلي تجاه الشركة. كما يؤثر الإدراج المزدوج تأثيراً إيجابياً على سوق الأوراق المالية من خلال زيادة عدد الأوراق المالية المدرجة وبالتالي زيادة عمولات التداول وهو ما ينعكس إيجاباً على أرباح السوق ذاتها، وانخفاض تكاليف التداول ورفع مستوى الوعي بالسوق واجتذاب فئات أخرى من المستثمرين مما يترتب عليه توليد سيولة إضافية ومستثمرين جدد للسوق، مما ينعش السوق ويزيد من فعاليته، هذا بالإضافة إلى إمكانية التعامل على ذات الورقة المالية بعملات مختلفة، سواء بالعملة المحلية أو بعملة الدول الأخرى (خيري، 2023، ص15). أما بالنسبة للمستثمرين يحقق الإدراج المزدوج لهم منافع متعددة منها تنوع الفرص الاستثمارية المتاحة للمفاضلة فيما بينها من حيث العائد والمخاطر، وتيسير عمليات التداول وانخفاض تكاليفه، وزيادة الثقة في التقارير المالية للشركات وذلك لأن العديد من الدراسات حول الإدراج المزدوج أظهرت أن الشركات المدرجة تُخضع نفسها لمعايير عالية للمحاسبة والحوكمة والإفصاح عن المعلومات لزيادة رأس المال في ظروف أفضل والتمتع بتقييم أعلى (خيري، 2023، ص16).

وبالتالي يمكن توضيح أهم ميزات الإدراج المزدوج من خلال النقاط التالية:

1- تعزيز هوية الشركة: يوفر الإدراج المزدوج ميزة تسليط الضوء على نشاط الشركة وأدائها المالي وذلك من خلال زيادة التغطية الإعلامية كون أن أسهمها تتداول في أكثر من سوق دولية. وهذا يساعد في تعزيز العلاقة التجارية للشركة واجتذاب مستثمرين وعملاء وموردين جدد لها دون الحاجة إلى مصاريف إضافية. ويحصل المستثمرون على فرصة المشاركة في خطط النمو المستقبلية الخاصة بالشركة ومركزها في السوق وأدائها المالي وغير ذلك.

2- سهولة الحصول على السيولة: يعزز الطرح العام للأسهم الخيارات المتاحة أمام الشركات للحصول على السيولة. إذ من شأن الوصول إلى السوق المالية أن يساعد في تحقيق أهداف النمو الخاصة بها. إضافة إلى أن الإدراج المزدوج يوفر خيارات تمويل مرنة وبشكل عام تتمتع الشركات من خلاله بمركز يؤهلها للاقتراض من البنوك بسعر فائدة أقل وعلى فترات استحقاق أطول.

3- تعزيز استمرارية الشركة: إن إنشاء كيان قانوني إضافي ومسجل في الأسواق المالية الدولية يوفر الطمأنينة بشأن استمرارية الشركة على المدى البعيد في نجاحها وأدائها المالي الجيد.

4- الفرصة للتوسع العالمي: تخضع شركات المساهمة العامة لإشراف هيئة السوق المالية وهو ما يقتضي من هذه الشركات نشر المعلومات بشكل دوري وفي أوقات محددة. إذ يعد الإفصاح عن الأداء المالي للشركة بالنسبة للمستثمرين مطلباً إلزامياً بموجب العديد من التشريعات ويساعد في تعزيز الشفافية ويسهل للشركة الوصول إلى خيارات نمو أكبر بما فيها عمليات الاندماج والاستحواذ والمشاريع المشتركة إضافة إلى التوسع في الأسواق المالية الدولية. وقد يساعد ذلك في جذب الاستثمار الأجنبي للشركة.

5- توسيع قاعدة المستثمرين وتنويع المخاطر: يساعد استثمار عدد أكبر من المؤسسات المالية والأفراد في الشركة ذات الإدراج المزدوج على تنويع مخاطرها وإتاحة خيارات أكثر لدخول أسواق مالية جديدة إضافة إلى جذب مستثمرين يتوزعون بين البلد الأم والبلد المضيف. (الزهيري، 2015، ص14)

6- تفعيل مشاركة العاملين: تقوم الكثير من الشركات التي يتم تداول أسهمها في الأسواق المالية على تحفيز العاملين من خلال خطط الأسهم التشجيعية طويلة الأمد وهو ما يتيح للعاملين التمتع بمزايا التملك في الشركة ولاشك أن هذه المزايا من شأنها أن تساعد في اجتذاب أصحاب المواهب والقدرات العالية للعمل

بالشركة. كما تشجع بقاء العاملين لفترات طويلة في العمل وتعمل على توحيد الأهداف بين العاملين والشركة.
(الزهيري، 2015، ص15)

7- إمكانية الشراكة مع موردين جدد ومؤسسات مالية جديدة (Müller et al, 2022, p.147)

8- تخضع الشركات ذات الإدراج المزدوج لرقابة أكبر ممّا يعني أنّ المعلومات حول الشركة متاحة بسهولة أكبر وبالتالي خفض تكاليف الحصول على المعلومات للمستثمرين.

9- الزيادة في حجم التداول تأتي مصحوبة بتضييق هوامش العرض والطلب (Bid-Ask Spreads) وانخفاض التقلبات هذا يقلل من تكاليف التداول أكثر. (Ndirangu,2016, p.404)

1.2.3 تحديات الإدراج المزدوج

يعتبر الإدراج المزدوج للأسهم خارج السوق المحلية أمراً شائعاً في العديد من الأسواق المالية الدولية، ففي السنوات الأخيرة سعت العديد من الشركات لزيادة رأسمالها من خلال الإدراج في الأسواق الأجنبية هذا ما حفّز النقاش في الأدبيات المتعلقة بالتكاليف وفوائد الإدراج المزدوج في أسواق رأس المال الأجنبية (Hauser, Yosef, 2011, p.15). قد يظهر التأثير السلبي من التكاليف الإضافية التي تتكبدها الشركة عند الإدراج في السوق الأجنبية وتشمل هذه التكاليف تكلفة الإدراج، تكلفة التكيّف مع السوق الأجنبية من خلال تعديل المعايير المختلفة ومتطلبات الإفصاح للمستثمرين من خلال التقارير المالية والتقارير الفورية لتلائم السوق المضيفة. (Hauser, Yosef, 2011, p.16)

1- الشفافية والإفصاح عن المعلومات: وضعت الأسواق المالية عدداً من متطلبات الإفصاح التي يتعيّن اتباعها من قبل الشركات التي ترغب بالإدراج المزدوج لأسهمها. وتهدف هذه المتطلبات إلى تعزيز مسؤولية الشركة تجاه الأسواق المالية والمستثمرين، ورغم أنّ الشفافية والإفصاح يكمن اعتبارها من جوانب القوة في الشركات إلا أنّهما قد يمثلان في الوقت نفسه تحدياً لهذه الشركات، يكون هناك قلق واضح لدى الشركات بشأن توفر قدر أكبر من المعلومات في المجال العام مقارنةً بالمنافسين وقد تكون تلك المعلومات أداة مهمة يستخدمها المنافسين ضدها. علاوةً على ذلك تشكل القواعد واللوائح التنظيمية مستوى آخر من متطلبات الإدراج المزدوج الواجب على الشركات تطبيقها ممّا يفرض عليها التزامات قانونية إضافية.

2- وقت أطول في اتخاذ القرار: تتطلّب القرارات الاستراتيجية الهامة في الشركات التي يتم تداول أسهمها في الأسواق المالية المختلفة وقتاً أطول. وفي بعض الأحيان يتطلّب القرار موافقة المساهمين لكونهم يؤثرون على

أداء الشَّرْكة، ولذلك تستغرق عملية اتخاذ القرار في شركة عامة ذات إدراج مزدوج وقتاً أطول إذ تكون هذه الشَّرْكة مطالبة باتباع قواعد الحوكمة واللوائح المتعلقة بمجلس الإدارة واجتماع المساهمين. (الزهيري، 2015، ص15)

3- التكلفة والوقت: لا شكَّ أنَّ عملية الإدراج المزدوج تتطلب بعض التكاليف والتي تشمل النفقات المتعلقة بالشؤون القانونية والمالية والمحاسبية وكذلك المستشارين والمسائل المتعلقة بمتطلبات الإدراج. إذ تحتاج الشَّرْكات إلى تقييم الإيرادات بالمقارنة مع التكاليف المترتبة على عملية الإدراج كالترسوم قبل اتخاذ قرار الإدراج. كذلك قد تستغرق الموافقة على طلب الإدراج وقتاً طويلاً وذلك بسبب الوقت اللازم لتحضير الشَّرْكة لتصبح ذات إدراج مزدوج (الزهيري، 2015، ص16).

1.2.4 طرق الإدراج المزدوج

إنَّ الإدراج المزدوج يتم بإحدى الطريقتين، إمَّا بإدراج الأسهم في السُّوق المَعْنِي (السُّوق الثَّانِي) أو بإصدار إيصالات إيداع كما هو موضَّح في الثَّالِي:

أولاً: إدراج أسهم الشَّرْكة في السُّوق المَعْنِي (القيد المزدوج)

إنَّ الشَّرْكات قد تخصص جزءاً من أسهم رأس المال أي بنسبة 25 إلى 30% على سبيل المثال لإدراجه في السُّوق الثَّانِي ويتم ذلك إمَّا عن طريق زيادة رأس مال الشَّرْكة بما يوازي تلك النسبة أو تخصيص جزءاً من رأس مالها بحدود تلك النسبة من أجل إدراجها إدراجاً مزدوجاً في السُّوق الثَّانِي وإنَّ هذه الطريقة تؤدي إلى ضعف احتمالية تحقيق المراجحة "Arbitrage" نتيجةً لضعف احتمالية مزج أسهم الشَّرْكة في السُّوقين وهذا يؤدي إلى انخفاض فرصة وجود فارق في السعر لأنَّ وجودها سيفتح المجال لتحقيق ربح مضمون شبه خالي من المخاطرة وإذا بقي فرق سعري بسيط فسينتج من الفرق بين الهامش السعري الموجود بين العرض والطلب على سعر صرف العملات إضافةً إلى فرق عمولات الوساطة بين الدَّولتين مثال ذلك أنَّ المضاربين يشترون الأسهم من السعودية ويبيعونها في الإمارات فترتفع الأسهم في السعودية بسبب عمليات الشراء وتتنخفض في الإمارات بسبب عمليات البيع إلى أن تكون الأسعار مطابقة بعضها لبعض وينشأ عنها ما يسمى الربح الخالي من المخاطرة أي الربح المضمون لأنَّ عملية الشراء والبيع تتم في وقت واحد بسعر محدد ومعلوم. (عيسى، 2021، ص565)

ثانياً: إصدار إيصالات إيداع

تقوم الشركة بإصدار إيصالات إيداع في الحالة التي لا يتوجب عليها تحقيق أي شرط من شروط الإدراج في الأسواق التي ترغب بإدراج إيصالاتها فيها. حيث تقوم الشركات التي ترغب بإدراج أسهمها في أسواق أخرى غير السوق الأم بإصدار هذه الإيصالات عن طريق مصرف في هذه السوق والتي تكون مغطاة بجزء من أسهم الشركة ويتم تداول هذه الإيصالات في السوق، وعادةً الإيصالات تصدر لأسهم قائمة أو لأسهم جديدة. (عيسى، 2021، 566)

المبحث الثاني: (سيولة سوق الأوراق المالية، سيولة الأسهم)

1.1 سيولة سوق الأوراق المالية

1.1.1 مفهوم سيولة سوق الأوراق المالية

تعني السيولة إمكانية تحويل أي شكل من أشكال الأصول إلى شكل آخر في فترة زمنية قصيرة وبدون خسارة في قيمتها، وبمعنى آخر بدون تغيير في السعر، أي المقدرة على بيع أصل مالي بسعر لا يختلف كثيراً عن أسعار البيع السابقة لهذا الموجود طالما لم تظهر أية معلومات جديدة تستوجب تغيير السعر. والأصول السائلة هي التي تكون قابلة للتسويق بسرعة، فإذا قلت سيولة الأصل انخفضت قابليته للتسويق وصار من المطلوب إعطاء خصومات أو عمولات أكبر لبيعه. (المولى، ص119) وترتبط السيولة ارتباطاً مباشراً بكلفة التداول فإذا كانت تكاليف الصفقات المالية عالية عندها من الصعوبة أن يتحول أي أصل إلى نقد. إضافة إلى أن خطر السيولة يعتبر عاملاً هاماً يؤثر على عوائد الأوراق المالية فإن أي نقص في سيولة السوق سيفقد مشاركو السوق الثقة في توقعاتهم عن الأسعار في المستقبل. أما بالنسبة لصناع القرار فإن السيولة عامل أساسي لاستقرار السوق المالية وبالتالي الاستقرار الاقتصادي ككل فهي عامل رئيسي يؤخذ بعين الاعتبار في اختيار آليات التداول وقواعده في السوق المالية. ومما سبق فإن السيولة هي قدرة تحويل الأصل المالي إلى نقد بسهولة وبتكاليف منخفضة. (حيواني، ص20)

1.1.2 علاقة سيولة سوق الأوراق المالية بتطوير وكفاءة السوق

تمثل السيولة سمة أساسية لتطوير سوق الأوراق المالية وعامل مهم يؤثر على كفاءة السوق، فكفاءة السوق تتحسن بزيادة سيولة السوق وبشكل محدد. وهذا يعني أن هناك علاقة طردية بين كفاءة وسيولة سوق الأوراق المالية، ويمكن تحليل ذلك من خلال التالي: عندما تتمتع السوق بكفاءة عالية فإنه من المتوقع أن يكون حجم التداول فيها واسعاً

وبكلفة منخفضة مع وجود نسبة محدودة من المخاطر وذلك بفعل ما تملكه هذه السوق من إمكانية واسعة لعرض المعلومات المتعلقة بأسعار الأوراق المالية وعن أوضاع الشركات المساهمة وعلى المتعاملين جميعهم مع هذه السوق، فضلاً عن أن الأرباح الغير اعتيادية تنعدم فيها وتبقى الأرباح الاعتيادية ومن ثم لا يستطيع القلة من المتعاملين التأثير في قوى السوق وأن ذلك يعمل على زيادة حجم التداول في الأوراق المالية التي تصاحبها زيادة في درجة سيولة السوق، وبالعكس ذلك في حالة وجود كلفة مرتفعة للمتعاملين في السوق بسبب قلة المعلومات الخاصة بها سينعكس ذلك بصعوبة تداول الأوراق المالية في السوق، الأمر الذي يعني محدودية حجم التداول وانخفاض درجة السيولة التي يوفرها السوق في الاقتصاد. (المولى، 2011، ص120)

1.1.3 مؤشرات قياس سيولة سوق الأوراق المالية

هناك ثلاث مقاييس للسيولة شائعة الاستخدام في الأدبيات المالية والمصرفية، وهذه المقاييس هي:

1- نسبة القيمة السوقية إلى الناتج المحلي الإجمالي (Stock Market Capitalization/ GDP)

يطلق على القيمة السوقية برسمة السوق المالية، وهي تمثل قيمة أسهم الشركات فيما يتعلق بالسعر الحالي للسوق وتعتبر مؤشراً جيداً لقياس حجم السوق. وتستخرج القيمة السوقية وفقاً للمعادلة التالية:

القيمة السوقية لسوق الأوراق المالية = عدد الأسهم المدرجة في السوق * سعر السهم الواحد (المولى، 2011، ص120)

وتعتبر القيمة السوقية مؤشراً جيداً لقياس سيولة سوق الأوراق المالية عند أخذ نسبتها إلى الناتج المحلي الإجمالي، أي أن هذه النسبة تمثل حجم السوق إلى الاقتصاد وهي تعكس مدى إسهام السوق في الناتج المحلي الإجمالي من خلال قيمتها السوقية فكلما ارتفعت النسبة دل ذلك على سيولة أعلى يتمتع بها السوق.

2- حجم التداول في السوق Stock Market Trade Volume

ويقصد بحجم التداول قيمة ما يتم تداوله من أسهم في سوق الأوراق المالية وبمختلف الأسعار خلال فترة زمنية معينة. ويعد مؤشراً جيداً لقياس سيولة سوق الأوراق المالية، وإذا نسب هذا المؤشر إلى حجم الناتج المحلي الإجمالي فيصبح مقياس مهم لمعرفة قدرة سوق الأوراق المالية في تمويل الاقتصاد ككل وبالتالي فهو يعكس مدى سيولة

السُّوق. وهذا المؤشر يعطي إضافة هامة لمؤشر رسملة السُّوق (القيمة السُّوقية لما هو مدرج في السُّوق) بحيث أنَّه قد تكون القيمة السُّوقية لسوق الأوراق المالية كبيرة إلا أنها لا تعبر عن حجم تمويل كبير للاقتصاد إذا كان حجم التَّداول صغير وبالتالي من المهم استخدام المؤشرين معاً.

ويحسب هذا المعدَّل بالصيغة التالية:

نسبة حجم التَّداول إلى النَّاتج المحلي الإجمالي (TV/ GDP)، حيث أنَّ:

TV: قيمة الأوراق المالية المتداولة.

GDP: النَّاتج المحلي الإجمالي. (المولى، 2011، ص121)

3- معدَّل الدَّوران للسُّوق Stock Market Turnover Rate

يشير هذا المؤشر إلى النسبة المئوية لتداول أسهم شركة معينة أو مجموعة شركات داخل قطاع واحد للتعرف على نشاط هذه الأسهم في سوق التَّداول خلال مدة زمنية معينة. ويمكن استخراج معدَّل الدوران من خلال قسمة إجمالي الأسهم المتداولة على القيمة السُّوقية خلال العام أو خلال أي مدة زمنية. ويحسب هذا المعدَّل بالصيغة التالية:

$$\text{معدَّل الدَّوران} = (\text{حجم التَّداول} / \text{القيمة السُّوقية}) * 100$$

ويعد معدَّل الدَّوران من المؤشرات المهمة التي تقيس سيولة سوق الأوراق المالية، ويستخدم معدَّل الدَّوران العالي في معظم الأحيان بوصفه مؤشراً على أنَّ كلف إتمام الصَّفقات أو المعاملات المالية منخفضة، ويعتبر معدَّل الدوران هو الأكثر ملائمة كمقياس لسيولة سوق الأوراق المالية من نسبة (MV/GDP) ونسبة (TV/ GDP)، لأنَّ القيمة السُّوقية وقيمة التَّداول تكون منسوبة إلى القيمة السُّوقية أي بيان السيولة الموجودة في السُّوق نفسه. (المولى، 2011، ص122)

1.2 سيولة الأسهم

1.2.1 مفهوم سيولة الأسهم

تتعدَّد مفاهيم السيولة وفقاً لطبيعة المنشأة أو الوحدة الاقتصادية، إذ تعبر السيولة عن قدرة المؤسسات على الوفاء بالتزاماتها قصيرة الأجل وهذا يعني تغطية التدفُّقات النقدية الخارجية بالتدفُّقات النقدية الداخلية من خلال الاحتفاظ

باحتياطي لضمان القدرة على مواجهة الأحداث غير المتوقعة مثل انخفاض التدفقات النقدية أو زيادة المدفوعات. فيما تعرف السيولة في البنوك المركزية" بأنها قدرة البنك المركزي على تجهيز النقدية في النظام المالي. ويعبر عن سيولة الأسواق المالية بسيولة الأسهم العادية المتداولة في تلك الأسواق، إذ عرفت سيولة الأسهم "بأنها القدرة على تداول الأسهم بتكلفة منخفضة ومع تأثير ضئيل على السعر، وتعطي مالك الأسهم المرونة لبيع ممتلكاته عند الحاجة. إن تعريف سيولة الأسهم يشبه المحافظ الاستثمارية بشكل عام لأنها تلك الاستثمارات التي يمكن بيعها بسهولة خلال فترات قصيرة دون خسائر، أما بما يتعلق بسيولة الورقة المالية فيقصد بها سرعة تحويلها إلى نقد جاهز بقيمتها السوقية العادلة. (الأمين، 2022، ص10) إن مفهوم سيولة الأسهم (سيولة السوق) هو مفهوم معقد، ومتعدد الأبعاد، وعلى ذلك تم تعريف سيولة الأسهم بطرق متعددة في دراسات سابقة اعتماداً على الأبعاد التي تناولتها في تعريف السيولة. فعلى سبيل المثال، بعض الباحثون اعتمدوا على بعد سرعة التداول. ومن هذا المنظور عرفت سيولة الأسهم بأنها "سهولة أو سرعة تحويل الأسهم إلى نقدية أو العكس".

والبعض الآخر ركزوا على بعد التكلفة ومن هذا المنظور عرفت السيولة بأنها "وجود المشترين والبائعين الراغبين والقادرين على تبادل كمية كبيرة من الأسهم دون أي تأخير وبتكلفة منخفضة مع تأثير ضئيل على سعر الأسهم". ومن هذا التعريف يمكن رؤية أربعة أبعاد لسيولة الأسهم وهي: كمية التداول (كمية الأوراق المالية التي يمكن تداولها بتكلفة معينة) وسرعة التداول (مدى سرعة تداول الورقة المالية بتكلفة معينة بكمية معينة)، وتكاليف التداول (جميع النفقات المرتبطة بتداول كمية معينة من الورقة المالية)، والتأثير على السعر (مدى سهولة تداول ورقة مالية بكمية معينة مع أدنى تأثير على السعر).

وعلى ضوء ما سبق يمكن القول إن مفهوم سيولة الأسهم يشير إلى وجود بائعين ومشترين لديهم القدر نفسه من المعلومات حول القيمة الأساسية للأسهم، وبالتالي يكون لديهم القدرة على بيع أو شراء الأسهم في أي وقت ودون تردد، بما ينعكس في نهاية المطاف في تحقيق التوازن بين العرض والطلب على الأسهم وتحقيق الاستقرار في سعرها. (نصير، 2022، ص151)

1.2.2 أهمية سيولة الأسهم

تعد سيولة الأسهم ذات أهمية كبيرة لكل من المستثمرين، والشركات، والأسواق المالية، والمنظمين، وللاقتصاد ككل. فبالنسبة للمستثمرين تعد سيولة الأسهم عاملاً مهماً يجب مراعاته عند اتخاذ قرارات الاستثمار في سوق الأوراق المالية. إذ أن سيولة الأسهم تعد عاملاً مهماً في تسعير الأصول، فكلما انخفضت سيولة الأصل كلما ارتفعت تكلفة تداوله. وبالتالي، يفضل المستثمرون الأسهم السائلة لاستثمار أموالهم. أما على مستوى الشركات فإن الشركات التي تتسم أسهمها بسيولة عالية، تتخفف فيها تكلفة حقوق الملكية، كما وجد أن سيولة الأسهم تزيد من قيمة الشركة.

علاوة على ذلك، أن سيولة الأسهم تخفف من مخاطر التخلف عن سداد الديون. كما تقلل من الاعتماد على الديون قصيرة الأجل. أيضاً السيولة لها تأثيرات واسعة النطاق على الكفاءة الوظيفية لسوق الأوراق المالية، كما أنها تعد من أهم مؤشرات كفاءة الأسواق المالية. فكلما زادت سيولة الأسواق المالية، كلما أصبحت الأسواق أكثر جاذبية للمستثمرين. على الجانب الآخر، فإن انخفاض السيولة في السوق يعيق اكتشاف أسعار الأسهم والذي يؤدي بدوره إلى تقلب أسعار الأسهم وحدوث حالة من عدم الاستقرار وزيادة مستوى المخاطر في السوق.

كما أن سيولة سوق الأوراق المالية تعد هدفاً أساسياً يسعى إليه المنظمون من خلال تصميم اللوائح المنظمة للإفصاح. أيضاً، تعد السيولة معياراً مهماً في التنبؤ بحالة الاقتصاد المستقبلية. وبالتالي، يجب أن تسعى الشركات جاهدة لتعزيز سيولة الأسهم، والحد من الأسباب والظروف التي تضعف سيولة الأسهم. (نصير، 2022، ص151)

1.2.3 العوامل التي تؤثر على سيولة الأسهم

يمكن رصد العديد من العوامل التي تتأثر بها سيولة الأسهم وإن معظم هذه العوامل تتعلق بطبيعة نظام التداول المتبع والبيئة التشريعية والتنظيمية للسوق وتعلق كذلك بالطريقة التي تتم بها عمليات البيع والشراء والأعراف المتبعة بين المستثمرين والمضاربين، ويمكن أن نلخص هذه العوامل في التالي:

1- عمق السوق: تتصف السوق بالعمق إذا كانت هناك أوامر بيع وشراء مستمرة أعلى وأقل من الأسعار السائدة في السوق، والعكس من ذلك أن تكون السوق ضحلة. والسوق المستمرة هي التي تزداد فيها عدد الصفقات وبالتالي يزداد فيها معدل دوران الأوراق المالية وبالتالي تزداد سيولتها.

2- **اتساع السُّوق:** يقصد بالاتساع توفُّر عدد كبير من أوامر الشراء والبيع وتعدُّد مصادرها وضخامة حجم التَّداول الناشئ عنها، والعكس من ذلك أن تكون السُّوق محدودة. وتوفُّر صفة الاتساع في السُّوق تؤدي إلى الاستقرار النسبي في الأسعار وبالتالي تقلل من مخاطر التعرُّض للخسائر الرأسالية، كما أنَّها تؤدي إلى قبول صانع الأسواق بهامش صغير لأنَّه سوف يعوض ذلك بارتفاع معدَّل دوران الورقة المالية الأمر الذي يقلل من تكاليف العمليات.

3- **سرعة استجابة السُّوق أو سرعة ردة فعل السُّوق:** تكون ردة فعل السُّوق عالية في الحالة التي يؤدي فيها تغيُّر بسيط في أسعار الأوراق المالية في السُّوق إلى توارد طلبات البيع والشراء إلى السُّوق، وتؤثر في سرعة رد فعل السُّوق وجود أنظمة معلومات واتصالات سريعة ذات كلفة قليلة. (الأمين، 2022، ص11)

4- **طبيعة نظام التَّداول:** من المعروف أنَّ نظام التَّداول يؤثر على تكلفة العمليات، فالأسواق التي تتوفُّر فيها صنَّاع الأسواق تتميز بانخفاض تكاليف عمليات البيع والشراء، الأمر الذي يزيد من عدد الصفقات وبالتالي من زيادة معدلات الدَّوران وبالتالي من زيادة سيولة الأسهم. إنَّ وجود صانع الأسواق يؤثر على السيولة بطريقتين الأولى لأنَّ وجوده يقلل تكلفة العمليات والثانية لأنَّ القانون يجبره على إتمام الصفقات، كما أنَّ طبيعة نظام التَّداول تؤثر على استمرارية السُّوق وبالتالي على السيولة فنظام المزايدة هو أقل استمرارية من نظام الوسطاء أو نظام صنَّاع الأسواق.

5- **وجود المضاربين:** وجود المضاربين في السُّوق سواء كانوا عقلايين يعتمدون على المعلومات عند اتِّخاذ قراراتهم في البيع أو الشراء أو كانوا غير ذلك فإنَّ وجودهم يزيد من العمق والاتساع ويخلق استمرارية في السُّوق وبالتالي يزيد من السيولة.

6- **القيمة السُّوقية للسَّهم:** تؤثر القيمة السُّوقية للسَّهم على سيولة الأسهم، فالأسهم التي تكون قيمتها مرتفعة تكون سيولتها أقل من الأسهم التي قيمتها السُّوقية قليلة، لذلك تلجأ بعض الشَّركات إلى تجزئة أسهمها من أجل تعزيز سيولتها. (الأمين، 2022، ص12)

7- **وقت التَّداول:** ويقصد به القدرة على تنفيذ الصفقات أو المعاملات بصورة فورية ومباشرة وعند نفس السعر السائد في السُّوق المالي، أي أنَّه القدرة على تنفيذ المعاملات والتَّداول في أقرب وقت مع وجود عدد كبير من

المشتريين والبائعين للورقة المالية في جميع الأوقات بحيث يتم تنفيذ الصفقات والمعاملات في صورة مباشرة أو فورية. (حمدان، 2022، ص18)

8- التقارب بين سعر البيع والشراء (هامش السعر): تُعرف هذه الخاصية بأنها القدرة على شراء أو بيع الاستثمارات في نفس السعر وبنفس الوقت، بمعنى تنفيذ الصفقات المستقبلية في نفس السعر الذي نفذت فيه الصفقات السابقة وبالتالي إمكانية البيع والشراء للأوراق المالية في السوق دون وجود اختلافات كبيرة في أسعارها. (حمدان، 2022، ص19)

1.2.4 مقاييس سيولة الأسهم

نظراً لأن مفهوم السيولة مفهوم معقد، ومتعدد الأبعاد، لا يوجد مقياس واحد يمكنه أن يعكس جميع أبعاد السيولة. وفي هذا السياق، هناك مجموعة واسعة من المقاييس لتقدير السيولة كل مقياس يقيس واحداً أو أكثر من أبعاد سيولة الأسهم.

يوضح الجدول التالي أهم مقاييس السيولة التي قدّمها دراسات سابقة:

جدول (3) مقاييس سيولة السهم

المؤشر	دلالاته	سماته
نسبة ضعف السيولة - Illiquidity Ratio	كلما ازداد هذا المقياس يعني أنّ السعر يتقلّب بشكل كبير استجابةً لحجم التداول وبالتالي يعتبر السهم غير سائل والعكس صحيح	نسبة استجابة السعر لعملية تداول بقيمة دولار واحد
مدى السعر النسبي Relative Bid-Ask Spread	القيمة الكبيرة لهذا المقياس تشير إلى ارتفاع تكاليف التداول وبالتالي انخفاض السيولة، والعكس صحيح	يشير إلى الفرق بين السعر الذي يقدمه المشترون والسعر الذي يطلبه البائعون مقابل ورقة مالية معينة
معدّل دوران الأسهم Stock Turnover	كلّما زاد معدّل دوران الأسهم، كلّما دلّ ذلك على زيادة السيولة، والعكس صحيح	يوضح عدد مرّات تداول السهم
حجم التداول Trade volume	كلّما زاد حجم التداول فهذا يعني ارتفاع السيولة، والعكس صحيح	يتم استخدام حجم التداول للكشف عن بعد عمق السوق
نسبة العائد على دوران الأسهم Return to Turnover Ratio	كلّما ازداد هذا المقياس، كلّما انخفضت سيولة الورقة المالية	يعكس تأثير تدفّق عمليات التداول على السعر
نسبة السيولة Liquidity Ratio	كلما زاد حجم التداول زاد السعر بنسبة أقل بكثير من زيادة حجم التداول	يعتمد هذا المقياس على فكرة أنّ زيادة سيولة الأسهم يمكن أن تمتص قدراً كبيراً من حجم التداول دون تغيير كبير في السعر
مرونة التداول	عندما يكون حجم الصفقة كبيراً مع تغيّرات معدومة في	يعد هذا المقياس من المقاييس سهلة الحساب بالإضافة

السعر فإن ذلك يؤدي إلى زيادة في سيولة السهم	إلى أنه ينطبق على كل من الأسواق الحديثة والتقليدية
مقياس السيولة المرتبط بالزمن	يعد هذا المقياس غير قادر على مقارنة سيولة الأسهم التي تكون أسعارها مختلفة كثيراً فيما بينها
مقياس اميهود Amihud	كلما قلَّ الفاصل الزمني، كلما ارتفعت السيولة في السوق
قيمة التداول Trade value	كلما ازداد هذا المقياس، كلما انخفضت سيولة الورقة المالية
	كلما ارتفع معدّل دوران السهم، ارتفعت سيولة الأسواق المالية نتيجة ارتفاع سيولة الأسهم
	يرتبط بعلاقة موجبة مع حجم تداول الأسهم

من إعداد الباحثة بالاعتماد على دراسة كل من (نصير، 2022)، (جميل، 2022)، (الدكي، 2017).

ومن الجدول السابق نستنتج أنه لا يوجد مقياس ثابت لقياس سيولة الأسهم، وإنما يتم اختيار المقياس حسب وجهة نظر مستخدمه.

الفصل الثاني

الإطار العملي

للدراصة

تمهيد

في هذا الفصل تمّ عرض لمحة عن الحالة المدروسة (شركة أمريكانا للمطاعم العالمية بي إل سي) وكيفية إدراجها المزدوج في كل من سوق أبو ظبي للأوراق المالية والسُّوق المالي السُّعودي (تداول)، ومن ثمّ متغيرات الدراسة. وللإجابة على تساؤلات الدراسة واختبار الفرضيات تمّ التوصيف الإحصائي للمتغيرات ومن ثم اختبار الفرضيات ومناقشة النتائج. وبالتالي ينقسم هذا الفصل إلى مبحثين:

المبحث الأول: الحالة المدروسة ومتغيراتها

المبحث الثاني التّوصيف الإحصائي واختبار الفرضيات

المبحث الأول: الحالة المدروسة ومتغيراتها

قبل البدء بالحالة المدروسة، لابدّ من عرض لمحة عن سوقي الأوراق المالية اللذين تمّ إدراج أسهم الحالة المدروسة فيهما.

1.1 لمحة عن الأسواق المالية المدرجة فيها أسهم الحالة المدروسة

1.1.1 سوق أبو ظبي للأوراق المالية (ADX)

سوق أبو ظبي للأوراق المالية هو سوق لتداول الأوراق المالية، بما في ذلك الأسهم الصادرة عن الشركات المساهمة العامة وأدوات الدين التي تصدرها الحكومات أو الشركات، وصناديق الاستثمار المتداولة، وأية أدوات مالية أخرى معتمّدة من هيئة الأوراق المالية والسلع الإماراتية. يتضمّن سوق أبو ظبي للأوراق المالية سوقين:

1- السوق الرئيسي

السوق الرئيسي لسوق أبو ظبي للأوراق المالية هو حيث يقوم المستثمرون بشراء وبيع الأوراق المالية التي يمتلكونها بالفعل بعد أن باعت الشركة عروضها في السوق الأولى.

2- السوق الثانوي - السوق الموازي

السوق الثانوي هو جزء من البنية التحتية الحالية لسوق أبو ظبي للأوراق المالية لإدراج الشركات الخاصة. حيث يستطيع المستثمرون شراء وبيع الأوراق المالية للشركات الخاصة بناءً على أساسيات مثل العرض والطلب والبيانات المالية وغيرها من البيانات. تمّ الحصول على هذه المعلومات من خلال الموقع الرسمي لسوق أبو ظبي للأوراق المالية <https://www.adx.ae/> وقد تمّ ذلك في التاريخ الموافق لـ 15 أيار 2023.

1.1.2 السوق المالي السعودي (تداول)

تداول السعودية هي السوق المالية الأكبر في منطقة الشرق الأوسط، وتتولّى مسؤولية إدراج وتداول الأوراق المالية للمستثمرين المحليين والدوليين باعتبارها سوق الأوراق المالية المعنية بأنشطة التداول والمصدر الرسمي لجميع المعلومات المتعلقة بالسوق في المملكة. كما تقوم الشركة بدور محوري في تحقيق خطط النمو الاستراتيجية لمجموعة

تداول السعودية وتزويد المشاركين في السوق بفرص استثمارية جذابة ومتنوعة. وشركة تداول السعودية هي الجهة الوحيدة المصرح لها بالعمل كسوق لتداول وإدراج الأوراق المالية في المملكة العربية السعودية. وهي من بين أكبر أسواق الأوراق المالية بين الأعضاء الـ 67 في الاتحاد العالمي للبورصات، والسوق الأكبر في دول مجلس التعاون الخليجي. وتشمل الأنشطة الأساسية لشركة تداول السعودية في إدراج وتداول الأوراق المالية، وكذلك إيداع وتحويل ومقاصة وتسوية وتسجيل ملكية الأوراق المالية المتداولة. كما أن تداول السعودية هي المصدر الرسمي لجميع معلومات السوق في المملكة. تتضمن السوق المالية السعودية (تداول) سوقين:

1- السوق الرئيسي

2- نمو - السوق الموازية

هي سوق موازية للسوق الرئيسية تمتاز بمتطلبات إدراج أقل، كما تعتبر منصة بديلة للشركات الراغبة بالإدراج علماً بأن الاستثمار في هذه السوق مخصص للمستثمرين المؤهلين فقط. تم الحصول على هذه المعلومات من خلال الموقع الرسمي للسوق المالي السعودي (تداول) <https://www.saudiexchange.sa/> وقد تم ذلك في التاريخ الموافق لـ 15 أيار 2023م.

إن شركة أمريكانا للمطاعم العالمية بي إل سي مدرجة في السوقيين الرئيسيين لكل من سوق أبو ظبي للأوراق المالية ضمن مؤشر سوق أبو ظبي للأوراق المالية FTSE ADX General Index (FADGI) وفي السوق المالي السعودي (تداول) ضمن المؤشر العام السعودي (TASI) Tadawul All Share Index.

1.2 الحالة المدروسة (شركة أمريكانا للمطاعم العالمية بي إل سي (أمريكانا للمطاعم المحدودة سابقاً))

1.2.1 عن الشركة

شركة أمريكانا للمطاعم العالمية بي إل سي، هي شركة عامة محدودة بالأسهم مؤسّسة في سوق أبو ظبي العالمي وتخضع للائحة الشركات في هذا السوق. تأسست الشركة كشركة خاصة في سوق أبو ظبي العالمي بتاريخ 27 أيار 2022م ثم تحوّلت إلى شركة عامة محدودة بالأسهم (شركة منطقة حرّة). ويبلغ رأس مال الشركة الحالي (618,715,851) ستمائة وثمانية عشر مليوناً وسبعمائة وخمسة عشر ألفاً وثمانمائة وواحد وخمسون درهماً إماراتياً (بما يعادل (631,772,483) ستمائة وواحد وثلاثون مليوناً وسبعمائة واثنان وسبعون ألفاً وأربعمائة وثلاثة وثمانون

ريال سعودي) مدفوع بالكامل، مقسّم إلى (8,423,633,100) ثمان مليارات وأربعمائة وثلاثة وعشرون مليوناً وستمئة وثلاثة وثلاثون ألفاً ومائة سهماً عادياً جميعها متساوية القيمة، وتبلغ القيمة الاسمية لكل منها (0.073) درهم إماراتي (بما يعادل (0.075) ريال سعودي)، وجميعها أسهم نقدية. ويتمثل النشاط الرئيسي للشركة في إدارة المطاعم والاستثمارات التملّكية وإتمام أنشطة المركز الرئيسي للشركة. كانت أعمال أمريكانا للمطاعم مملوكة ومشغلة سابقاً من قبل الشركة الكويتية للأغذية (الأمريكانا) ش.م.ك.م تحت مظلة مجموعة أمريكانا الأوسع والتي كانت تشمل قطاعي المطاعم والأغذية. إنّ الطرح العام الأولي سيشمل أعمال أمريكانا للمطاعم فقط.

وتعد المجموعة أكبر مشغل في قطاع تناول الطعام خارج المنزل ومطاعم الخدمات السريعة في الاثنتي عشر دولة التي تعمل فيها المجموعة في منطقة الشرق الأوسط وشمال أفريقيا وكازخستان. تأسست الشركة في عام 1964 بدولة الكويت وبدأت عملياتها المتعلقة بالعلامة التجارية ويمبي في عام 1970، ثم كنتاكي في عام 1973. وخلال الفترة الممتدة من 1964 إلى 2016 قامت المجموعة بتتويج شراكات الامتياز لتشمل بيتزا هت في عام 1979 وهارديز في عام 1980 وتي جي آي فرايديز في عام 1994، وكرسبي كريم في عام 2006. كما وسّعت المجموعة خلال الفترة نفسها عملياتها لتشمل افتتاح مطاعم في الإمارات العربية المتحدة في عام 1979 والمملكة العربية السعودية في عام 1980 والمغرب في عام 2001 وكازخستان في عام 2008 وفي الآونة الأخيرة في عام 2022 أضافت المجموعة بيتس كوفي إلى محفظة علاماتها التجارية الشهيرة.

في عام 1984 تم إدراج الشركة الكويتية للأغذية (أمريكانا) ش.م.ك.م (الشركة الأم السابقة) في سوق الأوراق المالية الكويتية وفي عام 2016 قام صندوق الاستثمارات العامة السعودي والأستاذ محمد علي راشد العبار مؤسس شركة إعمار العقارية، بالاستحواذ على حصة الأغلبية في الشركة الأم السابقة للمجموعة من خلال شركتهم الاستثمارية المشتركة وهي أدبتيو إيه دي انفستمننتس المحدودة، وقد تبّع هذا الاستحواذ عرض الطرح الإلزامي (يشار إلى هذه الصفقة باسم "استحواذ شركة أدبتيو")، أدى إلى زيادة الملكية الفعلية لشركة أدبتيو إيه دي انفستمننتس المحدودة في الشركة الأم إلى 96.03% (بما في ذلك أسهم الخزينة) في حين لا تزال ملكية نسبة 3.97% المتبقية تعود إلى 180 مساهم أقلية. ونتيجة لذلك، قامت الشركة الأم السابقة في 23 نيسان 2018 بإلغاء إدراجها طواعية في سوق الأوراق المالية الكويتية. وفي 27 أيار 2022 تأسست الشركة كشركة تابعة مملوكة بالكامل للشركة الأم السابقة وتمّ تسميتها أمريكانا للمطاعم المحدودة، وفي 27 حزيران 2022 نقلت الشركة الأم السابقة كافة أعمال المطاعم إلى

الشركة، وفي 25 آب 2022 نقلت الشركة الأم السابقة 96.03% من مساهمتها في الشركة إلى المساهم البائع كما تمّ نقل نسبة الـ 3.97% المتبقية إلى مساهمين أقلية سابقين آخرين كجزء من عملية إعادة تنظيم المؤسسة في الشركة الأم السابقة. المساهم البائع هو شركة مملوكة بالكامل لشركة أدبتيو إيه دي هولدنجز المحدودة (الشركة الأم النهائية)، وأسهم الشركة الأم النهائية مملوكة مناصفةً بين الأستاذ محمد علي راشد العبار والشركة السعودية للاستثمارات الغذائية الخليجية (شركة الاستثمارات الغذائية الخليجية) وهي شركة تابعة مملوكة بالكامل لصندوق الاستثمارات العامة. في 29 آب 2022 تمّ تسجيل الشركة مرة أخرى كشركة مساهمة عامة محدودة بالأسهم وتمّ تغيير اسم الشركة من أمريكانا للمطاعم المحدودة إلى أمريكانا للمطاعم العالمية بي إل سي.

إنّ الشركة تخضع لأحكام قواعد الحوكمة الصادرة عن هيئة الأوراق المالية والسلع وذلك كما يتم تعديلها من وقت إلى آخر، وبناءً عليه فإنّه في حال وجود أي تعارض بين نصوص وأحكام النظام الأساسي للشركة والذي يعتمد على لائحة الشركات في سوق أبو ظبي العالمي فإنّ الشركة سوف تكون ملزمة بتطبيق أحكام وقواعد الحوكمة الصادرة عن هيئة الأوراق المالية والسلع. وباعتبارها شركة تأسست في سوق أبو ظبي العالمي ووفقاً لقانون المناطق الحرّة المالية، لا تخضع الشركة للقوانين المدنية والتجارية الاتحادية لدولة الإمارات العربية المتّحدة وعلى وجه الخصوص وليس حصراً لا تخضع الشركة لأحكام قانون الشركات التجارية الإماراتي ولا تخضع للتشريعات الأخرى التي تنطبق على الشركات المؤسّسة (على الأراضي الرئيسية) في دولة الإمارات العربية المتحدة. وبدلاً من ذلك تخضع الشركة للقوانين واللوائح المعمول بها في سوق أبو ظبي العالمي بما في ذلك النظام القانوني للشركات 2020 وتعديلاته وللقوانين واللوائح الأخرى المعمول بها في سوق أبو ظبي العالمي.

1.2.2 ملخص عملية الطرح العام الأولي المزدوج والمتزامن والتداول في سوق أبو ظبي للأوراق المالية والسوق

المالي السعودي (تداول)

يهدف الملخص إلى تقديم خلفية موجزة عن المعلومات الواردة في النشرات الصادرة عن شركة أمريكانا بخصوص عملية الطرح:

تمثل عملية الطرح العام الأولي المزدوج والمتزامن والإدراج في سوق أبو ظبي للأوراق المالية والسوق المالي السعودي (تداول) أول عملية طرح من نوعها في كلا السوقين. إذ شهدت السعودية في السنوات القليلة الماضية عدة مبادرات

لتعزيز البنية التحتية للسوق المالي السعودي ويواصل سوق أبو ظبي للأوراق المالية جهوده المبذولة في بحث سبل التعاون وتوطيد علاقاته على الصعيد الإقليمي كما يفخر بدوره المحوري والمتنامي في دعم وتطوير أسواق رأس المال في المنطقة ويمثل الإدراج المزدوج لشركة أمريكانا للمطاعم في سوق أبو ظبي للأوراق المالية والسوق المالي السعودي (تداول) نجاحاً آخر يضاف إلى سجل إنجازات هذه الأسواق.

بموجب الطرح المتزامن سيتم إتاحة تداول وامتلاك الأسهم بحرية في كل من سوق أبو ظبي للأوراق المالية وتداول حيث إن جميع الأسهم تتمتع بنفس الحقوق القانونية والاقتصادية وحقوق التصويت. لغرض الطرح المتزامن اتفق كل من سوق أبو ظبي للأوراق المالية وتداول على إطار عمل تشغيلي وتسوية بين الشوفين. لم يتم تقديم أي طلب لإدراج الأسهم أو تداولها في أي سوق مالي قبل الطرح ولم يكن هناك سوقاً عاماً للأسهم قبل هذا الطرح.

1.2.2.1 شروط الإدراج المزدوج

ليس كل الأسهم يمكن إدراجها في أكثر من سوق إذ يجب أن تحقق عدة شروط ومعايير تضعها أسواق الأوراق المالية لتسمح لها بالإدراج المزدوج. وتختلف هذه الشروط من سوق إلى آخر.

وبحكم أن الشركة هي شركة مؤسّسة في سوق أبو ظبي العالمي ستكون دولة الإمارات هي الدولة ذات الاختصاص الرئيسي فيما يتعلق بطرح وإدراج أسهم الطرح. حيث تقدّمت الشركة بطلب إلى الهيئة لتسجيل وطرح الأسهم في المملكة حسب متطلبات قواعد طرح الأوراق المالية والالتزامات المستمرة ووفقاً لتعليمات بناء سجل الأوامر وتخصيص الأسهم في الاكتتابات الأولية وبطلب إدراج الأسهم إلى السوق طبقاً لقواعد الإدراج (وذلك مع مراعاة المتطلبات النظامية غير القابلة للتطبيق أو تلك التي تمّ الحصول على إعفاءات من الهيئة و/أو شركة تداول السعودية (بعد الحصول على موافقة الهيئة) بشأنها.

تقدّمت الشركة أيضاً بطلب إلى هيئة الأوراق المالية والسلع لتسجيل وطرح الأسهم في دولة الإمارات مع الإشارة إلى أنه سيتم التقدّم بطلب الإدراج إلى سوق أبو ظبي للأوراق المالية لإدراج الأسهم في دولة الإمارات بعد إغلاق باب الاكتتاب أمام شريحة المكتتبين الأفراد في كل من المملكة ودولة الإمارات وشريحة المؤسسات المؤهّلة واستكمال عملية الاكتتاب وقبول الاكتتاب في أسهم الطرح في دولة الإمارات (وذلك وفق الأنظمة والتعليمات المعمول بها في دولة الإمارات). وبالنسبة للإطار التنظيمي للالتزامات الشركة في المملكة وتعهداتها بعد الإدراج تخضع الشركات

المدرجة أسهمها في كل من السُّوق المالي السُّعودي (تداول) وسوق أبو ظبي للأوراق المالية إلى مجموعة واسعة من الأنظمة والتَّعليمات التي تنظم التزاماتها المستمَّرة كشركة مدرجة، ومن ذلك-على سبيل المثال لا الحصر- قواعد لحوكمة الشَّركات وحماية المستثمرين والإفصاح وما إلى ذلك. وبحكم أنَّ أسهم الشركة ستكون مدرجة بشكل مزدوج في كل من السُّوق المالي السُّعودي (تداول) وسوق أبو ظبي للأوراق المالية بعد اكتمال الطَّرح فإنَّ الشركة ستخضع إلى تلك الأنظمة والتَّعليمات المنطبقة على الشركات المدرجة في الدَّولتين وبشكل متزامن. وحيث أنَّ خضوع الشركة لأنظمة مختلفة في كل من المملكة ودولة الإمارات بعد الإدراج قد ينتج عنه وجود لبس وتعارض في تفسير القواعد والتَّعليمات في الدَّولتين وصعوبة في تطبيقها إذا وجدت أي اختلافات بينهما (سواءً أكانت حالية أم مستقبلية)، كما أنَّ القواعد والتَّعليمات الصادرة عن الهيئة في المملكة-والتي تنطبق عادةً على الشركات المدرجة أسهمها في السُّوق المالي السُّعودي (تداول) -تضمَّنت عدد من المتطلَّبات النظامية التي قد لا تتمكَّن الشركة من تطبيقها والالتزام بها بحكم أنَّ الشَّركة هي شركة مؤسَّسة في سوق أبو ظبي العالمي وتخضع للالتزامات رئيسية في دولة الإمارات فيستلزم ذلك وجود إطار تنظيمي معيَّن يتعامل مع المسائل ويوضح التزامات الشَّركة بعد الإدراج.

ومع مراعاة الإعفاءات من المتطلَّبات النظامية في المملكة التي تمَّ الحصول عليها من الجهات التَّنظيمية ذات الصلة في المملكة تقرُّ الشركة بالتزامها بأحكام لائحة حوكمة الشَّركات السُّعودية وبمتطلَّبات الإفصاح الواردة في الالتزامات المستمَّرة الواردة في قواعد طرح الأوراق المالية والالتزامات المستمَّرة. ستتم معاملة الشركة على أنَّها مُصدراً أجنبياً بعد الإدراج وذلك بحكم أن أسهمها مدرجة إدراجاً مزدوجاً في كل من السُّوق المالي السُّعودي (تداول) وسوق أبو ظبي للأوراق المالية ممَّا يعني أنَّ الشَّركة سينطبق عليها ما ينطبق على "المُصدر الأجنبي" من مزايا وإجراءات وذلك وفق ما تمَّ النص عليه في قواعد طرح الأوراق المالية والالتزامات المستمَّرة وقواعد الإدراج.

1.2.2.2 أبرز أحداث عملية الطَّرح

- 31 تشرين الأول 2022: موافقة هيئة السُّوق المالية على طلب شركة أمريكانا للمطاعم العالمية بي إل سي تسجيل و طرح أسهمها للاكتتاب العام بشكل مزدوج ومتزامن في المملكة العربية السُّعودية ودولة الإمارات العربية المتَّحدة.

تعلن هيئة السُّوق المالية صدور قرار مجلس الهيئة بتاريخ 1444\04\06 هـ الموافق لـ 2022\10\31م، المتضمن الموافقة على طلب الطَّرح العام الأولي المزدوج والمتزامن في المملكة العربية السُّعودية ودولة الإمارات العربية المتحدة المقدم من شركة أمريكانا للمطاعم العالمية بي إل سي، من خلال تسجيل أسهمها وطرح (2,527,089,930) سهماً تمثل (30%) من إجمالي أسهمها.

تقدّمت الشَّرْكة بطلب تسجيل وطرح أسهمها للهيئة في المملكة ولهيئة الأوراق المالية والسلع في دولة الإمارات وطلب إدراجها لشركة تداول السُّعودية في المملكة (وذلك بحكم أنّ الطَّرح هو طرح عام أولي مزدوج ومتزامن وإدراج في كل من المملكة وفي دولة الإمارات) وقد تمّ تقديم جميع المستندات المطلوبة إلى الجهات ذات العلاقة والحصول على الموافقات الرسمية اللازمة للقيام بعملية الطَّرح العام الأولي المزدوج والمتزامن للأسهم، مع الإشارة إلى أنّه سيتمّ التقدُّم بطلب الإدراج إلى سوق أبو ظبي للأوراق المالية لإدراج الأسهم في دولة الإمارات بعد إغلاق باب الاكتتاب أمام شريحة المكتتبين الأفراد في المملكة وشريحة المستثمرين الأفراد في دولة الإمارات وشريحة المؤسَّسات المؤهَّلة واستكمال عملية الاكتتاب وقبول الاكتتاب في أسهم الطَّرح في دولة الإمارات (وذلك وفق الأنظمة والتعليمات المعمول بها في دولة الإمارات). لم يسبق تداول أسهم الشَّرْكة في أي سوق للأسهم سواء داخل المملكة أو دولة الإمارات أو خارجها قبل الطَّرح، ومن المتوقَّع أن يبدأ تداول الأسهم في كل من السُّوق المالي السُّعودي (تداول) وسوق أبو ظبي للأوراق المالية بعد الانتهاء من عملية تخصيص الأسهم واستكمال جميع المتطلَّبات النظامية ذات العلاقة.

• 2 تشرين الثاني 2022: الإعلان عن نية طرح أسهم الشَّرْكة للاكتتاب العام وإدراجها في سوق أبو ظبي للأوراق المالية والسُّوق المالي السُّعودي (تداول) من خلال طرح عام أولي مزدوج ومتزامن.

تقوم الشَّرْكة بطرح متزامن لأسهم الطَّرح على كل من سوق أبو ظبي للأوراق المالية والسُّوق المالي السُّعودي (تداول) لبيع عدد (2,527,089,930) ملياران وخمسمائة وسبعة وعشرون مليوناً وتسعة وثمانون ألفاً وتسعمائة وثلاثون من الأسهم العادية بقيمة اسمية قدرها (0.073) درهم إماراتي لكل سهم (بما يعادل 0.075 ريال سُّعودي) والتي تمثل نسبة (30%) ثلاثون بالمئة من إجمالي الأسهم المصدرة في رأس مال الشَّرْكة والبالغ (618,715,851) ستمائة وثمانية عشر مليوناً وسبعمائة وخمسة عشر ألفاً وثمانمائة وواحد وخمسون درهم إماراتي. حيث تطرح الشَّرْكة (126,354,496) مائة وستة وعشرون مليوناً وثلاثمائة وأربعة وخمسون ألفاً وأربعمائة وستة وتسعون من الأسهم

لشريحة المستثمرين الأفراد في دولة الإمارات العربية المتحدة ليتم إدراجها على سوق أبو ظبي للأوراق المالية والتي تمثل (5%) خمسة بالمائة من إجمالي الأسهم المصدرة في رأس مال الشركة، وتطرح الشركة ما يصل إلى (252,708,993) مائتان واثنان وخمسون مليوناً وسبعمائة وثمانية آلاف وتسعمائة وثلاثة وتسعون سهماً لشريحة المستثمرين الأفراد في المملكة العربية السعودية ليتم إدراجها على تداول وتمثل ما يصل إلى (10%) من إجمالي الأسهم المصدرة في رأس مال الشركة. هذا وتطرح الشركة (2,148,026,441) ملياران ومائة وأربعون مليوناً وستة وعشرون ألفاً وأربعمائة وواحد وأربعون سهماً لشريحة المؤسسات المؤهلة ليتم إدراجها على سوق أبو ظبي للأوراق المالية وتداول وتمثل (85%) من إجمالي الأسهم المصدرة في رأس مال الشركة. يحتفظ كل من المساهم البائع والشركة معاً بحق تعديل حجم شريحة المستثمرين الأفراد في دولة الإمارات العربية المتحدة وشريحة المؤسسات المؤهلة فقط في أي وقت قبل نهاية فترة الاكتتاب وفقاً لتقديرهما المطلق ووفقاً للقوانين المعمول بها وبعد الحصول على موافقة السلطات المختصة في دولة الإمارات وعلى المستثمرين المحترفين القيام باختيار سوق الإدراج ليكون إما سوق أبو ظبي للأوراق المالية أو تداول وذلك عند الاكتتاب في أسهم الطرح المخصصة لشريحة المؤسسات المؤهلة. وذلك من خلال اكتتاب عام وطرح متزامن لأحد مساهمي الشركة والذي يملك (96.03%) من إجمالي رأس مالها وهو أدبتيو إيه دي انفستمننتس المحدودة (المساهم البائع).

وبعد إغلاق باب الاكتتاب أمام شريحة المستثمرين الأفراد في دولة الإمارات العربية المتحدة وشريحة المؤسسات المؤهلة وشريحة المستثمرين الأفراد في المملكة والانتهاؤ من عملية الاكتتاب وقبول الاكتتاب في الأسهم، سوف تتقدم الشركة بطلب لإدراج أسهم الشركة على سوق أبو ظبي للأوراق المالية.

• 14 تشرين الثاني 2022: الإعلان عن النطاق السعري للطرح العام الأولي المزدوج والمتزامن لأسهم

الشركة وبدء فترة الاكتتاب في سوق أبو ظبي للأوراق المالية والسوق المالي السعودي (تداول).

تمّ تحديد النطاق السعري للطرح العام الأولي لشركة أمريكانا للمطاعم العالمية بي إل سي في سوق أبو ظبي للأوراق المالية والسوق المالي السعودي (تداول) بين (2.50) درهم إماراتي (ما يعادل (2.55) ريال سعودي) إلى (2.62) درهم إماراتي (ما يعادل (2.68) ريال سعودي للسهم الواحد). ممّا يعني أنّ القيمة السوقية للأسهم ما تعادل (21.06) مليار درهم إماراتي (ما يعادل (21.48) مليار ريال سعودي) إلى (22.07) مليار درهم إماراتي (ما

يعادل (22.58) مليار ريال سعودي). وتبدأ فترة الاكتتاب في الطرح العام الأولي اليوم 14 تشرين الثاني 2022 وتستمر حتى تاريخ 21 تشرين الثاني لشريحة الأفراد والمستثمرين الآخرين في دولة الإمارات والمملكة العربية السعودية. وسيتم تحديد سعر الطرح النهائي من خلال عملية بناء سجل الأوامر بدءاً من هذا التاريخ.

• 17 تشرين الثاني 2022: تعديل حجم شريحة المستثمرين الأفراد في دولة الإمارات وحجم شريحة المؤسسات المؤهلة.

قررت الشركة والمساهم البائع زيادة الحد الأقصى للأسهم التي يجوز تخصيصها لشريحة المستثمرين الأفراد في دولة الإمارات من مائة وستة وعشرون مليوناً وثلاثمائة وأربعة وخمسون ألفاً وأربعمائة وستة وتسعون (126,354,496) سهماً من أسهم الطرح (تمثل ما نسبته عشرة بالمائة (10%) من إجمالي أسهم الطرح)، وتخفيض الحد الأقصى للأسهم التي يجوز تخصيصها لشريحة المؤسسات المؤهلة من مليارين ومائة وثمانية وأربعين مليوناً وستة وعشرون ألفاً وأربعمائة وواحد وأربعين (2,148,026,441) سهماً (تمثل ما نسبته خمسة وثمانون بالمائة (85%) من إجمالي أسهم الطرح) إلى مليارين وواحد وعشرون مليوناً وستمائة وواحد وسبعون ألفاً وتسعمائة وأربعة وأربعين (2,021,671,944) سهماً (تمثل ما نسبته ثمانون بالمائة (80%) من إجمالي أسهم الطرح). ولم يتم التعديل على عدد الأسهم التي يجوز تخصيصها لشريحة المكتتبين الأفراد في المملكة.

• 24 تشرين الثاني 2022: إكمال عملية بناء سجل أوامر الاكتتاب المتزامنة بنجاح وانتهاء فترة الاكتتاب العام ل طرحها العام الأولي.

نتج عن عملية بناء سجل الأوامر المتزامنة طلبات اكتتاب بحوالي (386) مليار درهم إمارتي (ما يعادل (394) مليار ريال سعودي) إجمالاً من المستثمرين ومن المؤسسات المؤهلة في عدد من البلدان بما في ذلك دولة الإمارات والمملكة العربية السعودية (شريحة المؤسسات المؤهلة) والأفراد والمستثمرين الآخرين في دولة الإمارات والمملكة العربية السعودية (شريحة الأفراد في دولة الإمارات العربية المتحدة وشريحة الأفراد في المملكة العربية السعودية) ممّا يشير إلى تجاوز طلبات الاكتتاب بنحو 58 مرة. إذ أنّ شركة أدبتيو إيه دي انفستمنتس المحدودة (المساهم البائع) كانت قد أعلنت عن طرح (2,527,089,930) سهماً من أسهمها العادية للبيع بقيمة اسمية تبلغ (0.073) درهم إمارتي (ما يعادل 0.075 ريال سعودي) والتي تمثل 30% من إجمالي الأسهم المصدرة في رأس مال شركة أمريكانا

للمطاعم وسيتم توزيع صافي متحصلات الطَّرح على المساهم البائع وستمثل الأسهم المملوكة من قبل الجمهور ما نسبته (33,97%) من أسهم الشركة وذلك بتاريخ الإدراج.

• تاريخ 28 تشرين الثاني 2022: سعر الطَّرح النهائي.

بلغ سعر الطرح في سوق أبو ظبي للأوراق المالية: 2.62 درهم إماراتي للسهم الواحد.

بلغ سعر الطرح في السوق المالية السعودية (تداول): 2.68 ريال سعودي للسهم الواحد.

بلغ إجمالي عدد أسهم الطرح ونسبة الأسهم المطروحة من إجمالي رأس مال الشركة: (2,527,089,930) سهم (30%).

بلغ عدد الأسهم العادية المملوكة من قبل شركة أدبتيو إيه دي انفستمننتس المحدودة ونسبتها من إجمالي رأس مال الشركة بعد الطرح: 5,562,384,208 سهم (66.03%).

• 12 كانون الأول 2022: الإعلان عن بدء تداول الأسهم في الطَّرح العام الأولي المزدوج والمتزامن في

سوق أبو ظبي للأوراق المالية والسُّوق المالي السُّعودي (تداول).

ويتم تداول أسهم شركة أمريكانا للمطاعم في قطاع الخدمات الاستهلاكية تحت الرمز AMR في سوق أبو ظبي للأوراق المالية، وتحت الرمز Americana في السُّوق المالي السُّعودي (تداول).

يوضح الجدول التَّالي تواريخ الاكتتاب والإدراج لشركة أمريكانا للمطاعم العالمية بي إل سي في كل من سوق أبو ظبي للأوراق المالية والسُّوق المالي السُّعودي (تداول):

جدول (4) الجدول الزمني للاكتتاب والإدراج

التاريخ	الحدث	
14 تشرين الثاني 2022	تاريخ بداية الاكتتاب	1
21 تشرين الثاني 2022	تاريخ إغلاق باب الاكتتاب لشريحة المستثمرين الأفراد في دولة الإمارات العربية المتحدة وشريحة المستثمرين الأفراد في المملكة العربية السعودية	2

جدول (5) الجدول الزمني للاكتتاب والإدراج

التاريخ	الحدث	
22 تشرين الثاني 2022	تاريخ إغلاق باب الاكتتاب لشريحة المؤسسات المؤهلة	3
23 تشرين الثاني 2022	تاريخ إعلان سعر الطرح النهائي/ الإعلان عن التخصيص النهائي لأسهم شريحة الأفراد في المملكة العربية السعودية/ الإعلان عن التخصيص النهائي لأسهم شريحة المؤسسات المؤهلة	4
24 تشرين الثاني 2022	تاريخ الإعداد لتخصيص الأسهم لشريحة المستثمرين الأفراد في دولة الإمارات العربية المتحدة وشريحة المستثمرين الأفراد في المملكة	5
28 تشرين الثاني 2022	تاريخ الموعد النهائي لتسديد مبالغ الاكتتاب لشريحة المؤسسات المؤهلة	6
30 تشرين الثاني 2022	بداية عملية إعادة مبالغ الاكتتاب الفائضة مع الأرباح المترتبة عليها إلى المكتتبين	7
12 كانون الأول 2022	تاريخ إدراج الأسهم في سوق أبو ظبي للأوراق المالية والسوق المالية السعودية	8

1.2.2.3 تطوّر رأس مال شركة أمريكانا للمطاعم العالمية بي إل سي

تأسست الشركة في أيار 2022 حيث بلغ رأس المال في ذلك الوقت (36,725) ستة وثلاثون ألفاً وسبعمئة وخمسة وعشرون درهم إماراتي، تمّ زيادة رأس مال الشركة ليصبح حالياً رأس مال الشركة الثابت مبلغاً وقدره (618,715,851) ستمائة وثمانية عشر مليوناً وسبعمئة وخمسة عشر ألفاً وثمانمئة وواحد وخمسون درهماً إماراتياً مورّع على عدد (8,423,633,100) ثمان مليارات وأربعمئة وثلاثة وعشرين مليوناً وستمئة وثلاثة وثلاثين ألفاً ومائة سهم قيمة كل سهم (0.073) درهم إماراتي وجميع أسهم الشركة من نفس الفئة ومتساوية مع بعضها البعض في كافة الحقوق.

توضح الجداول التالية نسبة ملكية الشركة قبل وبعد إتمام عملية الطرح.

- نسبة ملكية الشركة قبل عملية الطرح:

جدول (6) نسبة ملكية الشركة قبل عملية الطرح

الاسم	الجنسية/ بلد التأسيس	نوع الأسهم	عدد الأسهم	إجمالي قيمة الأسهم	نسبة الملكية من رأس المال
أدبتيو إيه دي انفستمنتس المحدودة	الإمارات العربية المتحدة	عادي	8,089,474,138	594,171,875 درهم إماراتي	96.03%
المساهمين الأقلية	لا ينطبق	عادي	334,158,962	24,543,976 درهم إماراتي	3.97%

*استناداً على القيمة الاسمية

• نسبة ملكية الشركة بعد عملية الطرح:

جدول (7) نسبة ملكية الشركة بعد عملية الطرح

الاسم	الجنسية/ بلد التأسيس	نوع الأسهم	عدد الأسهم	إجمالي قيمة الأسهم	نسبة الملكية من رأس المال
أدبتيو إيه دي انفستمنتس المحدودة	الإمارات العربية المتحدة	عادي	5,562,384,208	408,557,120 درهم إماراتي	66.03%
المساهمين الأقلية	لا ينطبق	عادي	334,158,962	24,543,976 درهم إماراتي	3.97%

*استناداً على القيمة الاسمية

• هيكل رأس مال الشركة بعد اكتمال عملية الطرح:

عند إتمام عملية الطرح بلغ رأس مال الشركة المدفوع (618,715,851) ستمائة وثمانية عشر مليوناً وسبعمائة وخمسة عشر ألفاً وثمانمائة وواحد وخمسون درهماً مقسماً إلى (8,423,633,100) ثمان مليارات وأربعمائة وثلاثة وعشرين مليوناً وستمائة وثلاثة وثلاثين ألفاً ومائة سهماً بقيمة اسمية (0.073) درهم إماراتي.

يوضح الجدول التالي هيكل رأس مال الشركة بعد اكتمال عملية الطرح:

جدول (8) هيكل رأس مال الشركة بعد اكتمال عملية الطرح

عدد أسهم المساهم البائع (شركة أدبتيو إيه دي انفستمنتس المحدودة)	(5,562,384,208) خمس مليارات وخمسمائة واثنان وستون مليوناً وثلاثمائة وأربعة وثمانون ألفاً ومائتان وثمانية سهم
---	--

عدد إجمالي أسهم المكتتبين (على افتراض تخصيص جميع أسهم الطرح بما في ذلك كافة الشرائح المذكورة في نشرة الاكتتاب)	(2,527,089,930) ملياران وخمسمائة وسبعة وعشرون مليوناً وتسعة وثمانون ألفاً وتسعمائة وثلاثون سهم
الإجمالي	(8,089,474,138) ثمان مليارات وتسعة وثمانون مليوناً وأربعمائة وسبعون ألفاً ومائة وثمانين وثلاثون سهم

1.2.2.4 تداول سهم أمريكانا للمطاعم العالمية بي إل سي

اتَّفَق كل من سوق أبو ظبي للأوراق المالية بتأخير بدء التداول لمدة ساعة واحدة وذلك من أجل التَّوْفِيق مع بدء ساعات التَّدَاوِل على السُّوق المالي السُّعُودِي. إنَّ الحد اليومي الأقصى للتذبذب السعري البالغ $\pm 30\%$ والذي ينطبق عادةً على الشَّرَكَات المدرجة حديثاً في السُّوق المالي السُّعُودِي تداول لن ينطبق على أسهم أمريكانا للمطاعم خلال أيام التَّدَاوِل الثَّلَاثَة الأولى بما يتماشى مع القواعد المعمول بها في سوق أبو ظبي للأوراق المالية ولن يكون للأسهم المتداولة في كل من السُّوق المالي السُّعُودِي (تداول) وسوق أبو ظبي للأوراق المالية أيَّ حدود تداول في الأيام الثَّلَاثَة الأولى علماً بأنَّه عقب الثَّلَاثِ الأيَّام الأولى ستخضع الأسهم المدرجة في السُّوق المالي السُّعُودِي (تداول) وفي سوق أبو ظبي للأوراق المالية لحدود التَّدْبِذِبِ الاعتيادية المطبَّقة على جميع الأسهم المتداولة في السُّوقِين.

تمَّ الحصول على هذه المعلومات من خلال الموقع الرَّسْمِي لشركة أمريكانا للمطاعم العالمية <https://www.americanarestaurants.com/> وقد تمَّ ذلك في التاريخ الموافق لـ 15 أيار 2023م.

1.3 متغيرات الدراسة

بالنسبة لمقاييس دراسة سيولة السَّهْمِ بالاعتماد على دراسة (نصير، 2022):

1. معدَّل دوران الأسهم Stock Turnover

ويحسب هذا المقياس عن طريق قسمة كمية الأسهم المتداولة على إجمالي كمية الأسهم المصدرة لكل شركة، وذلك كما هو موضَّح بالمعادلة التالية:

$$ST_{i,y} = \frac{VOL_{i,y}}{N_{i,y}}$$

حيث تشير $(ST_{i,y})$ إلى معدَّل دوران السَّهْمِ للشَّرْكَة (i) في العام (y)، و $(VOL_{i,y})$ إجمالي عدد الأسهم المتداولة للشَّرْكَة (i) في العام (y)، و $(N_{i,y})$ عدد الأسهم العادية المصدرة للشَّرْكَة (i) في العام (y).

2. مدى السعر النسبي Spread

ويحسب مدى السعر النسبي كما هو موضَّح بالمعادلة التالية:

$$RBAS = \frac{AP_{it} - BP_{it}}{(AP_{it} + BP_{it})/2}$$

حيث تشير (RBAS) إلى مدى السعر النسبي، وتشير (AP_{it}) و (BP_{it}) إلى سعر العرض وسعر الطلب عند الإغلاق على التوالي للسهم (i) في الفترة (t). ولكن نظراً لعدم وجود بيانات تاريخية عن أسعار الطلب والعرض للسهم تمّ تطبيق المعادلة التالية وذلك بالاعتماد على دراسة (Mazur et al, 2018):

$$Spread = \frac{\text{Opening price of shares} - \text{Closing price of shares}}{\text{Average Price of Shares}}$$

حيث تشير (Spread) إلى مدى السعر النسبي، وتشير $(\text{Opening price of shares})$ إلى سعر الافتتاح للسهم و $(\text{Closing price of shares})$ إلى سعر الإغلاق للسهم أمّا بالنسبة لـ $(\text{Average Price of Shares})$ فتشير إلى متوسط أسعار السهم.

بالنسبة لمقاييس دراسة سيولة سوق الأوراق المالية بالاعتماد على دراسة (المولى، 2011):

1. نسبة القيمة السوقية إلى الناتج المحلي الإجمالي (MV/GDP)

2. حجم التداول Trade Volume

ويحسب هذا المعدل بالصيغة التالية: نسبة قيمة التداول إلى الناتج المحلي الإجمالي (TV/ GDP).

3. معدّل الدوران Turnover Rate

ويحسب هذا المعدل بالصيغة التالية: نسبة حجم التداول إلى القيمة السوقية لسوق الأوراق المالية (TV/MV).

1.4 خطوات الدراسة

بالنسبة لدراسة سيولة سهم أمريكانا للمطاعم العالمية بي إل سي:

نظراً لعدم وجود إدراج مسبق عن الإدراج المتزامن لشركة أمريكانا للمطاعم العالمية بي إل سي، لم تتمكن الباحثة من دراسة أثر الإدراج المزدوج في سيولة أسهم الشركة قبل وبعد الإدراج لذلك اكتفت الباحثة بدراسة أثر الإدراج المزدوج في سيولة الأسهم من خلال عمل مقارنة بين سيولة أسهم الشركة في سوق أبو ظبي للأوراق المالية وسيولتها في السوق المالي السعودي (تداول)، وذلك من خلال دراسة مؤشرات سيولة الأسهم بالاعتماد على دراسة (نصير، 2022) المتمثلة في معدّل دوران الأسهم الذي تمّ حسابه من خلال قسمة حجم تداول أسهم الشركة في كل من السّوقين مقسومةً على عدد الأسهم المدرجة في كل سوق، ومدى السعر النسبي الذي تمّ حسابه من خلال حساب الفارق بين سعر الافتتاح وسعر الإغلاق مقسوماً على متوسط سعر السهم مقيماً بالدولار، إذ تمّ جمع بيانات يومية عن سعر الافتتاح والإغلاق للسهم في كلا السّوقين بالإضافة لجمع بيانات يومية عن سعر صرف الريال السعودي والدرهم الإماراتي مقابل الدولار الأمريكي، نظراً لاعتماد الدولار كعملة موحّدة. تمّت الدراسة باستخدام اختبار T لعينات مستقلة.

وبالنسبة لدراسة سيولة الأسواق المالية المدرجة فيها أسهم أمريكانا للمطاعم العالمية بي إل سي (سوق أبو ظبي للأوراق المالية، السوق المالي السعودي (تداول):

1- تمّ دراسة السيولة من خلال اختبار السيولة بين كل من سوق أبو ظبي للأوراق المالية والسوق المالي السعودي (تداول) قبل وبعد الإدراج المزدوج وذلك من خلال مؤشرات السيولة المتمثلة في نسبة القيمة السّوقية إلى الناتج المحلي الإجمالي، حجم التّداول ومعدّل الدّوران للسّوق وذلك بالاعتماد على دراسة (المولى، 2011)، تمّ جمع البيانات من خلال تقارير أسبوعية ينشرها صندوق النّقد العربي فيما يتعلّق بالقيمة السّوقية لأسواق الأوراق المالية، قيمة التّداول وأحجام التّداول، وبالنسبة للنّاتج المحلي الإجمالي السنوي تمّ جمع البيانات بالاعتماد على موقع <https://www.statista.com> ثمّ قامت الباحثة بتوزيع قيمة النّاتج المحلي الإجمالي السنوي على أسابيع السّنة والبالغة 52 أسبوعاً. تمّت الدراسة باستخدام اختبار T لعينات مستقلة.

2- تمّ اختبار السيولة ضمن السوق الواحد باستخدام نفس المؤشرات قبل وبعد الإدراج المزدوج. تمّت الدراسة باستخدام اختبار T لعينتين مرتبطتين.

المبحث الثاني التّوصيف الإحصائي واختبار الفرضيات

1.1 التّوصيف الإحصائي لمتغيرات الدراسة

تبين الجدول التّاليّة كلاً من أكبر وأصغر قيمة، المتوسط الحسابي، الانحراف المعياري، معامل الالتواء والتفلطح لمتغيرات الدراسة خلال فترة الدراسة.

1. بالنسبة لسيولة السّهم:

- التّوصيف الإحصائي لمعدّل دوران سهم أمريكانا للمطاعم العالمية بي إل سي في كل من سوق أبو ظبي للأوراق المالية والسّوق المالي السّعودي (تداول).
- التّوصيف الإحصائي لمدى السعر النسبي لسهم أمريكانا للمطاعم العالمية بي إل سي في كل من سوق أبو ظبي للأوراق المالية والسّوق المالي السّعودي (تداول).

يبين الجدول التّالي نتائج التّوصيف الإحصائي:

جدول (9) التّوصيف الإحصائي لمتغيرات سيولة السّهم

	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation	Skewness	Kurtosis
	Statistic	Statistic	Statistic	Statistic	Statistic	Statistic
معدّل الدّوران	0.0761	15.4001	1.0183	1.5399	5.517	43.325
مدى السعر النسبي	-0.0902	1.9954	0.0139	0.1823	10.781	118.121

تفسير النّاتج:

من الجدول أعلاه نجد أنّه:

- بلغت أعلى قيمة لمعدّل الدّوران (15.4001) وذلك في اليوم الثاني من التّداول في سوق أبو ظبي للأوراق المالية وأدنى قيمة (0.0761) في اليوم السابع والعشرين من التّداول في السّوق المالي السّعودي (تداول) عند متوسط حسابي (1.0183) وانحراف معياري (1.5399). كما تبيّن أنّ المنحني ملتوي نحو اليمين ومتطاول.
- بلغت أعلى قيمة لمدى السعر النسبي (1.9954) في اليوم العشرين من التّداول في السّوق المالي السّعودي (تداول) وأدنى قيمة (-0.0902) في اليوم الثامن والأربعين من التّداول في السّوق المالي السّعودي (تداول)

عند متوسط حسابي (0.0139) وانحراف معياري (0.1823). كما تبين أن المنحني ملتوي نحو اليمين ومتطاول.

2. بالنسبة لسيولة سوق الأوراق المالية:

- التّوصيف الإحصائي لنسبة القيمة السّوقية إلى النّاتج المحلي الإجمالي لكل من سوق أبو ظبي للأوراق المالية والسّوق المالي السّعودي (تداول).
- التّوصيف الإحصائي لمعدّل الدّوران في كل من سوق أبو ظبي للأوراق المالية والسّوق المالي السّعودي (تداول).
- التّوصيف الإحصائي لحجم التّداول في كل من سوق أبو ظبي للأوراق المالية والسّوق المالي السّعودي (تداول).

يبين الجدول التالي نتائج التّوصيف الإحصائي:

جدول (10) التّوصيف الإحصائي لمتغيرات سيولة سوق الأوراق المالية

	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation	Skewness	Kurtosis
القيمة السّوقية إلى النّاتج المحلي الإجمالي	56.2300	152.2900	101.5166	33.0677	0.024	-1.808
معدّل الدّوران	0.0119	1.9475	0.1295	0.2305	6.460	49.920
حجم التّداول	0.097	1.0601	0.2769	0.1349	3.051	14.582

تفسير النّتائج:

من الجدول أعلاه نجد أنّه:

- بلغت أعلى قيمة لنسبة القيمة السّوقية إلى النّاتج المحلي الإجمالي (152.29) في السّوق المالي السّعودي (تداول) وذلك للفترة قبل الإدراج المزدوج خلال الأسبوع الممتد من تاريخ (5 آب 2022 وحتى تاريخ 11 آب 2022) وأدنى قيمة (56.23) في سوق أبو ظبي للأوراق المالية وذلك للفترة قبل الإدراج المزدوج خلال الأسبوع الممتد من تاريخ (22 تموز 2022 وحتى تاريخ 28 تموز 2022) عند متوسط حسابي (101.5166) وانحراف معياري (33.0677). كما تبين أن المنحني ملتوي نحو اليمين ومتقطع.
- بلغت أعلى قيمة لمعدّل الدّوران (1.9475) في سوق أبو ظبي للأوراق المالية وذلك للفترة قبل الإدراج المزدوج خلال الأسبوع الممتد من تاريخ (9 أيلول 2022 وحتى تاريخ 15 أيلول 2022) وأدنى قيمة

(0.0119) في السُّوق المالي السُّعودي تداول وذلك للفترة بعد الإدراج المزدوج خلال الأسبوع الممتد من تاريخ (14 نيسان 2023 وحتى تاريخ 20 نيسان 2023) عند متوسط حسابي (0.1295) وانحراف معياري (0.2305). كما تبين أنَّ المنحني ملتوي نحو اليمين وامتطاول.

- بلغت أعلى قيمة لحجم التداول (1.0601) في سوق أبو ظبي للأوراق المالية وذلك للفترة قبل الإدراج المزدوج خلال الأسبوع الممتد من تاريخ (2 كانون الأول 2022 وحتى تاريخ 8 كانون الأول 2022) وأدنى قيمة (0.097) في سوق أبو ظبي للأوراق المالية وذلك للفترة بعد الإدراج المزدوج خلال الأسبوع الممتد من تاريخ (14 نيسان 2023 وحتى تاريخ 20 نيسان 2023) عند متوسط حسابي (0.2769) وانحراف معياري (0.1349). كما تبين أنَّ المنحني ملتوي نحو اليمين وامتطاول.

1.5 اختبار الفرضيات ومناقشة النتائج

المجموعة الأولى: تنصُّ الفرضية الرئسية على أنه يوجد فارق معنوي بين سيولة سهم شركة أمريكانا للمطاعم العالمية بي إل سي في سوق أبو ظبي للأوراق المالية وسيولته في السُّوق المالي السُّعودي (تداول). ويتفرَّع عنها الفرضيات التالية:

- اختبار الفرضية الفرعية الأولى التي تنص على وجود فارق معنوي في معدّل دوران سهم شركة أمريكانا للمطاعم العالمية بي إل سي بين سوق أبو ظبي للأوراق المالية والسُّوق المالي السُّعودي (تداول).

تبين الجداول التالية نتائج اختبار T لعينات مستقلة:

جدول (11) التّوصيف الإحصائي لمعدّل دوران سهم شركة أمريكانا للمطاعم العالمية بي إل سي

	سوق الأوراق المالية	Mean	Std. Deviation
معدّل الدّوران	سوق أبو ظبي للأوراق المالية	1.6464	1.9760
	السُّوق المالي السُّعودي (تداول)	0.3903	0.2575

جدول (12) اختبار T لعينات مستقلة لمعدّل دوران سهم أمريكانا للمطاعم العالمية بي إل سي

		Levene's Test for Equality of Variances		t-test for Equality of Means					
		F	Sig.	t	Df	Sig. (2-tailed)	Mean Difference	95% Confidence Interval of the Difference	
								Lower	Upper
معدّل الدوران	Equal variances assumed	28.421	0.000	6.046	182	0.000	1.2561	0.8461	1.6660
	Equal variances not assumed			6.046	94.092	0.000	1.2561	0.8435	1.6686

من الجداول أعلاه نجد أنه:

- يوجد فرق معنوي لمعدّل دوران سهم أمريكانا للمطاعم العالمية بين سوق أبو ظبي للأوراق المالية والسوق المالي السعودي (تداول) لصالح سوق أبو ظبي للأوراق المالية.
- اختبار الفرضية الفرعية التآنية التي تنص على وجود فرق معنوي في مدى السعر النسبي بين سوق أبو ظبي للأوراق المالية والسوق المالي السعودي (تداول).

تبين الجداول التالية نتائج اختبار T لعينات مستقلة:

جدول (13) التّوصيف الإحصائي لمدى السعر النسبي لسهم أمريكانا للمطاعم العالمية بي إل سي

	سوق الأوراق المالية	Mean	Std. Deviation
مدى السعر النسبي	سوق أبو ظبي للأوراق المالية	-0.0019	0.0192
	السوق المالي السعودي (تداول)	0.0298	0.2571

جدول (14) اختبار T لعينات مستقلة لمدى السعر النسبي لسهم أمريكانا للمطاعم العالمية بي إل سي

		Levene's Test for Equality of Variances	t-test for Equality of Means					
--	--	---	------------------------------	--	--	--	--	--

		F	Sig.	T	df	Sig. (2-tailed)	Mean Difference	95% Confidence Interval of the Difference	
								Lower	Upper
مدى السعر النسبي	Equal variances assumed	2.510	0.116	-0.964	120	0.337	-0.0318	-0.0972	0.0335
	Equal variances not assumed			-0.964	60.673	0.339	-0.0318	-0.0978	0.0342

من الجداول أعلاه نجد أنه:

لا يوجد فرق معنوي في مدى السعر النسبي بين سوق أبو ظبي للأوراق المالية والسوق المالي السعودي (تداول).

تلخيص نتائج الفرضية الرئيسية من المجموعة الأولى ومناقشة النتائج:

يبين الجدول التالي ملخص نتائج الفرضية الرئيسية من المجموعة الأولى:

جدول (15) ملخص نتائج الفرضية الرئيسية من المجموعة الأولى

لا يوجد فرق معنوي	يوجد فرق معنوي		
	سوق أبو ظبي للأوراق المالية	السوق المالي السعودي (تداول)	
	✓		معدّل دوران السّهم
✓			مدى السعر النسبي

مناقشة النتائج:

خلصت نتائج الفرضية الرئيسية الأولى إلى وجود فرق معنوي جزئي بين سيولة سهم أمريكانا للمطاعم العالمية بي إل سي في سوق أبو ظبي للأوراق المالية وسيولته في السوق المالي السعودي (تداول). إنّ وجود فرق معنوي لمعدّل دوران سهم أمريكانا للمطاعم العالمية لصالح سوق أبو ظبي للأوراق المالية يعود بسبب عدد الأسهم المتداولة في كل من السّوقين إذ بلغ عدد الأسهم المتداولة في سوق أبو ظبي للأوراق المالية في فترة الدراسة إلى (614,930,000) سهم بينما بلغ عدد الأسهم في السوق المالي السعودي (8,423,630,000) سهم وهذا يعود لنشاط السّوق السعودي مقارنةً مع سوق أبو ظبي بالإضافة إلى أنّ وجود شركة أمريكانا ضمن مؤشر (MSCI تداول 30) السعودي يزيد من جاذبية المستثمر اتجاه السّوق السعودي، وإنّ عدم وجود فرق معنوي في مدى السعر النسبي للسّهم يساعد في زيادة كفاءة السّوقين.

المجموعة الثانية:

أولاً: تنص الفرضية الرئسية الأولى على أنه يوجد فارق معنوي بين سيولة سوق أبو ظبي للأوراق المالية وسيولة السُّوق المالي السُّعودي (تداول) قبل الإدراج المزدوج لشركة أمريكانا للمطاعم العالمية بي إل سي. ويتفرَّع عنها الفرضيات التَّالية:

- اختبار الفرضية الفرعية الأولى التي تنص على وجود فارق معنوي في القيمة السُّوقية إلى النَّاتج المحلي الإجمالي بين سوق أبو ظبي للأوراق المالية والسُّوق المالي السُّعودي (تداول) قبل الإدراج المزدوج.

تبين الجداول التَّالية نتائج اختبار T لعينات مستقلة:

جدول (16) التَّوصيف الإحصائي لنسبة القيمة السُّوقية إلى النَّاتج المحلي الإجمالي

	سوق	Mean	Std. Deviation
القيمة السُّوقية إلى النَّاتج المحلي الإجمالي	سوق أبو ظبي للأوراق المالية	64.2835	6.2128
	السُّوق المالي السُّعودي (تداول)	137.2945	8.7162

جدول (17) اختبار T لعينات مستقلة لنسبة القيمة السُّوقية إلى النَّاتج المحلي الإجمالي

		Levene's Test for Equality of Variances		t-test for Equality of Means					
		F	Sig.	t	df	Sig. (2-tailed)	Mean Difference	95% Confidence Interval of the Difference	
								Lower	Upper
القيمة السُّوقية إلى النَّاتج المحلي الإجمالي	Equal variances assumed	1.387	0.246	-30.504	38	0.0	-73.0110	-77.8562	-68.1657
	Equal variances not assumed			-30.504	34.345	0.0	-73.0110	-77.8732	-68.1487

من الجداول أعلاه نجد أنه:

يوجد فارق معنوي في القيمة السُّوقية إلى النَّاتج المحلي الإجمالي قبل الإدراج المزدوج لشركة أمريكانا للمطاعم العالمية بي إل سي بين سوق أبو ظبي للأوراق المالية والسُّوق المالي السُّعودي (تداول) لصالح السُّوق المالي السُّعودي (تداول).

- اختبار الفرضية الفرعية الثانية التي تنص على وجود فارق معنوي في معدّل الدّوران بين سوق أبو ظبي للأوراق المالية والسّوق المالي السّعودي (تداول) قبل الإدراج المزدوج.

تبين الجداول التّالية نتائج اختبار T لعينات مستقلة:

جدول (18) التوصيف الإحصائي لمعدّل الدّوران للسّوق

	سوق الأوراق المالية	Mean	Std. Deviation
معدّل الدّوران	سوق أبو ظبي للأوراق المالية	0.3191	0.3996
	السّوق المالي السّعودي (تداول)	0.0244	0.0043

جدول (19) اختبار T لعينات مستقلة لمعدّل الدّوران للسّوق

		Levene's Test for Equality of Variances		t-test for Equality of Means					
		F	Sig.	t	df	Sig. (2- tailed)	Mean Difference	95% Confidence Interval of the Difference	
								Lower	Upper
معدّل الدّوران	Equal variances assumed	6.459	0.015	3.298	38	0.002	0.2946	0.1137	0.4756
	Equal variances not assumed			3.298	19.005	0.004	0.2946	0.1076	0.4817

من الجداول أعلاه نجد أنّه:

يوجد فارق معنوي في معدّل الدّوران قبل الإدراج المزدوج لشركة أمريكانا للمطاعم العالمية بي إل سي بين سوق أبو ظبي للأوراق المالية والسّوق المالي السّعودي (تداول) لصالح سوق أبو ظبي للأوراق المالية.

- اختبار الفرضية الفرعية الثالثة التي تنص على وجود فارق معنوي في حجم التّداول بين سوق أبو ظبي للأوراق المالية والسّوق المالي السّعودي (تداول) قبل الإدراج المزدوج.

تبين الجداول التّالية نتائج اختبار T لعينات مستقلة:

جدول (20) التوصيف الإحصائي لحجم التّداول في السّوق

	سوق الأوراق المالية	Mean	Std. Deviation

حجم التداول	سوق أبو ظبي للأوراق المالية	0.2910	0.2235
	السوق المالي السعودي (تداول)	0.3464	0.0728

جدول (21) اختبار T لعينات مستقلة لحجم التداول في السوق

		Levene's Test for Equality of Variances		t-test for Equality of Means					
		F	Sig.	t	df	Sig. (2-tailed)	Mean Difference	95% Confidence Interval of the Difference	
								Lower	Upper
حجم التداول	Equal variances assumed	4.445	0.042	-1.053	38	0.299	-0.0553	-0.1618	0.0510
	Equal variances not assumed			-1.053	22.994	0.303	-0.0553	-0.1641	0.0533

من الجداول أعلاه نجد أنه:

لا يوجد فارق معنوي في حجم التداول قبل الإدراج المزدوج لشركة أمريكانا للمطاعم العالمية بي إل سي بين سوق أبو ظبي للأوراق المالية والسوق المالي السعودي (تداول).

تلخيص نتائج الفرضية الرئيسية الأولى من المجموعة الثانية ومناقشة النتائج:

يبين الجدول التالي ملخص نتائج الفرضية الرئيسية الأولى من المجموعة الثانية:

جدول (22) ملخص نتائج الفرضية الرئيسية الأولى من المجموعة الثانية

لا يوجد فارق معنوي	يوجد فارق معنوي		
	سوق أبو ظبي للأوراق المالية	السوق المالي السعودي (تداول)	
		✓	القيمة السوقية إلى الناتج المحلي الإجمالي
	✓		معدل الدوران
✓			حجم التداول

مناقشة النتائج:

خلصت نتائج الفرضية الرئيسية الأولى من المجموعة الثانية إلى وجود فارق معنوي جزئي بين سيولة سوق أبو ظبي للأوراق المالية وسيولة السوق المالي السعودي (تداول) قبل الإدراج المزدوج لشركة أمريكانا للمطاعم العالمية بي إل سي. إن وجود فارق معنوي في نسبة القيمة السوقية إلى الناتج المحلي الإجمالي لصالح السوق المالي السعودي (تداول) يعود إلى القيم الكبيرة للقيمة السوقية وللناتج المحلي الإجمالي للسوق المالي السعودي بالمقارنة مع سوق أبو

ظبي للأوراق المالية. وإنَّ وجود فارق معنوي في معدّل الدّوران قبل الإدراج المزدوج لشركة أمريكانا للمطاعم العالمية بي إل سي بين سوق أبو ظبي للأوراق المالية والسّوق المالي السّعودي (تداول) لصالح سوق أبو ظبي للأوراق المالية يعود لأحجام التداول الكبيرة في سوق أبو ظبي بالمقارنة مع السّوق السّعودي الذي يشهد قيمة سوقية أعلى. ثانياً: تنصّ الفرضية الرّئيسة الثّانية على أنّه يوجد فارق معنوي بين سيولة سوق أبو ظبي للأوراق المالية وسيولة السّوق المالي السّعودي (تداول) بعد الإدراج المزدوج لشركة أمريكانا للمطاعم العالمية بي إل سي. ويتفرّع عنها الفرضيات التّالية:

- اختبار الفرضية الفرعية الأولى التي تنص على وجود فارق معنوي في القيمة السّوقية إلى الناتج المحلي الإجمالي بين سوق أبو ظبي للأوراق المالية والسّوق المالي السّعودي (تداول).

تبين الجداول التّالية نتائج اختبار T لعينات مستقلة:

جدول (23) التوصيف الإحصائي لنسبة القيمة السّوقية إلى الناتج المحلي الإجمالي

	سوق الأوراق المالية	Mean	Std. Deviation
القيمة السّوقية إلى الناتج المحلي الإجمالي	سوق أبو ظبي للأوراق المالية	74.7830	2.4197
	السّوق المالي السّعودي (تداول)	129.7055	5.5394

جدول (24) اختبار T لعينات مستقلة لنسبة القيمة السّوقية إلى الناتج المحلي الإجمالي

		Levene's Test for Equality of Variances		t-test for Equality of Means					
		F	Sig.	T	df	Sig. (2-tailed)	Mean Difference	95% Confidence Interval of the Difference	
								Lower	Upper
القيمة السّوقية	Equal variances assumed	4.103	0.050	-40.633	38	0.000	-54.9225	-57.6588	-52.1861

إلى الناتج المحلي الإجمالي	Equal variances not assumed			-40.633	25.996	0.000	-54.9225	-57.7009	-52.1440
----------------------------	-----------------------------	--	--	---------	--------	-------	----------	----------	----------

من الجداول أعلاه نجد أنه:

يوجد فارق معنوي في القيمة السوقية إلى الناتج المحلي الإجمالي بعد الإدراج المزدوج لشركة أمريكانا للمطاعم العالمية بي إل سي بين سوق أبو ظبي للأوراق المالية والسوق المالي السعودي لصالح السوق المالي السعودي (تداول).

- اختبار الفرضية الفرعية الثانية التي تنص على وجود فارق معنوي في معدّل الدوران بين سوق أبو ظبي للأوراق المالية والسوق المالي السعودي (تداول).

تبين الجداول التالية نتائج اختبار T لعينات مستقلة:

جدول (25) التوصيف الإحصائي لمعدّل الدوران للسوق

	سوق الأوراق المالية	Mean	Std. Deviation
معدّل الدوران	سوق أبو ظبي للأوراق المالية	0.1441	0.0337
	السوق المالي السعودي (تداول)	0.0302	0.0119

جدول (26) اختبار T لعينات مستقلة لمعدّل الدوران للسوق

	Levene's Test for Equality of Variances	t-test for Equality of Means							
		F	Sig.	t	df	Sig. (2-tailed)	Mean Difference	95% Confidence Interval of the Difference	
								Lower	Upper
معدّل الدوران	Equal variances assumed	11.174	0.002	14.225	38	0.000	0.1138	0.0976	0.1300

Equal variances not assumed			14.225	23.678	0.000	0.1138	0.0972	0.1303
-----------------------------	--	--	--------	--------	-------	--------	--------	--------

من الجداول أعلاه نجد:

يوجد فارق معنوي في معدّل الدّوران بعد الإدراج المزدوج لشركة أمريكانا للمطاعم العالمية بي إل سي بين سوق أبو ظبي للأوراق المالية والسّوق المالي السّعودي (تداول) لصالح سوق أبو ظبي للأوراق المالية.

- اختبار الفرضية الفرعية الثالثة التي تنص على وجود فارق معنوي في حجم التّداول بين سوق أبو ظبي للأوراق المالية والسّوق المالي السّعودي (تداول).

تبين الجداول التّالية نتائج اختبار T لعينات مستقلة:

جدول (27) التوصيف الإحصائي لحجم التّداول في السّوق

	سوق الأوراق المالية	Mean	Std. Deviation
حجم التّداول	سوق أبو ظبي للأوراق المالية	0.2023	0.0715
	السّوق المالي السّعودي (تداول)	0.2678	0.0633

جدول (28) اختبار T لعينات مستقلة لحجم التّداول في السّوق

	Levene's Test for Equality of Variances		t-test for Equality of Means						
	F	Sig.	t	df	Sig. (2-tailed)	Mean Difference	95% Confidence Interval of the Difference		
							Lower	Upper	

حجم	Equal variances assumed	0.002	0.968	-3.062	38	0.004	-0.0654	-0.1087	-0.0221
التداول	Equal variances not assumed			-3.062	37.453	0.004	-0.0654	-0.1087	-0.0221

من الجداول أعلاه نجد:

يوجد فارق معنوي في حجم التداول بعد الإدراج المزدوج لشركة أمريكانا للمطاعم العالمية بي إل سي بين سوق أبو ظبي للأوراق المالية والسوق المالي السعودي (تداول) لصالح السوق المالي السعودي (تداول).

تلخيص نتائج الفرضية الرئيسية الثانية من المجموعة الثانية ومناقشة النتائج:

يبين الجدول التالي ملخص نتائج الفرضية الرئيسية الثانية من المجموعة الثانية:

جدول (29) ملخص نتائج الفرضية الرئيسية الثانية من المجموعة الثانية

لا يوجد فارق معنوي	يوجد فارق معنوي		
	سوق أبو ظبي للأوراق المالية	السوق المالي السعودي (تداول)	
		✓	القيمة السوقية إلى الناتج المحلي الإجمالي
	✓		معدل الدوران
		✓	حجم التداول

مناقشة النتائج:

خلصت نتائج الفرضية الرئيسية الثانية من المجموعة الثانية إلى وجود فارق معنوي جزئي في السيولة بين سوق أبو ظبي للأوراق المالية والسوق المالي السعودي (تداول) في الفترة بعد الإدراج المزدوج لصالح السوق المالي السعودي (تداول).

المجموعة الثالثة:

• اختبار الفرضية الرئيسية الأولى التي تنص على أنه يوجد فارق معنوي في سيولة سوق أبو ظبي للأوراق المالية قبل وبعد الإدراج المزدوج لشركة أمريكانا للمطاعم العالمية بي إل سي.

تبين الجداول التالية نتائج اختبار T لعينتين مرتبطتين:

جدول (30) التّوصيف الإحصائي لعينتين مرتبطتين

		Mean	Std. Deviation
Pair 1	القيمة السوقية إلى الناتج المحلي الإجمالي (قبل الإدراج)	64.2835	6.2128
	القيمة السوقية إلى الناتج المحلي الإجمالي (بعد الإدراج)	74.7830	2.4197
Pair 2	معدّل الدّوران (قبل الإدراج)	0.3191	0.3996
	معدّل الدّوران (بعد الإدراج)	0.1441	0.0337
Pair 3	حجم التّداول (قبل الإدراج)	0.2910	0.2235
	حجم التّداول (بعد الإدراج)	0.2023	0.0715

جدول (31) معامل الارتباط لعينتين مرتبطتين

		Correlation	Sig.
Pair 1	القيمة السوقية إلى الناتج المحلي الإجمالي قبل الإدراج & القيمة السوقية إلى الناتج المحلي الإجمالي بعد الإدراج	0.755	0.000
Pair 2	معدّل الدّوران قبل الإدراج & معدّل الدّوران بعد الإدراج	0.163	0.493
Pair 3	حجم التّداول قبل الإدراج & حجم التّداول بعد الإدراج	-0.038	0.874

جدول (32) اختبار T لعينتين مرتبطتين

	Paired Differences				T	df	Sig. (2-tailed)
	Mean	Std. Deviation	95% Confidence Interval of the Difference				
			Lower	Upper			

Pair 1	القيمة السوقية إلى الناتج المحلي الإجمالي قبل الإدراج - القيمة السوقية إلى الناتج المحلي الإجمالي بعد الإدراج	-10.4995	4.6628	-12.6817	-8.3172	-10.070	19	0.000
Pair 2	معدّل الدّوران قبل الإدراج - معدّل الدّوران بعد الإدراج	0.1750	0.3955	-0.0100	0.3601	1.979	19	0.062
Pair 3	حجم التّداول قبل الإدراج - حجم التّداول بعد الإدراج	0.0887	0.2373	-0.022	0.1997	1.672	19	0.111

من الجداول أعلاه نجد أنّه:

- يوجد فارق معنوي في القيمة السّوقية إلى الناتج المحلي الإجمالي لسوق أبو ظبي للأوراق المالية قبل وبعد الإدراج المزدوج لشركة أمريكانا للمطاعم العالمية بي إل سي لصالح الفترة بعد الإدراج المزدوج.
- لا يوجد فارق معنوي في معدّل الدّوران لسوق أبو ظبي للأوراق المالية قبل وبعد الإدراج المزدوج لشركة أمريكانا للمطاعم العالمية بي إل سي.
- لا يوجد فارق معنوي في حجم التّداول لسوق أبو ظبي للأوراق المالية قبل وبعد الإدراج لشركة أمريكانا للمطاعم العالمية بي إل سي.

تلخيص نتائج الفرضية الرّئيسة الأولى من المجموعة الثالثة ومناقشة النتائج:

يبين الجدول التالي ملخص نتائج الفرضية الرّئيسة الأولى من المجموعة الثالثة:

جدول (33) ملخص نتائج الفرضية الرّئيسة الأولى من المجموعة الثالثة

لا يوجد فارق معنوي	يوجد فارق معنوي		
	بعد الإدراج المزدوج	قبل الإدراج المزدوج	
	✓		القيمة السّوقية إلى الناتج المحلي الإجمالي
✓			معدّل الدّوران
✓			حجم التّداول

مناقشة النتائج:

خلصت نتائج الفرضية الرّئيسة الأولى من المجموعة الثالثة إلى أنّه يوجد فارق معنوي جزئي في سيولة سوق أبو ظبي للأوراق المالية قبل وبعد الإدراج المزدوج لشركة أمريكانا للمطاعم العالمية بي إل سي. إذ أنّ السّوق المالي السّعودي (تداول) يتمتّع بشكل عام بنسبة قيمة سوقية إلى ناتج محلي إجمالي أعلى من سوق أبو ظبي لكن كان

الإدراج شركة أمريكانا للمطاعم العالمية بي إل سي أثر إيجابي في سوق أبو ظبي، إذ يوجد فارق معنوي إيجابي لقيمة هذه النسبة بعد الإدراج عما كانت عليه قبل الإدراج.

- اختبار الفرضية الرئيسية الثانية التي تنص على أنه يوجد فارق معنوي في سيولة السوق المالي السعودي (تداول) قبل وبعد الإدراج المزدوج لشركة أمريكانا للمطاعم العالمية بي إل سي.
- تبين الجداول التالية نتائج اختبار T لعينتين مرتبطتين:

جدول (34) التوصيف الإحصائي لعينتين مرتبطتين

		Mean	Std. Deviation
Pair 1	القيمة السوقية إلى الناتج المحلي الإجمالي قبل الإدراج	137.2945	8.7162
	القيمة السوقية إلى الناتج المحلي الإجمالي بعد الإدراج	129.7055	5.5394
Pair 2	معدل الدوران قبل الإدراج	0.0244	0.0043
	معدل الدوران بعد الإدراج	0.0302	0.0119
Pair 3	حجم التداول قبل الإدراج	0.3464	0.0728
	حجم التداول بعد الإدراج	0.2678	0.0633

جدول (35) معامل الارتباط لعينتين مرتبطتين

		Correlation	Sig.
Pair 1	القيمة السوقية إلى الناتج المحلي الإجمالي قبل الإدراج & القيمة السوقية إلى الناتج المحلي الإجمالي بعد الإدراج	-0.737	0.000
Pair 2	معدل الدوران قبل الإدراج & معدل الدوران بعد الإدراج	0.117	0.623
Pair 3	حجم التداول قبل الإدراج & حجم التداول بعد الإدراج	-0.182	0.443

جدول (36) اختبار T لعينتين مرتبطتين

	Paired Differences				T	Df	Sig. (2-tailed)
	Mean	Std. Deviation	95% Confidence Interval of the Difference				
			Lower	Upper			

Pair 1	القيمة السوقية إلى الناتج المحلي الإجمالي قبل الإدراج - القيمة السوقية إلى الناتج المحلي الإجمالي بعد الإدراج	7.589	13.3358	1.3476	13.8303	2.545	19	0.020
Pair 2	معدّل الدّوران قبل الإدراج - معدّل الدّوران بعد الإدراج	-0.0058	0.0122	-0.0115	-0.0001	-2.131	19	0.046
Pair 3	حجم التّداول قبل الإدراج - التّداول بعد الإدراج	0.0786	0.1049	0.0295	0.1277	3.352	19	0.003

من الجداول أعلاه نجد أنه:

- يوجد فارق معنوي في القيمة السوقية إلى الناتج المحلي الإجمالي للسوق المالي السعودي (تداول) قبل وبعد الإدراج المزدوج لشركة أمريكانا للمطاعم العالمية بي إل سي لصالح الفترة قبل الإدراج المزدوج.
- يوجد فارق معنوي في معدّل الدّوران للسوق المالي السعودي (تداول) قبل وبعد الإدراج المزدوج لشركة أمريكانا للمطاعم العالمية بي إل سي لصالح الفترة بعد الإدراج المزدوج.
- يوجد فارق معنوي في حجم التّداول للسوق المالي السعودي (تداول) قبل وبعد الإدراج المزدوج لشركة أمريكانا للمطاعم العالمية بي إل سي لصالح الفترة قبل الإدراج المزدوج.

تلخيص نتائج الفرضية الرّئيسة الثّانية من المجموعة الثّالثة ومناقشة النّتائج:

يبين الجدول التالي ملخص نتائج الفرضية الرّئيسة الثّانية من المجموعة الثّالثة:

جدول (37) ملخص نتائج الفرضية الرّئيسة الثّانية من المجموعة الثّالثة

لا يوجد فارق معنوي	يوجد فارق معنوي		القيمة السوقية إلى الناتج المحلي الإجمالي
	بعد الإدراج المزدوج	قبل الإدراج المزدوج	
		✓	

	✓		معدّل الدّوران
		✓	حجم التّداول

مناقشة النتائج:

خلصت نتائج الفرضية الرّئيسة الثّانية من المجموعة الثّالثة إلى وجود فارق معنوي جزئي في سيولة السّوق المالي السّعودي (تداول) قبل وبعد الإدراج المزدوج لشركة أمريكانا للمطاعم العالمية بي إل سي لصالح الفترة قبل الإدراج المزدوج. إذ أنّ سوق أبو ظبي للأوراق المالية يتمتّع بشكل عام بمعدّل دوران أعلى من السّوق المالي السّعودي (تداول) لكن كان إدراج شركة أمريكانا للمطاعم العالمية بي إل سي أثر إيجابي في السّوق المالي السّعودي (تداول)، إذ يوجد فارق معنوي إيجابي لمعدّل الدّوران بعد الإدراج المزدوج عمّا كان عليه قبل الإدراج.

النتائج والتوصيات

خلصت هذه الدراسة إلى مجموعة من النتائج والتوصيات أهمها:

1.1 النتائج

خلصت الدراسة إلى:

- يوجد فارق معنوي جزئي بين سيولة سهم شركة أمريكانا للمطاعم العالمية بي إل سي في سوق أبو ظبي للأوراق المالية وسيولته في السوق المالي السعودي (تداول)، إذ يوجد فارق معنوي في معدّل دوران سهم شركة أمريكانا للمطاعم العالمية بين سوق أبو ظبي للأوراق المالية والسوق المالي السعودي (تداول) لصالح سوق أبو ظبي للأوراق المالية، بينما لا يوجد فارق معنوي في مدى السعر النسبي لسوق أبو ظبي للأوراق المالية بالمقارنة مع السوق المالي السعودي (تداول).
- يوجد فارق معنوي جزئي بين سيولة سوق أبو ظبي للأوراق المالية وسيولة السوق المالي السعودي (تداول) قبل الإدراج المزدوج لشركة أمريكانا للمطاعم العالمية بي إل سي، إذ يوجد فارق معنوي في نسبة القيمة السوقية إلى الناتج المحلي الإجمالي بين سوق أبو ظبي للأوراق المالية والسوق المالي السعودي (تداول) لصالح السوق المالي السعودي (تداول)، ويوجد فارق معنوي في معدّل الدّوران بين سوق أبو ظبي للأوراق المالية والسوق المالي السعودي (تداول) لصالح سوق أبو ظبي للأوراق المالية، ويوجد فارق معنوي في حجم التّداول بين سوق أبو ظبي للأوراق المالية والسوق المالي السعودي (تداول) لصالح السوق المالي السعودي (تداول).
- يوجد فارق معنوي جزئي في السيولة بين سوق أبو ظبي للأوراق المالية وسيولة السوق المالي السعودي (تداول) في الفترة بعد الإدراج المزدوج لشركة أمريكانا للمطاعم العالمية بي إل سي، إذ يوجد فارق معنوي في نسبة القيمة السوقية إلى الناتج المحلي الإجمالي بين سوق أبو ظبي للأوراق المالية والسوق المالي السعودي (تداول) لصالح السوق المالي السعودي (تداول)، ويوجد فارق معنوي في حجم التّداول بين سوق أبو ظبي للأوراق المالية والسوق المالي السعودي (تداول) لصالح السوق المالي السعودي (تداول).
- يوجد فارق معنوي جزئي في سيولة سوق أبو ظبي للأوراق المالية قبل وبعد الإدراج المزدوج لشركة أمريكانا للمطاعم العالمية بي إل سي، إذ يوجد فارق معنوي في نسبة القيمة السوقية إلى الناتج المحلي الإجمالي قبل

وبعد الإدراج المزدوج لصالح الفترة بعد الإدراج المزدوج، ولا يوجد فارق معنوي في معدّل الدّوران قبل وبعد الإدراج المزدوج، ولا يوجد فارق معنوي في حجم التّداول قبل وبعد الإدراج المزدوج.

- يوجد فارق معنوي جزئي في سيولة السّوق المالي السّعودي قبل وبعد الإدراج المزدوج لشركة أمريكانا للمطاعم العالمية بي إل سي، إذ يوجد فارق معنوي في نسبة القيمة السّوقية إلى النّاتج المحلي الإجمالي قبل وبعد الإدراج المزدوج لصالح الفترة قبل الإدراج، ويوجد فارق معنوي في معدّل الدّوران قبل وبعد الإدراج المزدوج لصالح الفترة بعد الإدراج، ويوجد فارق معنوي في حجم التّداول قبل وبعد الإدراج المزدوج لصالح الفترة قبل الإدراج.

1.2 التّوصيات

اعتماداً على النّاتج التي تمّ التّوصّل إليها يمكن وضع التّوصيات التّالية:

- نوصي أسواق الأوراق المالية بتشجيع الشّركات على عملية الإدراج المزدوج لما تحقّقه للسّوق من مزايا تتمثّل بالمساهمة في الزيادة من كفاءة سوق الأوراق المالية.
- نوصي أسواق الأوراق المالية بقبول عمليات الإدراج المزدوج التي تنطبق على أسواق مشابهة لها من حيث المزايا والخصائص وذلك تقادياً لتفضيل المستثمرين سوق عن الآخر، أو تحديد نسب انتقال الأسهم بين السّوقين.
- نوصي المستثمرين بالاستثمار في أسهم ذات إدراج مزدوج لما توفره من شفافية في المعلومات تنعكس في التقليل من مدى السعر النسبي وبالتالي التّوصّل للسعر العادل للسّهم.
- نوصي الباحثين بإعداد دراسة تبين مدى إمكانية تحقيق مراجعة من عملية الإدراج المزدوج.

المصادر والمراجع

1.1 المراجع العربية

- إسماعيل، محمد (2016). البورصات العربية بين التطوير والتحديات المستقبلية: دراسة تحليلية. العربي للنشر والتوزيع، القاهرة، مصر.
- الأفندي، محمد (2020). الجذور الفكرية للأزمة المالية والاقتصادية العالمية وصعود التمويل الإسلامي. مركز الكتاب الأكاديمي، دمشق، سوريا.
- الأمين، سارة (2022). أثر المخاطر المالية وإدارتها على سيولة الأسهم في سوق المال السعودي (بالتطبيق على المصارف الإسلامية). مجلة العلوم الإنسانية والإدارية، (28): 1-28 صفحة.
- التميمي، ارشد (2019). الأسواق المالية: إطار في التنظيم وتقييم الأدوات. دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، عمان، الأردن.
- الجميل، سرمد (2017). المدخل إلى الأسواق المالية. الأكاديميون للنشر والتوزيع، عمان، الأردن.
- حمدان، لؤي (2022). أثر ممارسة إدارة الأرباح على سيولة سوق الأسهم: دراسة تطبيقية على الشركات الصناعية الأردنية المساهمة العامة. جامعة الشرق الأوسط، رسالة ماجستير.
- حيواني، حياة (2019). أثر سيولة سوق الأوراق المالية في تحقيق النمو الاقتصادي: دراسة حالة بعض أسواق رأس المال العربية خلال الفترة 2009-2017، جامعة العربي بن مهدي أم البواقي، رسالة ماجستير.
- خيرى، يسري (2023). أثر الإدراج المزدوج وحجم مكتب المراجعة على جودة التقارير المالية- دراسة تطبيقية. مجلة البحوث الإدارية، (1)41: 1-43 صفحة.
- الذكي، رنيم (2017). السيولة وتقلبات عوائد الأسهم دراسة في سوق عمّان للأوراق المالية. مجلة جامعة تشرين للبحوث والدراسات العلمية. 39(6): 272-258 صفحة.
- الزهيري، علاء (2015). إمكانية تطبيق المراجعة الدولية لتحقيق العائد على الأوراق المالية- دراسة تطبيقية في سوق نيويورك ولندن للأوراق المالية. الجامعة المستنصرية، رسالة ماجستير.
- سعيد، إيهاب (2023). الأدلة الفنية للأسواق المالية.

- صلاح الدين، شريط (2018). أصول صناديق الاستثمار في سوق الأوراق المالية. دار حميثرا للنشر والتوزيع، القاهرة، مصر.
- العرمان، محمد (2020). الجوانب القانونية لإدراج أسهم الشركة المساهمة الخاصة في السوق المالي وفقاً للقانون الإماراتي-دراسة تحليلية. مجلة الحقوق والعلوم الإنسانية، 13(4): 167-195 صفحة.
- عيسى، نهى (2021). الإدراج المزدوج للأسهم في سوق الأوراق المالية، مجلة القادسية للقانون والعلوم السياسية. 12(1): 552-582 صفحة.
- الفكي، ازهري (2017). أسواق المال. دار الجنان للنشر والتوزيع، عمّان، الأردن.
- محمد، محمد (2018). أسواق المال بين الأرباح والخسائر (العوائد والمخاطر). دار حميثرا للنشر والتوزيع، القاهرة، مصر.
- المولى، إيمان (2011). مؤشرات قياس سيولة سوق الأوراق المالية وأثرها في النمو الاقتصادي. مجلة تكريت للعلوم الإدارية والاقتصادية، 7(23): 117-129 صفحة.
- نصير، عبد التّاصر (2022). أثر الإفصاح عن التقرير المتكامل على سيولة الأسهم بالتطبيق على الشركات المدرجة في سوق الأوراق المالية السعودية. مجلة الإسكندرية للبحوث المحاسبية، 6(2): 137-195 صفحة.

1.2 المراجع الأجنبية

- Atanasova, C; M. Li; (2015). Multi-market Trading, Price Spreads and Liquidity: Evidence from Cross-listed Companies. journal of international financial markets institutions and money.
- Hauser, S; R. Yankilevitz; and R. Yosef (2011). The Effects of Dual Listing on Share Prices and Liquidity in The Absence of Registration Costs. Journal of Service Science and Management, 4(1): 15-21 P.

- Kipkemoi, k; (2013). The Effect of Cross-Listing on the Value of Firms Cross-Listed Within the East Africa Securities Exchanges. Research Project for Master Degree. University of Nairobi.
- Mazur, I; R. Sazonov; and B. Smolarek (2018). Impact of Dual Listing of Companies' shares on their Liquidity, Economic Annals-XXI, 173(9-10):38-42 P.
- Müller, M; S. Ferreira-Schenk; J. Rensburg; R. Sgammini; and D. Mokatsanyane (2022). Tracking the Performance of Listed Shares: A Comparison Between JSE Single-And Dual-Listed Shares. International Journal of Economics and Financial Issues, 12(6):145-154 P.
- Ndirangu, E; (2016). The Effect of Cross Listing on the Accounting Quality of Firms Cross Listed in East African Markets. European Scientific Journal, 12(10):403-416 P.
- W.Peng, M; W. Su. (2014). Cross-Listing and The Scope of the Firm, Journal of World Business, 49(1): 1-33 P.

1.3 المواقع الإلكترونية

<https://www.adx.ae/> •

<https://www.saudiexchange.sa/> •

[/https://www.americanarestaurants.com](https://www.americanarestaurants.com) •

<https://www.amf.org.ae/ar> •

[/https://www.statista.com](https://www.statista.com) •

<https://sa.investing.com/> •

