

الاستراتيجيات الترويجية للطروحات العامة في الأسواق المالية المصرية بين الممارسات ومحددات النجاح

د. عاطف فتحي حبيب سيدهم
قسم ادارة الاعمال
معهد طبية العالي
لتكنولوجيا الادارة والمعلومات

د. أسامة وجدى وديع
قسم التمويل والمحاسبه
شعبة إدارة الأعمال
الأكاديمية الدولية للهندسة وعلوم الإعلام

الملخص:

تناول البحث استراتيجيات وممارسات ترويج الطروحات العامة Public Offering للأوراق المالية بالأسواق المالية المصرية، لخمس انواع من الاوراق المالية هي أذون خزانة Treasury Bills، وسندات خزانة Treasury Bonds، وسندات منظمات الأعمال Corporate Bonds، وأسهم منظمات الأعمال Corporate Shares، ووثائق صناديق الاستثمار Mutual Fund Shares، شملت العينات الميدانية للبحث (٧٠) مفردة في مقابلات الشخصية، بالإضافة لقائمتي استقصاء الأولي لمديري الطروحات بمقدار (٦٥) مفردة مقابل (٣٨٤) مفردة للقائمة الثانية الموجة للمتداولين، أما على مستوى الإطار التطبيقي فقد شمل البحث (٣١) من الطروحات العامة لمنظمات الأعمال، وقد خلص البحث إلى اتجاه مديري الطروحات العامة إلى تطبيق استراتيجية السحب Pull Strategy على حساب استراتيجية الدفع Push Strategy كأساس للممارسات الترويجية بالأسواق المالية المصرية؛ إلى جانب تباين محددات فعالية عمليات ترويج الطروحات العامة فيما بين مديري الطرح مقابل المتداولين؛ على مستوى الإطار الميداني واخيرا قد فسرت "الفجوة التقييمية للطرح" إلى جانب "عائد السوق" (٩٤,٣%) من معدلات تغطية الطروحات العامة لأسهم بالبورصة المصرية على مستوى الإطار التطبيقي.

الكلمات الدالة:

الطرح العام- الترويج - مديري الطرح- بنوك الاستثمار- سوق الأوراق المالية.

المبحث الأول

الإطار المنهجي

مقدمة:

تعمل الأسواق المالية Financial Markets على تسهيل Facilitate وتنظيم Regulatory تدفق الأموال من الوحدات المالية ذات الفائض المالي (والتي ترغب في توظيف أموالها في الأوراق المالية Securities ذات القدرة على توليد منافع لحاملها) إلى الوحدات المالية ذات العجز المالي (والتي تحتاج للموارد المالية لكي تتمكن من الاستحواذ على الأصول الحقيقية Real Assets ذات القدرة على توليد تدفقات نقدية للقائم على إدارتها)، بالإضافة إلى ما تلعبه تلك الأسواق أيضاً من دور لا يقل أهمية في إطار عمليات تسعير Pricing وتبادل Exchange الأوراق المالية المتداولة داخلها.

وفي هذا الإطار، عادة ما يتم تصنيف الأسواق المالية من حيث نمط التداول إلى قسمين رئيسيين هما: السوق الأولي Primary Market وهو ما يعرف أيضاً باسم سوق الإصدارات الجديدة، و هو ذلك الجانب من سوق الأوراق المالية الذي تسعى من خلاله المؤسسات المالية إلى عرض وترويج وتسويق الأوراق المالية- للأفراد والمؤسسات، من المتخصصين أو غير المتخصصين- لترحها لأول مرة لحساب جهة الإصدار، وعادة ما يطلق على هذه المؤسسات مصطلح "مدير الطرح"، وعادة ما يكون أحد بنوك الاستثمار Investment Bank، مقابل السوق الثاني Secondary Market - والذي عادة ما يطلق عليه في الكتابات العربية مصطلح السوق الثانوي من جانب البعض وسوق التداول من البعض الآخر-، وهو سوق الأوراق المالية الذي يتم من خلاله تداول الأوراق المالية بعد إصدارها من خلال السوق الأولي.

وقد شهدت الأسواق المالية المصرية العديد من عمليات الطرح العام Public Offering سواء في مجالات أذون الخزانة Treasury bills أو السندات bonds أو الأسهم Shares إلى جانب وثائق صناديق الاستثمار، حيث كانت الإصدارات الحكومية هي الأكبر في المجال الأول والثاني مقابل القطاع الخاص في المجال الثالث والرابع من حيث عدد وقيمة تلك الطروحات، وهو الأمر الذي دفع المصدرين للأوراق المالية إلى التوجه نحو بنوك الاستثمار بغرض ترويج الأوراق المالية Securities Promotion بهدف الطرح العام أمام كافة المتداولين على اختلاف تصنيفاتهم ما بين المتداول الطبيعي (الفرد) والمتداول الاعتباري (المؤسسي)؛ وهو الأمر الذي تناوله البحث الحالي في ضوء ندرة الدراسات التي تناولته على الرغم من أهميته الكبرى على مستوى جهات الإصدار بصورة مباشرة، بالإضافة إلى سوق الأوراق المالية أيضاً بصورة غير مباشرة.

الدراسات السابقة

يمثل الترويج Promotion ركناً أساسياً من أنشطة منظمات الأعمال على اختلاف طبيعتها سواء كانت ربحية أو غير ربحية -ويطلق على الممارسات التسويقية غير الهادفة للربح مسمى

"التسويق الاجتماعي" (Horne et al., 2021; Soares and Sousa, 2021; Ressler et al., 2021-)، حيث يعد أحد محددات فعالية تلك المنظمات في الأسواق التي تعمل بها، فيعد الترويج مرآة عاكسة لمدى التقارب بين منظمات الأعمال واحتياجات المستفيدين من خلال ما يتم تقديمه من منتجات سواء كانت سلع أو خدمات، وقد تعددت جهود الأكاديميين والمهنيين لتحديد مفهوم الترويج، حيث انتقلت هذه الجهود من المفهوم الضيق إلى المفهوم الواسع، هذا إلى جانب تعدد العوامل الحاكمة لفعالية أدوات المزيج الترويجي (Mangold and Faulds, 2009; Cho and Ha, 2011; Yousaf, 2016; Kumar and Patra, 2017; Lim and Guzmán, 2022)، بالإضافة إلى تأثير مكونات المزيج الترويجي على سلوك العملاء المستهدفين (الضمور والشريفة، ٢٠٠٨؛ لحسن، ٢٠١٨؛ الضمور ومقرش، ٢٠١٥).

حيث يعكس المزيج الترويجي تدفق المعلومات إلى شريحة السوق المستهدفة، فهو أحد طرق الإقناع وجذب الطلب على منتجات المنظمة، حيث يستخدم المزيج الترويجي لتوسيع واختراق السوق، وبناء صورة ذهنية للمنظمة، بالإضافة إلى توفير المعلومات عن المنظمة ومنتجاتها، مما يدعم زيادة واستقرار المبيعات، وإضافة قيمة لهذه المنتجات (أسعد وآخرون، ٢٠١٨).

أما عن العوامل التي تؤثر على اختيار عناصر المزيج الترويجي فتشمل "الميزانية المتاحة"، و"طور دورة حياة المنتج"، و"خصائص السوق المستهدف"، و"الاستعداد للشراء"، و"الطرق الاستهلاكية"، و"القوانين واللوائح"، و"نمط المنافسة في السوق"، و"العوامل البيئية"، إلى جانب توافر "وسائل الاعلام" (Sagala et al., 2014). من جانب آخر تشير دراسة (الضمور والشريفة، ٢٠٠٨) إلى تباين فعالية عناصر المزيج الترويجي، وهو ما ينفق مع ما خلصت إليه دراسة (الضمور؛ مقرش، ٢٠١٥).

إلا أن دخول الممارسات التسويقية بمفهومها الحالي إلى مجال الخدمات المالية يعود إلى العقد السادس من القرن العشرين، حيث كانت البداية في الولايات المتحدة الأمريكية، ثم فرنسا ثم انتشرت تلك الممارسات على المستوى الدولي (نور الدين، ٢٠٠٩)، حيث ينظر لاستخدام عناصر المزيج الترويجي باعتبارها آليات لتدعيم الصورة الذهنية لمنظمات الأعمال ومنتجاتها، وهو الأمر الذي يقابل الصورة الذهنية للمنظمة المصدرة إلى جانب الورقة المالية ذاتها، حيث تشير دراسة (وجدى وعبد الباسط، ٢٠٢١) أن الصورة الذهنية للجهة المصدرة للأوراق المالية هي الانطباع العام والمدرك لدى أصحاب المصالح، والنتائج من تقييمهم لتفاعل جهة الإصدار مع متغيرات بيئة الأعمال، سواء كان بممارسات معلنة أو غير معلنة، حيث تعكس تلك الانطباعات تقييمات أصحاب المصالح ذوى العلاقة المباشرة أو غير المباشرة نحو قدرة ذلك التفاعل في إيجاد قيمة لحائزي الورقة المالية المصدرة.

وهو ما يتسق مع ما يعرف بمدخل التمويل السلوكي Behavioral Finance، الذي يعمل على استخدام كلا من العوامل الديموغرافية والإدراكية والعاطفية والاجتماعية، إلى جانب التحيزات السلوكية لفهم السلوك المتداول في الأسواق المالية على اختلاف تصنيفاتها، سواء في الأسواق المالية

الأجنبية (Chaffai and Anbar and Eker, 2010; Albaity and Rahman,2012; Medhioub,2014; Campara et. al., 2017)، أو العربية (الزهراني وحمدي ٢٠١٧؛ عليان، ٢٠١٩).

في هذا الإطار؛ لا يمكن فصل ممارسات ترويج الطرح العام للأوراق المالية عن نظريات الترويج الرئيسية للمنتجات المختلفة سواء كانت سلعة أو خدمة، فعملية ترويج الطرح العام للأوراق المالية تعد ممارسة تسويقية لمنتج يحقق للعميل (المتداول المحتمل بالسوق المالي) منافع استثمارية، تتمثل في الحصول على أرباح جارية Current Gains أو أرباح رأسمالية Capital Gains، إلا أن المتداول الرشيد Rational Trader عليه أن يقوم بالمقايضة بين ما تقدمه تلك الأوراق المالية من منافع مقابل ما تحمله من مخاطر (Wagdi, 2014; Aslanidis et al., 2021).

على الجانب الآخر تتعدد أغراض الطرح العام للأوراق المالية في ضوء نوع الأوراق المالية المصدرة، حيث يكون الغرض من إصدار أذون الخزانة هو تمويل العجز في الموازنة العامة للدولة (Agarwal and Prakash, 2015; Dissanayake, 2021)، أما عند إصدار السندات الحكومية فيكون الطرح العام بغرض تمويل الاستثمارات الحكومية متوسطة وطويلة الأجل (Olivia and Alma, 2021).

أما على مستوى منظمات الأعمال، فتتعدد النظريات التي تتناول دوافع المنظمات نحو الطرح العام، حيث يقدم الطرح العام السيولة التي قد تحتاجها المنظمة عبر إصدار أسهم أو سندات، حيث يوفر الطرح العام مصدر لتمويل النمو بينما ينظر البعض إلى الطرح العام باعتباره آلية للتخارج من المنظمة، حيث يمنح المؤسسين أو الملاك على حسب الأحوال القدرة على التخارج من هيكل ملكيتها، وهو ما ينطبق أيضاً على مستثمري رأس المال المغامر (VCs) Venture Capital، على جانب آخر قد تكون لعمليات الاستحواذ Acquisition دوراً محورياً في اتجاه منظمات الأعمال نحو الطرح العام (Celikyurt, et al., 2010A)، حيث في ظل إصدار السندات من قبل منظمات الأعمال تتعدد الأغراض ما بين تغطية تكلفة التمويل لوحدات الأعمال (وهو ما يعرف بتغطية التكلفة المرجحة لرأس المال (WACC) The Weighted Average Cost of Capital) { لتحقيق هيكل التمويل الأمثل (Leland, 1994; Miao, 2005; Titman, and Tsyplakov,2007; Martellini et. al., 2018; Vo, 2021; Khoa and Thai, 2021) أو الحصول على أموال لتمويل العمليات التشغيلية أو إعادة الهيكلة المالية (Coe and Kim, 2002; Becker et. al., 2003)، حيث تشير (Lowery, 2002) بأن منظمات الأعمال تنتج نحو الطرح العام عندما تصل إلى نقطة معينة في دورة نمو الأعمال وتحتاج إلى رأس مال خارجي لمواصلة النمو.

في المقابل تشير دراسة كل من (Zhou, Sadeghi,2021) إلى أن هناك أثر الطرح العام على دورة حياة المنظمة لا يقتصر على الحدث نفسه (الطرح العامل) وإنما يعود إلى قدرة المنظمة على توليد منافع في ضوء توظيف الأموال التي تم الحصول عليها من خلال الطرح نتيجة عمليات

البحث والتطوير، حيث يعود لهذا التوظيف الفعال أثر على أداء الورقة المالية بعد الطرح. مما يجعل عمليات الطرح لا تقتصر على العمليات الترويجية دون مبررات جوهرية للاتجاه نحو الطرح العام. أما فيما يتعلق بعمليات الطرح العام للأسهم فنتباين ما بين توسيع قاعدة الملكية مقابل الحصول على أموال للبعض بغرض التأسيس أو زيادة رأس المال أو المزج بينهما أو تخارج بعض حملة الأسهم من كبار المساهمين (Aussenegg, 2000; Chen et al., 2000; Benninga et al., 2005).

لذا فإن اتخاذ قرار الطرح العام على اختلاف أغراضه يعد قرار ذا تأثير جوهري على دورة حياة المنظمة المصدرة للأوراق المالية محل الطرح (Jain and Kini, 1999) لما يؤدي لتغيرات في الحجم (طبقاً للتغيرات في هيكل رأس المال إلى جانب أصول المنظمة)؛ المخاطر (طبقاً للتغيرات في معدل الرافعة المالية)؛ بجانب هيكل الملكية (طبقاً لتغير واتساع قاعدة الملكية)؛ بالإضافة إلى قيمة المنظمة (طبقاً لتغير قيمتها السوقية) مما يجعله قراراً مصيرياً للمنظمة (Daines and Klausner, 2001). وهو الأمر الذي ينعكس على سياسات توزيع الأرباح من جانب جهة الطرح (زرغون، ٢٠١٠).

وأخيراً يكون الغرض من إصدار وثائق صناديق الاستثمار هو تعظيم قيمة المحفظة الاستثمارية المدارة من خلال مدير الصندوق، وذلك بغرض الاستفادة من اقتصاديات الحجم، بالإضافة إلى تحسين مستوى التنوع بها، مما يدعم أداء صندوق الاستثمار (Indro et al., 1999). مما سبق يجد الباحثان أن عمليات الطرح العام للأوراق المالية على اختلاف أنماطها تمثل منافع متبادلة بين كل من جهة الإصدار مقابل المتداولين في الأسواق المالية، حيث تعمل استراتيجيات وممارسات ترويج الطرح على توعية المتداولين المستهدفين من الأفراد والمؤسسات بالمنافع المحتملة نتيجة حيازة الأوراق المالية محل الطرح، عبر ممارسات ترويجية متنوعة على المستوى الفردي - والترويج لقطاع التجزئة - من صغار المتداولين مقابل المستوى المؤسسي والذي يتضمن منظمات مالية متخصصة منها "صناديق الاستثمار Mutual Funds" و"صناديق الملكية الخاصة Private Equity Funds" و"مؤسسات التأمين" الخ.

وهو الأمر الذي يتفق مع ما أشارت إليه دراسة (محمود، ٢٠١٤) حيث أشارت أنه في ظل عمليات الترويج للطروحات العامة للأوراق المالية ينحقق التكامل والتفاعل بين الموارد المتاحة لدى الوحدات ذات الفائض المالي وإمكانية استغلالها (من جانب الوحدات ذات العجز) بالشكل الذي يحقق الاستفادة للطرفين، مما ينعكس أثره في تنمية الأسواق المالية من جهة، وتحقيق التنمية الاقتصادية من جهة أخرى.

من جانب آخر أشارت أدبيات التسويق بوضوح إلى أن جميع الأنشطة الترويجية تقع ضمن استراتيجيتين ترويجيتين، إما "استراتيجية الدفع" أو "استراتيجية السحب"، حيث تبين أن الأنشطة الترويجية بما في ذلك الإعلان وترويج المبيعات والعلاقات العامة والبيع الشخصي وغيرها من الممارسات الترويجية تقع ضمن إحدى هاتان الاستراتيجيتين.

حيث يهدف النشاط الترويجي إلى التغلب على تردد العميل تجاه الحصول على منتج ما، وذلك بإقناعه بالمنافع المتولدة عن حصوله على ذلك المنتج، وذلك من خلال عنصر، أو أكثر من عناصر المزيج الترويجي كالإعلان، البيع الشخصي، العلاقات العامة، عبر إقناع العميل بقدرة ذلك المنتج على إشباع حاجاته ورغباته (وجدى، حبيب ٢٠٢١).

مما سبق يمكن تعريف استراتيجيات وممارسات الترويج لل طرح العام باعتبارها استراتيجية يقوم بتبنيها كل من "مدير الطرح" و"جهة الطرح"، يتم وضعها في ضوء العديد من المحددات (أهمها "جهة الطرح"، و"قيمة وحجم الطرح"، و"تسعير الطرح" بالإضافة إلى "الأسواق والفتات المستهدفة" من المتداولين)، عبر مزيج ترويجي لتدعيم الصورة الذهنية لجهة الطرح وأوراقها المالية محل الطرح لدى المتداولين المستهدفين، بهدف التأثير على سلوكهم الاستثماري عبر إبداء رغبتهم في دخول الاكتتاب وتخصيصهم للأموال بهدف حيازة تلك الأوراق المالية من خلال إبراز المزيج الترويجي للمنافع المتولدة من حيازتها على اختلاف آجال التداول، ففي الأجل القصير يتم استهداف المتداولين الذين يسعون للمضاربة (من خلال إبراز دوافع المضاربة عبر تقديم معلومات عن التسعير النسبي للورقة المالية محل الطرح -مضاعف الربحية أو العائد الجاري-) في مقابل الأجل الطويل يتم استهداف المتداولين الذي يسعون لحيازة القيمة (من خلال إبراز مكانم القيمة عبر تقديم معلومات عن القيمة العادلة للورقة محل الطرح -التدفقات النقدية المخصومة أو التوزيعات النقدية المخصومة-).

وفي هذا الإطار يمكن التمييز بين نمطين من استراتيجيات الترويج، حيث تركز استراتيجية "الدفع" الترويجي عبر قنوات التوزيع، حيث تدفع قوة المبيعات المنتج لتجار الجملة، الذين يروجون لشبكة التجزئة الخاصة بهم، مما يضع المنتج أمام العملاء لرؤيته وشراؤه، ففي ظل استخدام استراتيجية الدفع يمكن للشركات زيادة المبيعات من خلال إنشاء حوافز لتجار الجملة أو تجار التجزئة لبيع المزيد من منتجاتهم، حيث تعتمد تلك الاستراتيجية على الوسطاء. وهذا يتركهم مع المزيد من ديناميكية العلاقات والمنافع يدفعهم لبيع المزيد من المنتج، حيث أن منحهم الخصم "يدفعهم" لشراء المزيد من منتجات المنظمة بسعر أقل من أجل زيادة منافعهم، في مقابل تلك المنافع يجب على الوسطاء "دفع" المنتجات للمستهلكين لأنها ستحقق عائداً أفضل من المنتجات المماثلة التي يقدمها المنافسون. أما في ظل استراتيجية السحب، يتم توجيه الجهود الترويجية نحو المستهلك النهائي لكي يطلبوا المنتجات من تجار التجزئة، فإذا نجحت استراتيجية السحب، سيذهب العملاء لطلب المنتجات، وبالتالي، فإن استراتيجية السحب هي استراتيجيات يتم فيها توجيه جهود نحو العملاء حتى يطلبوا المنتج من مراكز التوزيع ونقاط التجزئة.

في المقابل من ذلك تباينت محاور الدراسات السابقة ذات العلاقة بال طرح العام، فهناك من تناول توقيت الطرح، بينما هناك من تناول الإطار التشريعي لعمليات الطرح العام، فتشير دراسة (Allen and Faulhaber, 1989) إلى أن المنظمات المصدرة للأسهم عادة ما تختار توقيت الطرح العام، والذي يكون في ضوء موائمة ظروف السوق، والتطورات التكنولوجية ذات العلاقة بعملية

التشغيلية، وعادة ما يسبق إعلان الطروحات تقديم رسائل مسبقة لأطراف السوق تتعلق بجاذبية تلك الطروحات.

تشير دراسة (مكناس، ٢٠١٧) أن الأسهم المطروحة للاكتتاب العام وشروطها وإجراءاتها عادة ما تكون منظمة من خلال إطار تشريعي، إلا أن الحالة الأردنية قد اقتصر على المنشأة المصدرة في مرحلة التأسيس فقط، حيث لم ينظم الإطار التشريعي بالأردن أحكام الاكتتاب بالأسهم الجديدة للمنشآت القائمة عندما تقرر زيادة رأس مالها، ولاسيما عندما تواجه حالة التعثر وتسعى إلى زيادة رأس المال المدفوع من خلال إصدار أسهم جديدة.

أما على مستوى الأسواق المالية المصرية، يشير (باغة، ٢٠١٧) إلى أثر عوائد المؤشر العام للبورصة المصرية -مصر ٣٠ EGX30- على أداء الطروحات العامة، حيث خلص إلى وجود علاقة طردية بينهما. أما دراسة (خشبة واخرون، ٢٠١٠) فتشير إلى وجود علاقة عكسية بين القيمة السوقية للطرح العام ونسبة السيولة للورقة المالية محل الطرح.

التعليق على الدراسات السابقة:

في ضوء ما تم من استعراض للدراسات السابقة، خلص البحث إلى ندرة الدراسات التي تناولت عمليات الطرح العام للأوراق المالية في الأسواق غير المتقدمة (Abubakar and Hakim, 2021)، بالإضافة إلى ندرة الدراسات العربية المتعلقة بالطرح العام بصورة عامة وبيئة الأعمال المصرية بصورة خاصة، عوضاً عن الفجوة المعرفية للبحوث العربية فيما يتعلق بالعديد من المفاهيم منها "الطرح العام"؛ و"الأسواق المستهدفة من عمليات الطرح العام"، و"استراتيجيات ترويج الطرح العام والممارسات ذات العلاقة"؛ بذلك استشرّف البحث الحالي منطقة بحثية جديدة -في حدود علم الباحثان- لم تتطرق لها البحوث الأكاديمية العربية بهذا القدر من التفصيل.

مشكلة البحث:

تلعب جهات إصدار الأوراق المالية والتي تصنف كوحدات مالية ذات عجز مالي دوراً هاماً داخل النظام المالي، لما توفره من فرص استثمارية Investment opportunities للوحدات المالية ذات الفائض المالي (المتداولين المستهدفين من عمليات الطرح العام) من خلال توفيرها لفرص تحقق منافع ناتجة من حيازتهم لأوراقها المالية. وبذلك تعد عمليات الطرح العام Public Offering للأوراق المالية هي تفاعل بين جهة الإصدار سواء كانت جهة حكومية أو منظمة أعمال وباقي الأطراف سواء في سوق النقد أو سوق رأس المال.

حيث يكمن جوهر الترويج للطرح العام في الحصول على استجابة من المتداولين المستهدفين بالاشتراك في الاكتتاب الخاص بطرح الورقة المالية سواء كانت أذون خزانة أو سندات خزانة أو سندات أو أسهم لمنظمات أعمال أو لوثائق الاستثمار عبر إيداء الرغبة وتقديم مقابل هامش النقدي لشراء الأوراق المالية عبر الاكتتاب، من خلال عرض للمنافع المتوقعة من حيازة تلك الأوراق المالية المطروحة للاكتتاب العام من جانب جهة الإصدار.

ومن خلال متابعة عمليات الطرح العام للأوراق المالية الحكومية نجد تباين معدلات العائد على تلك الطروحات العامة، وهو الأمر الذي يمكن استعراضه من خلال الجدول رقم (١).

جدول رقم (١): عوائد بعض الأوراق المالية الحكومية طبقاً لعمليات الطرح العام

في ٣ فبراير ٢٠٢٢

م	نوع الورق المالية	متوسط العائد
١	أذون خزائنة بالجنيه المصري لمدة ٩١ يوم	١١,٣٣٨%
٢	أذون خزائنة بالجنيه المصري لمدة ١٨٢ يوم	١٢,١٠٧%
٣	أذون خزائنة بالجنيه المصري لمدة ٢٧٣ يوم	١٢,٩٦٥%
٤	أذون خزائنة بالجنيه المصري لمدة ٣٦٤ يوم	١٣,٢٠٦%
٥	أذون خزائنة بالدولار الأمريكي لمدة ٣٦٤ يوم	٣,٥٨٩%
٦	أذون خزائنة باليورو الأوربي لمدة ٣٦٤ يوم	١,٣٩٨%
٧	السندات صفرية الكوبون بالجنيه المصري استحقاق ١٨ يوليو ٢٠٢٣	١٣,٧١٥%
٨	السندات بالجنيه المصري استحقاق ١١ يناير ٢٠٢٤	١٣,٧٩٩%
٩	السندات بالجنيه المصري استحقاق ٤ يناير ٢٠٢٥	١٤,٦٢٥%

المصدر: وزارة المالية المصرية

أما فيما يتعلق بمنظمات الأعمال، فهناك تباين في معدلات تغطية الطروحات، والتي قد تفشل في بعض الأحيان، ويمكن استعراض معدلات تغطية لبعض عمليات الطرح العام لأسهم منظمات الأعمال بالبورصة المصرية من خلال الجدول رقم (٢).

جدول رقم (٢): معدلات تغطية لبعض عمليات الطرح العام لأسهم منظمات الأعمال بالبورصة المصرية

م	منظمة الأعمال المصدرة للأسهم	رمز التداول رويترز	معدل تغطية الطرح
١	اي فاينانس للاستثمارات المالية والرقمية	EFIH.CA	٦١,٣ مره
٢	فوري لتكنولوجيا البنوك والمدفوعات الالكترونية	FWRV.CA	٣٠ مره
٣	تعليم لخدمات الإدارة	TALM.CA	٢٩ مره
٤	الصناعات الغذائية العربية-تومتي	DOMT.CA	١٠,٧ مره
٥	العبور للاستثمار العقاري	OBRL.CA	٢٣,٣٥ مره
٦	إعمار مصر	EMFD.CA	٣٥,٩ مره
٧	الشركة المصرية للاتصالات	ETEL.CA	١١,٧٦ مره
٨	مصر للألومنيوم	EGAL.CA	١٠,٢٥ مره
٩	الاسكندرية للزيوت المعدنية	AMOC.CA	٢٧,٠٣ مره

المصدر: من إعداد الباحثان بناء على بيانات الجهات المصدرة ومديري الطرح

مما سبق يظهر تباين معدلات نجاح الطرح العام، فهناك الكثير من الحالات قد نجحت في جذب المتداولين للطرح، وهناك البعض الآخر قد فشل، كما هو الحال في الطرح العام لسهم "مصر للألومنيوم" خلال شهر مارس عام ٢٠٠٦، والذي بلغ معدل تغطية الطرح ٢,٥% من إجمالي الأسهم المعروضة على المتداولين، مما أدى إلى فشل عمليات الطرح، وعلى النقيض من ذلك تم الإعلان عن عدد من الطروحات العامة في مجال الأسهم إلا أن هذه الطروحات لم تكتمل، أنظر جدول رقم (٣).

جدول رقم (٣) الطروحات العامة للأسهم التي تم الإعلان عنها ولم تكتمل

م	الشركة	تاريخ الإعلان عن الطرح	م	الشركة	تاريخ الإعلان عن الطرح
١	مؤمن	١٦ فبراير ٢٠١٠	٢٤	دي بي كي فارما	٢٧ سبتمبر ٢٠١٦
٢	النيل للسكر	٢٣ أكتوبر ٢٠١٤	٢٥	هايد بارك العقارية	٢ أكتوبر ٢٠١٦
٣	المجموعة الوطنية	١ يونيو ٢٠١٥	٢٦	بي بي ابي بارفزر للإستثمار المالي	١٠ نوفمبر ٢٠١٦
٤	المقاولون العرب	٩ يونيو ٢٠١٥	٢٧	إيجيبت فودز جروب	٢٩ نوفمبر ٢٠١٦
٥	مصر إيطاليا للإستثمار العقاري	٩ يونيو ٢٠١٥	٢٨	إينى	٥ ديسمبر ٢٠١٦
٦	ماونتن فيو	٩ يونيو ٢٠١٥	٢٩	رينكون للتعمير	٦ ديسمبر ٢٠١٦
٧	ترافكو جروب	٩ يونيو ٢٠١٥	٣٠	ميفو فارما	١٣ ديسمبر ٢٠١٦
٨	كايزو سولار	٩ يونيو ٢٠١٥	٣١	حسن علام القابضة	٢١ ديسمبر ٢٠١٦
٩	بورسعيد لتداول الحوايات والبضائع	١١ يونيو ٢٠١٥	٣٢	المصرية اليابانية لأعمال الصاب	١٧ يناير ٢٠١٧
١٠	المقاولون العرب للاستثمارات	٢٤ يونيو ٢٠١٥	٣٣	جيزة للغزل والنسيج	١ مارس ٢٠١٧
١١	النيل للطيران	١ سبتمبر ٢٠١٥	٣٤	جى بى كابتال	٢٠ مايو ٢٠١٨
١٢	كهروميكا	٢٧ ديسمبر ٢٠١٥	٣٥	فريش	١٩ يونيو ٢٠١٨
١٣	المصرف المتحد	٢١ فبراير ٢٠١٦	٣٦	طاقة عربية	٣ يوليو ٢٠١٨
١٤	بنك القاهرة	٢٧ مارس ٢٠١٦	٣٧	المصرية للتكرير	٣ يوليو ٢٠١٨
١٥	البنك العربي الأفريقي الدولي	٢٧ مارس ٢٠١٦	٣٨	دينا للاستثمار	٣ يوليو ٢٠١٨
١٦	شركة تنمية الريف المصري الجديد	٢٨ مارس ٢٠١٦	٣٩	الوطنية للطباعة	٣ يوليو ٢٠١٨
١٧	يونيون أير	٢٩ مارس ٢٠١٦	٤٠	الباينين للطاقة والاتصالات	٥ أغسطس ٢٠١٨
١٨	المصرية للبرولين والبولي بروبيلين	٥ يونيو ٢٠١٦	٤١	سيناء للمنجنيز	٤ أبريل ٢٠١٩
١٩	المصرية العربية للصناعات الكهربائية	١٤ يونيو ٢٠١٦	٤٢	المقاصة سيورت	٣٠ أبريل ٢٠١٩
٢٠	السويس للأسمدة	٢٨ يونيو ٢٠١٦	٤٣	الجيوشى للصلب	٢٣ يونيو ٢٠١٩
٢١	بتروجيت	٢ أغسطس ٢٠١٦	٤٤	مواصلات مصر	٢٤ يونيو ٢٠١٩
٢٢	متروبوليتان للاستشارات	٢٩ أغسطس ٢٠١٦	٤٥	مصر إيطاليا	٢١ يوليو ٢٠١٩
٢٣	إعلام المصريين	٥ سبتمبر ٢٠١٦	٤٦	أطلس سيوة للتنمية الزراعية	٦ سبتمبر ٢٠٢١

المصدر: من اعداد الباحثان بناء على المسح المستندي لقواعد المعلومات المالية

ما سبق يتبين أنه لم تكمل جهود ترويج الطروحات العامة جميعها بالنجاح، فطبقاً للمسح المستندي الموضح بالجدول رقم (٣) تبين فشل ٤٦ عملية طرح عام. في المقابل من ذلك، وعلى الرغم من تعدد الطروحات بالبورصة المصرية في مجال الأسهم، إلا أنها تقيم كطروحات صغيرة من حيث القيمة بالمقارنة مع الطروحات الدولية، حيث بلغ الطرح العام لأسهم شركة أرامكو - السعودية- والذي يعد الأكبر في العالم، إذ يقيم بـ ٢٥,٦ مليار دولار أمريكي، تلى ذلك طرح شركة "على بابا Alibaba" حيث قيم الطرح بقيمة ٢٥ مليار دولار، وقد كان ثالث أكبر طرح عام من نصيب "بنك الصين الزراعي Agricultural Bank of China" حيث تم جمع ٢٢,١ مليار دولار بهذا الطرح، أما "بنك الصين للصناعة والتجارة Industrial and Commercial Bank of China" فقد احتل رابع الطروحات العامة من حيث القيمة مسجل ٢١,٩ مليار دولار، أما "جنرال موتورز General Motors" فقد جاءت في المركز الخامس بطرح وصل قيمته إلى ٢٠,١ مليار دولار.

مما سبق يتبين أن نجاح عمليات ترويج الطرح العام أمر ليس بالهين، وأن الجهود المبذولة في هذا الصدد قد تؤدي إلى فشل هذا الطرح إن لم تكن طبقاً لاستراتيجية ترويجية ملائمة وممارسات تتسق مع طبيعة هذا الطرح، وبذلك تثار التساؤلات البحثية التالية:

- أ- ما هي محددات فعالية الترويج للطرح العام للأوراق المالية بالأسواق المصرية من وجهة نظر مديري الطرح؟
- ب- ما هي محددات فعالية الترويج للطرح العام بالأسواق المالية المصرية من وجهة نظر المتداولين؟
- ج- هل تختلف أهمية محددات فعالية الترويج للطرح العام بالأسواق المالية المصرية من وجهة نظر مديري الطرح مقابل المتداولين؟
- د- ما هي استراتيجية الترويجية الأكثر تفضيلاً من جانب مدير الطرح لترويج الأوراق المالية بالأسواق المصرية؟
- هـ- هل تختلف فعالية الممارسات الترويجية للطرح العام في جذب المتداولين المستهدفين لدخول هذه الطروحات العامة بالأسواق المصرية؟
- و- هل هناك تأثير لخصائص الطرح واتجاه السوق على نجاح ترويج أسهم منظمات الأعمال بالأسواق المالية المصرية في ظل الطرح العام؟

فروض البحث:

- في ضوء طبيعة مشكلة البحث، إلى جانب تحليل الدراسات السابقة ذات العلاقة، وللوصول إلى نتائج تعكس طبيعة ترويج الطروحات العامة بأسواق المال المصرية، وتقديم إجابات محتملة للتساؤلات البحثية، لذلك تم صياغة الفروض طبقاً لصياغة العدم على النحو التالي:
- الفرض الأول: لا يوجد اختلاف معنوي لأهمية محددات فعالية عمليات ترويج الطروحات العامة من وجهة نظر مديري الطرح.
- الفرض الثاني: لا يوجد اختلاف معنوي لأهمية محددات فعالية عمليات ترويج الطروحات العامة من وجهة نظر المتداولين.
- الفرض الثالث: لا يوجد اختلاف معنوي لمحددات فعالية عمليات ترويج الطروحات العامة من وجهة نظر مديري الطرح مقابل المتداولين.
- الفرض الرابع: لا يوجد اختلاف معنوي لتفضيل استراتيجية الترويج للطروحات العامة بين استراتيجيتي السحب والدفع طبقاً لوجهة نظر مديري الطرح.
- الفرض الخامس: لا يوجد اختلاف معنوي لفعالية عناصر المزيج الترويجي للطروحات العامة طبقاً لوجهة نظر المتداولين بأسواق المال المصرية.
- الفرض السادس: لا يوجد تأثير معنوي لخصائص الطرح واتجاه السوق على فعالية عمليات ترويج الطروحات العامة لأسهم منظمات الأعمال بالبورصة المصرية.

أهداف البحث:

- في ضوء التساؤلات البحثية، يمكن للباحثان استعراض الأهداف الرئيسية للبحث على النحو التالي:

- أ- استعراض إطار فكري لعمليات الطرح العام.

- ب- استعراض إطار فكري لاستراتيجيات وممارسات الترويج.
- ج- تقديم إطار فكري لاستراتيجيات وممارسات ترويج الطروحات العامة.
- د- قياس اتجاهات الأطراف ذات العلاقة نحو استراتيجيات وممارسات ترويج الطروحات العامة بأسواق النقد وراس المال.
- هـ- التحقق من انعكاسات خصائص الطرح وعوائد السوق على نجاح الممارسات الترويجية للطروحات العامة.

أهمية البحث

تتمثل أهمية البحث في تحليل الاستراتيجيات والممارسات الترويجية للطروحات العامة بهدف تقديم إطار فكري للمحددات الاستراتيجية الترويجية الملائمة لرفع معدلات تغطية تلك الطروحات، وتحديد أهم الممارسات التي يجب أن يتسم بها المزيج الترويجي حتى يتمكن مدير الطرح من جذب المتداولين المستهدفين لتعظيم معدلات التغطية.

منهج ومدخل وأسلوب البحث:

اعتمد البحث على المنهجين الاستقرائي والاستنباطي، وذلك من خلال المدخل الوصفي التحليلي

Analytical Descriptive، مع الاعتماد على أساليب البحث التالية:

أ- أسلوب البحث المكتبي، وذلك بهدف التوصل إلى التعريفات والمبادئ والنماذج المختلفة الخاصة بعمليات الطرح العام، وتحديد أهم العوامل المحددة لنجاح استراتيجيات وممارسات الترويج الخاصة بتلك الطروحات.

ب- أسلوب البحث الميداني، وذلك من خلال تحليل البيانات الأولية المحصلة عن طريق المقابلات الشخصية وقائمتي الاستقصاء من قبل الأطراف ذات العلاقة بالطروحات العامة، واختبارها بالأساليب الإحصائية الملائمة كإطار لتحديد مدى قبول أو رفض فروض البحث والتوصل إلى نتائج وتوصيات من نتائج عمليات الاستدلال الإحصائي للفروض التي تقيس اتجاهات كل من مديري الطرح والمتداولين بأسواق المال المصرية.

ج- أسلوب البحث التطبيقي، وذلك من خلال تحليل البيانات الثانوية المحصلة عن طريق النشرات والافصاحات والتقارير ذات العلاقة بالطروحات العامة، واختبارها بالأساليب الإحصائية الملائمة كإطار لتحديد مدى قبول أو رفض فروض البحث والتوصل إلى نتائج وتوصيات من نتائج عمليات الاستدلال الإحصائي للفرض الكمي.

مجتمع وحدود البحث:

يتمثل مجتمع البحث في كافة الأطراف بسوق المال المصري ذات العلاقة بعمليات الطرح العام من الأوراق المالية المحلية إلى جانب الطروحات ذاتها، ويمكن إيجاز عينات البحث على النحو التالي:

أ- عينات البحث الميداني:

في ظل قياس اتجاهات قام الباحثان بلقاء ثلاث عينات، تتضمن الأطراف ذات العلاقة بطروحات العامة بأنماطها الخمس (أذون الخزانة؛ سندات خزانة؛ سندات منظمات أعمال؛ أسهم منظمات أعمال؛ ووثائق صناديق استثمار)، بذلك يمكن استعراض حدود البحث على النحو التالي:

١. الحدود المكانية: جمهورية مصر العربية

٢. الحدود الزمنية: النصف الثاني من عام ٢٠٢١

٣. الحدود الفنية: الطروحات العامة المحلية في أسواق النقد والمديونية الحكومية والمديونية الخاصة والملكية من وجه نظر كل كافة الأطراف ذات العلاقة في ظل أسلوب مقابلات الشخصية، مقابل فتني مديري الطرح والمنداولين بأسواق المال المصرية في ظل أسلوب قائمة الاستقصاء.

ب- عينه البحث التطبيقي:

في ظل قياس الكمي لبيانات الطروحات العام قام الباحثان بعمل مسح مستندي لنشرات الطرح والافصاحات والبيانات والتقارير ذات العلاقة بطروحات العامة بأنماطها الخمس، بذلك يمكن استعراض حدود البحث على النحو التالي:

١. الحدود المكانية: جمهورية مصر العربية

٢. الحدود الزمنية: ٢٠٠٥-٢٠٢٢

٣. الحدود الفنية: في ضوء تباين مستوى الإفصاح عن نتائج الطروحات بين الأوراق المالية محل التحليل خاصة عن معدلات التغطية والتي لا يتم الإعلان عنها فيما يختص الأمر بنشرات الطرح لصناديق الاستثمار بأنواعها المختلفة؛ لذا تم استبعادها، عوضاً عن عدم توافر بيانات لسلسلة زمنية منتظمة للأوراق المالية الحكومية سواء كان الأمر بأذون أو سندات الخزانة، فتم استبعادها أيضاً، أما عن الأسهم والسندات المصدرة من جانب منظمات الأعمال فنجدتها هي الأكثر ملائمة للاختبار، لكن لما يشهده سوق السندات المصري من ركود تم اقتصار التحليل على الطروحات العامة من أسهم منظمات الأعمال.

أسلوب جمع البيانات:

قام الباحثان بجمع البيانات الأولية من مفردات مجتمع البحث من خلال ثلاثة أساليب هما:

أ- **المقابلة الشخصية:** وذلك من خلال أسلوب المقابلة المتعمقة مع بعض الأطراف ذات العلاقة كجهات الإصدار الحكومية من البنك المركزي المصري ووزارة المالية المصرية إلى جانب جهات الطرح الخاصة من منظمات الأعمال التي اتجهت إلى الطرح العام وقيد اسمهما في البورصة المصرية، بالإضافة إلى مديري الطرح،

بجانب الجهات المتلقية للطرح، عوضاً عن الجهات الرقابية والتنظيمية وأخيراً المتداولين، وذلك بغرض التعرف استراتيجيات وممارسات ترويج الطروحات العامة سواء كانت تتعلق بأدوات الملكية أو المديونية على حسب الأحوال، وملاحظة ومناقشة ذلك مع مفردات مجتمع البحث عن قرب.

ب- **قائمة الاستقصاء:** تم تصميم قائمتي استقصاء من خلال استخدام عددًا من الأسئلة لقياس اتجاهات مفردات المجتمع نحو استراتيجيات وممارسات ترويج الطروحات العامة، وذلك من خلال استخدام كل من أسلوب "ليكرت الخماسي"، إلى جانب أسلوب الاختيار من متعدد.

ج- **المسح المستندي:** وذلك من خلال الاطلاع على نشرات الطرح المعتمدة من الهيئة العامة للرقابة المالية بالإضافة إلى الإفصاحات والتقارير التي تناولت عمليات الطرح العام لأسهم منظمات الأعمال في البورصة المصرية خلال الفترة من يناير ٢٠٠٥ إلى ٢٠ فبراير ٢٠٢٢.

أساليب التحليل الإحصائي:

اعتمد الباحثان في تحليل البيانات المتصلة بمشكلة البحث على حزمة البرامج الإحصائية للعلوم الاجتماعية SPSS؛ لتحديد مدى قبول أو رفض الفروض محل الاختبار في ضوء مدى معنوية النتائج الإحصائية لتلك الفروض، ثم العمل على تفسير نتائج الاختبارات الاستدلالية في ضوء الركائز الفكرية من نظريات، ونماذج متعلقة بمشكلة البحث، وذلك باستخدام الأساليب التالية:

أ- **الإحصاء الاعتمادي (Reliability Statistics):** وهي الأساليب التي توضح مدى الاعتماد على نتائج الدراسة الميدانية والتي تم التوصل إليها من خلال قياس آراء مفردات عينة البحث في تعميم النتائج على مستوى مجتمع البحث ككل.

ب- **الإحصاء الوصفي (Descriptive Statistics):** وهي تلك الأساليب التي توضح خصائص البيانات الداخلة إلى التحليل، من خلال تقدير كل من الوسط الحسابي، والانحراف المعياري ومعامل الاختلاف.

ج- **الإحصاء الاستدلالي (Inferential statistics):** وهي تلك الأساليب التي تُعنى بإعطاء نتائج عن مدى قبول أو رفض فروض البحث، إضافة إلى تحديد كل من مستويات الثقة والمعنوية لكل منهم.

هيكل البحث:

لتحقيق أهداف البحث، والوصول إلى نتائج وتوصيات تتعلق باستراتيجيات وممارسات ترويج الطرح العام بالأسواق المالية المصرية، يمكن إيجاز هيكل البحث على النحو التالي:

المبحث الأول: الإطار المنهجي

المبحث الثاني: الإطار الفكري

المبحث الثالث: الإطار الميداني

المبحث الرابع: الإطار التطبيقي

المبحث الخامس: الخلاصة والنتائج والتوصيات

المبحث الثاني

الإطار الفكري

مقدمة:

يتناول هذا المبحث الإطار الفكري للبحث وذلك من خلال عرض مفهوم الطرح العام، عبر استعراض أنواع الأسواق المالية خاصة سوق الإصدار، أو ما يعرف بالسوق الأولي إلى جانب اشتقاق إطار فكري للاستراتيجيات والممارسات الترويجية للطروحات العامة في ظل الركائز الفكرية ذات العلاقة.

مفهوم الطرح العام:

هناك نوعان من طروحات الأوراق المالية هما الطرح العام Public Offering والطرح الخاص Privet Offering، والطرح العام نوعان هما طرح عام أولي (IPO) Initial Public Offering وطرح عام موسمي (SPO) Seasoned Public Offering، ويكون الطرح الأولي نتيجة أحد الحالات التالية:

- أ- إصدار ورقة مالية تمثل مديونية حكومية قصيرة الأجل.
- ب- إصدار ورقة مالية تمثل مديونية حكومية طويلة الأجل.
- ج- إصدار ورقة مالية تمثل مديونية لمنظمة أعمال طويلة الأجل.
- د- إصدار ورقة مالية تمثل ملكية بغرض تأسيس منظمة أعمال جديدة أو صندوق استثمار.
- هـ- إعادة بيع ورقة مالية تمثل ملكية لتحويل إحدى منظمات الأعمال من الملكية الخاصة إلى الطرح العام Going Public عبر توسيع قاعدة الملكية.
- و- إعادة بيع ورقة مالية تمثل ملكية لتحويل إحدى منظمات الأعمال من الملكية الحكومية إلى الطرح العام Going Public عبر الخصخصة.

- ز - إعادة بيع ورقة مالية تمثل ملكية لتخارج بعض المؤسسين أو كبار المساهمين بأحد منظمات الأعمال عبر الطرح العام Going Public.
- ح - إصدار ورقة مالية تمثل ملكية أو مديونية لتمويل عمليات توسع منظمات الأعمال أو الاستحواذ على أصول جديدة.
- مما سبق يتبين أن الطرح العام هو أول عملية بيع لأية أوراق مالية سواء كانت تمثل أداة ملكية (أسهم عادية /أسهم ممتازة/وثائق استثمار) أو مديونية (سندات أو أدون خزانه) تصدرها إحدى منظمات الأعمال أو السلطة المالية (في مصر، عادة ما يكون ذلك من البنك المركزي المصري لصالح وزارة المالية)، للمتداولين بأسواق النقد وسوق رأس المال على حسب الأحوال.
- وعادة ما يرتبط الطرح العام بالعديد من المتغيرات التي تميزه عن غيره من الطروحات الأخرى، حيث يمكن التمييز بين الطروحات من خلال معالم تتضمن ما يلي:
- أ- **جهة طرح الورقة المالية:** البنك المركزي/ وزارة المالية/ منظمات أعمال/مؤسسات مالية.
- ب- **نوع الورقة المالية محل الطرح:** أدون خزانه/سندات/أسهم/ وثائق صناديق الاستثمار.
- ج- **مدير الطرح:** نطاق عمل مدير الطرح بالأسواق المالية المحلية/ الإقليمية /الدولية؛ إلى جانب الخدمات الإضافية التي يقدمها مدير الطرح فقد يكون ضامن/غير ضامن لتغطية الطرح بالكامل.
- د- **حجم وقيمة الطرح:** فالحجم يعنى عدد الأوراق المالية محل الطرح، أما القيمة فتعنى القيمة السوقية للطرح.
- هـ- **الفئات والأسواق المستهدفة بالطرح:** المتداول سواء كان متداول طبيعي (فرد) أو متداول اعتباري (مؤسسة)، أما الأسواق فقد تكون أسواق مالية محلية/ إقليمية /دولية.
- و- **عملة الطرح:** قد تكون عملة الطرح بالجنيه المصري/الدولار الأمريكي/اليورو الأوربي في الأسواق المالية المصرية.
- ز- **تسعير الطرح:** حيث يمكن طرح الورقة المالية بعلاوة إصدار (في حالة زيادة سعر الطرح عن القيمة الإسمية للورقة المالية؛ عادة ما يكون ذلك في أسهم منظمات الأعمال بغرض توسيع قاعده الملكية) أو بخصم إصدار (في حالة انخفاض سعر الطرح عن القيمة الإسمية للورقة المالية؛ عادة ما يكون ذلك في الطروحات العامة الخاصة بأدون الخزانه) أو بدون علاوة أو خصم إصدار أي بالقيمة الإسمية فقط (عادة ما يكون ذلك في طروحات السندات).

جماعات المصالح في ظل الطرح العام:

تتعدد جماعات المصالح التي تسعى إلى تعظيم منافعها من عمليات الطرح العام، سواء كان الأمر يتعلق بأوراق مالية طويلة أو قصيرة الأجل، وعلى القائم بإدارة عمليات الترويج ل طرح تلك الأوراق أن ينتبه إلى تلك الجماعات لإدارة وتدنية صراع المصالح بينهم، وهم على النحو التالي:

١ - **جهة الإصدار (الجهة الداعية للطرح العام)**، وقد تكون أحد الجهات الحكومية أو منظمات الأعمال، وعادة ما يكون قرار الاتجاه نحو الاكتتاب العام بعد تحديد الغرض من هذا الطرح، إلى جانب تحديد حجم وقيمة الطرح.

٢ - **مدير الطرح العام**، عادة ما يكون أحد بنوك الاستثمار، حيث يقدم مدير الطرح المشورة المهنية والفنية لجهة الإصدار فيما يتعلق بكل من اقتراح التوقيت الملائم لعمليات الطرح العام، وعرض المحددات التسعيرية لعملية الطرح العام، وتحديد نطاق الطرح، عوضاً عن اتخاذ الإجراءات التنفيذية مع الجهات الرقابية والتنظيمية ذات العلاقة.

٤ - **جهة ضمان تغطيه الاكتتاب Underwriting**، جرت العادة في سوق المال علي تفضيل أغلب منظمات الأعمال عند طرح أسهم زيادة رؤوس أموالها أن تكون لقدامي المساهمين فقط، وهو الأمر الذي يضمن نجاح اكتتابات تلك الطروحات باعتبار أن حملة تلك الأسهم شبه مضطرين للاكتتاب في أسهم الزيادة، للحفاظ علي حصص ملكيتهم كما هي إلى جانب كونها تمثل جزء من القيمة السوقية لتلك الأسهم، بغرض تجنب تحقيق خسائر من انخفاض سعر السهم السوقي بعد إتمام عملية الزيادة. إلا أنه ظهر مؤخراً اتجاه من قبل بعض منظمات الأعمال المقيدة في بورصات الأوراق المالية للاستعانة بجهات ضمان تغطية الاكتتاب، وذلك بغرض ضمان تغطية الطرح العام، خاصة إذا تعلق الأمر بتمويل خطط التوسع بصورة عامة أو من خلال صفقات استحواذ بصفة خاصة، عوضاً عن حفظ الصورة الذهنية لجهة الإصدار لدى المتداولين بالأسواق المالية، وهو الأمر الذي ينصرف أيضاً إلى الأوراق المالية الحكومية دولية الطرح، أي المقيدة في إحدى البورصات الدولية.

٥ - **سمسار البائع**، يعد سمسار البائع هو وسيط مالي يمثل وكيل عن جهة الإصدار، ويجب أن يكون لديه الحق في النفاذ إلى نظام التداول من خلال قبول طلبات الاكتتاب في الطرح العام.

٦ - **الجهة المتلقية للاكتتاب**، تعد الجهة متلقية للاكتتاب هو وسيط مالي أيضاً، وعادة ما يكون وحده مصرفية، تعمل على تلقي الهامش النقدي لدخول الاكتتاب، طبقاً لما هو ما منصوص عليه في نشره الطرح العام المعتمدة من الجهات الرقابية والتنظيمية بالسوق محل الطرح، على أن يستكمل المكتتبين باقي قيمة الاكتتاب أو استرداد القيمة الزائدة عن ما تم تقديمه كهامش نقدي للاكتتاب في ضوء معدلات تغطية الطرح.

٧ - **فئات المتداولين المستهدفين من الطرح**، عادة ما يمكن تحديد الفئات المستهدفة بالطرح في ضوء خصائص الورقة المالية، حيث تشمل التصنيفات الرئيسية للمتداولين، التصنيف على أساس الشكل القانوني (شخص اعتباري -مؤسسات- أو شخص طبيعي -أفراد-) بجانب جنسية المتداول (متداول محلي-متداول أجنبي؛ ويذكر أن البورصة المصرية

تصنيف تصنيف ثالث وهو المتداول العربي، وذلك في ضوء وجود سمات مميزة لهؤلاء المتداولين عن المتداول الأجنبي غير العربي).

٨- **الجهات التنظيمية والرقابية**، وهي جهات يحددها الإطار التشريعي المنظم للأسواق المالية، ففي حالة مصر من أمثلة تلك الجهات كل من الغرفة التجارية، والسجل التجاري، وهيئة الاستثمار، وشركه مصر للمقاصة والحفظ المركزي، والبورصة المصرية، وهيئة الرقابة المالية، والبنك المركزي المصري.

أغراض الطرح العام:

تتباين أغراض الطرح العام للأوراق المالية في ضوء نوع الأوراق المالية المصدرة:

أ- أدون الخزنة

عادة ما يكون الغرض من الطرح العام لأدون الخزنة هو تمويل العجز في الموازنة العامة للدولة (Agarwal and Prakash, 2015; Dissanayake, 2021).

ب- سندات حكومية

عادة ما يكون الغرض من الطرح العام للسندات الحكومية هو تمويل الاستثمارات الحكومية متوسطة وطويلة الأجل (Olivia and Alma, 2021).

ج- سندات منظمات الأعمال

عادة ما يكون الغرض من الطرح العام لسندات منظمات الأعمال متعددة الأغراض ما بين تدنية تكلفة التمويل للوحدات الأعمال، أو ما يعرف بتدنية التكلفة المرجحة لرأس المال (WACC) لتحقيق هيكل التمويل الأمثل (Leland, 1994; Miao, 2005; Titman, 2007; Martellini et. al., 2018; Vo, 2021; Khoa and Thai, 2021)؛ بالإضافة إلى الحصول على أموال لتمويل العمليات التشغيلية أو إعادة الهيكلة المالية (Coe and Kim, 2002; Becker et. al., 2003).

د- أسهم منظمات الأعمال

عادة ما يتباين الغرض من الطرح العام لأسهم منظمات الأعمال ما بين توسيع قاعدة الملكية مقابل الحصول على أموال بغرض التأسيس أو زيادة رأس المال أو المزج فيما بينهما أو تخارج بعض حملة الأسهم من كبار المساهمين (Aussenegg, 2000; Chen et al., 2000; Benninga et al., 2000).

هـ- وثائق صناديق الاستثمار

عادة ما يكون الغرض من إصدار وثائق صناديق الاستثمار تعظيم قيمة المحفظة الاستثمارية المدارة من خلال الصندوق، وذلك بغرض الاستفادة من اقتصاديات الحجم، بالإضافة إلى تحسين مستوى التنويع بها، مما يدعم أداء صندوق الاستثمار (Indro et al., 1999).

محددات الاتجاه نحو الطرح العام:

قد تختلف محددات الاتجاه نحو الطرح العام بين جهات الطرح الحكومية عن منظمات الأعمال، حيث يعد هيكل أسعار الفائدة عوضاً عن مستويات العرض النقدي، واحتياجات تمويل المالية العامة، وحالة أسواق الصرف الأجنبي وأخيراً أهداف السياسة المالية هي محددات جهات الطرح الحكومية.

أما فيما يختص بمنظمات الأعمال يمكن تصنيف العوامل المؤثرة على الاتجاه نحو الطرح إلى ثلاث مجموعات من العوامل، تتضمن عوامل ما قبل الطرح وعوامل أثناء عملية الطرح وعوامل ما بعد عملية الطرح العام (منير هندي، ٢٠١٥).

فعوامل ما قبل الطرح، تشمل كل من رأس المال وتأثير التوقيت، والتدفقات النقدية وحقوق إدارة المنظمة، وتأثير دورة حياة المنظمة، والأسواق الجديدة وتصورات المستثمرين، وفرص وحجم النمو، وتأثيرات الصناعة كما في حالة سوق التكنولوجيا، وكسب حصة في السوق عوضاً عن التكاليف التي تتكبدها جهة الإصدار نتيجة الاتجاه نحو الطرح العام خاصة فيما يتعلق بالتكاليف المالية الخاصة بدراسة جدوى الطرح، عوضاً عن خطة الطرح ذاتها، إلى جانب الإفصاح أمام المنافسين عن العديد من البيانات والمعلومات المالية وغير المالية.

أما عوامل أثناء عملية الطرح فتشمل العديد من التكاليف التي يجب أخذها في الاعتبار، منها التكاليف المباشرة للإدراج العام بما في ذلك رسوم الإدراج، ورسوم الاكتتاب، والسمسة، والرسوم القانونية والمحاسبية، وتكاليف التسجيل (Loughran, T., & Ritter, J. R., 2002) والتكاليف غير المباشرة مثل أتعاب المستشارين وما إلى ذلك، ولكن أيضاً هناك تكاليف متعلقة بالتعبيرات التي يجب أن يتم إجراؤها داخل جهة الإصدار للاستجابة للمتطلبات الإضافية للتحويل من منظمة خاصة إلى منظمة عامة مثل الموظفين الإضافيين والنظم المالية والمحاسبية بجانب إعداد التقارير المالية المطلوبة، حيث يجب على جهة الإصدار أخذ إجمالي التكلفة في الاعتبار عند حساب الفوائد التي ستعود على المنظمة من عملية الطرح العام خصوصاً فيما يتعلق بتكلفة الحصول على رأس المال الجديد.

وأخيراً عوامل ما بعد عملية الطرح العام منها فقدان السيطرة من قبل مؤسسي منظمة الأعمال والمساهمين الحاليين كنتيجة مباشرة للطرح العام، كذلك توجد تكاليف الالتزامات القانونية والأخلاقية الإضافية تحقيقاً لمتطلبات الشفافية والإفصاح طبقاً للقواعد التنظيمية والرقابية بسوق الأوراق المالية المستهدف للتقيد.

السوق الأولي (سوق الإصدار):

يقصد بالسوق الأولي Primary Market أو سوق الإصدارات الجديدة، السوق الذي تقوم فيه المؤسسات المتخصصة بدور رئيسي لتعريف المتداولين بسوق الأوراق المالية سواء كانوا من المستثمرين أو المضاربين بالأوراق المالية التي يتم إصدارها لأول مرة لحساب جهة الإصدار سواء

كانت منظمة أعمال أو جهة حكومية، وعادة ما يطلق علي هذه المؤسسات مديري الطرح، (تسمى أحيانا كثيرة ببنوك الاستثمار Investment Banks) عادة ما تكون مؤسسات مالية غير مصرفية، ويمكن استعراض أهم المؤسسات المالية التي تنشط في عمليات إدارة الطرح العام والعمل على الترويج لها في الجدول رقم (٤) للمستوى الدولي.

جدول رقم (٤) المؤسسات المالية الدولية الرائدة في مجال إدارة وترويج

الطروحات العامة

م	المؤسسة المالية	مقر المؤسسة المالية	نطاق التغطية
١	مارلنش Merrill Lynch	الولايات المتحدة الأمريكية	دولي
٢	مؤسسة بوسطن الأولي First Boston Corporation	الولايات المتحدة الأمريكية	دولي
٣	مورجان ستانلي Morgan Stanley	الولايات المتحدة الأمريكية	دولي
٤	جي بي مورجن J.P. Morgan	الولايات المتحدة الأمريكية	دولي
٥	سيتي جروب Citigroup	الولايات المتحدة الأمريكية	دولي
٦	انتش اس بي سي القابضة HSBC holdings	بريطانيا	دولي
٧	جردي سويس Credit Suisse	سويسرا	دولي
٨	نومورا القابضة Nomura Holdings	اليابان	دولي
٩	ار بي سي كابيتال RBC Capital	كندا	دولي

من خلال الجدول رقم (٤) يتبين سيطرة المؤسسات المالية الأمريكية على عمليات إدارة وترويج عمليات الطرح على المستوى الدولي، وهو الأمر الذي يمكن تفسيره في ضوء ارتفاع القيمة السوقية للأسواق الأمريكية والتي تتضمن العديد من الأسواق من أهمها "بورصة نيويورك للأوراق المالية NYSE: The New York Stock Exchange" إلى جانب بورصة ناسداك للأسهم "The Nasdaq Stock Market"، أما على المستوى المحلي فيمكن استعراض أهم المؤسسات المالية المصرية التي تقدم خدمات إدارة وترويج الطرح العام على النحو المبين في الجدول رقم (٥).

جدول رقم (٥): المؤسسات المالية المصرية الرائدة في مجال إدارة وترويج

الطروحات العامة

م	المؤسسة المالية	نطاق التغطية
١	المجموعة المالية هيرميس EFG Hermes Holding	إقليمي
٢	برايم القابضة Prime Holding	محلي
٣	انتش سي للأوراق المالية والاستثمار HC Securities and Investment	محلي
٤	فأروس القابضة للاستثمارات المالية Pharos Holding For Financial Investments	محلي
٥	بلتون المالية القابضة Beltone Financial Holding	محلي
٦	مباشرة تداول Mubasher Trade	محلي
٧	سيجما كابيتال القابضة للاستثمارات المالية Sigma Capital For Financial Investments	محلي
٨	عكاظ للوساطة المالية والاستثمار Okaz Stockbrokers & Investments	محلي
٩	بريميير لتداول الأوراق المالية Premiere Securities	محلي

ولا يخرج مدير الطرح عن كونه وسيط بين جمهور المتداولين المحتملين لورقة مالية معينة والجهة التي قررت طرحها، وكما يبدو فإن مدير الطرح لا يمارس نشاطاً مصرفياً بالمعنى المعروف، بل هو دور مؤقت ينقضي بمجرد نجاحه في ترويج الإصدار سواء كان يمثل أوراق مالية

تمثل ملكية (أسهم عادية، أسهم ممتازة، وثائق استثمار) أو مديونية (أذون خزانة، سندات) بالبيع، ونظراً للدور المحوري الذي يلعبه مدير الطرح فقد يكون من المناسب التعرض بقدر من التفصيل للمهام الرئيسية التي يقوم بها.

مهام مدير الطرح:

يلعب مدير الطرح دوراً محورياً في عمليات الطرح العام، حيث يباشر عدداً من المهام الرئيسية هي: (هندي، ٢٠١٥)

أ- تقديم النصح والمشورة المهنية لجهة الطرح، بشأن النطاق السعري للطرح للورقة المالية محل الاتفاق مع جهة الطرح، وحجمه، ومدى ملائمة توقيته في ظل أربع محددات رئيسية تتضمن:

١. الاتجاه العام للسوق

٢. مستوى السيولة بسوق الأوراق المالية

٣. اتجاهات المستثمرين نحو المخاطرة

٤. هيكل أسعار الفائدة.

وحيث أن اقتراح التوقيت الملائم لعمليات الطرح العام، يتم في ظل اتجاهات المتداولين نحو المخاطر، عوضاً عن عمليات التقييم التي تحدث في ظل المقايضة بين العائد والمخاطرة التي تتضمنها الورقة المالية محل الطرح.

ب- اقتراح المحددات التسعيرية لعملية الطرح العام: ففي ظل الأوراق المالية التي تمثل ملكية تتضمن المشورة توصيات تتعلق بكل من القيمة الاسمية، والقيمة السوقية للطرح، عوضاً عن القيمة العادلة في حالة الأسهم الصادرة عن منظمات الأعمال، أما في ظل الأوراق المالية التي تمثل مديونة تتضمن تحديد معدلات العائد المتوقعة على الورقة المالية محل الطرح، والتي عادة ما تكون في ظل هيكل أسعار الفائدة Interest Rate Structure السائدة في السوق المستهدف بالطرح.

ج- تحديد نطاق الاكتتاب: أي تحديد فئات المتداولين المستهدفين خاصة إذا تعلق الأمر بالمتداول المؤسسي أو المتداول الأجنبي والأسواق المالية المستهدفة من الطرح العام خاصة إذا تعلق الأمر بالأسواق المالية غير المحلية.

د- القيام بالإجراءات التنفيذية مع الجهات التنظيمية والرقابية، كالبورصة المصرية وهيئة الرقابة المالية على الترتيب في مصر، بغرض الإصدار الفعلي للورقة محل الطرح وما قد يتطلبه ذلك من الحصول على الموافقات ذات العلاقة بالسوق المالي المستهدف الطرح به، وعادة ما يتطلب هذا الأمر مجموعة من الموافقات منها نشرة الاكتتاب (من الهيئة العامة للرقابة المالية في حالة مصر) وما تتضمنها من إفصاح و تحديد الغرض من عملية الطرح عوضاً عن الإفصاح عن نطاق المنافع و المخاطر المتوقع من هذا الطرح.

هـ- تقديم خدمات ضمان تغطية الاكتتاب عند الطرح، على اختلاف نمط تلك الأوراق المالية سواء كانت لأدوات الملكية أو المديونية، وعادة ما يتوقف هذا الأمر على الملاءة المالية لمدير الطرح، جنباً إلى جنب مع علاقة مدير الطرح مع المؤسسات المالية الأخرى ومن أهمها شركات إدارة المحافظ المالية، وشركات إدارة الأصول، وصناديق الإستثمار، وشركات التأمين، وشركات الملكية الخاصة، وصناديق التحوط، وشركات الوساطة المالية.

و- تقديم خدمات التسليم مقابل الدفع، وهي خدمة التوزيع الفعلي للإصدار للمتداولين الراغبين في الدخول في الطرح العام عبر الاكتتاب بالأوراق المالية محل الطرح، حيث يتم ذلك طبقاً لنشرة الاكتتاب المعلنة من جانب جهة الطرح والمعتمدة من الجهات التنظيمية والرقابية، حيث تتضمن العديد من البيانات من أهمها:

١. حجم الطرح المعروض للاكتتاب العام بصفة عامة، مع تحديد شريحة المؤسسات والأشخاص ذوي الملاءة المالية، إلى جانب شريحة الأفراد (صغار المستثمرين)

٢. تحديد النطاق السعري المستهدف الذي يتم الطرح به للورقة المالية للمتداولين بالسوق المالي، عبر تحديد الحد الأدنى والأقصى لسعر الطرح، مع الإعلان عن تحديد آلية سعر الطرح لصغار التداولين.

٣. تحديد مدى وجود آلية لضمان استقرار سعر الورقة المالية بعد الطرح، إلى جانب الإعلان عن حجم وأسلوب عمل هذه الآلية، والتي عادة ما تكون عبارة عن صندوق لضمان استقرار سعر الورقة المالية بعد إتمام الطرح، وعادة ما يكون عمل هذا الصندوق لأجل محدد في نشرة الطرح.

٤. مقدار المصروفات التي تتضمنها عملية الطرح سواء كان على جهة الطرح أو المتداولين الراغبين بالاكتتاب في الطرح.

ويضيف (صحاح، ٢٠١٢) إلى ما سبق، تأثير مدير الطرح على العديد من الجوانب، ومنها:

أ- تمثل سمعة مدير الطرح القائم على عمليات ترويج الطرح عاملاً حاكماً علي كل من معدلات التغطية، عملية تسعير الطرح.

ب- تعمل الممارسات الترويجية لمدير الطرح على تدنية مستوى عدم تماثل المعلومات **Information Asymmetry** بين أطراف السوق، وهو الأمر الذي يرجعه الباحثان إلى جهود مدير الطرح في تقديم تدفق من المعلومات ضمن المزيج الترويجي عن جهة الطرح إلى جانب الخصائص الاستثمارية للورقة المالية محل الطرح، وهو ما يعمل على تدنية تكلفة الوكالة Agency cost بين أطراف السوق أيضاً.

المفهوم العام للترويج:

يعد الترويج عنصراً أساسياً من المزيج التسويقي، وعلى الرغم من ثراء الفكر الإداري بالعديد من النماذج التي تشمل عدة تأصيلات فكرية لمكونات المزيج التسويقي، وعلى اختلاف جهود الباحثين، بدءاً من المزيج التسويقي رباعي الأبعاد- يعرف اختصاراً بـ 4Ps - (Goi, 2009; Singh, 2012; Išoraitė, 2016)؛ وصولاً إلى المزيج التسويقي سباعي الأبعاد - يعرف اختصاراً بـ 7Ps - (Jain, 2013; Siripipatthanakul and Chana, 2021) .

فطبقاً لسمات العلوم الاجتماعية تشهد تباين وتطور لمفهوم الترويج، فيتبين من خلال المراجعات الأدبية اتساع نطاق الترويج وما يشملها من مفاهيم وأدوات واستراتيجيات، حيث كان ينظر إلى الترويج طبقاً لمفهوم الضيق باعتباره ممارسة تشمل كل من الإخبار والاتصال والإقناع، وفي هذا الصدد يعمل الترويج على الاتصال بغرض التأثير على سلوك الآخرين من خلال مشاركة منظمات الأعمال للأفكار والمعلومات (Stanton and McGee, 1996).

لكن هذا المفهوم لم يعبر بدقة عن مهام ونطاق الممارسات الترويجية، لذلك اتسع مفهوم الترويج ليشمل الاتصالات التسويقية بذلك أصبح الترويج يهتم بكيفية التأثير على سلوك العميل وتحقيق ثقة بعيدة الأمد في كل من منظمة الأعمال ومنتجاتها.

بذلك يمكن تعريف الترويج على النحو التالي:

الترويج هو أحد أبعاد المزيج التسويقي التي تطبقه منظمات الأعمال طبقاً لاستراتيجياتها التسويقية، التي قد تكون معلنة أو غير معلنة، لتحقيق اتصال فعال عبر تدفق متجدد للمعلومات من جانب منظمات الأعمال نحو شريحة العملاء المستهدفين للتأثير على سلوك تلك الشريحة عبر لفت الانتباه للمنتج المراد ترويجه ثم زيادة نطاق معرفة الشريحة المستهدفة بخصائص هذا المنتج ثم تغيير موقف تلك الشريحة نحو هذا المنتج واتخاذ سلوك كالشراء وأخيراً إيجاد ولاء نحو كل من المنظمة ومنتجاتها.

بذلك تستهدف الأنشطة الترويجية الحد من ظاهرة جهل شريحة السوق المستهدفة بوجود المنتج والإمام بخصائصه الفنية من خلال تقديم معلومات عن المنظمة ومنتجاتها وعلامتها التجارية ومدى وفرة المنتجات واستخداماتها وأسعارها بالسوق، ويقصد به التأثير على إدراك وسلوك الشريحة المستهدفة من السوق وإيجاد حالة الاستجابة المرجوة تجاه منتجات المنظمة، ويمكن تحديد أهداف الترويج بصورة عامة بالأهداف الآتية:

- أ- إعداد وتهيئة إدراك شريحة السوق المستهدف والانتباه للمنتج محل الترويج.
- ب- تقديم بيانات و معلومات أما عن المنظمة أو منتجاتها أو كليهما.
- ج- استمالة الوسطاء.
- د- الحصول على ولاء العملاء.
- هـ- تقليل نطاق تقلبات المبيعات.

على ذات النسق يمكن للباحثان تقديم تعريفا لترويج الطروحات العامة على النحو التالي:

ترويج الأوراق المالية هو أحد أبعاد المزيج التسويقي التي تطبقه جهة طرح الأوراق المالية طبقاً لاستراتيجياتها وخططها المالية؛ التي قد تكون معلنة أو غير معلنة عند طرحها لورقة مالية ما؛ سواء كانت تمثل أداة ملكية (أسهم عادية/ أسهم ممتازة/ أسهم خاصة/ وثائق صناديق استثمار) أو أداة مديونية (سندات منظمات الأعمال/ سندات خزانة/ أذون خزانة)؛ والتي تتباين خصائصها من حيث السيولة والمخاطرة ومحددات التقييم، وذلك من خلال تفويض وتعاهد مع مدير للطرح عادة ما يكون أحد بنوك الاستثمار، يتولى تقديم وتنفيذ الاستراتيجية عبر مزيج من الأنشطة الترويجية، لتحقيق اتصال فعال عبر تدفق متجدد للمعلومات المالية وغير المالية من جانب جهة الطرح نحو شريحة المتداولين المستهدفين في الأسواق التي يتواجدون بها للتأثير على سلوك الاستثماري لتلك الشريحة المستهدفة عبر نكت انتباههم للورقة المالية المطروحة المراد ترويجها ثم زيادة نطاق معرفة الشريحة المستهدفة بخصائصها المالية يلي ذلك استهداف تغيير موقف تلك الشريحة نحو مدى الجاذبية الاستثمارية للورقة محل الترويج و أخيراً اتخاذ سلوك بالمشاركة في الطرح العام عبر تقديم هامش الضمان النقدي للاكتتاب بالطرح العام لتلك الورقة المالية.

استراتيجيات الترويج:

أمام منظمات الأعمال الاختيار بين استراتيجيتين ترويجيتين، حيث تتنوع هذه الاستراتيجيات بين استراتيجية الدفع أو استراتيجية السحب. فاستراتيجية الدفع (strategy push) تتضمن قيام إدارة المبيعات بتحفيز الوسطاء على ترويج وبيع منتجات المنظمة للعميل النهائي، وتعد هذه الاستراتيجية أكثر ملائمة عندما تكون العلامة التجارية للمنتج غير محفزة على طلب المنتج، وهو الحال عندما تتساوى أفضلية الاختبار لدى العميل مع المنتجات المثيلة. أما في ظل تطبيق استراتيجية السحب (strategy pull) فيتم توجه العمليات الترويجية مباشرة للعميل النهائي لتحفيزه على شراء المنتجات من قنوات التوزيع، وهي ملائمة في حالة ارتفاع معدلات الارتباط بالعلامة التجارية.

بذلك يتبين أن استراتيجيتي الدفع والسحب هي الاستراتيجيات التي تتحرك بها المعلومات والمنتجات بين العميل ومنظمة الأعمال المقدمة للمنتج، ففي استراتيجية الدفع يتم "دفع" المنتجات تجاه العملاء عبر الوسطاء، في المقابل تقوم استراتيجية السحب، على "سحب" العملاء للمنتجات بعد حصولهم على المعلومات حول قدرة تلك المنتجات على إشباع احتياجاتهم، بذلك تكون استراتيجية السحب هي استراتيجية ترويج تركز على العميل وليس على أعضاء القنوات التسويقية من أجل تسهيل تدفق المنتجات إلى السوق (AU and Brocato, 2010; Grundström, 2015; TUCKER, 2016).

وعلى ذات النسق، يتبين أن مدير الطرح العام عادة ما يفاضل بين استراتيجيات الدفع مقابل السحب، وذلك من خلال تحديد محركات دخول الفئات المتداولين للمشاركة في الطرح العام بالحصول على الاستجابة الكاملة عبر تقديم هامش الضمان النقدي للاكتتاب في الطرح، مقابل الاستجابة الجزئية بلفت الانتباه وزيادة نطاق المعلومات المالية وغير المالية المتعلقة بالورقة المالية محل الطرح، حيث قد يتم تركيز الجهود الترويجية على الوسطاء الماليين من خلال تبنى وتطبيق

استراتيجيات الدفع أما في حالة تركيز الجهود الترويجية على استراتيجية السحب فيتم من خلال جهود ترويجية تتمحور حول المتداولين المستهدفين بسوق الأوراق المالية.

الممارسات الترويجية:

يمكن النظر إلى الممارسات الترويجية في ضوء كونها نظام للاتصال، حيث يكون مصدر هذا الاتصال هو منظمة الأعمال، أما الرسالة المراد إيصالها أما أن تكون مكتوبة أو مقروءة أو من خلال صور أو رموز، أما المستقبل لهذه الرسالة فهم الأفراد أو الجماعات التي تستهدفها منظمة الأعمال، وهم الشريحة المستهدفة من السوق محل عمل منظمة الأعمال، ومن المرجح أن يستجيب جانب من تلك الشريحة للرسالة بشكل إيجابي، أما نمط الاستجابة فهو الهدف المأمول تحقيقه نتيجة لعملية الاتصال- ويمكن أن تكون إثارة الانتباه لخصائص منتج معين، أو فهم المميزات الفنية، والاستجابة يمكن أن تمثل مستوى من المعرفة أو تغيير الموقف أو اتخاذ سلوك كالشراء.

وعادة ما يتم ترميز الرسالة الترويجية عبر إعطاء رموز أما بالكلمات أو بالصور أو الألوان لإيصال المعنى المقصود بالرسالة، على أن يقوم المستقبل بحل الرموز من خلال إعطاء معنى لتلك الكلمات ولكن هذه الحالة لا تحدث بهذه البساطة، فإن هناك نوعاً من التشويش يحدث خلال عملية الاتصال.

وأخيراً التغذية العكسية عبر قياس مدى الاستجابة لدى مستقبل الرسالة ويمكن التأكد منها بقياس حجم المبيعات، والاهتمام بتجربة المنتج أو من خلال تقارير فرق المبيعات، فمن خلال المعلومات المرتجعة تستطيع الإدارة معرفة فيما إذا حققت الممارسات الترويجية الأهداف المرغوبة منها. ولا تستخدم المنظمة عنصر ترويجي واحد لإيصال رسالتها إلى الشريحة المستهدفة من السوق، وإنما تستخدم عدة عناصر يرمي كل عنصر منهم إلى إيصال رسالة محددة ذات هدف محدد وفي فترة زمنية محددة، هذه العناصر تشكل فيما بينها ما يعرف المزيج الترويجي Promotion Mix.

المزيج الترويجي Promotion Mix:

يعرف المزيج الترويجي بأنه مجموعة من العناصر المختارة والمستخدمة لتحقيق أهداف المنظمة الترويجية المحددة، وتتضمن العناصر الرئيسية للمزيج الترويجي كل من الإعلان، تنشيط المبيعات، البيع الشخصي، العلاقات العامة، الدعاية، النشر، المعارض والمؤتمرات، التسويق المباشر. (الضمور و الشريدة، ٢٠٠٨؛ الضمور و مقراش، ٢٠١٥؛ أسعد وآخرون، ٢٠١٨) (Dixon-Ogbechi et al., 2014; Khan et al., 2016; Al-Sharif et al., 2017)

ويمكن استعراض ممارسات الترويج التي يقوم بها مديري الطرح على النحو التالي:

أ- الإعلان Advertising

يشكل الإعلان أحد العناصر الرئيسية في المزيج الترويجي للورقة المالية في ظل تطبيق استراتيجية السحب، فهو وسيلة اتصال جماهيرية بكافة المتداولين بسوق الأوراق المالية إلى جانب غير المتداولين مما يجعل هذا العنصر أداة لجذب متداولين جدد إلى السوق المالي.

وعادة ما يكون هذا الإعلان مقابل أجر لقاء إيصال الرسالة الإعلانية عن الورقة المالية وجهة الطرح وسعر الطرح وتوقيتاته ومقدار الهامش النقدي للاكتتاب طبقا لنشرة الطرح المعتمدة من الجهات التنظيمية والرقابية ذات العلاقة، بذلك يستخدم مدير الطرح الإعلان بغرض تغيير إدراكات ومعارف ومواقف المتداولين المستهدفين عبر صيغة رسالة إعلانية غير شخصية.

وتشمل الوسائط الإعلانية على قسمين رئيسيين هما الوسائط المذاعة Broadcast Media والتي ومن أمثلتها الإذاعة والتلفزيون، مقابل الوسائط المطبوعة Print Media أمثلة الصحف والمجلات، وطبقا للإطار التشريعي المصري المنظم لعمليات الطرح العام، فعلى جهة الطرح ومدير الطرح الإعلان عن نشرة الطرح المعتمدة من الهيئة العامة للرقابة المالية في صحيفتين يوميتين واسعتي الانتشار على الأقل (انظر الشكل ١).

مدير الطرح

BELTONE FINANCIAL

ibnsinapharma
ابن سينا فارما

طرح اسهم شركة
ابن سينا فارما ش.م.م. بالبورصة المصرية

الشركة الأسرع نمواً في مجال توزيع الأدوية بمصر
متوسط معدل نمو سنوي 74%

فتح باب الإكتتاب اليوم - آخر موعد لتلقي طلبات الشراء يوم الخميس ٢٠١٧/١٢/٧

١. الحد الأدنى لطلبات الشراء في الطرح العام للمشتري الواحد ١٠٠ سهم والحد الأقصى ٩٠,٠٠٠ سهم
٢. على رغبة الشراء إيداع نسبة 74% (خمسة وعشرون بالمائة) من قيمة الأسهم المطلوب شراؤها.

صندوق ضمان استقرار سعر السهم

يضمن لك سعر السهم لمدة شهر من تاريخ التداول بالبورصة (الطرح العام)

١. الشركة الرائدة في مجال توزيع الأدوية في مصر بحجم مبيعات ١٠ مليار جنيه تقريبا بخصبة سوقية 71%

٢. تقوّم بتوزيع ٩,٥٠٠ منتج يمثل أكثر من 79% من الأدوية المتداولة في مصر لنحو 3٥ ألف صيدلية ومستشفى و موزع

٣. لديها حوالي ٥٥ مركز تخزين و توزيع دواء منتشرة في جميع أنحاء مصر واسطول نقل وتوزيع يبلغ أكثر من 6٠٠ سيارة نقل

٤. يعمل لدى الشركة أكثر من ٥,٥٠٠ موظف وموظفة

٥. متوسط معدل نمو سنوي لأرباح الشركة يبلغ حوالي 74% في آخر خمس سنوات

١٦٤٢٢
www.beltonefinancial.com

لتسجيل طلبات الإكتتاب
تفضلوا بالاتصال
بشركة بلتون للتداول
الأوراق المالية على رقم

شمار الطرح البالغ
بلتونة لخدمات القيمة BELTONE SECURITIES

شكل رقم (١)

إعلان بأحد الصحف عن عمليات الطرح العام لصالح إحدى منظمات الأعمال بغرض الترويج عن أحد أدوات ملكية (أسهم)



ومن خلال الملاحظة يجد الباحثان أن مديري الطرح في أسواق المال المصرية يعتمدون على إعلانات الصحف إلى جانب مواقع التواصل الاجتماعي دون غيرها من القنوات الإعلانية، مقابل اتجاه أحد جهات الإصدار في حالة وحيدة عبر استخدام الإعلان الإذاعي (حالة الطرح العام لسهم نهر الخير الذي تم في فبراير ٢٠٢٢)، في المقابل يبين أن الإعلان التلفزيوني يتواجد في أسواق

مالية أخرى، كالمسوق العراقي، والشكل رقم (٤) يبين حالة الإعلان عن طرح عام للمصرف الدولي الإسلامي.



ب- تنشيط المبيعات Sales Promotion

عرفت الجمعية الأمريكية تنشيط المبيعات بأنه الأنشطة التسويقية التي تحفز فاعلية الشراء بحيث تضيف قيمة لفترة محدودة من الزمن، ويحدد هذا التعريف أساليب تنشيط المبيعات بأنها موجهة إلى ثلاث قطاعات هي: الوسطاء، الموظفون "رجال البيع" والعملاء المستهدفين، ويجد الباحثان محدودية إمكانية ممارسة أدوات تنشيط المبيعات في عمليات الطرح العام، حيث عادة ما تتسم عمليات الطرح العام بقصر الأجل، والتي في العادة تكون بالأسابيع أو الشهور على أقصى تقدير.

ج- البيع الشخصي Personal Selling

يمكن تعريف البيع الشخصي بأنه اتصال يتم وجهاً لوجه مع واحد أو أكثر من المتداولين المستهدفين من أجل قيامه بالمشاركة في اكتتاب الطرح العام عبر إقناعهم بشراء الورقة المالية محل الطرح من خلال الاتصال الشخصي، وتختلف فعالية البيع الشخصي كأداة ترويجية طبقاً لخصائص الورقة المالية محل الطرح، جهة الطرح، عوضاً عن فئة المتداول المستهدف.

د- العلاقات العامة Public Relations

برز بشكل واضح دور العلاقات العامة في العديد من الممارسات الاستثمارية من خلال لقاء بنوك الاستثمار ومديري الأصول بالمتداولين المستهدفين من أصحاب الفوائض المالية والتي تسعى إلى توظيفها في أدوات استثمارية تفي بحاجاتهم و رغبتهم الاستثمارية، ويعتقد الباحثان فعالية هذا

العنصر الترويجي في ظل تبنى وتطبيق مدير الطرح لاستراتيجية السحب عبر استهداف العملاء ذو الملائمة المالية لدخول في اكتتاب الطرح العام.

٥- الدعاية Publicity

تعد الدعاية طريقة غير شخصية لتنشيط الطلب على الورقة المالية محل الطرح وذلك بنشر بيانات ومعلومات عنها في إحدى وسائل النشر كالصحف والراديو والتلفزيون، وهي ليست مدفوعة الأجر لصالح الجهة التي تقوم بهذا النشر (انظر الأشكال أرقام من ٥ إلى ١٢)

شكل رقم (٥)

النشر بأحد الصحف عن عمليات الطرح العام لصالح إحدى وزارة المالية بغرض الترويج عن أحد أدوات المديونية (سندات خضراء)

شكل رقم (٦)

النشر بأحد الصحف عن عمليات الطرح العام لصالح إحدى منظمات الأعمال بغرض الترويج عن أحد أدوات الملكية (أسهم)

«طلعت مصطفى» تجهز برنامج صكوك متعدد الإصدارات بقيمة 5 مليارات جنيه

«2 مليار جنيه حجم الشريحة الأولى والطرح بنابر التليل» «الجمعة لالية هريس، مدير الإصدار ويكر ماكيني» مستشاراً قانونياً «تشكيل اللجنة الشرعية وأوراق الإصدار أمام «الرقابة المالية» الخميس التليل

15 عاماً وفقاً لتقرير المشورين الخاص بالشركة. على الجانب الآخر، تنفذ شركة صكوك لتأجير الشرائح لطرح صكوك بقيمة 50 مليون دولار خلال أسابيع. ويدير الإصدار صندوق أبوظبي الإسلامي، معمر فيها بنو مكتب التعمير وفر وشركاه، ويوزع الشرائح للفاترين للإصدار. ومن المقرر أن تنفذ صكوكها من طرح الإصدار للصكوك الخاص بها خلال 3 أسابيع كإصدار صكوكها في السوق المصري.

من نشرة الإصدار لطرح صكوك بقيمة 2 مليار جنيه بنابر التليل، وأوضح عبدالمعطي في تصريحات لـ «البرصة» أن الإصدار سيكون بالجنبة المصري، وعملت «البرصة» إن مكتب طرحة وحضرها «بيكر اند ماكينزي» يعمل مستشاراً قانونياً للطرح، فيما تدير «الجمعة لالية» هريس، الطرح بنابر. وأوضح الصكوك، أن «الجمعة لالية» مصطفى، التليل، التي من تشكيل لجنة

كرتبع محمد الإصدار بطول الأجل لمدة 3 سنوات. وأوضح الصكوك، أن حجم الشريحة الأولى من الإصدار سيشمل إلى 2 مليار جنيه لتحويل أحد مشروعات «الجمعة لالية» بمدينة «الإسكندرية».

كان سبب عبد الصكوك، رئيس الإدارة المركزية لتحويل بقيمة العامة للرقابة المالية، كشف خلال مائدة مستديرة بالهيئة العامة للرقابة المالية، أن شركة «طلعت مصطفى» اشكت على الائتماء

تتعد مجموعة طلعت مصطفى العقارية، لإطلاق برنامج لطرح صكوك تمويل متعدد الإصدارات لمدة 3 سنوات بقيمة تتراوح بين 4.5 و5 مليارات جنيه. قالت مصادر لـ «البرصة» إن الشركة تقترن، من إيفاء، جميع أوراق نشرة الطرح على أن تقدم بها الهيئة العامة للرقابة المالية للاضطلاع

شكل رقم (٧)

النشر بأحد الصحف عن عمليات الطرح العام لصالح إحدى منظمات الأعمال بغرض الترويج عن أحد أدوات المديونية (الصكوك)

هاني توفيق: بدء الترويج لصندوق التعمير والاسكان بعد نشرة الطرح

الترويج، والذي سيبدأ خلال شهر من موافقة هيئة الرقابة المالية مستهدفاً مؤسسات مصرفية وعربية وأضاف: أنه لا بد من استكمال تعديل الصوابيل والمعايير بقوانين الاستثمار والأوراق المالية لتسهيل الاستثمار. لافتاً إلى أن هناك استمرار من جانب القائمين على الصندوق لاستكمال المسيرة خاصة أنه في أوقات الأزمات و السلازل الاقتصادية تتحسن بيئة الاستثمار. متوقفاً أن يشهد العام ٢٠١٨ الجاري انتعاشة في كل شئ. قائلاً: في أوقات الأزمات تصنع الثروات

الترقب والتراجع عن ضخ استثمارات جديدة في السوق لبحر استقرار الانحياض عقب الانتخابات الآ ان صندوق التعمير والاسكان للاستثمار العقاري يسير في اتجاهه دون توقف خاصة أن السوق المصري مقبل على مرحلة جديدة من المؤكد أنها ستشهد ارتفاعاً في معدلات التضخم عقب رفع الدعم عن الطاقة إلا أن ذلك لن يوقف التوجه الذي تسعي من خلاله إدارة الصندوق لاتمام عمليات التأسيس ومن ثم الطرح لافتاً إلى أن مدير الصندوق ينتظر استكمال «نموذج مذكرة المعلومات» ليبدأ

أكد هاني توفيق رئيس جمعية الاستثمار المباشر المناهق أنه ينتظر موافقة هيئة الرقابة المالية على مذكرة الطرح صندوق التعمير والاسكان للاستثمار العقاري والمقرره خلال أيام قليلة وقبل نهاية يناير الجاري حيث كانت الهيئة قد وافقت نهائياً على إنشاء صندوق التعمير والاسكان للاستثمار العقاري برأسمال مليار جنيه. وقال توفيق في تصريحات لـ «عالم المال» أنه على الرغم من دخول مصر أجواء الانتخابات الرئاسية والتي من المفترض أن ينتج عنها حالة من

شكل رقم (٨)

النشر بأحد الصحف عن عمليات الطرح العام لصالح إحدى صناديق الاستثمار بغرض الترويج عن أحد أدوات الملكية (وثائق استثمار)

إعلان
السادة/المكتتبين في وثائق صندوق نعيم العقاري

تحية طيبة وبعد !!!
بالإشارة الى قرار شركة صندوق نعيم العقاري عدم استكمال إجراءات الإكتتاب في وثائق صندوق نعيم العقاري ومن منطلق المسؤولية المهنية للشركة فنود ان نخطبر جميع المكتتبين أنه بإمكانهم التوجه الى فروع البنك المتلقي الاكتتاب بنك مصر لإسترداد قيمة ما تم الإكتتاب فيه من وثائق .

شكل رقم (٩)

النشر بأحد الصحف عن عدم نجاح الطرح العام لصالح إحدى صناديق الاستثمار بغرض الترويج عن أحد أدوات الملكية (وثائق استثمار)



شكل رقم (١٠)

متابع أخبار طرح سندات سيادية بالدولار الأمريكي من جانب الحكومة المصرية على أحد القنوات الاقتصادية بغرض الترويج عن أحد أدوات المديونية (سندات بعملة أجنبية)



شكل رقم (١١)

متابع أخبار طرح إعمار مصر على أحد القنوات الاقتصادية بغرض الترويج عن أحد أدوات الملكية (أسهم عادية)



شكل رقم (١٢)

متابع أخبار طرح فوري على أحد البرامج الحوارية بغرض الترويج عن أحد أدوات الملكية (أسهم عادية)

و- المؤتمرات الاستثمارية Investment conferences

تعد المؤتمرات الاستثمارية نشاط منظم يقوم به مدير الطرح أو جهة الطرح، بذلك فهو حدث ترويجي متعدد الأطراف، قد يحدث بصورة فعلية في مكان معروف للعامة والخاصة، أو بصورة افتراضية من خلال الهاتف أو أحد المنصات الإلكترونية المتخصصة كمنصة ZOOM وذلك في فترة زمنية محددة، تعرض من خلاله معلومات مالية وغير مالية تختص بكل من جهة الطرح، الورقة المالية محل الطرح، وأخيرا المنافع الاستثمارية الناتجة من حيازة الورقة المالية محل الطرح.



شكل رقم (١٣)

وقائع أحد المؤتمرات الاستثمارية الخارجية لأحد بنوك الاستثمار المصرية في دبي



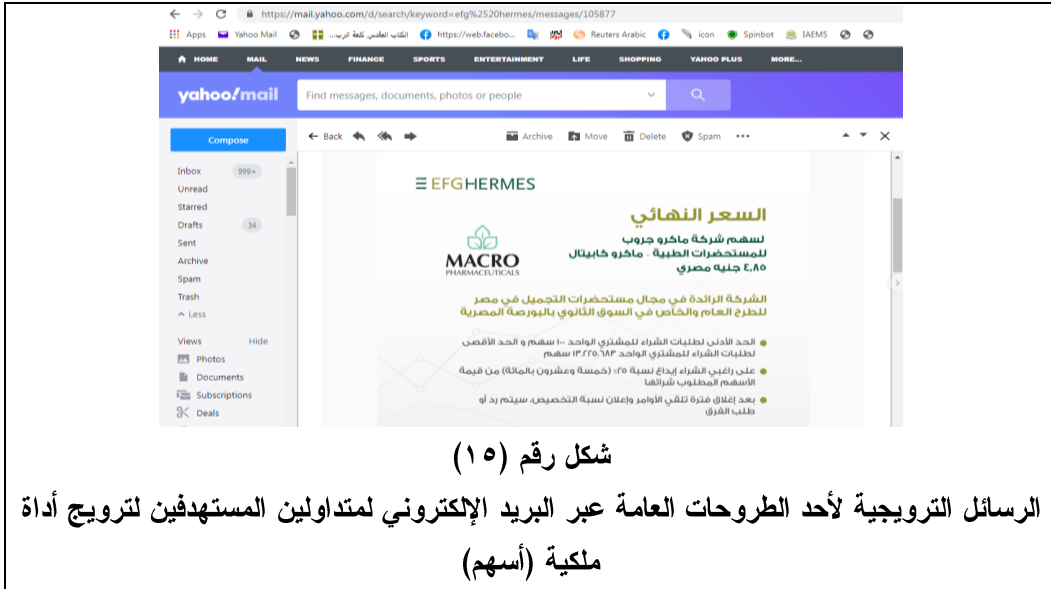
شكل رقم (١٤)

متابع أحد المؤتمرات الاستثمارية الخارجية للحكومة المصرية في لندن

ز- التسويق المباشر Direct marketing

يقصد بالتسويق المباشر في ظل الاتصال بالعملاء من خلال عدة وسائل ودعوتهم للاستجابة للرسالة الإعلامية عن طريق الهاتف أو البريد أو الإنترنت، وبذلك تتدفق المعلومات حول الطرح إلى

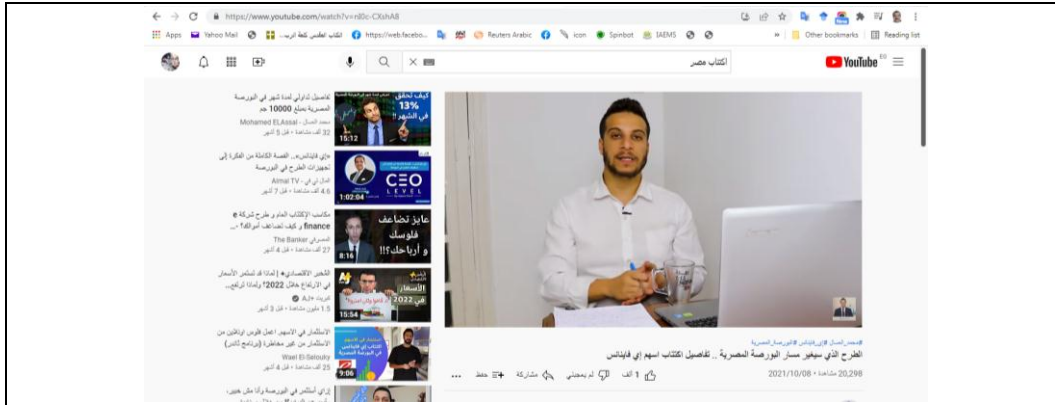
المتداولين المستهدفين من خلال اتصال مباشر، ودون التفاعل وجها لوجه مع فريق الترويج أو أحد الوسطاء الماليين، وعادة ما يتم ذلك من خلال الاتصال الهاتفي أو الرسائل النصية عبر الهاتف المحمول SMS أو من خلال رسائل البريد الإلكتروني.



ح- أدوات ترويجية أخرى:

بالإضافة إلى العناصر السابقة التي تمثل الجانب الأعظم من الممارسات الترويجية، إلا أن هناك العديد من الممارسات الترويجية التي تدخل ضمن المزيج الترويجي، ومن أمثلتها، التسويق الفيروسي Viral Marketing، المؤثرون influencers كأساليب ترويجية غير تقليدية.





شكل رقم (١٧)

أحد صانعي المحتوى يتناول لأحد الطروحات العامة عبر موقع اليوتيوب لترويج أداة ملكية (أسهم)

في النهاية يجد الباحثان من الأهمية الإشارة إلى أن محددات اختيار المزيج الترويجي، تشمل على كل من نمط استراتيجية الترويج (الجذب /الدفع)، الأموال المتاحة، السوق المستهدف، مدى جاهزية المشتري، مرحلة دورة حياة المنتج، طبيعة المنتج، وأخيرا طبيعة المنافسة (Cho and Ha,2011).

أنماط المتداولين (العملاء المستهدفين):

لا يمكن أن تتكفل الجهود الترويجية بنجاح دون التحديد الدقيق إلى الشريحة المستهدفة من المتداولين ليتم جذبهم نحو إبداء الرغبة في دخول الطرح، فبدون هذا التحديد لا يمكن أن تصاغ الجهود الترويجية بفعالية لتخاطب الحاجات والرغبات الاستثمارية لهذه الفئة من المتداولين. فالمتداول في الأساس إنسان له مشاعر وأحاسيس وشخصية واتجاهات وحاجات ورغبات تؤثر في أنماطه السلوكية، حتى وإن كان يمثل متداول مؤسسي، حيث أن مدير المؤسسة المالية الذي يقوم باتخاذ قرار الدخول إلى الطرح العام هو إنسان في الأساس. وهو الأمر الذي يشير إلى استهداف مدير الطرح لاستخدام المزيج الترويجي للتأثير على سلوك المتداولين بالحصول على الاستجابة بالدخول الطرح العام. وطبقاً للسحبياني (٢٠٠٨) يمكن تصنيف المتداولين حسب هدفهم من التداول كما يلي:

أولاً : متداول المنفعة Utilitarian trader: ويشمل المتداول الذي غرضه الأساسي الحصول على بعض المنافع الخاصة بالإضافة إلى الربح: وينشأ تداول هذا الصنف لأسباب خارجية لا علاقة لها بدقائق ما يحدث في الأسواق المالية. ويهم المتداولون النفع أن تتم تداولاتهم بسرعة وأقل تكلفة ممكنة، ما يجعلهم يفضلون السوق التي تتسم بسيولة عالية، ولهذا يسمون أحياناً بمتداولي السيولة. ويدخل تحت هذا الصنف الأنواع الآتية من المتداولين.

أ. المستثمر Investor: يتمثل هدفه الأساسي في استثمار مدخراته في شراء الأوراق المالية، للإنفاق منها على حاجاته الاستهلاكية في المستقبل، أو بيع استثماراته السابقة في الأوراق المالية لغرض الإنفاق منها على حاجاته الاستهلاكية الحاضرة.

- ب. المتحوط Hedger: يتمثل هدفه الأساسي في تبادل المخاطر التي يواجهها في النشاط الاقتصادي باستخدام المشتقات المالية، مثل العقود الآجلة، والمستقبليات، والخيارات.
- ت. المقامر Gambler: يتمثل هدفه الأساسي من التداول في المتعة والإثارة التي تصاحب مراهنته على الأحداث المستقبلية. والمقامر وإن كان يأمل في الربح، إلا أنه لا يعتمد على أية أسباب لتحقيقه، وبقدر ما يضر المقامرون أنفسهم، فإنهم يجعلون السوق أكثر تقلباً.
- ث. الهاوي Fledgling: يتمثل هدفه الأساسي في تعلم كيف يتداول، فإن أتقن التداول باستخدام استراتيجية أو أكثر، انتقل إلى فئة المتداولين للربح، وإن فشل ترك السوق، ومن يستمر منهم مع فشله يصبح من فئة المتداولين المسترسلين.
- ج. المتداول لمنفعة غيره Cross-subsidizer: يتمثل هدفه الأساسي في نقل الثروة لطرف آخر، مثل مدير صندوق الاستثمار الذي يتداول لزيادة دخل سمسار معين من العمولات كمكافأة له على تقديم خدمات معينة، بدلاً من قيام المتداول بشراء هذه الخدمات مباشرة من السمسار وتحميل تكلفتها على الصندوق.
- ح. متجنب الضرائب Tax-avoider: يتمثل هدفه الأساسي في تقليل الضرائب التي يدفعها للحكومة؛ من خلال استغلال بعض الثغرات في النظام الضريبي.

ثانياً: المتداول للربح Profit-motivated trader:

ويشمل من يتداول في السوق لمجرد أنه يتوقع تحقيق أرباح. ولا يتداول هذا النمط من المتداولين إلا إذا كانت لديهم أسباب مقنعة بأنهم سيربحون من وراء ذلك، ولذلك نجدهم يحققون أرباحاً في المتوسط. ويدخل تحت هذا الصنف نوعان رئيسان من المتداولين، هما:

أ- المضارب Speculator:

والمضاربون يتمثل هدفهم الأساسي في تحقيق الربح من توقع تغير الأسعار في المستقبل، اعتماداً على المعلومات التي يجمعونها ويحلونها، أو في بعض الأحيان يصنعونها، ونستعرض فيما يلي أنماط المضاربين الذين يدخلون تحت هذا التعريف:

١- المضارب المطلع informed:

وهو المضارب الذي يتداول بناء على ما لديه من معلومات عن قيمة الورقة المالية. ويشمل الأصناف الآتية:

- متداول القيمة value trader، وهو المضارب الذي يقوم بتقدير قيمة الورقة المالية من خلال جمع وتحليل كل المعلومات المتاحة عن الورقة المالية ذات العلاقة.
- متداول الأخبار news trader، وهو المضارب الذي يبادر بالتداول بعد الأخبار الجديدة. وعلى خلاف متداول القيمة، يركز متابع الأخبار على تقدير التغير في القيمة،

وليس القيمة نفسها. والأخبار الجديدة قد تكون عامة أو خاصة، ولهذا يدخل ضمن هذا الصنف من يتداول بناء على معلومات داخلية Inside Information.

▪ المحلل الفني للمعلومات Information-oriented technical trader، وهو الذي يبني تداولاته على أنماط التداول الدالة على انحراف السعر عن القيمة، اعتماداً على تحليل الخصائص الاحصائية للأسعار التاريخية ومقارنتها بمعلومات التداول الأخرى (مثل الكميات، والمراكز المالية، والسيولة النقدية وغيرها)، بشكل أكبر من اعتماده على المعلومات الأساسية عن الورقة المالية.

▪ الموازن arbitrageur، وهو المضارب الذي يبني تداولاته على مقارنة أسعار الأوراق المالية في أسواق مختلفة، في حال إدراجها في أكثر من سوق، أو مقارنة أسعار الأوراق المالية بعدد من العوامل الأساسية المؤثرة على الورقة المالية، وأسعار الأوراق المالية المماثلة.

٢- المضارب المتطفل Parasitic:

ويدخل تحت هذا النمط من المضاربين كلاً من:

▪ المضارب المتوقع للأوامر Order anticipator: وهو المضارب الذي يقلد استراتيجيات التداول التي ينفذها متداولين آخرين، وأبرز أنواع المضاربين من هذا النمط:

- المستبق front-runner: وهو المضارب الذي يبادر بالتداول ليسبق التداولات التي علم أن متداولون آخرون قرروا تنفيذها.

- المحلل الفني ذو التوجه بالشعور (بالإحساس) sentiment-oriented technical trader، وهو الذي يبني تداولاته على الأوامر المتوقع إرسالها إلى السوق اعتماداً على نماذج متنوعة للتنبؤ بحركة الأسعار واتجاهات التداول؛ مثل الرسوم البيانية للأسعار، وتحليل المؤشرات الفنية.

- المبتز squeezer: وهو المضارب الذي يتصرف بعد معرفة التداولات التي اضطر متداولون آخرون للقيام بها. وقد يكون للمبتز دور في هذا الاضطراب من خلال احتكار السوق في أحد جانبيه، بحيث يجبر كل من يريد إغلاق مركزه المالي أن يتداول معه، وبالأسعار التي يضعها.

▪ المضارب المخادع (المغرر) bluffer: وهو المضارب الذي ينتج معلومات غير صحيحة، تفسد معلومات وتوقعات بقية المتداولين، ويتصرف بناءً عليها لمصلحته. ويختلف المضارب المغرر عن غيره من المضاربين في أنه يصنع المعلومات التي يستخدمها في استراتيجية، في حين أن المضاربين الآخرين يتداولون بناءً على معلومات عامة أو خاصة استأثروا بها على غيره. والمضارب المغرر نوعان:

- ناشر الإشاعة rumormonger: وهو المضارب الذي يستخدم التغيرير القولي من خلال نشر الإشاعات أو التصريح بمعلومات خاطئة تؤثر في تصرفات بقية المتداولين.
- المتلاعب manipulator: وهو المضارب الذي يستخدم التغيرير الفعلي، كالتداولات التي تولد أسعار أو كميات تفسد معلومات بقية المتداولين. ويدخل تحت هذا الصنف المتداولون الذين يستخدمون مختلف صور التلاعب التي تنتظر إليها لوائح سلوكيات الأسواق المالية والرقابة عليها.

و يشار إلى أن هناك أصناف نافعة من المضاربة تسهم في تحسين كفاءة السوق و/أو زيادة سيولته، في حين يوجد أنواع ضارة من المضاربة قد يسهم بعضها في توفير السيولة للسوق، ولكن على حساب كفاءته؛ فتؤدي إلى ابتعاد الأسعار عن القيم، وحدوث تقلبات كبيرة وغير مبررة في الأسعار.

ب- التاجر Dealer:

يتمثل هدفه الأساسي في الربح من توفير السيولة للآخرين. ويركز التاجر على تحقيق أفضل توازن بين العرض والطلب، لأن الفروق بين أفضل العروض والطلبات هي مصدر ربحهم. وأهم أصنافهم صانعو الأسواق الذين يقومون عادة بتوفير السيولة من خلال الإعلان المستمر عن عروض وطلبات لبقية المتداولين في السوق.

ثالثاً: المتداول الكسول (غير المجدي) Futile trader:

وهو المتداول الذي يظن أنه متداول للربح، وهو بخلاف ذلك؛ لأن توقعاته حول الأسعار المستقبلية غير رشيدة، و عادة ما يتسبب في اتخاذه قرارات خاطئة مثل توقيت دخوله إلى السوق أو الخروج منه، ولذا فهم يخسرون في المتوسط. ويرجع خطأ توقعات هذا النمط من المتداولين؛ إما إلى فشلهم في الوصول إلى المعلومات الضرورية لتحقيق الربح، أو نقص مهارتهم وضعف قدرتهم على تحليل المعلومات، أو اعتمادهم في تداولاتهم على سماسرة أو مستشارين أو مديري صناديق لا يتصرفون لمصلحتهم.

بالإضافة إلى ما سبق، هناك العديد من التصنيفات الأخرى الذي ينظر إليها باهتمام من جانب بنوك الاستثمار كمدير للطرح العام، حيث تتضمن على التصنيف من حيث الشكل القانوني أي متداول فرد مقابل متداول مؤسسي، بالإضافة إلى التصنيف على أساس جنسية المتداول، أي متداول محلي مقابل متداول أجنبي.

العوامل التي تؤدي إلى العزوف عن الاستثمار في الأوراق المالية:-

وعلى الرغم من أهمية التعرف على تصنيفات المتداولين المستهدفين لمديري الطرح، فإن هذه المعرفة غير كافية لإدارة المزيج الترويجي للطرح العام على اختلاف طبيعة الورقة المالية محل الطرح، فبدون دخول متداولين جدد إلى السوق، لن يحدث نمو للسوق، بذلك فعلى مدير الطرح أن يكون على وعى كافي بالعوامل التي تؤدي إلى العزوف عن الاستثمار في الأوراق المالية، وذلك بهدف تقديم مزيج ترويجي يعمل على التعظيم الإدراكي لدى المتداولين الجدد المستهدفين بالمنافع الاستثمارية من الاشتراك بالطرح العام.

يشير (أبو سعده، ١٩٩٩) إلى تعدد أسباب العزوف عن الاستثمار في الأوراق المالية ومنها:-

- أ- الاستثمار في المجالات الأخرى يتيح الشعور بالأمان والسرية وحسن المعاملة وسرعة أداء الخدمة.
- ب- العائد الثابت والمجزي على الاستثمارات في مجالات الاستثمار الأخرى.
- ج- عدم وجود وسطاء في المجالات الاستثمارية الأخرى.
- د- عدم توافر معلومات كافية يمكن أن تساعد المستثمرين في اتخاذ القرارات.
- هـ- انخفاض درجة المخاطرة في المجالات الاستثمارية الأخرى.
- و- الشفافية في المعاملات المالية في المجالات الاستثمارية الأخرى.
- ز- التعامل مع البنوك يتيح فرصة استثمار المدخرات والاقتراض أيضاً.
- ح- الثقة والسمعة الطيبة في إدارة وتعاملات البنوك.

من جانب آخر يشير (ذكي، ١٩٩٧) إلى الأسباب التي تؤدي إلى عزوف صغار المتداولين عن

الاستثمار في الأوراق المالية، حيث أرجع ذلك إلى ما يلي:

- أ- الاهتمام المحدود للعاملين في بورصة الأوراق المالية بصغار المستثمرين.
- ب- انخفاض الوعي الاستثماري لدى صغار المستثمرين.
- ج- نقص المعلومات الواضحة عن الاستثمار في الأوراق المالية لدى صغار المستثمرين.
- د- انخفاض الثقة في الاستثمار في بورصة الأوراق المالية لدى صغار المستثمرين.

من جانب آخر يشير كل من (Wagdi and Salman, 2021) إلى أسباب تؤدي إلى عزوف

المتداول الأجنبي عن دخول سوق مالي ما، حيث أرجعت تلك الدراسة ذلك إلى التقييم السيادي للدولة المضيفة للسوق المالي، إلى جانب مخاطر الصرف الأجنبي، ويمكن للباحثين إضافة إلى ما سبق تلك القيود المفروضة على عمليات التداول (وخاصة فيما يتعلق بالحدود السعرية وزمن التسوية وعدم وجود أدوات مالية متطورة كالخيارات) إلى جانب القيود المالية (كتحويل الأرباح إلى الخارج) وأخيراً الاعتبارات الضريبية (ضرائب التحويلات / ضرائب الأرباح الرأسمالية / ضرائب التوزيعات النقدية).

مؤشرات نجاح الطرح العام :

عادة ما يستخدم مؤشرين لبيان مدى نجاح الجهود الترويجية للطرح العام، يتمثل المؤشر الأول في معدل تغطيه الاكتتاب للطرح العام (مثال تم طرح ١٠٠٠ سهم مطلوب ٣٠٠٠ سهم إذا معدل تغطيه الاكتتاب ٣ مرات)، حيث هناك علاقة طردية بين معدل تغطية الطرح وفعالية الجهود الترويجية لهذا الطرح، أما المؤشر الثاني فيتمثل في أداء الورقة المالية بعد انتهاء الطرح، وعادة ما يتم ذلك من خلال مقارنة بين سعر الاكتتاب عند الإصدار في ظل الطرح مقابل القيمة السوقية لذات الورقة المالية في سوق التداول، حيث هناك علاقة طردية بين الأرباح الرأسمالية للورقة المالية محل الطرح (ارتفاع القيمة النسبية للورقة المالية في سوق التداول) وفعالية الجهود الترويجية لهذا الطرح؛ إلا أن الباحثان يجدان أن المؤشر الثاني -أداء الورقة المالية بعد انتهاء الطرح العام- قد يكون غير ملائم في ظل تعدد العوامل المؤثرة على القيمة السوقية للورقة المالية في أسواق التداول لتشمل متغيرات لا تدخل ضمن الجهود الترويجية.

نتائج ما بعد الطرح العام:

طبقا لدراسة كل من Jain and Kini, (1999)، يمكن التمييز بين ثلاث أنماط لمنظمات الأعمال بعد الاتجاه نحو الطرح العام لأسهمها في سوق الأوراق المالية، وهي على النحو التالي:

- أ- البقاء كمنظمة أعمال مستقلة، واستمرار المنظمة في ممارسة نشاطها التشغيلي.
- ب- التعرض إلى عمليات استحواذ، ويضيف الباحثان إلى ذلك حالة الاندماج.
- ت- فشل منظمة الأعمال، وشطب أسهمها من سوق الأوراق المالية المنظم، وما يلي ذلك من تحول تداول الأسهم نحو السوق غير الرسمي وهو ما يطلق عليه بالإنجليزية بـ *Over The Counter (OTC) or Off Exchange Trading*، وقد يمتد الأمر إلى تصفية أعمال المنظمة في ضوء عدم جدوى أنشطتها الاستثمارية أو لتعثرها.

وتشير ذات الدراسة إلى العوامل المؤثرة على تبعيات الطرح العام، حيث وجد علاقة عكسية لمخاطر منظمات الأعمال، مقابل علاقة طردية مع كل من حجم المنظمة، ومدى القبول المصرفي (الجدارة الائتمانية)، ومعدلات الأداء التشغيلي قبل الطرح العام، إلى جانب الإنفاق على البحث والتطوير كعوامل داعمة لتعظيم احتمال بقاء المنظمة، بجانب استمرار تداول أسهمها بالسوق المنظم للأوراق المالية.

المبحث الثالث

الإطار الميداني

مقدمة:

يشتمل هذا المبحث على الإطار الميداني من خلال استعراض مجتمع البحث وتحديد حجم العينة التي يستهدفها البحث طبقاً للاعتبارات الإحصائية، وتحديد آليات تجميع البيانات وتحليلها بغرض تحديد مدى قبول أو رفض الفروض في ضوء عمليات الاستدلال الإحصائي.

الطروحات العامة في الأسواق المالية المصرية:

تعد الأسواق المالية المصرية هي أحد أعرق الأسواق المالية ليس على المستوى الإقليمي، بل على المستوى العالمي. حيث أُسِّت بورصة الإسكندرية في عام ١٨٨٣ أما بورصة القاهرة فقد أُسِّت في عام ١٩٠٣، وقد احتلت بورصتي القاهرة والإسكندرية عند اجتماعهما، مركزاً بين أكبر خمس بورصات على مستوى العالم في عام ١٩٠٧. وقبل تراجع دور البورصة في يوليو ١٩٦١ كانت بورصتي القاهرة والإسكندرية "تم دمجها بعد ذلك" تحتلان المركز الرابع عالمياً.

وتُعد بورصتي القاهرة والإسكندرية وقد كانت تعرف اختصاراً بـ CASE، البورصة المرخص لها بتداول الأوراق المالية في مصر. وقد استعادتا نشاطهما مرة أخرى في أوائل التسعينيات بعد صدور القرار الجمهوري رقم ٥١ لسنة ١٩٩٧، وتعتبر البورصتين كيان واحدة ولكن بموقعين مختلفين حيث يتم التداول عن بعد، وفي الثاني من يونيو عام ٢٠٠٨ تم إقرار تعديلات قانون سوق رأس المال الصادر بالقانون رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢، حيث تم تغيير المسمى إلى البورصة المصرية والتي أصبحت تعرف اختصاراً بـ EGX.

ومنذ إحياء دور البورصة المصرية في تسعينات القرن العشرين، شهدت العديد من الطروحات العامة خاصة في مجال الأسهم بغرض توسيع قاعدة الملكية للشركات في ظل برنامج الخصخصة (انظر حالات شركات الأسمت والمطاحن خلال التسعينات).

جدول رقم (٧): أهم طروحات شركات قطاع الأعمال العام عن طريق البورصة المصرية

م	اسم المصدر	كود رويترز	تاريخ القيد
١	الكابلات الكهربائية المصرية	ELEC.CA	١٩٩٥/٠٣/٣٠
٢	القاهرة للإسكان والتعمير	ELKA.CA	١٩٩٥/٠٣/٣٠
٣	أسمنت بورتلاند طرة المصرية	TORA.CA	١٩٩٥/٠٣/٣٠
٤	مدينة نصر للإسكان والتعمير	MNHD.CA	١٩٩٥/٠٥/٠٧
٥	مصر الجديدة للإسكان والتعمير	HELI.CA	١٩٩٥/٠٥/٠٧
٦	العامة للصوامع والتخزين	GSSC.CA	١٩٩٥/٠٥/٢٩
٧	العز الدخيلة للصلب - الإسكندرية	IRAX.CA	١٩٩٥/٠٩/١٧
٨	الشرقية - استرن كومباني	EAST.CA	١٩٩٥/٠٩/٢٧
٩	المصرية للأقماع الصناعية (نايل سات)	EGSA.CA	١٩٩٨/١٢/٠٩
١٠	المصرية لمدينة الإنتاج الإعلامي	MPRC.CA	١٩٩٩/٠٩/٢٦
١١	المصرية للاتصالات	ETEL.CA	١٩٩٩/١٢/٢٩
١٢	الإسكندرية للزيوت المعدنية	AMOC.CA	٢٠٠٤/١٢/٢٢

المصدر: من إعداد الباحثان بناء على بيانات البورصة المصرية

ولم يقتصر دور البورصة المصرية على توسيع الملكية لقطاع الأعمال العام، وإنما شمل أيضاً القطاع الخاص، فقد كان هناك بعض الطروحات العامة بغرض التأسيس (الشركة المصرية لخدمات التليفون المحمول) أو بغرض تخارج بعض المؤسسين (مجموعة إم إم) أو أخيراً بغرض زيادة رأس المال لتمويل النمو (مجموعة طلعت مصطفى القابضة) ويمكن استعراض ذلك من خلال الجدول رقم (٨).

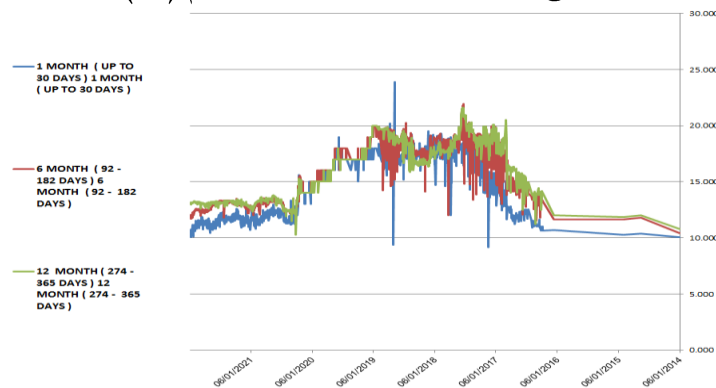
جدول رقم (٨)

أهم طروحات شركات قطاع الخاص عن طريق البورصة المصرية

م	اسم المصدر	كود رويترز	تاريخ القيد
١	جنوب الوادي للأسمنت	SVCE.CA	١٩٩٨/١٠/٠٨
٢	المجموعة المالية هيرمس القابضة	HRHO.CA	١٩٩٩/٠٢/١٠
٣	جى بى اونو	AUTO.CA	٢٠٠٧/٠٣/٠٧
٤	مجموعة طلعت مصطفى القابضة	TMGH.CA	٢٠٠٧/١١/٢٥
٥	بايونيرز القابضة للاستثمارات المالية	PIOH.CA	٢٠٠٨/٠٦/٢٢
٦	جھينة للصناعات الغذائية	JUFO.CA	٢٠١٠/٠٥/١٨
٧	العربية للأسمنت	ARCC.CA	٢٠١٤/٠٣/٢٤
٨	إيديتا للصناعات الغذائية	EFID.CA	٢٠١٤/١٢/١٠
٩	شركة مستشفى كليوباترا	CLHO.CA	٢٠١٦/٠٤/١٣
١٠	ابن سينا فارما	ISPH.CA	٢٠١٧/١١/٠٨
١١	فوري لتكنولوجيا البنوك والمدفوعات الإلكترونية	FWRY.CA	٢٠١٩/٠٧/٢٨
١٢	اي فاينانس للاستثمارات المالية والرقمية	EFIH.CA	٢٠٢١/١٠/٠٤

المصدر: من إعداد الباحثان بناء على بيانات البورصة المصرية

عوضاً عن اكتتابات تمت لكن تم الاستحواذ عليها أو تم شطبها اختياريًا، كما هو الحال مع أسهم الشركة المصرية لخدمات التليفون المحمول (أورانج مصر حالياً)، إلا أن الطروحات في سوق المال المصري لا تقتصر على أسواق الملكية فقط، أي الطروحات العامة من الأسهم، حيث تشمل الطروحات العامة أسواق المديونية، والتي تتضمن أسواق أذون الخزانة وأسواق السندات، ويمكن استعراض هيكل أسعار العائد على أذون الخزانة من خلال الشكل رقم (١٨).



المصدر: بناء على بيانات المركزي المصري

شكل رقم (١٨) العائد على طروحات أذون الخزانة المصرية

من خلال الشكل رقم (١٨) يتبين تذبذب هيكل أسعار العائد على أدون الخزانة المصرية، خاصة خلال الفترة من ٢٠١٧ إلى ٢٠١٩ والتي أظهرت أعلى معدلات عائد والتي بلغت ٢٣,٩% خلال عام ٢٠١٨، ويمكن تفسير ذلك في ضوء تذبذب قيمة العملة المحلية (الجنية المصري) أمام العملات الدولية (خاصة الدولار الأمريكي) في الفترة التالية لقرار التعويم منذ نوفمبر ٢٠١٦. أما عن طروحات العامة من السندات الحكومية المصرية فهي متنوعة من حيث الأجل حيث تشمل سندات متوسطة وطويلة الأجل، أما عن عملة الإصدار فهي متنوعة أيضا بين الجنية المصري والدولار الأمريكي واليورو الأوروبي، وسوق القيد بين سوق المال المحلي كالبورصة المصرية EGX، أسواق المال الدولية كبورصة لندن LSE.

جدول رقم (٩): بيانات أحدث طروحات عام للسندات في عام ٢٠٢١

تاريخ الإصدار	مبلغ العطاء المقبولة	الحد الأدنى لعائد الجاري على الإصدار	الحد الأعلى لعائد الجاري على الإصدار	المتوسط المرجح لعائد الجاري على الإصدار
26/10/2021	413,311,000	15.300	15.380	15.371
23/11/2021	93,750,000	15.350	15.380	15.370
21/12/2021	14,090,000	15.371	15.380	15.375

المصدر: من إعداد الباحثان بناء على بيانات البنك المركزي المصري

الضوابط التنظيمية والرقابية لعمليات ترويج الطرح العام في أسواق المال المصرية:

ينظم الإطار التشريعي طبقا لقانون رقم ١٩٤ لسنة ٢٠٢٠، الذي يعرف بقانون البنك المركزي والجهاز المصرفي الإطار التنظيمي والرقابي لترويج أدون الخزانة المصرية إلى جانب السندات الحكومية المصرية؛ في المقابل ينظم قانون ٩٥ لسنة ١٩٩٢ وتعديلاته، والذي يعرف بقانون سوق المال الإطار التنظيمي والرقابي لترويج كل من أسهم وسندات منظمات الأعمال إلى جانب وثائق صناديق الاستثمار.

ولكن في ضوء الممارسات الفعلية من جانب بعض مديري الطرح، قد أصدر مجلس إدارة الهيئة الرقابة المالية، الضوابط والإجراءات الواجب الالتزام بها عند الطرح العام والخاص للأوراق المالية، وذلك بعد أزمة الطرح العام لأسهم ثروة كابيتال بالبورصة المصرية في أبريل ٢٠١٩؛ من خلال قرار مجلس إدارة الهيئة رقم (٤٨) لسنة ٢٠١٩، والذي أوجب على المنظمة التي ترغب في طرح أوراقها المالية إبرام عقد مع مدير الطرح لتنفيذ عملية ترويج وتغطية وتنفيذ الاكتتاب، ويُحدد بالعقد آلية تحديد سعر الطرح أما على أساس السعر المحدد (Fixed Price Issue) أو وفقا لآلية البناء السعري (Book Building Issue) على أن يتم الإفصاح عن ذلك بنشرتي الطرح الخاص

والعام، وفي كلتا الحالتين يتم تلقي طلبات الاكتتاب وعروض الشراء على هذا الطرح من خلال نظم آلية بالهيئة (Online Display)، لا يتم الاطلاع عليها إلا من قبل كل من الهيئة ومدير الطرح. وقد أُلزم القرار سالف الذكر مدير الطرح بالتحقق والاحتفاظ بالمستندات التي تثبت الملاءة المالية لمتداولي الطرح الخاص واستيفائهم للتعريف والمواصفات الواردة بنشرة الطرح، وبما يفيد كون العميل من عملاء التسليم مقابل الدفع وأمين الحفظ أو البنك المتعاقد معه، ووسيلة وتوقيت السداد النقدي للعملاء المتداولين الراغبين في المشاركة في الطرح، وكذلك وسيلة وتوقيت التحصيل النقدي للعملاء البائعين.

إلى جانب التزام مدير الطرح بتوثيق طريقة التخصيص وتحديد السعر وإثبات كافة البيانات المتعلقة بالطرح في سجل آلية البناء السعري وتحديد السعر النهائي للطرح العام وفقاً للطريقة تم الإفصاح عنها بنشره الطرح العام. وقد جاء هذا التعديل في ظل عدم التزام جانب من متداولي الطرح الخاص بسداد التزاماتهم المالية نتيجة ما خصص لهم أثناء الطرح الخاص، مما دفع الحركة السعرية للسهم بالهبوط نتيجة الضغوط من جانب هؤلاء المتداولين لسداد تلك الالتزامات مما اضر بمتداولي الطرح العام.

مجتمع البحث:

اعتمد البحث على أسلوب المسح المستندي لكل من بيانات وإصدارات البنك المركزي المصري (CBE)، الهيئة العامة للرقابة المالية (FRA)، البورصة المصرية (EGX)، إلى جانب وزارة المالية المصرية وأخيراً بنوك المعلومات الاقتصادية والمالية المتوافر بها بيانات متعلقة بمشكلة البحث، لتحديد أهم الطروحات الخاصة بالأوراق المالية المصرية بأنواعها الخمس:

- أ- أذون خزانة.
- ب- سندات خزانة.
- ج- سندات منظمات أعمال.
- د- وثائق صناديق استثمار.
- هـ- أسهم منظمات أعمال.

وقد خلص الباحثان إلى قائمة مديري الطروحات العامة بالبورصة المصرية، تشمل على (٦٦) مؤسسة مالية حاصلة على ترخيص نشاط الترويج وضمن الاكتتاب وهم المبينين في الملحق رقم (٤).

مقابل قدر اقل من مديري الطرح لسندات الخزانة المصرية في الأسواق الدولية كما هو مبين في الجدول رقم (١٠)، يذكر أن عادة ما تقوم الجهات الحكومية المصرية المصدرة للأوراق المالية بطرح مناقصة لاختيار مديري طرح السندات الدولية.

جدول رقم (١٠): أهم بنوك الاستثمار العاملة في مجال إدارة وترويج الطروحات العامة
لسندات الخزنة الدولية

م	المؤسسة المالية
١	مجموعة سيتي جروب
٢	بنك أبوظبي الأول
٣	إتش.إس.بي.سي
٤	جيه.بي.مورجان
٥	ستاندرد تشاترترد
٦	جولدمان ساكس
٧	ي.إن.بي باريبا
٨	ناتكسيس
٩	مجموعة سان باولو المالية (عبر الذراع المحلي للمجموعة بنك الاسكندرية)

المصدر: تم إعداده من خلال الباحثان بناء على عمليات المسح المستندي لأفصاحات الطروحات

ويمكن استعراض الطروحات العامة من سندات الخزنة المصرية ذات القيد الدولي المقومة بالدولار الأمريكي من خلال الجدول رقم (١١).

جدول رقم (١١): تطور قيمة الطرح سندات الخزنة المصرية ذات القيد الدولي المقومة
بالدولار الأمريكي

م	قيمة الطرح سندات الخزنة دولية	تاريخ الطرح
١	٣٨٢ مليون دولار	٢٠٠٧
٢	١.٥ مليار دولار	٢٠١٠
٣	١.٥ مليار دولار	يونيو ٢٠١٥
٤	٤ مليار دولار	يناير ٢٠١٧
٥	٣ مليار دولار	مايو ٢٠١٧
٦	٤ مليار دولار	فبراير ٢٠١٨
٧	١.٨ مليار دولار	ابريل ٢٠١٨
٨	٢.٥٧ مليار دولار	نوفمبر ٢٠١٨
٩	٤ مليار دولار	٢٠ فبراير ٢٠١٩
١٠	٢.٤ مليار دولار	ابريل ٢٠١٩
١١	ملياري دولار	نوفمبر ٢٠١٩
١٢	٥ مليارات دولار	مايو ٢٠٢٠
١٣	٧٥٠ مليون دولار	سبتمبر ٢٠٢٠
١٤	٣,٧٥ مليار دولار	فبراير ٢٠٢١

المصدر: تم إعداده من خلال الباحثان بناء على عمليات المسح المستندي لأفصاحات الطروحات

عينات الاطار الميداني:

يتمثل مجتمع البحث في كافة الأطراف بسوق المال المصري، وخاصة الأطراف ذات العلاقة بعمليات الطرح العام من الأوراق المالية المحلية؛ وبذلك تتضمن عينة البحث فئتين من الأطراف ذات العلاقة بطروحات العامة بأنماطها الخمس (أذون الخزنة؛ سندات خزنة؛ سندات منظمات أعمال؛ أسهم منظمات أعمال؛ ووثائق صناديق استثمار) على النحو التالي:

أ- عينة المقابلات الشخصية: تتضمن مفردات عينة المقابلات الشخصية كل من جهات الإصدار الحكومية من البنك المركزي المصري ووزارة المالية المصرية؛ جهات الإصدار

الخاصة من منظمات الأعمال التي اتجهت إلى الاكتتاب العام وقيد أسهمها في البورصة المصرية؛ الجهات التي تدير الطرح العام (بنوك الاستثمار)؛ الجهات متلقيّة الطرح العام، الجهات الرقابية والتنظيمية وأخيرا المتداولون بالأسواق المالية المصرية.

ب- **عينة قائمتي الاستقصاء:** تتضمن تلك العينة فئتين وهما: مديري الطروحات العامة الى جانب المتداولين بالأسواق المالية المصرية.

مما سبق، يتضح أن قائمتي الاستقصاء يستهدف فئتين لكل منهما سماتها الخاصة، قد تناول البحث استعراض المسح المستندي لمديري الطروحات في الأجزاء السابقة، أما فيما يتعلق بالمتداولين فقد أعلنت إدارة البورصة المصرية أنها في ظل إجراءات تنقية أكواد المتداولين بسوق المال المصري، حيث كشفت أن عدد الأكواد النشطة (التي تداولت مرة واحدة على الأقل خلال ٢٤ شهر سواء بعمليات بيع أو شراء) تجاوز ٣٠٠ ألف كود مقابل ١,٨ مليون متداول مقيد في البورصة المصرية -يتبنى البحث الحالي أساس المتداولين النشطين في تقدير حجم مجتمع البحث-، أما على مستوى المتداولين الرئيسيين في أذون وسندات الخزانة فقد بلغ ١٥ متداول، تمثل المتداولين المسجلين لدى البنك المركزي المصري، وقد ضمت تلك القائمة كل من البنك الأهلي المصري، البنك التجاري الدولي، بنك مصر على الترتيب طبقاً لبيانات العام المالي ٢٠٢٠/٢٠٢١. ويمكن استعراض حجم كل فئة على النحو الموضح في الجدول التالي:

جدول رقم (١٢): حجم مجتمع البحث

م	الفئة الأولى : مدير طرح عام	م	الفئة الأولى : المتداولين
١	الجهات المرخصة من هيئة الرقابة المالية	٦٦	المتداولين النشطين المقيدون بالبورصة المصرية
٢	مسؤولي القطاع الخزانة بالبنك المركزي ووزارة المالية.	١٢	المتداولين الرئيسيين في أذون وسندات الخزانة
	الإجمالي	٧٨	الإجمالي
			٣١٨,٢٥٩

المصدر: من إعداد الباحثان بناء على المسح المستندي لبيانات البنك المركزي، هيئة الرقابة المالية، البورصة المصرية ووزارة المالية.

في ضوء البيانات الواردة بجدول رقم (١٢)، يمكن تقدير عيني البحث لقائمتي الاستقصاء

طبقاً لفرضية المجتمع المحدود على النحو التالي (Lind et. al., 2017):

أ. **حجم العينة في ظل حالة المجتمع غير المحدود**
يتم تحديد حجم العينة وفقاً للقانون الموضح في المعادلة رقم (١).

$$n_1 = \frac{Z^2 PQ}{D^2}$$

معادلة رقم (١)

حيث:

n_1 : حجم العينة للمجتمع غير المحدود.

Z: القيمة الجدولية تحت منحني التوزيع الطبيعي وتساوي 1.96.
P: نسبة عدد المفردات التي تتوافر فيها الخاصية أو الخصائص موضوع الاختبار
ويمكن افتراض $p = 0.50\%$ للحصول علي أكبر حجم للعينة.
Q: نسبة عدد المفردات التي لا تتوافر فيها الخاصية أو الخصائص موضوع الاختبار
وهي مكمل الوزن النسبي 0.50% .
D: درجة الخطأ المسموح به تساوي 0.05% .

بتطبيق القانون كما هو بالمعادلة رقم (٢) يكون حجم عينة البحث في ظل فرضية المجتمع غير المحدود هي ٣٨٤ مفردة.

$$n_1 = \frac{[(0.5) \times (0.5) \times (1.96)^2]}{(0.05)^2} = 384.16$$

معادلة رقم (٢)

ب. حجم العينة من مديري الطروحات في ظل حالة المجتمع المحدود:
يتم تحديد حجم العينة وفقاً للقانون الموضح في المعادلة رقم (٣).

$$n_2 = \frac{n_1}{\frac{n_1}{N} + 1}$$

معادلة رقم (٣)

حيث :

N: حجم مجتمع الدراسة.

n_1 : حجم العينة للمجتمع غير المحدود.

n_2 : حجم عينة الدراسة.

وبذلك يمكن تحديد حجم عينة البحث من الفئة الأولى في ضوء أعداد مديري الطروحات على

النحو المبين في المعادلة رقم (٤)

$$n_2 = \frac{384.16}{\frac{384.16}{78} + 1} = 64.8$$

معادلة رقم (٤)

في ضوء نتيجة المعادلة رقم (٤) يكون الحد الأدنى لحجم مفردات العينة هو ٦٥ مفردة من

مدير الطرح العاملين في الطروحات العامة المحلية.

ج. حجم العينة من مديري الطروحات في ظل حالة المجتمع المحدود:

يتم تحديد حجم العينة وفقاً للقانون الموضح في المعادلة رقم (٣)، حيث يمكن تحديد حجم عينة من الفئة الثانية في ضوء أعداد المتداولين بالأسواق المالية المصرية على النحو المبين في المعادلة رقم (٥)

$$n_2 = \frac{384.16}{\frac{384.16}{318,259} + 1} = 383.697$$

معادلة رقم (٥)

في ضوء نتيجة المعادلة رقم (٥) يكون الحد الأدنى لحجم مفردات العينة هو ٣٨٤ مفردة من المتداولين بالأسواق المالية المصرية.

المقابلات الشخصية المتعمقة

تعد المقابلات الشخصية المتعمقة أحد أسس استجلاء الحقائق المرتبطة بمشكلة البحث في البيئة محل الاختبار، بذلك فهي استجلاء للمتغيرات الحاكمة للاستراتيجيات والممارسات الترويجية في ظل عمليات طرح العام للأوراق المالية، لذلك شملت المقابلات الشخصية الأطراف ذات العلاقة بعمليات الترويج للطرح العام، حيث شملت خمس فئات من الأطراف ذات العلاقة بإجمالي سبعون مفردة، كما هو مبين في الجدول رقم (١٣):

جدول رقم (١٣): هيكل الفئات التي شملتها المقابلات الشخصية المتعمقة

م	الفئة	عدد المفردات
١	جهات الإصدار الحكومية من البنك المركزي المصري ووزارة المالية المصرية	٥
٢	جهات الإصدار الخاصة من منظمات الأعمال التي اتجهت إلى الاكتتاب العام وقيد أسهمها في البورصة المصرية (مديري علاقات المستثمرين/أعضاء مجلس الإدارة)	١٤
٣	الجهات التي تدير الطرح العام (بنوك الاستثمار)	٨
٤	الجهات متلقيه للطرح العام (البنوك التجارية / سماسرة الأوراق المالية)	١١
٥	الجهات الرقابية والتنظيمية (الهيئة العامة للرقابة المالية FRA - مصر، البورصة المصرية EGX)	٥
	المتداولين (أفراد / صناديق استثمار) - (المستثمرون - المضاربون)	٢٧
	الإجمالي	٧٠

وفي ضوء تلك المقابلات، وطبقاً للبروتوكول المعد لها والذي اشتمل على الممارسات الترويجية للطرح العام في سوق المال المصري، لاستجلاء الاستراتيجيات والممارسات التي يتبناها مديري الطروحات فقد تبين ما يلي:

أ- أشار العديد من المتداولين ومديري الطروحات بأسواق المال المصرية إلى تباين الممارسات الترويجية بين الإصدارات المختلفة، حيث عادة ما تكون هناك أنشطة ترويجية موجهة لكافة المتداولين بالسوق الخاصة بالطروحات العامة لكل من الأسهم ووثائق الاستثمار، في المقابل هناك محدودية في الأنشطة الترويجية لمثل هذه الأنشطة عند ترويج أذون الخزانة وسندات الخزانة إضافة إلى سندات منظمات الأعمال، حيث عادة ما يتم الاعتماد على التسويق المباشر إضافة إلى مقابلات المباشرة وجهاً لوجه، وذلك في ضوء الخصائص التي يتسم بها المتداولين في أدوات الدخل الثابت مقابل الأدوات الأخرى، خاصة في ظل نظام المتعاملين الرئيسيين المطبق لطروحات العام في مجالي أذون الخزانة وسندات الخزانة المحلية والذي يشمل على ١٥ متداول فقط من الوحدات البنكية، أما سندات الخزانة الدولية فعادة ما يتم ترويجها من خلال مدير طرح دولي (انظر جدول رقم ١١) بدلاً عن قطاع الخزانة بالبنك المركزي المصري ومصلحة خزانة بوزارة المالية، أما عن سندات منظمات الأعمال فعادة ما يكون الترويج بذات أسلوب ترويج أذون الخزانة بغرض استهداف كبار المتداولين حيث يتم إضافة باقي الوحدات البنكية وصناديق الاستثمار إلى شريحة المتداولين المستهدفين.

ب- في ضوء طبيعة عمليات الطرح العام، والتي تتسم بقصر الفترة الزمنية للحملة الترويجية التي يقوم بها مدير الطرح، فعادة ما يتجه المدير إلى تبني أسلوب الضغط الترويجي (يعرف في الكتابات الأجنبية بـ Hard sell) وهو يعتمد على تبني أسلوب عنيف في إقناع المتداولين بالورقة المالية محل الترويج عبر تعريفهم بالمنافع الناتجة من حيازتها، في مقابل الابتعاد عن تبني أسلوب الإيحاء (يعرف في الكتابات الأجنبية بـ Soft Sell) عبر الإقناع المبسط القائم على الحقائق، ولكنه يعتمد على المنطقة الرمادية في أذهان المتداولين المستهدفين ويحاول أن يجذبهم بلغة الحوار طويل الأجل، واتخاذ قرار الشراء بقناعة تامة، وهو الأسلوب الذي لا يتلاءم مع الطبيعة الزمنية لعمليات الطرح العام.

ج- تباين ممارسات ترويج الطرح العام في ضوء نوع الورقة المالية محل الطرح، حيث عادة لا يقوم البنك المركزي المصري بتعيين مدير طرح عام عند الاتجاه إلى إصدار أذون خزانة بالعملة المحلية أو السندات المقيدة بالبورصة المصرية، لكن الأمر يختلف عند الاتجاه إلى إصدار سندات مقيدة بالأسواق المالية الدولية سواء كانت مقومة بالعملة المحلية أو الأجنبية (دولار/ يورو).

د- تباين ممارسات ترويج الطرح العام في ضوء تباين الغرض من الطرح العام.

- هـ- يشير المتداولون في الأسواق المالية إلى تباين الأنشطة الترويجية باختلاف مدير الطرح، وهو الأمر الذي يرجعه الكثير من مفردات عينة البحث إلى تباين خصائص الطرح والمدير.
- و- تباين اتجاهات بنوك الاستثمار نحو محددات قبول عمليات الترويج للطرح العام بين حجم الطرح، الجهة المصدرة للطرح، والأتعاب المستحقة عن هذا الترويج.
- ز- انخفاض مستوى المعرفة التسويقية لدى مفردات عينة البحث نحو تصنيف الاستراتيجية الترويجية (السحب والدفع) والجانب الأعظم من مكونات المزيج الترويجي خاصة من جانب بنوك الاستثمار والجهات المصدرة للأوراق المالية.
- ح- هناك انخفاض لمستويات الوعي التسويقي لدى مديري الطرح خاصة باستراتيجيات الترويج بمفهومها التقليدي لكنهم على وعى بالممارسات المهنية ذات العلاقة، حيث يتبين ان مدير الطرح العام عادة ما يفاضل بين استراتيجيتي السحب مقابل الدفع دون أن يعي ذلك، وذلك في ضوء كل من طبيعة جهة الطرح وخصائص الورقة المالية ذاتها عوضاً عن فئات المتداولين المستهدفين في الطرح العام، ففي ظل استهداف المتداول المحلي من الأشخاص الطبيعية يتم تركيز الجهود الترويجية على الوسطاء الماليين من خلال تبنى وتطبيق استراتيجيات الدفع أما في حالة استهداف المتداول الأجنبي من الشخصيات الاعتبارية تركز الجهود الترويجية نمط استراتيجية السحب فيتم من خلال جهود ترويجية تستهدف المتداولين بالأسواق المالية الدولية.

تحليل اعتمادية قائمتي الاستقصاء

في ضوء ما خلصت إليه نتائج المقابلات الشخصية والتي شملت ٧٠ مفردة من مختلف الفئات ذات العلاقة بعمليات الطرح العام، قام الباحثان بتطوير قائمة الاستقصاء في ضوء تنمية فروض البحث، وقد شملت قوائم الاستقصاء على نموذجين أولهما لمديري الطرح مقابل الثانية لمتداولين بأسواق المال المصرية، وتم إجراء اختبار الاعتمادية باستخدام معامل (ألفا كرونباخ) Cronbach's alpha، لقياس مدى الاعتمادية على نتائج التحليل الإحصائي الاستدلالي الناتج من البيانات الأولية التي تم الحصول عليها من مفردات عينة البحث، لتعميمها على مجتمع البحث ككل.

من خلال معالجة البيانات التي تم جمعها عبر قائمة الاستقصاء الموجهة لمديري الطرح التي شملت ٦٥ مفردة عبر ١٤ عبارة، كان معامل (ألفا كرونباخ) المقدر هو (٠,٦٩٧٤)، وبذلك يشير إلى صلاحية تعميم النتائج على مديري الطرح بأسواق المال المصرية، حيث أن معدل ثبات النتائج هو (٦٩,٧٤%)، بينما كان معامل (ألفا كرونباخ) المقدر هو (٠,٨١٣٦) بعد معالجة البيانات التي تم جمعها عبر قائمة الاستقصاء الموجهة لمتداولين بأسواق المال المصرية التي شملت ٣٨٤ مفردة عبر ٢٣ عبارة، بذلك يمكن تعميم النتائج على المتداولين بأسواق المال المصرية، حيث أن معدل ثبات النتائج هو (٨١,٣٦%).

التحليل الوصفي لقائمة الاستقصاء الموجه لمديري الطرح:

يمكن عرض معالم الإحصائي الوصفي لبيانات الأولية المحصلة من مديري الطرح، اعتماداً على محاور قائمة الاستقصاء والتي شملت (١٤) عبارة مقسمة على محاورين على النحو التالي:

المحور الأول: محددات فعالية عمليات ترويج الطروحات العامة

يتضمن هذا المحور من قائمة الاستقصاء على تسع عبارات، لقياس اتجاهات مديري الطروحات، نحو محددات فعالية عمليات ترويج الطروحات العامة، والجدول رقم (١٤) يوضح تلك العبارات، مع عرض معالم الإحصاء الوصفي لها.

جدول رقم (١٤): معالم الإحصاء الوصفي لاتجاهات مديري الطرح نحو محددات فعالية عمليات ترويج الطروحات العامة

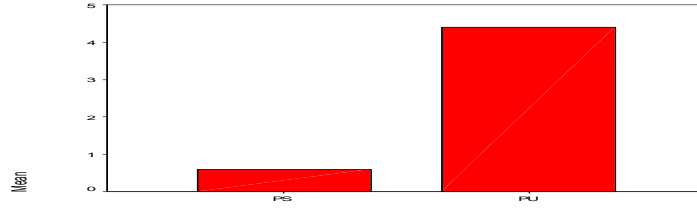
م	العبارة	المتوسط الحسابي	الانحراف المعياري	معامل الاختلاف
١	نوع الورقة المالية (أذون خزانة /سندات خزانة/ سندات شركات /أسهم شركات/ وثائق صناديق استثمار)	4.830769231	0.719575195	0.148957
٢	جهة الطرح (إحدى الجهات الحكومية كالبنك المركزي المصري بالنيابة عن وزارة المالية مقابل إحدى شركات القطاع الخاص)	4.707692308	0.764915782	0.162482
٣	حجم الطرح	4.061538462	0.726225754	0.178806
٤	تسعير الطرح	3.984615385	0.926895148	0.232618
٥	توقيت الطرح	3.969230769	0.789961051	0.199021
٦	المستثمرون المستهدفون من الطرح	4.692307692	0.934128553	0.199077
٧	سمسار البائع	1.953846154	1.60498023	0.821447
٨	وجود صندوق لضمان تغطية الطرح	3.338461538	1.162928994	0.348343
٩	وجود صندوق ضمان استقرار سعر الورقة المالية، وحجمه.	3.410125654	1.196348611	0.350822
	محددات فعالية عمليات ترويج الطروحات العامة	3.882051282	0.371274811	0.095639

المصدر: من إعداد الباحثين في ضوء مخرجات التحليل الإحصائي لحزمة البرامج الإحصائية للعلوم الاجتماعية SPSS

من خلال الجدول رقم (١٤) يتبين أن أكثر العبارات التي حظت باتفاق بين مفردات عينة البحث من مديري الطرح هي العبارة رقم (١) بمقدار اتفاق قدرة (٨٥,١%)، أما أقل العبارات اتفاقاً بين مفردات العينة هي العبارة رقم (٧) بمقدار (١٧,٨٥%)، وبذلك تُشير مفردات العينة إلى أهمية محددات فعالية عمليات ترويج الطروحات العامة، وذلك بمعامل اتفاق قدره (٩٠,٤%) لهذا المحور ككل.

المحور الثاني: استراتيجيات ترويج الطروحات العامة

يتضمن هذا المحور من قائمة الاستقصاء على خمس عبارات، لقياس اتجاهات مديري الطروحات، نحو استراتيجيات ترويج الطروحات العامة ما بين استراتيجيتي السحب والدفع، والشكل رقم (١٩) يوضح اتجاهات مفردات تلك العينة تجاه نحو كل نوع من الأوراق المالية.



المصدر: من إعداد الباحثان في ضوء مخرجات التحليل الإحصائي لحزمة البرامج الإحصائية للعلوم الاجتماعية SPSS

شكل رقم (١٩)

اتجاهات مديري الطرح تجاه استراتيجيتي السحب والدفع في ضوء نمط الورقة المالية محل الطرح

من خلال الشكل رقم (١٩) يتبين أن تفضيل مفردات العينة إلى استخدام استراتيجية السحب مقابل استراتيجية الدفع، حيث بلغ متوسط اتجاهات العينة نحو تفضيل استراتيجية السحب (٤.٤) مقابل (٠.٦) لتفضل استراتيجية الدفع عند ترويج الطروحات العامة.

التحليل الوصفي لقائمة الاستقصاء الموجه للمتداولين:

يمكن عرض معالم الإحصائي الوصفي لبيانات الأولية المحصلة من المتداولين بأسواق المال المصرية، اعتماد على محاور قائمة الاستقصاء والتي شملت (٢٣) عبارة مقسمة على محورين على النحو التالي:

المحور الأول: محددات فعالية عمليات ترويج الطروحات العامة

يتضمن هذا المحور من قائمة الاستقصاء على تسع عبارات، لقياس اتجاهات المتداولين بأسواق المال المصرية، نحو محددات فعالية عمليات ترويج الطروحات العامة، والجدول رقم (١٥) يوضح تلك العبارات، مع عرض معالم الإحصاء الوصفي لها.

جدول رقم (١٥): معالم الإحصاء الوصفي لاتجاهات مديري الطرح نحو محددات فعالية عمليات ترويج الطروحات العامة

م	العبارة	المتوسط الحسابي	الانحراف المعياري	معامل الاختلاف
١	نوع الورقة المالية (أنون خزائنة /سندات خزائنة/ سندات شركات /أسهم شركات/ وثائق صناديق استثمار)	4.3854	1.0181	0.232156702
٢	جهة الطرح (إحدى الجهات الحكومية كالبنك المركزي المصري بالنيابة عن وزارة المالية مقابل إحدى شركات القطاع الخاص)	4.3438	1.0125	0.233090842
٣	حجم الطرح	4.0182	0.921	0.229207108
٤	تسعير الطرح	3.9922	0.9789	0.245203146
٥	توقيت الطرح	3.987	0.9379	0.235239528
٦	المستثمرون المستهدفون من الطرح	3.6823	1.5643	0.424816012
٧	سمسار البائع	2.3281	1.5588	0.669558868
٨	وجود صندوق لضمان تغطية الطرح	3.5573	1.0356	0.291119669
٩	وجود صندوق ضمان استقرار سعر الورقة المالية، وحجماً.	3.901	1.1699	0.299897462
	محددات فعالية عمليات ترويج الطروحات العامة	4.072	0.3982	0.097789784

المصدر: من إعداد الباحثان في ضوء مخرجات التحليل الإحصائي لحزمة البرامج الإحصائية للعلوم الاجتماعية SPSS

من خلال الجدول رقم (١٥) يتبين أن أكثر العبارات التي حظت باتفاق بين مفردات عينة البحث من مديري الطرح هي العبارة رقم (٣) بمقدار (٧٧,٠٨%)، أما أقل العبارات اتفاقاً بين مفردات العينة هي العبارة رقم (٧) بمقدار (٣٣,٠٤%)، وبذلك تُشير مفردات العينة إلى أهمية محددات فعالية عمليات ترويج الطروحات العامة، وذلك بمعامل اتفاق قدره (٩٠,٢٢%).

المحور الثاني: فعالية عناصر المزيج ترويجي للطروحات العامة

يتضمن هذا المحور من قائمة الاستقصاء على اربع عشر عبارة، لقياس اتجاهات المتداولين بأسواق المال المصرية، نحو فعالية عناصر المزيج ترويجي للطروحات العامة، والجدول رقم (١٦) يوضح تلك العبارات، مع عرض معالم الإحصاء الوصفي لها.

جدول رقم (١٦): معالم الإحصاء الوصفي لاتجاهات المتداولين نحو فعالية عناصر المزيج ترويجي للطروحات العامة

م	العبارة	المتوسط الحسابي	الانحراف المعياري	معامل الاختلاف
١٠	الإعلان الصحفي	4.65625	0.828073041	0.17784119
١١	الإعلان الإلكتروني	3.828125	0.507531398	0.132579631
١٢	الإعلان التلفزيوني	1.359375	0.840250879	0.61811559
١٣	الإعلان الإذاعي	2.997396	0.34276329	0.114353695
١٤	الترويج الشخصي (الاتصال المباشر وجهاً لوجه أو من خلال الاتصال التليفوني)	4.65625	0.828073041	0.17784119
١٥	العلاقات العامة	1.34375	0.828073041	0.616240402
١٦	الدعاية والنشر (التغطية الاخبارية عن الطرح)	2.989583	0.353860962	0.118364642
١٧	المؤتمرات الاستثمارية	1.354167	0.848640955	0.626688705
١٨	التسويق المباشر (رسائل على البريد الإلكتروني أو رسائل نصية)	3.828125	0.507531398	0.132579631
١٩	التسويق الفيروسي (المنشورات على مواقع التواصل الاجتماعي)	1.40625	0.943059019	0.670619747
٢٠	المؤثرون على مواقع التواصل الاجتماعي.	1.484375	1.07657984	0.725274839
٢١	شركات السمسة	2.966146	0.416876035	0.140544686
٢٢	المستشارين الماليين	1.270833	0.7472025	0.587962623
٢٣	شركات ادارة المحافظ	2.771205	0.828073041	0.17784119
	فعالية عناصر المزيج ترويجي للطروحات العامة	4.65625	0.353754088	0.127653509

المصدر: من إعداد الباحثان في ضوء مخرجات التحليل الإحصائي لحزمة البرامج الإحصائية للعلوم الاجتماعية SPSS

من خلال الجدول رقم (١٦) يتبين أن أكثر العبارات التي حظت باتفاق بين مفردات عينة البحث من مديري الطرح هي العبارة رقم (١٣) بمقدار (٨٨,٥٦%)، أما أقل العبارات اتفاقاً بين مفردات العينة هي العبارة رقم (٢٠) بمقدار (٢٧,٤٧%)، وبذلك تُشير مفردات العينة إلى أهمية محددات فعالية عمليات ترويج الطروحات العامة، وذلك بمعامل اتفاق قدره (٨٧,٢٣%).

التحليل الاستدلالي للفرض الاول

أمكن صياغة الفرض محل الاختبار الإحصائي في صورتين الفرض العدم والفرض البديل على النحو التالي:

الصياغة في صورة فرض العدم:

لا يوجد اختلاف معنوي لأهمية محددات فعالية عمليات ترويج الطروحات العامة من وجهة نظر مديري الطرح.

الصياغة في صورة الفرض البديل:

يوجد اختلاف معنوي لأهمية محددات فعالية عمليات ترويج الطروحات العامة من وجهة نظر مديري الطرح.

تم الاعتماد على أسلوب فريدمان - لاختبار الفرق بين أكثر من عينتين غير مستقلتين، لإجراء التحليل الاستدلالي لهذا الفرض ويوضح الشكل رقم (٢٠) مخرجات الاحصائية لاختبار الفرض الاول

Ranks	
	Mean Rank
M1	7.08
M2	6.63
M3	4.80
M4	4.87
M5	4.68
M6	6.77
M7	2.32
M8	3.85
M9	4.01

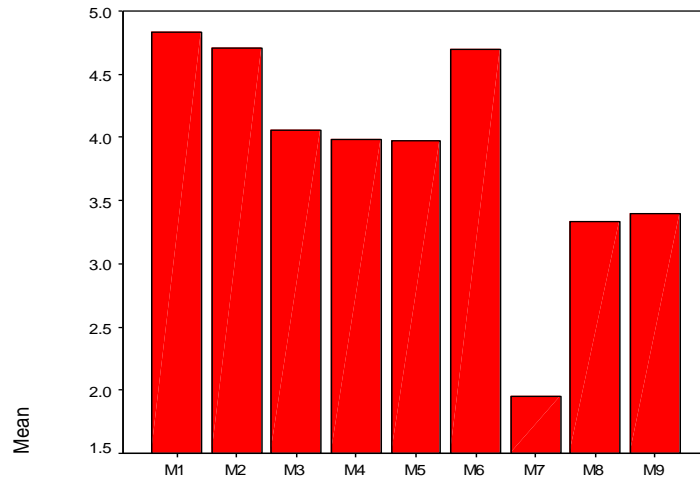
Test Statistics ^a	
N	65
Chi-Square	206.541
df	8
Asymp. Sig.	.000

a. Friedman Test

المصدر: مخرجات التحليل الإحصائي لحزمة البرامج الإحصائية للعلوم الاجتماعية SPSS

الشكل رقم (٢٠) مخرجات الاحصائية لاختبار الفرض الاول

من خلال الشكل رقم (٢٠)، يتبين أن قيمة معامل (كا) المحسوبة تقدر بـ (٢٠٦,٥)، ومن خلال المقارنة مع القيمة الجدولية عند درجات حرية (٨) يتبين أنها معنوية عند مستوى (١%)، وهو الأمر الذي يدل على وجود اختلافات لاتجاهات مديري الطرح، نحو أهمية محددات فعالية عمليات ترويج الطروحات العامة، وبذلك يمكن للباحثان رفض صياغة العدم وقبول الصياغة البديلة التي تنص على: " يوجد اختلاف معنوي لأهمية محددات فعالية عمليات ترويج الطروحات العامة من وجهه نظر مديري الطرح". ولبيان ترتيب الأهمية تلك المحددات من وجهه نظر مديري الطرح يتم عرض الشكل رقم (٢١).



المصدر: مخرجات التحليل الإحصائي لحزمة البرامج الإحصائية للعلوم الاجتماعية SPSS

الشكل رقم (٢١) ترتيب الأهمية النسبية لمحددات فعالية ترويج الطروحات

العامة من وجه نظر مديري الطرح

من خلال الشكل رقم (٢١)، يتبين أن أكثر محدد أهمية في فعالية عمليات ترويج الطروحات العامة من وجه نظر مديري الطرح هي نوع الورقة المالية (أذون خزانة /سندات خزانة/ سندات شركات /أسهم شركات/ وثائق صناديق استثمار)، أما اقل محدد أهمية فهو سمسار البائع.

التحليل الاستدلالي للفرض الثاني

أمكن صياغة الفرض محل الاختبار الإحصائي في صورتين الفرض العدم والفرض البديل

على النحو التالي:

الصياغة في صورة فرض العدم:

لا يوجد اختلاف معنوي لأهمية محددات فعالية عمليات ترويج الطروحات العامة

من وجهه نظر المتداولين.

الصياغة في صورة الفرض البديل:

يوجد اختلاف معنوي لأهمية محددات فعالية عمليات ترويج الطروحات العامة من

وجهه نظر المتداولين.

تم الاعتماد على أسلوب فريدمان - لاختبار الفرق بين أكثر من عينتين غير مستقلتين،

لإجراء التحليل الاستدلالي لهذا الفرض ويوضح الشكل رقم (٢٢) مخرجات الاحصائية لاختبار

الفرض الثاني

Ranks

	Mean Rank
I1	6.24
I2	6.09
I3	5.10
I4	5.12
I5	5.06
I6	5.10
I7	2.90
I8	4.18
I9	5.20

Test Statistics^a

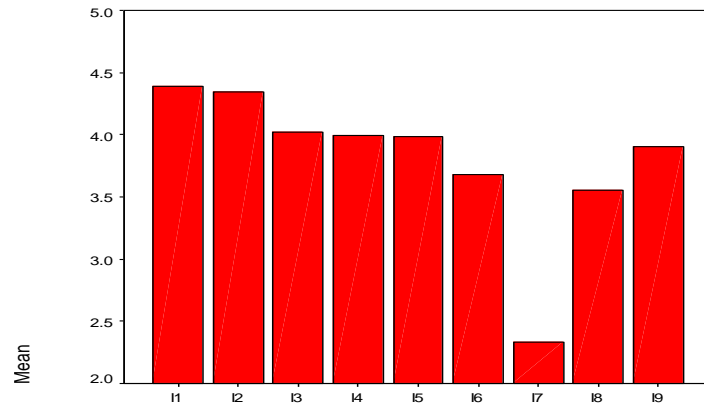
N	384
Chi-Square	791.928
df	8
Asy mp. Sig.	.000

a. Friedman Test

المصدر: مخرجات التحليل الإحصائي لحزمة البرامج الإحصائية للعلوم الاجتماعية SPSS

الشكل رقم (٢٢) مخرجات الاحصائية لاختبار الفرض الثاني

من خلال الشكل رقم (٢٢)، يتبين أن قيمة معامل (كأ) المحسوبة تقدر بـ (٩,٧٩١)، ومن خلال المقارنة مع القيمة الجدولية عند درجات حرية (٨) يتبين أنها معنوية عند مستوى (١%)، وهو الأمر الذي يدل على وجود اختلافات لاتجاهات المتداولين، نحو أهمية محددات فعالية عمليات ترويج الطروحات العامة، وبذلك يمكن للباحثان رفض صياغة العدم وقبول الصياغة البديلة التي تنص على: "يوجد اختلاف معنوي لأهمية محددات فعالية عمليات ترويج الطروحات العامة من وجه نظر المتداولين"، ولبيان ترتيب الأهمية تلك المحددات من وجهه نظر المتداولين بالأسواق المالية المصرية يتم عرض الشكل رقم (٢٣).



المصدر: مخرجات التحليل الإحصائي لحزمة البرامج الإحصائية للعلوم الاجتماعية SPSS

الشكل رقم (٢٣) ترتيب الأهمية النسبية لمحددات فعالية ترويج الطروحات العامة من وجه نظر المتداولين

من خلال الشكل رقم (٢٣)، يتبين أن أكثر محدد أهمية في فعالية عمليات ترويج الطروحات العامة من وجهه نظر المتداولين هي نوع الورقة المالية (أذون خزانة /سندات خزانة/ سندات شركات /أسهم شركات/ وثائق صناديق استثمار)، أما اقل محدد أهمية فهو سمسار البائع.

التحليل الاستدلالي للفرض الثالث

أمكن صياغة الفرض محل الاختبار الإحصائي في صورتين الفرض العدم والفرض البديل على النحو التالي:

الصياغة في صورة فرض العدم:

لا يوجد اختلاف معنوي لمحددات فعالية عمليات ترويج الطروحات العامة من وجهه نظر مديري الطرح مقابل المتداولين.

الصياغة في صورة الفرض البديل:

يوجد اختلاف معنوي لمحددات فعالية عمليات ترويج الطروحات العامة من وجهه نظر مديري الطرح مقابل المتداولين.

تم الاعتماد على أسلوب تحليل الانحدار إحدى الاتجاه لاختبار الفرق بين أكثر من عينتين مستقلتين، لإجراء التحليل الاستدلالي لهذا الفرض على أساس كل محدد من المحددات التي قدمتها قائمة الاستقصاء للفئتين، بذلك تكون تسع فروض فرعية، لبيان مدى تماثل أهمية هذا المحدد

أ- الاختبار الفرعي لنوع الورقة المالية

ويوضح الشكل رقم (٢٤) مخرجات الاحصائية لاختبار مدى تماثل أهمية نوع الورقة المالية بين مديري الطرح مقابل المتداولين بأسواق المال المصرية.

ANOVA

		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
Q1	Between Groups	11.026	1	11.026	11.459	.001
	Within Groups	430.097	447	.962		
	Total	441.122	448			

المصدر: مخرجات التحليل الإحصائي لحزمة البرامج الإحصائية للعلوم الاجتماعية SPSS

الشكل رقم (٢٤) مخرجات الاحصائية لاختبار مدى تماثل أهمية نوع

الورقة المالية بين مديري الطرح مقابل المتداولين

من خلال الشكل رقم (٢٤)، يتبين أن قيمة معامل (F) المحسوب مقدر بـ (١١,٤٥٩)، ومن خلال المقارنة مع القيمة الجدولية عند درجات حرية (٤٧٧ ؛ ١) يتبين أنها معنوية عند مستوى (١%)، وهو الأمر الذي يدل على وجود اختلافات في الأهمية بين الفئتين محل التحليل.

ب- الاختبار الفرعي لجهة الطرح

ويوضح الشكل رقم (٢٥) مخرجات الاحصائية لاختبار مدى تماثل أهمية جهة الطرح بين مديري الطرح مقابل المتداولين بأسواق المال المصرية

ANOVA

		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
Q2	Between Groups	7.363	1	7.363	7.653	.006
	Within Groups	430.071	447	.962		
	Total	437.434	448			

المصدر: مخرجات التحليل الإحصائي لحزمة البرامج الإحصائية للعلوم الاجتماعية SPSS

الشكل رقم (٢٥) مخرجات الاحصائية لاختبار مدى تماثل أهمية جهة الطرح بين

مديري الطرح مقابل المتداولين

من خلال الشكل رقم (٢٥)، يتبين أن قيمة معامل (F) المحسوب مقدر بـ (٧,٦٥٣)، ومن خلال المقارنة مع القيمة الجدولية عند درجات حرية (٤٧٧ ؛ ١) يتبين أنها معنوية عند مستوى (١%)، وهو الأمر الذي يدل على وجود اختلافات في الأهمية بين الفئتين محل التحليل.

ج- الاختبار الفرعي لحجم الطرح

ويوضح الشكل رقم (٢٦) مخرجات الاحصائية لاختبار مدى تماثل أهمية حجم الطرح بين مديري الطرح مقابل المتداولين بأسواق المال المصرية.

ANOVA

		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
Q3	Between Groups	.104	1	.104	.130	.719
	Within Groups	358.626	447	.802		
	Total	358.731	448			

المصدر: مخرجات التحليل الإحصائي لحزمة البرامج الإحصائية للعلوم الاجتماعية SPSS

الشكل رقم (٢٦) مخرجات الاحصائية لاختبار مدى تماثل أهمية حجم الطرح بين

مديري الطرح مقابل المتداولين

من خلال الشكل رقم (٢٦)، يتبين أن قيمة معامل (F) المحسوب مقدر بـ (٠,١٣)، ومن خلال المقارنة مع القيمة الجدولية عند درجات حرية (٤٧٧ ؛ ١) يتبين أنها غير معنوية عند مستوى (٥%)، وهو الأمر الذي يدل على عدم وجود اختلافات في الأهمية بين الفئتين محل التحليل.

د- الاختبار الفرعي لتسعير الطرح

ويوضح الشكل رقم (٢٧) مخرجات الاحصائية لاختبار مدى تماثل أهمية تسعير الطرح بين مديري الطرح مقابل المتداولين بأسواق المال المصرية

ANOVA

		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
Q4	Between Groups	3.187E-03	1	3.187E-03	.003	.954
	Within Groups	421.961	447	.944		
	Total	421.964	448			

المصدر: مخرجات التحليل الإحصائي لحزمة البرامج الإحصائية للعلوم الاجتماعية SPSS

الشكل رقم (٢٧) مخرجات الاحصائية لاختبار مدى تماثل أهمية تسعير الطرح

بين مديري الطرح مقابل المتداولين

من خلال الشكل رقم (٢٧)، يتبين أن قيمة معامل (F) المحسوب مقدر بـ (٠,٠٠٣)، ومن خلال المقارنة مع القيمة الجدولية عند درجات حرية (٤٧٧ ؛ ١) يتبين أنها غير معنوية عند مستوى (٥%)، وهو الأمر الذي يدل على عدم وجود اختلافات في الأهمية بين الفئتين محل التحليل.

ه- الاختبار الفرعي لتوقيت الطرح

ويوضح الشكل رقم (٢٨) مخرجات الاحصائية لاختبار مدى تماثل أهمية توقيت الطرح بين مديري الطرح مقابل المتداولين بأسواق المال المصرية

ANOVA

		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
Q5	Between Groups	1.751E-02	1	1.751E-02	.021	.885
	Within Groups	376.873	447	.843		
	Total	376.891	448			

المصدر: مخرجات التحليل الإحصائي لحزمة البرامج الإحصائية للعلوم الاجتماعية SPSS

الشكل رقم (٢٨) مخرجات الاحصائية لاختبار مدى تماثل أهمية توقيت الطرح

بين مديري الطرح مقابل المتداولين

من خلال الشكل رقم (٢٨)، يتبين أن قيمة معامل (F) المحسوب مقدر بـ (٠,٠٢١)، ومن خلال المقارنة مع القيمة الجدولية عند درجات حرية (٤٧٧ ؛ ١) يتبين أنها غير معنوية عند مستوى (٥%)، وهو الأمر الذي يدل على عدم وجود اختلافات في الأهمية بين الفئتين محل التحليل.

و- الاختبار الفرعي لفئات المستهدفة من الطرح

ويوضح الشكل رقم (٢٩) مخرجات الاحصائية لاختبار مدى تماثل أهمية الفئات المستهدفة من الطرح بين مديري الطرح مقابل المتداولين بأسواق المال المصرية.

ANOVA

		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
Q6	Between Groups	56.709	1	56.709	25.526	.000
	Within Groups	993.086	447	2.222		
	Total	1049.795	448			

المصدر: مخرجات التحليل الإحصائي لحزمة البرامج الإحصائية للعلوم الاجتماعية SPSS

الشكل رقم (٢٩) مخرجات الاحصائية لاختبار مدى تماثل أهمية الفئات

المستهدفة من الطرح بين مديري الطرح مقابل المتداولين

من خلال الشكل رقم (٢٩)، يتبين أن قيمة معامل (F) المحسوب مقدر بـ (٢٥,٥٢٦)، ومن خلال المقارنة مع القيمة الجدولية عند درجات حرية (٤٧٧ ؛ ١) يتبين أنها معنوية عند مستوى (١%)، وهو الأمر الذي يدل على وجود اختلافات في الأهمية بين الفئتين محل التحليل.

ز- الاختبار الفرعي لسمسار البائع

ويوضح الشكل رقم (٣٠) مخرجات الاحصائية لاختبار مدى تماثل أهمية سمسار البائع بين مديري الطرح مقابل المتداولين بأسواق المال المصرية

ANOVA

		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
Q7	Between Groups	7.787	1	7.787	3.177	.075
	Within Groups	1095.518	447	2.451		
	Total	1103.305	448			

المصدر: مخرجات التحليل الإحصائي لحزمة البرامج الإحصائية للعلوم الاجتماعية SPSS

الشكل رقم (٣٠) مخرجات الاحصائية لاختبار مدى تماثل أهمية سمسار البائع

بين مديري الطرح مقابل المتداولين

من خلال الشكل رقم (٣٠)، يتبين أن قيمة معامل (F) المحسوب مقدر بـ (٣,١٧)، ومن خلال المقارنة مع القيمة الجدولية عند درجات حرية (٤٧٧ ؛ ١) يتبين أنها غير معنوية عند مستوى (٥%)، وهو الأمر الذي يدل على عدم وجود اختلافات في الأهمية بين الفئتين محل التحليل.

ح- الاختبار الفرعي لوجود صندوق لضمان تغطية الطرح

ويوضح الشكل رقم (٣١) مخرجات الاحصائية لاختبار مدى تماثل أهمية وجود صندوق لضمان تغطية الطرح بين مديري الطرح مقابل المتداولين بأسواق المال المصرية

ANOVA

		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
Q8	Between Groups	2.662	1	2.662	2.393	.123
	Within Groups	497.293	447	1.113		
	Total	499.955	448			

المصدر: مخرجات التحليل الإحصائي لحزمة البرامج الإحصائية للعلوم الاجتماعية SPSS

الشكل رقم (٣١) مخرجات الاحصائية لاختبار مدى تماثل أهمية وجود

صندوق لضمان تغطية الطرح بين مديري الطرح مقابل المتداولين

من خلال الشكل رقم (٣١)، يتبين أن قيمة معامل (F) المحسوب مقدر بـ (٢,٣٩٣)، ومن خلال المقارنة مع القيمة الجدولية عند درجات حرية (٤٧٧ ؛ ١) يتبين أنها غير معنوية عند مستوى (٥%)، وهو الأمر الذي يدل على عدم وجود اختلافات في الأهمية بين الفئتين محل التحليل.

ط- الاختبار الفرعي لوجود صندوق ضمان استقرار سعر الورقة المالية، وحجمه.

ويوضح الشكل رقم (٣٢) مخرجات الاحصائية لاختبار مدى تماثل أهمية وجود صندوق ضمان استقرار سعر الورقة المالية، وحجمه بين مديري الطرح مقابل المتداولين بأسواق المال المصرية

ANOVA

		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
Q9	Between Groups	13.956	1	13.956	10.129	.002
	Within Groups	615.840	447	1.378		
	Total	629.795	448			

المصدر: مخرجات التحليل الإحصائي لحزمة البرامج الإحصائية للعلوم الاجتماعية SPSS

الشكل رقم (٣٢) مخرجات الاحصائية لاختبار مدى تماثل أهمية وجود صندوق

ضمان استقرار سعر الورقة المالية، وحجمه بين مديري الطرح مقابل

المتداولين

من خلال الشكل رقم (٣٢)، يتبين أن قيمة معامل (F) المحسوب مقدر بـ (١٠,١٢٩)، ومن خلال المقارنة مع القيمة الجدولية عند درجات حرية (٤٧٧ ؛ ١) يتبين أنها معنوية عند مستوى (١%)، وهو الأمر الذي يدل على وجود اختلافات في الأهمية بين الفئتين محل التحليل.

في ضوء النتائج السابقة يتبين ان هناك اختلافات في أهمية محددات فعالية العمليات الترويجية، وهو الأمر الذي ينتج عنه رفض للفرض العدم و قبول الفرض البديل القائل بـ يوجد اختلاف معنوي لمحددات فعالية عمليات ترويج الطروحات العامة من وجهة نظر مديري الطرح مقابل المتداولين.

وهو الأمر الذي يمكن للباحثين إرجاعه إلى عاملين رئيسيين هما تباين الوعي الاستثماري بين فئتين محل الاختبار، إلى جانب عدم تماثل المعلومات بين الفئتين.

التحليل الاستدلالي للفرض الرابع

أمكن صياغة الفرض محل الاختبار الإحصائي في صورتين الفرض العدم والفرض البديل على النحو التالي:

الصياغة في صورة فرض العدم:

لا يوجد اختلاف معنوي لتفضيل استراتيجيات الترويجية الطروحات العامة بين استراتيجيتي السحب والدفع طبقاً لوجهة نظر مديري الطرح.

الصياغة في صورة الفرض البديل:

يوجد اختلاف معنوي لتفضيل استراتيجيات الترويجية الطروحات العامة بين استراتيجيتي السحب والدفع طبقاً لوجهة نظر مديري الطرح.

تم الاعتماد على أسلوب فريدمان - لاختبار الفرق بين أكثر من عينتين غير مستقلتين، لإجراء التحليل الاستدلالي لهذا الفرض ويوضح الشكل رقم (٣٣) مخرجات الاحصائية لاختبار الفرض الرابع.

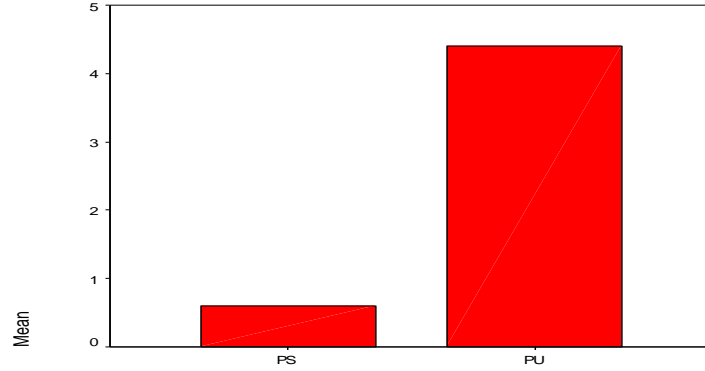
Ranks		Test Statistics ^a	
	Mean Rank	N	65
PS	1.06	Chi-Square	49.985
PU	1.94	df	1
		Asymp. Sig.	.000

a. Friedman Test

المصدر: مخرجات التحليل الإحصائي لحزمة البرامج الإحصائية للعلوم الاجتماعية SPSS

الشكل رقم (٣٣) مخرجات الاحصائية لاختبار الفرض الرابع

من خلال الشكل رقم (٣٣)، يتبين أن قيمة معامل (كا^٢) المحسوبة تقدر بـ (٤٩,٩٨٥)، ومن خلال المقارنة مع القيمة الجدولية عند درجات حرية (١) يتبين أنها معنوية عند مستوى (١%)، وهو الأمر الذي يدل على وجود اختلافات لاتجاهات مديري الطرح، نحو تبنى استراتيجية الترويج بين الدفع والسحب كأساس لممارسات الترويجية الطروحات العامة، وبذلك يمكن للبحث رفض صياغة العدم وقبول الصياغة البديلة التي تنص على: "يوجد اختلاف معنوي لتفضيل استراتيجيات الترويجية الطروحات العامة بين استراتيجيتي السحب والدفع طبقاً لوجهة نظر مديري الطرح"، وليبان ترتيب الأهمية تلك المحددات من وجه نظر مديري الطرح بالأسواق المالية المصرية يتم عرض الشكل رقم (٣٤).



المصدر: مخرجات التحليل الإحصائي لحزمة البرامج الإحصائية للعلوم الاجتماعية SPSS

الشكل رقم (٣٤) اتجاهات مديري الطرح نحو تبني استراتيجية الدفع مقابل السحب

من خلال الشكل رقم (٣٤) يتبين ميل مديري الطروحات العامة في الأسواق المالية إلى تطبيق استراتيجية السحب على حساب استراتيجية الدفع كأساس لممارسات الترويجية بالأسواق المالية المصرية.

التحليل الاستدلالي للفرض الخامس

أمكن صياغة الفرض محل الاختبار الإحصائي في صورتين الفرض العدم والفرض البديل على النحو التالي:

الصياغة في صورة فرض العدم:

لا يوجد اختلاف معنوي لفعالية عناصر المزيج الترويجي للطروحات العامة طبقاً لوجهة نظر المتداولين بأسواق المال المصرية.

الصياغة في صورة الفرض البديل:

يوجد اختلاف معنوي لفعالية عناصر المزيج الترويجي للطروحات العامة طبقاً لوجهة نظر المتداولين بأسواق المال المصرية.

تم الاعتماد على أسلوب فريدمان - لاختبار الفرق بين أكثر من عينتين غير مستقلتين، لإجراء التحليل الاستدلالي لهذا الفرض ويوضح الشكل رقم (٣٥) مخرجات الاحصائية لاختبار الفرض الخامس.

Ranks

	Mean Rank
I10	12.05
I11	9.95
I12	4.21
I13	7.89
I14	12.05
I15	4.18
I16	7.87
I17	4.21
I18	9.95
I19	4.33
I20	4.52
I21	12.05
I22	7.82
I23	3.93

Test Statistics^a

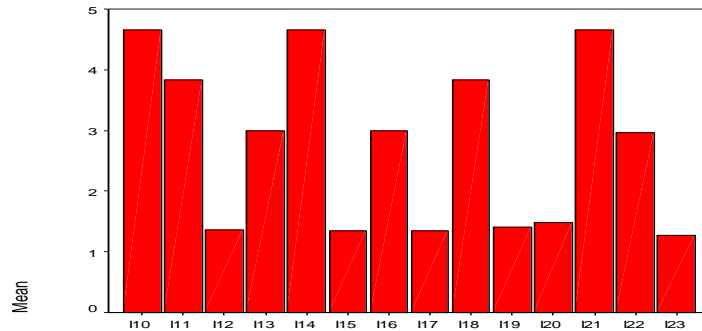
N	384
Chi-Square	4018.084
df	13
Asymp. Sig.	.000

a. Friedman Test

المصدر: مخرجات التحليل الإحصائي لحزمة البرامج الإحصائية للعلوم الاجتماعية SPSS

الشكل رقم (٣٥) مخرجات الإحصائية لاختبار الفرض الخامس

من خلال الشكل رقم (٣٥)، يتبين أن قيمة معامل (كأ) المحسوبة تقدر بـ (٤٠١٨,٠٨٤)، ومن خلال المقارنة مع القيمة الجدولية عند درجات حرية (١٣) يتبين أنها معنوية عند مستوى (١%)، وهو الأمر الذي يدل على وجود اختلافات لاتجاهات فعالية عناصر المزيج الترويجي على جذب المتداولين المستهدفين، وبذلك يمكن للبحث رفض صياغة العدم وقبول الصياغة البديلة التي تنص على: " يوجد اختلاف معنوي لفعالية عناصر المزيج الترويجي للطروحات العامة طبقاً لوجهة نظر المتداولين بأسواق المال المصرية"، ولبيان قدرة تلك العناصر على جذب المتداولين للطرح العام بالأسواق المالية المصرية يتم عرض الشكل رقم (٣٦).



المصدر: مخرجات التحليل الإحصائي لحزمة البرامج الإحصائية للعلوم الاجتماعية SPSS

الشكل رقم (٣٦) اتجاهات متداولين نحو فعالية العناصر الترويجية

من خلال الشكل رقم (٣٦) يتبين اختلاف جاذبية العناصر الترويجية للمتداولين نحو الطروحات العامة، حيث سجل كل من الإعلان الصحفي، الترويج الشخصي إلى جانب شركات السمسرة أكبر جاذبية للمتداولين نحو الطروحات العامة.

المبحث الرابع الإطار التطبيقي

مقدمة:

يشتمل هذا المبحث على الإطار التطبيقي، والذي اقتصر على تحليل المعالجة الإحصائية للبيانات الكمية عن الطروحات العامة لأسهم المنظمات، نظرا إلى استبعاد الأربع أنواع الأخرى للأوراق المالية وذلك لاعتبارات فنية، وذلك أما بسبب عدم انتظام بيانات السلاسل الزمنية أو ضعف سوق الورقة المالية أو لعدم بيان معدل التغطية، وهو الأمر الذي يؤدي إلى تضليل نتائج الاستدلال للبيانات محل الاختبار الإحصائي.

عينة الإطار التطبيقي:

شملت الفترة الزمنية التي يغطيها الإطار التطبيقي للبحث مائة اثنين وثمانين شهر تقريبا، منذ الأول من يناير ٢٠٠٥ إلى العشرون من فبراير ٢٠٢٢، بذلك بلغت حجم عينة (٣١) طرح عام لأسهم منظمات أعمال، ويمكن استعراض مفردات تلك العينة من خلال الجدول رقم (١٧).

جدول رقم (١٧): مفردات عينة الإطار التطبيقي

م	اسم السهم	رمز السهم	عدد الأسهم المقيدة	سنة الطرح
1	الإسكندرية للزيوت المعدنية	AMOC	1,291,500,000	2005
2	المصرية للاتصالات	ETEL	1,707,071,600	2005
3	راية القابضة للاستثمارات المالية	RAYA	2,143,995,190	2005
4	العرفة للاستثمارات والاستشارات	AIVC	470,250,000	2006
5	جى بى أوتو	AUTO	1,094,009,733	2007
6	مجموعة طلعت مصطفى القابضة	TMGH	2,063,562,286	2007
7	الخدمات الملاحية والبتروولية - ماريديف	MOIL	470,255,740	2008
8	بالم هيلز للتعوير	PHDC	3,081,249,635	2008
9	مصر للأسواق الحرة	MFSC	93,750,000	2008
10	جھينة للصناعات الغذائية	JUFO	941,405,082	2010
11	مجموعة عامر القابضة (عامر جروب)	AMER	1,003,099,822	2010
12	مصر الوطنية للصلب - عتاقة	ATQA	1,200,000,000	2014
13	العربية للأسمنت	ARCC	378,739,700	2014
14	اوراسكوم كونستراكشون بي ال سي	ORAS	116,761,379	2015
15	ايديتا للصناعات الغذائية	EFID	723,058,439	2015

جدول رقم (١٧): مفردات عينة الإطار التطبيقي

م	اسم السهم	رمز السهم	عدد الأسهم المقيدة	سنة الطرح
16	إعمار مصر للتنمية	EMFD	4,529,338,000	2015
17	شركة مستشفى كليوباترا	CLHO	1,600,000,000	2016
18	عبور لاند للصناعات الغذائية	OLFI	400,000,000	2016
19	ام.ام جروب للصناعة والتجارة العالمية	MTIE	966,796,875	2017
20	راية لخدمات مراكز الاتصالات	RACC.CA	222,727,272	2017
21	دايس للملابس الجاهزة	DSCW	530,000,000	2017
22	ابن سينا فارما	ISPH	960,000,000	2017
23	التوفيق للتأجير التمويلي -أية.تي.ليس	ATLC	114,931,671	2017
24	الصناعات الغذائية العربية-دومتي	DOMT	282,608,695	2018
25	سى أي كابيتال القابضة للاستثمارات المالية	CICH	1,000,000,000	2018
26	القاهرة للإستثمار و التنمية العقارية	CIRA	582,790,325	2018
27	كونتكت المالية القابضة	CNFN	1,196,974,000	2018
28	فوري لتكنولوجيا البنوك والمدفوعات الإلكترونية	FWRY.CA	1,707,304,120	2019
29	اميرالد للاستثمار العقاري	EMRI	275,000,000	2020
30	اي فاينانس للاستثمارات المالية والرقمية	EFIH.CA	1,777,777,778	2021
31	ماكرو جروب للمستحضرات الطبية-ماكرو كابيتال	MCRO	577,358,500	2022

صياغة الفرض السادس:

يمكن استعراض صياغة الفرض في صورتني فرض العدم والفرض البديل على النحو التالي:

صياغة فرض العدم

لا يوجد تأثير معنوي لخصائص الطرح واتجاه السوق على فعالية عمليات الترويج الطروحات العامة لأسهم منظمات الأعمال بالبورصة المصرية.

صياغة الفرض البديل

يوجد تأثير معنوي لخصائص الطرح واتجاه السوق على فعالية عمليات الترويج الطروحات العامة لأسهم منظمات الأعمال بالبورصة المصرية.

منهجية اختبار الفرض:

في سبيل اختبار الفرض السادس قام الباحثان بتبني استخدام معدل تغطية الطرح العام كمؤشر على فعالية عمليات الترويج دون النظر إلى أداء السهم في سوق التداول خلال الفترة التالية للطرح (تتباين الدراسات في استخدام فترات زمنية تتراوح بين يوم إلى عام، قد كان الجانب الاعظم يطبق فترة ٦٠ يوم كأساس للتقييم الأداء)؛ حيث تتعدد العوامل ذات التأثير على أداء الأسهم طبقاً لاتجاه السوق إلى جانب خصائص الورقة المالية كتأثير الحجم ومعدلات النمو والربحية والنمط الاستثماري (Fama and French, 2015). ويمكن استعراض متغيرات المستقلة على النحو التالي:

أ- العائد الشهري للسوق خلال الشهر السابق للإعلان عن الطرح (MR)

تم تقدير العائد الشهري للسوق من خلال استخدام أداء المؤشر الرئيسي للبورصة المصرية،
هو مؤشر مصر ٣٠ (EGX30) وذلك من خلال المعادلة رقم (٣)

$$\begin{aligned} &= \text{عائد مؤشر مصر } ٣٠ \\ &= \left\{ \text{قيمة المؤشر وقت الإعلان عن الطرح} \right. \\ &\quad \left. - \text{قيمة المؤشر قبل اعلان الطرح بثلاثين يوم} \right\} \div \\ &\quad \text{قيمة المؤشر قبل اعلان الطرح بثلاثين يوم} \times ١٠٠ \end{aligned}$$

معادلة رقم (٣)

ب- الفجوة التقييمية لسعر الطرح (GAP)

تم تقدير الفجوة التقييمية لسعر الطرح من خلال تقدير معدل التباين سعر الطرح العام (المعلن من قبل مدير الطرح) مقابل القيمة العادلة المعلنة من قبل المستشار المالي المستقل (التي تتضمنها نشرة الطرح) وذلك من خلال المعادلة رقم (٤).

$$\begin{aligned} &= \text{الفجوة التقييمية} \\ &= \left\{ \text{القيمة العادلة من قبل المستشار المالي المستقل} \right. \\ &\quad \left. - \text{سعر الطرح العام} \right\} \div \\ &\quad \text{القيمة العادلة من قبل المستشار المالي المستقل} \times ١٠٠ \end{aligned}$$

معادلة رقم (٤)

ج- قيمة الطرح العام:

تم احتساب قيمة الطرح عبر تقدير القيمة اللوغاريتم الطبيعي لقيمة الطرح العام، من خلال المعادلة رقم ٥

$$\begin{aligned} &= \text{قيمة الطرح العام} \\ &= \text{لو (عدد أسهم الطرح العام} \times \text{سعر الطرح العام)} \end{aligned}$$

معادلة رقم (٥)

د- الوزن النسبي للطرح العام

تم تقدير الوزن النسبي للطرح العام من خلال مراجعة هيكل ملكية منظمة الأعمال بعد إتمام الطرح (المعلن من قبل مدير الطرح) من خلال المعادلة رقم (٦).

$$\begin{aligned} &= \text{الوزن النسبي للطرح العام} \\ &= \left(\text{عدد أسهم الطرح العام} \div \text{أجمالي أسهم المنظمة بعد إتمام الطرح} \right) \times ١٠٠ \end{aligned}$$

معادلة رقم (٦)

ه- معدل الطرح الخاص

شهدت العديد من الطروحات العامة بالبورصة المصرية اقتران الطرح العام، بطرح خاص للمؤسسات المالية إلى جانب الأشخاص الطبيعية ذو الملائمة المالية، وذلك بغرض دعم الملكية

المؤسسية في هيكل رأس مال، وتم تقدير الوزن النسبي للطرح الخاص من خلال مراجعة هيكل ملكية منظمة الأعمال بعد اتمام الطرح (المعلن من قبل مدير الطرح) من خلال المعادلة رقم (٧).

$$\text{معادلة رقم (٧)} = \frac{\text{الوزن النسبي للطرح الخاص}}{\text{عدد أسهم الطرح الخاص} \div \text{أجمالي أسهم المنظمة بعد إتمام الطرح}} \times 100$$

التحليل الاستدلالي للفرض السادس:

من خلال استخدام تحليل الانحدار المتعدد تم معالج البيانات التي شملت على خمس متغيرات مستقلة لتقدير فعالة الترويج من خلال معدلات التغطية للطروحات العامة، ويمكن استعراض معالم النموذج على النحو الموضح بالشكل رقم (٣٧).

Coefficients^a

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	-1.247	1.991		-.627	.537
	GAP	.908	.070	.728	13.047	.000
	IPOW	-1.30E-02	.061	-.007	-.214	.832
	ISOW	6.202E-03	.027	.006	.234	.817
	MR	.517	.098	.271	5.250	.000
	SIZE	-5.48E-03	.012	-.011	-.461	.649

a. Dependent Variable: RATE

المصدر: مخرجات التحليل الإحصائي لحزمة البرامج الإحصائية للعلوم الاجتماعية SPSS

الشكل رقم (٣٧) معالم نموذج الانحدار المتعدد للمحاولة الاولى

من خلال الشكل رقم (٣٧) يتبين للباحثان عدم معنوية (T) المحسوبة لمعالم نموذج الانحدار المقدر لمعدلات تغطية الطرح العام، حيث كان "حجم الطرح"، "الوزن النسبي للطرح العام"، "الوزن النسبي للطرح العام" متغيرات غير معنوية، لذلك قام الباحثان بإعادة اختبار الفرض محل التحليل بعد حذف تلك المتغيرات على النحو المبين في الشكل رقم (٣٨).

Coefficients^a

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	-1.750	.465		-3.767	.001
	GAP	.918	.061	.737	15.069	.000
	MR	.517	.093	.272	5.558	.000

a. Dependent Variable: RATE

المصدر: مخرجات التحليل الإحصائي لحزمة البرامج الإحصائية للعلوم الاجتماعية SPSS

الشكل رقم (٣٨) معالم نموذج الانحدار المتعدد لمحاولة الثانية

من خلال الشكل رقم (٣٨) يتبين للباحثان معنوية (T) المحسوبة لمعامل نموذج الانحدار المقدر لمعدلات تغطية الطرح العام، بدلالة كل من "الفجوة التقييمية للطرح"، "عائد السوق"، أما عن معنوية النموذج ككل يمكن للباحثان استعراض ذلك من خلال الشكل رقم (٣٩).

ANOVA^a

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	4535.741	2	2267.871	1742.578	.000 ^a
	Residual	36.440	28	1.301		
	Total	4572.182	30			

a. Predictors: (Constant), MR, GAP

b. Dependent Variable: RATE

المصدر: مخرجات التحليل الإحصائي لحزمة البرامج الإحصائية للعلوم الاجتماعية SPSS

الشكل رقم (٣٩) معنوية نموذج الانحدار طبقا لمحاولة الثانية

من خلال الشكل رقم (٣٩) يتبين للباحثان قيمة معامل (F) المحسوبة هو (١٧٤٢,٥٧٨) هي قيمة معنوية عند مستوى (١%) بذلك يكون نموذج الانحدار معنوي، أما عن القدرة التفسيرية للنموذج المقدر يمكن استعراض ذلك من الشكل رقم (٤٠).

Model Summary

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	.973 ^a	.947	.943	2.9462

a. Predictors: (Constant), MR, GAP

المصدر: مخرجات التحليل الإحصائي لحزمة البرامج الإحصائية للعلوم الاجتماعية SPSS

الشكل رقم (٤٠) القدرة التفسيرية نموذج الانحدار طبقا لمحاولة الثانية

من خلال الشكل رقم (٣٩) يتبين للباحثان قيمة معامل الارتباط لنموذج المقدر في المحاولة الثانية هو (٠,٩٧٣)؛ أما قيمة معامل التحديد فقد بلغ (٠,٩٤٧) مقابل (٠,٩٤٣) لمعامل التحديد المعدل، بذلك تكون القدرة التفسيرية للنموذج هي (٩٤,٣%) لمعدلات تغطية الطروحات العامة. أو بكلمات أخرى يفسر كل من "الفجوة التقييمية للطرح"، "عائد السوق" (٩٤,٣%) من معدلات تغطية الطروحات العامة أما (٥,٧%) فهي ترجع إلى عوامل أخرى لم يشملها الاختبار الإحصائي لهذا الفرض، بذلك يمكن للباحثان رفض فرض العدم، وقبول الفرض البديل القائل بـ وجود تأثير معنوي لخصائص الطرح واتجاه السوق على فعالية عمليات الترويج الطروحات العامة لأسهم منظمات الأعمال بالبورصة المصرية.

المبحث الخامس

الخلاصة والنتائج والتوصيات

الخلاصة

يمكن النظر إلى الترويج Promotion كأحد عناصر المزيج التسويقي Marketing Mix وإن اختلفت الركائز الفكرية التي تقدم التأصيل لهذا المزيج سواء على أساس المزيج الرباعي 4P's أو الخماسي 5C's أو السباعي 7P's، فجميعهم يتضمن الترويج ك مكون أصيل، حيث ينظر إلى الأنشطة الترويجية باعتبارها مجموعة من الاتصالات التسويقية Marketing Communications التي تجريها منظمة الأعمال بالعملاء المستهدفين الذين ينتمون للشريحة التي تسعى المنظمة لإشباع حاجاتهم ورغبتهم بالسوق بغرض دفعهم لشراء منتجاتها من خلال تعريفهم بوجود المنتج في السوق وإقناعهم بقدرة منتجاتهم على إشباع تلك الرغبات والحاجات، في هذا السياق ينظر إلى استراتيجية الترويج باعتبارها استمرار وترجمة للاستراتيجية التسويقية التي تتبناها وتطبقها منظمة الأعمال لباقي مكونات المزيج التسويقي.

بذلك يكون الترويج هو أحد أبعاد المزيج التسويقي التي تطبقه منظمات الأعمال طبقاً لاستراتيجياتها التسويقية، التي قد تكون معلنة أو غير معلنة، لتحقيق تدفق فعال للمعلومات من جانب منظمات الأعمال نحو شريحة المستهدفين من السوق للتأثير على سلوك تلك الشريحة عبر لفت الانتباه للمنتج المراد ترويجه ثم زيادة نطاق معرفة الشريحة المستهدفة بخصائص هذا المنتج، ثم تغيير موقف تلك الشريحة نحو هذا المنتج واتخاذ سلوك كالشراء وأخيراً إيجاد ولاء نحو كل من المنظمة ومنتجاتها.

بذلك تستهدف الأنشطة الترويجية الحد من ظاهرة جهل أو عدم تماثل المعلومات لدى شريحة السوق المستهدفة بوجود المنتج والإمام بخصائصه الفنية من خلال تقديمه لمعلومات عن المنظمة ومنتجاتها وعلامتها التجارية ومدى وفرة المنتجات واستخداماتها وأسعارها بالسوق، ويقصد به التأثير على إدراك وسلوك الشريحة المستهدفة من السوق وإيجاد حالة الاستجابة المرجوة تجاه منتجات المنظمة.

وعادة ما تقوم منظمات الأعمال بتطبيق مزيج ترويجي، تتنوع مكوناته بين المكونات التقليدية والتي تتضمن كلاً من الإعلان Advertising، تنشيط المبيعات Sales Promotion، البيع الشخصي Personal Selling، العلاقات العامة Public Relations، الدعاية Publicity، المعارض التجارية Trade Fairs / Exhibition، والتسويق المباشر Direct marketing؛ مقابل المكونات غير التقليدية ومن أمثلتها حقوق الرعاية Sponsorship Rights، والتسويق الفيروسي Viral Marketing، والمؤثرون influencers.

في هذا الإطار؛ لا يمكن فصل ممارسات ترويج الطروحات العامة للأوراق المالية عن نظريات الترويج التي يذخر بها الفكر التسويقي، حيث يجب على مروجي الطروحات العامة من

استيعاب دوافع ومبررات اتجاه الأوراق المالية نحو الطرح العام من جانب، مقابل دوافع ومبررات مشاركة المتداولين في سوق المال في هذه الطروحات من جانب آخر؛ فعملية الطرح العام للأوراق المالية تعد عملية تسويق لمنتج يحقق للعميل (المتداول المحتمل بالسوق المالي) منافع استثمارية، تتمثل في الحصول على أرباح جارية أو رأسمالية، إلا أن المتداول الرشيد عليه أن يقوم بالمقايضة بين ما تقدمه تلك الأوراق المالية من منافع مقابل ما تحمله من مخاطر.

بذلك يكون ترويج الطروحات العامة هو أحد أبعاد المزيج التسويقي التي تطبقه جهة طرح الأوراق المالية طبقاً لاستراتيجياتها وخططها المالية؛ التي قد تكون معلنة أو غير معلنة عند طرحها لورقة مالية ما؛ سواء كانت تمثل أداء ملكية (أسهم منظمات أعمال/وثائق بصناديق استثمار) أو أداء مديونية (سندات منظمات الأعمال/ سندات خزائنة/ أدون خزائنة)؛ والتي تتباين خصائصها من حيث السيولة والمخاطرة ومحددات التقييم، وذلك من خلال تفويض وتعاقد مع مدير للطرح عادة ما يكون أحد بنوك الاستثمار، يتولى تقديم وتنفيذ استراتيجية ترويجية عبر مزيج من الأنشطة الترويجية، لتحقيق اتصال فعال عبر تدفق متجدد للمعلومات المالية وغير المالية من جانب جهة الطرح نحو شريحة المتداولين المستهدفين في الأسواق التي يتواجدون بها للتأثير على السلوك الاستثماري لتلك الشريحة المستهدفة من المتداولين بالأسواق المالية عبر لفت انتباههم للورقة المالية محل الطرح المراد ترويجها ثم زيادة نطاق معرفة الشريحة المستهدفة بالخصائص المالية لتلك الورقة، يلي ذلك استهداف تغيير موقف تلك الشريحة نحو مدى الجاذبية الاستثمارية للورقة محل الترويج وأخيراً اتخاذ سلوك بالمشاركة في الطرح العام عبر تقديم هامش الضمان النقدي للاكتتاب بالطرح العام لتلك الورقة المالية.

تتعدد جماعات المصالح التي تسعى إلى تعظيم منافعها من عمليات الطرح العام، سواء كان الأمر يتعلق بأوراق مالية طويلة أو قصيرة الأجل، وعلى القائم بإدارة عمليات الترويج لطرح تلك الأوراق ان يعي تلك الجماعات لتدنية صراع المصالح بينهم، وهم جهة الطرح (الجهة الداعية للطرح العام)، مدير الطرح العام، جهة ضمان تغطيه الاكتتاب، سمسار البائع، الجهة المتلقية للاكتتاب، فئات المتداولين المستهدفين من الاكتتاب (العميل المستهدف)، الجهات التنظيمية والرقابية.

من جانب آخر تقدم الاسهامات الفكرية ذات العلاقة أربع اتجاهات رئيسية كدوافع لمنظمات الأعمال نحو الطرح العام، أولاً، تدنية التكلفة المرجحة لرأس المال (Abubakar and Hakim,2021)؛ ثانياً، إمكانية التخارج من هيكل ملكية منظمة الأعمال (Cumming and Johan, 2012)؛ ثالثاً، تسهل الطروحات العامة نشاط الاستحواذ والاندماج (Celikyurt et al., 2010B). رابعاً، قد تكون الطروحات العامة بمثابة خطوة استراتيجية نحو توسع قاعدة الملكية بالمنظمة (Chemmanur and Fulghieri,1999).

أما عن الإصدارات الحكومية، فيكون الغرض من إصدار أدون الخزائنة هو تمويل العجز في الموازنة العامة للدولة (Agarwal and Prakash, 2015; Dissanayake, 2021)، أما عند إصدار

السندات الحكومية فيكون الطرح العام بغرض تمويل الاستثمارات الحكومية متوسطة وطويلة الأجل (Olivia and Alma, 2021).

وأخيراً، عادة ما يكون الطرح العام للمؤسسات المالية من صناديق الاستثمار Mutual Funds والتحوط Hedge Funds والملكية الخاصة Private Equity بغرض الاستفادة من اقتصاديات الحجم مما يدعم أدائها في ضوء تعظيم نطاق التنوع.

مما سبق يتبين أن المزيج الترويجي للطرح العام يعكس تدفق المعلومات إلى المتداولين بسوق المال (أي العملاء المستهدفين)، حيث يعد أحد طرق الإقناع التي توجهها جهة الطرح (جهات حكومية/منظمات أعمال) بغرض جذب الطلب على الأوراق المالية محل الطرح، حيث يستخدم المزيج الترويجي لبناء صورة عن المنافع الناتجة من حيازة الورقة المالية محل الطرح، عبر توفير نطاق من المعلومات عن جهة الطرح، وطبيعة الورقة المالية محل الطرح، وهناك العديد من العوامل التي قد تؤثر على اختيار المزيج الترويجي مثل الميزانية، وخصائص السوق المستهدفة، واستعداد المتداولين للشراء.

يعمل مدير الطرح لترويج الطروحات العامة في ظل استراتيجية السحب أو الدفع، ففي ظل استراتيجية الدفع Push Strategy، يتم توجيه الجهود الترويجية نحو الوسطاء الماليين (من أمثلتها شركات السمسرة/المستشارين الماليين/شركات إدارة المحافظ)، أما في ظل استراتيجية السحب Pull Strategy، يتم توجيه الجهود الترويجية نحو شريحة المتداولين المستهدفين وذلك على اختلاف خصائصها كمتداول طبيعي (أشخاص طبيعية) أو اعتباري (بنوك/صناديق استثمار/شركات تأمين/صناديق المعاشات والتأمينات/الصناديق الخاصة)؛ في ضوء جنسية المتداول (محلي، عربي، أجنبي)، حيث يعمل مدير الطرح على تحفيز الطلب المباشر من المتداولين بالأسواق المالية عن طريق الجهود الترويجية بغرض بناء الصورة الذهنية Image Building لدى المتداولين المستهدفين لكل من جهة الطرح، إلى جانب الورقة المالية ذاتها.

عند تقييم الجهود الترويجية للطرح العام، عادة ما يستخدم مؤشرين لبيان مدى نجاح تلك الجهود، حيث يتمثل المؤشر الأول في معدل تغطية الاكتتاب للطرح العام، حيث هناك علاقة طردية بين معدل تغطية الطرح وفعالية الجهود الترويجية لهذا الطرح، أما المؤشر الثاني فيتمثل في أداء الورقة المالية بعد انتهاء الطرح، وعادة ما يتم ذلك من خلال مقارنه بين سعر الاكتتاب عند الإصدار في ظل الطرح مقابل القيمة السوقية لذات الورقة المالية في سوق التداول، حيث هناك علاقة طردية بين الأرباح الرأسمالية لورقة المالية محل الطرح وفعالية الجهود الترويجية لهذا الطرح؛ إلا أن الباحثان يجدان أن المؤشر الثاني -أداء الورقة المالية بعد انتهاء الطرح- قد يكون غير ملائم في ظل تعدد العوامل المؤثرة على القيمة السوقية للورقة المالية في أسواق التداول لتشمل متغيرات لا تدخل ضمن الجهود الترويجية.

لا يمكن أن تتكفل الجهود الترويجية بنجاح دون التحديد الدقيق إلى الشريحة المستهدفة من المتداولين ليتم جذبهم نحو إيداء الرغبة في دخول الطرح، فبدون هذا التحديد لا يمكن أن تصاغ الجهود الترويجية بفعالية لتخاطب الحاجات والرغبات الاستثمارية لهذه الفئة من المتداولين.

هناك العديد من التصنيفات الذي ينظر إليها باهتمام من جانب بنوك الاستثمار كمديري للطرح العام، حيث تتضمن تصنيف من حيث هدف المتداول فهناك متداول المنفعة (Utilitarian trader / Investor) المتحوط (Hedger) / المقامر (Gambler) / الهاوي (Fledgling) / المتداول لمنفعة غيره (Cross-subsidizer / متجنب الضرائب (Tax-avoider)، المتداول للربح (Profit-Futile) (المضارب (Speculator / التاجر (Dealer)؛ المتداول الكسول (Futile) (motivated trader)، بالإضافة إلى التصنيف من حيث الشكل القانوني أي متداول طبيعي (فرد) مقابل متداول اعتباري (مؤسسة مالية)، بالإضافة إلى التصنيف على أساس جنسية المتداول، أي متداول محلي مقابل متداول أجنبي.

وعلى الرغم من أهمية التعرف على تصنيفات المتداولين المستهدفين لمديري الطرح، فإن هذه المعرفة غير كافية لإدارة المزيج الترويجي للطرح العام بفاعلية على اختلاف طبيعة الورقة المالية محل الطرح، فبدون دخول المتداولين الجدد إلى السوق، لن يحدث نمو للسوق، لذلك فعلى مدير الطرح أن يكون على وعى كافي للعوامل التي تؤدي إلى العزوف عن الاستثمار في الأوراق المالية، وذلك بهدف تقديم مزيج ترويجي يعمل على التعظيم الإدراكي لدى المتداولين الجدد المستهدفين بالمنافع الاستثمارية من الاشتراك بالطرح العام.

حيث لكل فئة من هذه الفئات رغباتها واحتياجاتها الاستثمارية التي تميزها عن باقي فئات المتداولين، وهو ما يتطلب تصميم مزيج ترويجي من جانب مديري الطرح يعمل على تعظيم إدراك تلك الفئات بالمنافع الاستثمارية الناتجة من دخول هذا الطرح.

النتائج

في ضوء ما قام به الباحثان من إطار ميداني لمجتمع البحث، إضافة إلى التحليل الإحصائي لمفردات العينة، أمكن التوصل للنتائج التالية:

أولاً: نتائج على مستوى المقابلات الشخصية:

أ- أشار العديد من المتداولين ومديري الطروحات بأسواق المال المصرية إلى تباين الممارسات الترويجية بين الإصدارات المختلفة، حيث عادة ما تكون هناك أنشطة ترويجية موجهة لكافة المتداولين بالسوق الخاصة بالطروحات العامة لكل من الأسهم ووثائق الاستثمار، في المقابل هناك محدودية في الأنشطة الترويجية لكل من أذون الخزانة وسندات الخزانة إضافة إلى سندات منظمات الأعمال، حيث عادة ما يتم الاعتماد على التسويق المباشر إضافة إلى مقابلات المباشرة وجهاً لوجه، وذلك في ضوء الخصائص التي يتسم بها المتداولون في أدوات الدخل الثابت مقابل

الأدوات الأخرى، خاصة في ظل نظام المتعاملين الرئيسيين المطبق لطروحات العام في مجالي أدون الخزانة وسندات الخزانة المحلية والذي يشمل على ١٥ متداول فقط من الوحدات البنكية طبقا للسجل المعلن من قبل البنك المركزي المصري، أما سندات الخزانة الدولية فعادة ما يتم ترويجها من خلال مدير طرح دولي (انظر جدول رقم ١١) بدلا من قطاع الخزانة بالبنك المركزي المصري ومصصلحة خزانة بوزارة المالية، أما عن سندات منظمات الأعمال فعادة ما يكون الترويج بذات أسلوب ترويج أدون الخزانة بغرض استهداف كبار المتداولين حيث يتم إضافة باقي الوحدات البنكية وصناديق الاستثمار إلى شريحة المتداولين المستهدفين.

ب- في ضوء طبيعة عمليات الطرح العام، والتي تتسم بقصر الفترة الزمنية للحملة الترويجية التي يقوم بها مدير الطرح، فعادة ما يتجه مديري الطرح إلى تبني أسلوب الضغط الترويجي (Hard sell) هو يعتمد على تبني أسلوب عنيف في إقناع المتداولين بالورقة المالية محل الترويج عبر تعريفهم بالمنافع الناتجة من حيازتها، في مقابل الابتعاد عن تبني أسلوب الإيحاء (soft sell) عبر الإقناع المبسط القائم على الحقائق، ولكنه يعتمد على المنطقة الرمادية في أذهان المتداولين المستهدفين ويحاول أن يجذبهم بلغة الحوار طويل الأجل، واتخاذ قرار الشراء بقناعة تامة، وهو الأسلوب الذي لا يتلاءم مع الطبيعة الزمنية لعمليات الطرح العام.

ج- تباين الممارسات الترويجية للطرح العام في ضوء تباين الغرض من الطرح العام سواء كان الطرح بغرض تمويل عجز الموازنة أو تمويل الانفاق الحكومي أو توسيع قاعده الملكية أو التأسيس أو تمويل عمليات النمو الجهات المصدرة أو تدنية التكلفة المرجحة لرأس المال WACC.

د- يشير المتداولون في الأسواق المالية إلى تباين الأنشطة الترويجية باختلاف مدير الطرح، وهو الأمر الذي يرجعه الكثير من مفردات المقابلات الشخصية إلى تباين خصائص الطرح والمدير.

هـ- تباين قبول بنوك الاستثمار لعمليات الترويج للطروحات العامة في ضوء حجم الطرح، الجهة المصدرة للطرح، والآتعب المستحقة عن هذا الترويج.

و- انخفاض مستوى المعرفة التسويقية لدى مفردات المقابلة الشخصية نحو تصنيف الاستراتيجية الترويجية ومكونات المزيج الترويجي لهذه الاستراتيجية خاصة من جانب بنوك الاستثمار والجهات المصدرة للأوراق المالية. حيث يتبين أن مدير الطرح العام عادة ما يفاضل بين استراتيجيتي السحب مقابل الدفع دون أن يعي ذلك، وذلك في ضوء كل من طبيعة جهة الإصدار وخصائص الإصدار ذاته عوضا عن الفئات المتداولين المستهدفين في الطرح العام، ففي ظل استهداف المتداول المحلي

من الأشخاص الطبيعية يتم تركيز الجهود الترويجية على الوسطاء الماليين من خلال تبني وتطبيق استراتيجيات الدفع أما في حالة استهداف المتداول الأجنبي من الشخصيات الاعتبارية تركز الجهود الترويجية نمط استراتيجية السحب فيتم من خلال جهود ترويجية تستهدف المتداولين بالسوق المالية الدولية.

ثانياً: نتائج على مستوى تحليل قائمتي الاستقصاء:

- أ- اتجاه مديري الطروحات العامة إلى تطبيق استراتيجية السحب Pull Strategy على حساب استراتيجية الدفع Push Strategy كأساس للممارسات الترويجية بالأسواق المالية المصرية.
- ب- تباين أهمية محددات فعالية عمليات ترويج الطروحات العامة من وجهة نظر مديري الطرح من جانب بالإضافة إلى وجود هذا التباين من جانب المتداولين أيضاً.
- ج- تباين أهمية محددات فعالية عمليات ترويج الطروحات العامة من وجهة نظر مديري الطرح مقابل المتداولين، لكل من حجم الطرح؛ وتسعير الطرح؛ وتوقيت الطرح؛ وسمسار البائع وهو الأمر الذي يمكن إرجاعه إلى عاملين رئيسيين هما تباين الوعي الاستثماري بين الفئتين محل الاختبار، إلى جانب عدم تماثل المعلومات بينهما.
- د- يمكن ترتيب محددات فعالية عمليات ترويج الطروحات العامة من حيث الأهمية على النحو التالي: "نوع الورقة المالية" (أذون خزانة /سندات خزانة/ سندات شركات /أسهم شركات/ وثائق صناديق استثمار)، "الفئات المستهدفة من الطرح"، "جهة الطرح" (إحدى الجهات الحكومية كالبنك المركزي المصري بالنيابة عن وزارة المالية مقابل إحدى شركات القطاع الخاص)، "تسعير الطرح، حجم الطرح"، "توقيت الطرح"، "وجود صندوق ضمان استقرار سعر الورقة المالية، وحجماً"، "وجود صندوق لضمان تغطية الطرح"، وأخيراً "سمسار البائع".
- هـ- تباين جاذبية العناصر الترويجية للمتداولين نحو الطروحات العامة، حيث سجل كل من الإعلان الصحفي، الترويج الشخصي إلى جانب شركات السمسرة أكبر جاذبية للمتداولين نحو الطروحات العامة، في المقابل من ذلك كان المؤثرين هم أقل عناصر الترويج جاذبية للطرح من وجهة نظر المتداولين.
- و- في ظل استراتيجية السحب لترويج الأوراق المالية، يعد كل من الإعلان الصحفي ثم الإعلان الإلكتروني هما العناصر الترويجية الأكثر جاذبية نحو الطرح العام من وجهة نظر المتداولين.
- ز- في ظل استراتيجية الدفع لترويج الأوراق المالية، يعد كل من الترويج الشخصي (الاتصال المباشر وجهاً لوجه أو من خلال الاتصال التليفوني) ثم التسويق المباشر

(رسائل على البريد الإلكتروني أو رسائل نصية)، هما العناصر الترويجية الأكثر جاذبية نحو الطرح العام من وجهة نظر المتداولين.

ويمكن للباحثان تفسير تلك النتائج في ضوء عدم تماثل أدوار الوسطاء الماليين في عمليات الطرح العام مع أدوار الوسطاء التجاريين في مجال السلع والخدمات، حيث يحصل الوسطاء التجاريين على خصومات ووفورات كمية وهو الأمر الذي لا يحدث مع الوسطاء الماليين حيث تتمثل منفعتهم في العمولات المالية المحصلة من تعاملات المتداولين بطرح العام، دون تحقيق أي منافع مباشرة من جهة الطرح أو مديري الطرح كما هو الحال في السلع والخدمات.

ثالثاً: نتائج على مستوى التحليل الكمي:

يوجد تأثير معنوي لخصائص الطرح واتجاه السوق على فعالية عمليات الترويج الطروحات العامة لأسهم منظمات الأعمال بالبورصة المصرية. حيث يفسر كل من "الفجوة التقييمية للطرح"، "عائد السوق" (٩٤,٣%) من معدلات تغطية الطروحات العامة لأسهم بالبورصة المصرية.

ويمكن للباحثان تفسير تلك النتيجة في ضوء نظرية كفاءة الأسواق والتي تتبنى افتراض رشد المتداولين حيث تعد الفجوة التقييمية هي أساس إيجاد القيمة للمكتتبين في الطرح العام، حيث تعد القيمة العادلة هي القيمة الواجب أن تسود بالسوق إذا اتسم المتداولين بالرشد والسوق بالكفاءة إلى جانب حالة المتداولين نحو المخاطرة، وهو الأمر الذي ينعكس في عائد مؤشر السوق، فكلما ارتفع عائد السوق دل ذلك على اتجاه المتداولين نحو المخاطرة بصورة أكبر مما يدعم دخولهم اكتتاب الطرح.

التوصيات:

في ضوء ما خلص إليه الباحثان من نتائج يوصى الباحثان بما يلي:

أولاً: توصيات للتنظيمات المهنية:

يتسم قطاع الأوراق المالية بسمات الخاصة، وتحديدًا قوة التنظيمات المهنية، خاصة في ضوء الدور الريادي لكل من الجمعية المصرية للأوراق المالية (Ecma - Egyptian Capital Market Association) وجمعية المحللين الماليين المعتمدين المصرية CFA Egypt، إلى جانب الجمعيات المهنية الأخرى كالجمعية المصرية لتنمية سوق المال، وهو الأمر الذي يلقي على عاتق تلك الجمعيات مهام رفع مستوى وعي العاملين في هذا القطاع لذا نوصي بما يلي:

أ- رفع مستوى الوعي العاملين بقطاع الأوراق المالية عامة وبشركات ترويج الطروحات والاككتابات خاصة بالاستراتيجيات التسويقية في مجال ترويج الأوراق المالية لغرض الطرح العام، من خلال عقد حلقات نقاش ومؤتمرات مهنية تتناول هذا الأمر، فمن غير الملائم أن يكون هناك فجوة معرفية لدى قيادات ومسؤولي الطرح العام في تعريف استراتيجيتي الدفع والسحب، وأهداف وأدوات كل منهما.

ب- تصميم برنامج تدريبي لتخطيط عمليات الترويج للأوراق المالية تتناول عناصر المزيج التسويقي لمديري الطرح العام في ضوء خصائص سوق المال المصري ونوع الورقة المالية محل الطرح.

ج- إنشاء جائزة سنوية لأفضل مدير طرح في ضوء تقييم الجهود الترويجية خلال عام منصرم، وفي هذا الصدد يقترح الباحثان استخدام مقاييس كمية لتحديد فعالية الأنشطة الترويجية ذات العلاقة، ومن تلك المقاييس معدل تغطية الطرح.

ثانياً: توصيات للجهات التنظيمية والرقابية:

يعمل كل من البنك المركزي المصري، والبورصة المصرية، وهيئة الرقابة المالية على رفع مستوى كفاءة الأسواق المالية، وإن جانب من هذا الأمر يرتبط بكفاءة السوق الأولي (أي سوق الطرح)، لذلك يوصي البحث بما يلي:

أ- تطوير الإطار التشريعي للطروحات العام بالأسواق المالية المصرية، من خلال ضرورة فصل الدور التنفيذي عن الدور الرقابي، وهو الحالة التي يعاني منها سوق النقد في ظل نظام المتعاملين الرئيسيين حيث يلعب البنك المركزي المصري دور المنظم والرقيب في ذات الوقت، وهو الأمر الذي يتنافى مع مبادئ الحوكمة، وقد يضر بالسوق في ظل سيطرة طرف على قواعد اللعبة. بالإضافة إلى تطوير الإطار الحاكم لعمليات الطرح، من خلال زيادة نطاقات الإفصاح المالي وغير المالي عن الطروحات خاصة فيما يتعلق الأمر بأذون وسندات الخزانة.

ب- زيادة نطاق مشاركة المتداولين في سوق المتعاملين الرئيسيين، حيث أن هذا السوق يضم ١٥ وحدة بنكية فقط، وهو الأمر الذي يحد من مستويات المنافسة مما يؤثر على الكفاءة التسعيرية لسوق النقد المصري فيما يتعلق بعطاءات أذون الخزانة المصرية المقومة بالعملة المحلية، وهو الأمر الذي يمكن أن يكون ذا أثر إيجابي بتدنية معدلات الخصم في تلك العطاءات إذا تم توسيع نطاق المشاركة بدخول صناديق الاستثمار -خاصة الصناديق النقدية- إلى جانب سوق سندات الخزانة بدخول صناديق الاستثمار -خاصة صناديق الدخل والصناديق المتوازنة- عوضاً عن دخول منظمات الأعمال والأفراد ذوي الملائمة المالية للطروحات العامة بهذا السوق مما يحسن هيكل أسعار العائد على تلك الأوراق المالية.

ج- تطوير سوق النقد المصري، والذي يعاني من ضعف عمليات التداول على الرغم من ضخامته بالمقارنة مع أسواق الأسهم، وهو أمر ينعكس إيجابياً على الكفاءة التسعيرية لأذون الخزانة، مما يحد من تكلفة تمويل عجز الموازنة من جانب، وتعظيم المرونة المالية من جانب آخر.

د- تنشيط سوق السندات المصري سواء تعلق الأمر بالسندات الخزانة أو سندات منظمات الأعمال، فقصر الطروحات العامة على المتداول الاعتراري (المؤسسي)

يعمل على تضيق حدود تنويع المحافظ للمتداول الطبيعي (الأفراد) عوضاً أن نشاط هذا السوق ينعكس على تدنية مستوى عدم تماثل المعلومات بين المتداولين.

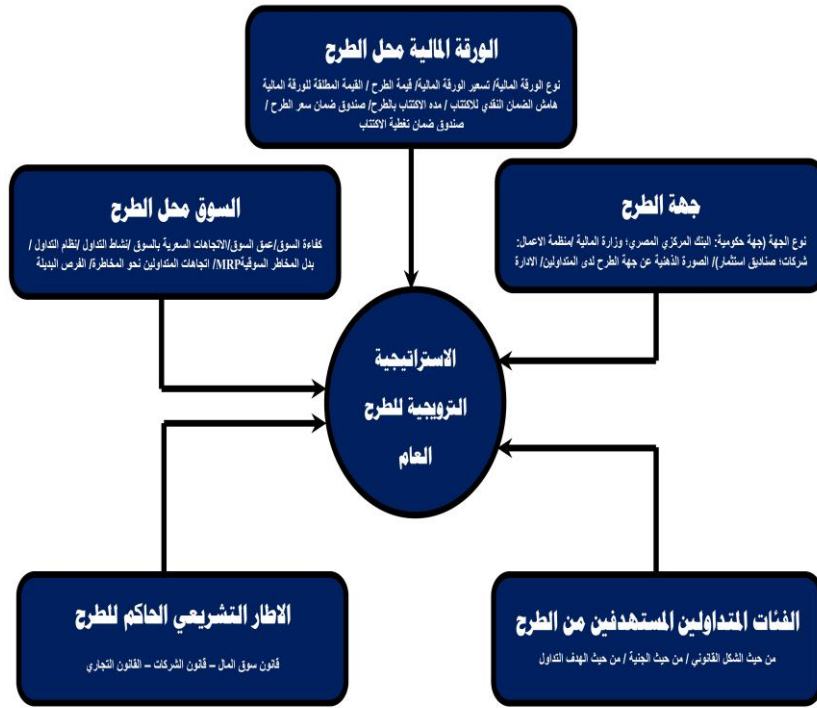
هـ- **تشجيع منظمات الأعمال على التوجه للطرح العام، سواء كان الغرض تمويل عمليات النمو والتوسع، أو توسيع قاعد الملكية أو التخارج، حيث شهدت البورصة المصرية انخفاض في الأوراق المالية المقيدة بعد إلغاء الحوافز الضريبية ذات العلاقة خلال العقد الأول من القرن الواحد والعشرين، وهو الأمر الذي يتطلب جهود مشتركة تضم كل من البنك المركزي المصري ووزارة المالية والبورصة المصرية وهيئة الرقابة المالية إلى جانب التجمعات المهنية ذات العلاقة، حيث أن عمليات الطرح العام تعمل على تدنية مستويات عدم تماثل المعلومات في سوق المال، مما يساهم في تدنية تكاليف الوكالة، وهو ما ينعكس بتعزيز مستوى كفاءة السوق.**

ثالثاً: توصيات لمديري الطرح العام:

يلعب مدير الطرح دوراً رئيسياً في أسواق المال على اختلاف أنماطها، فلا يمكن لجهات الطرح أن تحصل على أموال لسداد احتياجاتها المالية دون دوراً فعالاً لمدير الطرح في السوق الأولي، ودونه أيضاً لا يمكن لسوق التداول أن يستمر في النشاط ما لم تدخل أوراق مالية جديدة للسوق المالي، لذلك نوصي مديري الطرح بما يلي:

أ- أن قرار قبول ترويج إحدى الأوراق المالية بغرض الطرح ليس بالأمر الهين، فإن هذا الأمر يتطلب من مدير الطرح القيام بدراسات وأبحاث للسوق المستهدف بالطرح، عوضاً عن تحديد خصائص السلوك الاستثماري للفئات المختلفة من المتداولين مع تحديد قدرة تلك الورقة المالية على سد حاجاتهم وإشباع رغبتهم الاستثمارية، وهو الأمر الذي ينعكس إيجابياً على أداء الترويج لمدير الطرح.

ب- أن قرار تحديد الاستراتيجية الترويجية للورقة المالية محل الطرح العام يتطلب الإلمام بالعديد من المتغيرات أهمها "الفجوة التقييمية للطرح" و"عائد السوق" (انظر نتائج الفرض السادس)، إلا أن الأمر يتطلب من مديري الطرح الإلمام بمجموعات من المتغيرات الأخرى منها متغيرات بالورقة المالية محل الطرح، والثانية تتعلق بجهة الطرح، والثالثة بالسوق محل الطرح، والمجموعة الرابعة بالفئات المستهدفة من الطرح، وأخيراً الإطار التشريعي الحاكم للطرح، ويمكن إيجاز تلك المتغيرات في الشكل التالي في الشكل رقم (٤١).



المصدر: من إعداد الباحثان

الشكل رقم (٤١) محددات اختيار الاستراتيجية الترويجية للأوراق المالية في ظل الطرح

العام

ج- على الرغم من وجود استراتيجيتين للممارسات الترويجية، إلا أن أحد السمات الرئيسية لل طرح العام هو قصر الفترة الزمنية لل طرح، والتي في العادة ما تكون أقل من شهر، وهو الأمر الذي يجبر مدير الطرح على استخدام أسلوب عنيف في الترويج، عوضاً عن استخدام مزيج من استراتيجيتي السحب والدفع، حيث تعمل استراتيجية الدفع على توظيف الوسطاء الماليين بغرض تذكية الطرح مما يحقق دعم لجهود استراتيجية السحب التي تستهدف المتداولين أنفسهم، أو بكلمات أخرى، لضيق فترة الزمنية لل طرح العام وهو ما ينعكس على ضيق زمن الحملة الترويجية يعمل مدير الطرح بالتنسيق مع جهة الطرح على تحقيق التكامل بين استراتيجيتي الدفع والسحب، حيث تعمل الاستراتيجية الأولى (الدفع) على دعم جهود الترويج للاستراتيجية الأخيرة (السحب) لتحقيق تدفق فعال للمعلومات نحو فئة المتداولين المستهدفين لإبراز منافع حيازة الورقة المالية محل الطرح لإعلامهم بقدرة تلك الورقة المالية على تحقيق رغبات وحاجات تلك الفئة المستهدفة؛ حيث تسعى تلك الجهود إلى الحصول على الاستجابة المرغوبة؛ والتي تبدأ بـ "لفت انتباه المتداولين" مروراً بكل من "أثارة فضولهم" و"قبول الصورة الذهنية المقدمة للسوق"، وصولاً إلى تقديم "هامش الضمان النقدي لدخول اكتتاب الطرح العام"،

عبر تكثيف الجهود الترويجية المباشرة (استراتيجية السحب) وغير المباشرة (استراتيجية الدفع)، وهو الأمر الذي تأكد في ظل نتائج الفرض الخامس، حيث نجد تداخل لعناصر المزيج الترويجي بين الاستراتيجيتين.

- د- إن الحملة الترويجية للأوراق المالية الفعالة في ظل الطرح العام يجب أن تعمل على تدعيم الصورة الذهنية لجهة الطرح إلى جانب الورقة المالية ذاتها، حيث أن القرار الاستثماري يتوقف على تقييم المتداولين في السوق المستهدف بالطرح لمقدار المنافع الاستثمارية من حياة تلك الأوراق مقابل المخاطر المصاحبة لها، وهو الأمر الذي يتوافق مع ما أشارت إليه دراسة (وجدى، عبد الباسط، ٢٠٢١).
- هـ- لضيق فترة الزمنية للطرح العام، يجب على مدير الطرح إعداد خطة تنفيذية بالأنشطة الترويجية، مع تحديد مهام ومؤشرات أداء KPI تلك المهام فاعامل الوقت عامل حاسم في تحديد مدى فعالية الأنشطة الترويجية لعمليات الطرح العام.
- و- إن مدير الطرح لدية ثمانية عناصر للمزيج الترويجي للطرح العام، وتلك العناصر تنقسم بين استراتيجي الدفع والسحب، كما هو موضح في الشكل رقم (٤٢).



المصدر: من إعداد الباحثان

الشكل رقم (٤٢) عناصر المزيج الترويجي للأوراق المالية في ظل الطرح العام

حيث يوصى الباحثان مديري الطرح إلى جانب جهة الطرح العمل على تحقيق تدفق فعال للمعلومات تجاه الفئات المستهدفة بالطرح من خلال عمليات اتصال مباشرة (عبر استراتيجية السحب) أو غير مباشرة (عبر استراتيجية الدفع) بغرض تحسين الصورة الذهنية عن جهة الطرح، إلى جانب إيجاد صورة ذهنية عن الورقة المالية محل الطرح، تشير إلى قدرتها على تعظيم ثروة حامليها مما يجعلها ملائمة لإشباع حاجاتهم ورغباتهم الاستثمارية.

رابعاً: توصيات لجهات الطرح:

تعد جهة الطرح المستفيد الأكبر من عملية الطرح، في ضوء ما يوفره الطرح من أموال سائلة، ولكن على جهات الطرح أخذ الاعتبارات التالية عند الاتجاه نحو الطرح العام:

أ- يجب على منظمات الأعمال أن تستند في عمليات الطرح على دوافع قوية تعمل

على تحقيق نقلة نوعية في معدلات الأداء التنظيمي، وتعظيم قدراتها التنافسية، ففي ضوء نتائج (Zhou, Sadeghi, 2021) والتي تشير إلى أثر الطرح العام على دورة حياة المنظمة، فعلى جهات الطرح أن تعي أن حدث الطرح العام نفسه لا يمثل أثر عليها، وإنما يعود الأثر إلى قدرة المنظمة على توليد منافع في ضوء توظيف الأموال التي تم الحصول عليها من خلال الطرح نتيجة عمليات البحث والتطوير (Research and Development -R&D)، حيث يعد التوظيف الفعال لهذه الأموال هو صاحب الأثر الحقيقي على المنظمة بالإضافة إلى الأثر على أداء أسهم المنظمة بعد ادراج الطرح في سوق التداول. مما يجعل عمليات الطرح يجب أن لا تقتصر على العمليات الترويجية دون مبررات جوهرية نحو الطرح العام. فإذا لم يحتوي الطرح على مبررات جوهرية فان النتيجة الحتمية هي ضياع استثمار المتداولين، وهو الأمر الذي يهدد استقرار النظام الاقتصادي.

ب- يجب على كل من وزارة المالية المصرية إلى جانب البنك المركزي المصري تطوير نظام المتعاملين الرئيسيين في مجال أدون الخزائنة مما يضيف مزيد من المرونة للمالية العامة المصرية عوضاً على تحسين معدلات التغطية وتسعير الطروحات من جانب المتداولين.

ج- تعمل الممارسات الترويجية لمدير الطرح على تدنية تكلفة الوكالة Agency cost

بين أطراف السوق، وهو الأمر الذي يمكن للباحثين إرجاعه إلى جهود مدير الطرح في تقديم تدفق فعال من المعلومات عن كلاً من الجهة الطرح إلى جانب خصائص الاستثمارية للورقة المالية محل الطرح مما يحد من عدم تماثل المعلومات، وهو الأمر الذي ينعكس إيجابياً على تكلفة الأموال المحصلة من عملية الطرح العام.

خامساً: توصيات للباحثين:

في ضوء ندرة البحوث التي تناولت الطروحات العامة في المكتبة العربية، وهو أمر يعزز الفجوة المعرفية مع البحوث الأجنبية، لذلك يوصي الباحثان على التصدي لهذا الأمر عبر تقديم مجموعة من الموضوعات كدراسات مستقبلية يمكن إيجازها على النحو التالي:

- أ- إطار مقترح لتطوير نظام المتعاملين الرئيسيين بطروحات أذون الخزانة المصرية.
- ب- أثر خصائص مدير الطرح على المزيج الترويجي للأوراق المالية.
- ت- دراسة تحليلية مقارنة للمزيج الترويجي للأوراق المالية الحكومية مقابل منظمات الأعمال.
- ث- دراسة تحليلية للإطار التشريعي لتسويق الأوراق المالية بالبورصة المصرية.
- ج- ترويج الأوراق المالية بين الطروحات الأولية والثانوية.
- ح- محددات أداء الطروحات العامة بالبورصة المصرية.
- خ- دور صناديق ضمان استقرار سعر الورقة المالية خلال عمليات الطرح العام.
- د- انعكاسات هيكل أسعار الفائدة على نجاح عمليات الطرح العام.
- ذ- أثر الطرح العام على تمديد دورة حياة منظمات الأعمال المصرية.

قائمة المراجع

أولاً: المراجع العربية

- أبو سعدة، إبراهيم محمد(١٩٩٩)، تحليل الدوافع والخصائص السلوكية للمستثمرين تجاه الاستثمار في بورصة الأوراق المالية، *المجلة العلمية للاقتصاد والتجارة*، مج٢٩، ع ١.
- أسعد، طلعت؛ عبد اللطيف، محمد؛ عبد الحميد، فايزة (٢٠١٨)، العلاقة بين أبعاد المزيج الترويجي والموثوقية والأداء المالي دراسة تطبيقية على المتربعين ورعاة الجمعيات الأهلية في محافظة الدقهلية، *المجلة للدراسات والبحوث التجارية*، س ٣٨، ع ١، ٨٢٥-٨٤٨.
- أسعد، طلعت؛ علي، عبد العزيز؛ السيد، سارة (٢٠١٦)، العلاقة بين التزام العميل وقيمة العلامة: دراسة تطبيقية على عملاء البنوك التجارية في مصر، *المجلة المصرية للدراسات التجارية*، مج ٤٠، ع ١٤.
- باغه، محمد أحمد (٢٠١٧)، أثر مؤشر البورصة المصرية على الطرح العام الأولي في سوق المال المصري، *المجلة العلمية للدراسات التجارية والبيئية*، مج ٨، ع ١، ٢٣٣-٢٥٧.
- خشبة، ناجي محمد فوزي؛ محمد، السيد علي أحمد، حسانين، جاد الرب عبد السميع (٢٠١٠)، أثر القيمة السوقية لأسهم الاكتتاب العام على سيولتها في البورصة المصرية، *المجلة المصرية للدراسات التجارية*، مج ٣٤، ع ٤، ٥١٩ - ٥٥١.
- ذكي، بهاء محمد (١٩٩٧)، تحليل اتجاهات صغار المستثمرين في بورصة الأوراق المالية المصرية، *المجلة العلمية للتجارة جامعة الأزهر*، ع ١٤.
- زرقون، محمد (٢٠١٠)، أثر الاكتتاب العام على سياسات توزيع الأرباح في المؤسسات الاقتصادية المسعرة في البورصة: دراسة تحليلية مقارنة لمؤسسة تسيير فندق الأوراسي الجزائر، *مجلة الباحث*، ع ٨١، ٨-٩٦.
- الزهراني، أحمد؛ حمدي، أحمد (٢٠١٧)، التحييزات السلوكية لدى المستثمرين: دراسة تحليلية. *المجلة العربية للإدارة*. مج ٣٧. ع ٣٤. ١٣٣-١٥٨.
- السحبياني، محمد بن إبراهيم (٢٠٠٨)، المضاربة في الأسواق المالية مع الإشارة لحالة سوق الأسهم السعودية، *المجلة العلمية للبحوث والدراسات التجارية*، ع ١.
- صحاح، عصمت أنور (٢٠١٢)، المراجعة وأثرها على القرار التمويلي بالطرح العام الأولى، *الفكر المحاسبي*، مج ١٦، ع ٤٣١ - ٤٧٣.
- الضمور، فيروز؛ مقراش، فوزية (٢٠١٥)، أثر المزيج الترويجي على سلوك المستهلك النهائي من وجهة نظر مستخدمى الهواتف النقالة "توكيا"، *المجلة العلمية للاقتصاد والتجارة*، مج ٤٥، ع ١، ١٩٥ - ٢٢٢.

الضمور، هاني حامد؛ الشريدة، محمد تركي راجي (٢٠٠٨)، تأثير عناصر المزيج الترويجي على قرارات المستهلك الأردني في استخدام خدمة الهاتف الخليوي: دراسة تحليلية، *المجلة الأردنية في إدارة الأعمال*، مج ٤، ع ٤٤، ٣٧٥ - ٣٩٢.

عليان، محمود (٢٠١٩)، أثر العوامل الديموغرافية على عوامل سلوك القطيع في سوق عمان للأوراق المالية، *المجلة العلمية للدراسات التجارية والبيئية*، مج ١٠، ع ١٠، ٩٤-١١٩.
لحسن، عطا الله (٢٠١٨)، دراسة مدى تأثير عناصر المزيج الترويجي على السلوك الشرائي للمستهلك: دراسة حالة علامة جيزي، *مجلة البحوث الاقتصادية والمالية*، مج ٥، ع ٢٤، ١٥٧ - ١٧٩.

محمود، علي شاكر (٢٠١٤)، أثر وسائل الترويج في تنمية نشاط الأسواق المالية، *مجلة دراسات محاسبية ومالية*، مج ٩، ع ٢٩، ٣٨٥-٤١٤.

مكناس، عبدالله يحيى جمال الدين (٢٠١٧)، " ماهية الاكتتاب بأسهم الشركة المساهمة العامة المتعثرة"، *دراسات - علوم الشريعة والقانون*، ٤٤، ملحق، ٢٩٥-٣٠٤.

نور الدين، رجم (٢٠٠٩)، دور سياسة الترويج في تسويق الخدمات المصرفية، *ورقة عمل، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير-الجزائر*.

هندي، منير إبراهيم (٢٠١٥). أساسيات الاستثمار وتحليل الأوراق المالية. الإسكندرية: الدار الجامعية.

وجدى، اسامة؛ حبيب، عاطف (٢٠٢١)، دراسة تحليلية لممارسات الخداع المصرفي في بيئة الأعمال المصرية، *مجلة الدراسات التجارية المعاصرة*، مج ٧، ع ١٢.

وجدى، اسامة؛ عبدالباسط، احمد (٢٠٢١)، أبعاد الصورة الذهنية لمنشآت الأعمال ودورها في اتخاذ قرار الاستثمار في الأسهم العادية: أدلة من البورصة المصرية، *المجلة العلمية للاقتصاد والتجارة*، مج ٥١، ع ١٩٣ - ٢٦٦.

ثانياً: المراجع الأجنبية:

Abubakar, J., & Hakim, S. (2021). Analysis of The Post IPO Performance of Companies. *Egyptology*, 18(12), 74-86.

Agarwal, A., & Prakash, A. (2015). The role of government expenditures in affecting fiscal deficit in India: an empirical analysis. *International Journal of Research in Social Sciences*, 5(2), 202-218.

Albaity, M., & Rahman, M. (2012). Behavioural finance and Malaysian culture. *International Business Research*, 5(11), 65.

Allen, F., & Faulhaber, G. R. (1989). Signalling by underpricing in the IPO market. *Journal of financial Economics*, 23(2), 303-323.

Anbar, A., & Eker, M. (2010). An empirical investigation for determining of the relation between personal financial risk tolerance and demographic characteristic. *Ege Academic Review*, 10(2), 503-523.

Aslanidis, N., Christiansen, C., & Savva, C. S. (2021). Quantile Risk-Return Trade-Off. *Journal of Risk and Financial Management*, 14(6), 249.

- AU, A., & TUCKER, J. (2016). Push and pull marketing strategies: A blueprint for microenterprises. **Journal of Global Economics, Management and Business Research**, 105-114.
- Aussenegg, W. (2000). Privatization versus private sector initial public offerings in Poland. **Multinational Finance Journal**, 4(1/2), 69-99.
- Becker, T., Richards, A., & Thaicharoen, Y. (2003). Bond restructuring and moral hazard: are collective action clauses costly?. **Journal of International Economics**, 61(1), 127-161.
- Benninga, S., Helmantel, M., & Sarig, O. (2005). The timing of initial public offerings. **Journal of financial economics**, 75(1).
- Brocato, D. (2010). Push and pull marketing strategies. Wiley International Encyclopedia of Marketing.
- Campara, J. P., Paraboni, A. L., da Costa Jr, N., Saurin, V., & Lopes, A. (2017). Subjective risk tolerance and numeracy skills: A study in Brazil. **Journal of Behavioral and Experimental Finance**, 14, 39-46.
- Celikyurt, U., Sevilir, M., & Shivdasani, A. (2010B). How an IPO helps in M&A. **Journal of Applied Corporate Finance**, 22(2), 94-99.
- Celikyurt, U. Sevilir, M. & Shivdasani, A. (2010A). Going public to acquire? The acquisition motive in IPOs. **Journal of Financial Economics**. 96(3). 345-363.
- Chaffai, M., & Medhioub, I. (2014). Behavioral finance: An empirical study of the Tunisian stock market. **International Journal of Economics and Financial Issues**, 4(3).
- Chemmanur, T. J., & Fulghieri, P. (1999). A theory of the going-public decision. **The review of financial studies**, 12(2), 249-279.
- Chen, G., Firth, M., & Kim, J. B. (2000). The post-issue market performance of initial public offerings in China's new stock markets. **Review of Quantitative Finance and Accounting**, 14(4), 319-339.
- Cho, J. I., & Ha, K. S. (2011). The Structural Relationships of The Promotion Mix, Brand Equity and Purchase Intention-Focused on the Automobile Products. **The Journal of the Korea Contents Association**, 11(9), 275-292.
- Coe, D. T., & Kim, S. J. (2002). 7 The Role of Corporate Bond Markets in the Korean Financial Restructuring Process. In Korean crisis and recovery. **Working Paper**; International Monetary Fund.
- Cumming, D. J., & Johan, S. (2012). **The IPO as an Exit Strategy for Venture Capitalists: Regional Lessons from Canada with International Comparisons**. Handbook of Research on IPOs, Mario Levis and Silvio Vismara, eds., Edgar Elgar.
- Daines, R., & Klausner, M. (2001). Do IPO charters maximize firm value? Antitakeover protection in IPOs. **Journal of Law, Economics, and Organization**, 17(1), 83-120.
- Dissanayake, D. M. S. B. (2021). The relationship between macroeconomic variables and budget deficit: A comparative study of Sri Lanka with Malaysia and South Korea. In *New Horizons in Management, Leadership and Sustainability* (pp. 309-336). Springer, Cham.

- Dixon-Ogbechi. B. N., Jagun. S. O., Ighomereho. S. O., Rahim, G A., & Haran. E. M. (2014). Determination of Promotional Strategy for Organizations in the Nigerian Insurance Industry Using the AHP Model. **International Journal of the Analytic Hierarchy Process**. 7 (1), 1-5.
- Fama, E. F., & French, K. R. (2015). A five-factor asset pricing model. **Journal of financial economics**, 116(1), 1-22.
- Goi, C. L. (2009). A review of marketing mix: 4Ps or more. **International journal of marketing studies**, 1(1), 2-15.
- Grundström, C. (2015). Push/pull marketing strategy. *Wiley Encyclopedia of Management*, 1-1.
- Horne, C. S., Brock, J. K., Freeman, J. K., & Odell, H. S. (2021). Conceptualizing and measuring the promotion of nonprofit organizations' evidence use by US social service funding programs. **Journal of Public and Nonprofit Affairs**, 7(2), 240-263.
- Indro, D. C., Jiang, C. X., Hu, M. Y., & Lee, W. Y. (1999). Mutual fund performance: does fund size matter?. **Financial Analysts Journal**, 55(3), 74-87.
- Işoraité, M. (2016). Marketing mix theoretical aspects. **International Journal of Research-Granthaalayah**, 4(6), 25-37.
- Jain, B. A., & Kini, O. (1999). The life cycle of initial public offering firms. **Journal of Business Finance & Accounting**, 26(9-10), 1281-1307.
- Jain, M. K. (2013). An analysis of marketing mix: 7Ps or more. **Asian Journal of Multidisciplinary Studies**, 1(4), 23-28.
- Khoa, B. T., & Thai, D. T. (2021). Capital structure and trade-off theory: Evidence from Vietnam. **The Journal of Asian Finance, Economics, and Business**, 8(1), 45-52.
- Kiymaz, H. (2000). The initial and aftermarket performance of IPOs in an emerging market: evidence from Istanbul stock exchange. **Journal of Multinational Financial Management**, 10(2), 213-227.
- Kumar, S., & Patra, S. (2017). Does promotion mix really help to enhance brand equity: A literature review. **Indian Journal of Commerce and Management Studies**, 8(2), 80-86.
- Lim, W. M., & Guzmán, F. (2022). How does promotion mix affect brand equity? Insights from a mixed-methods study of low involvement products. **Journal of Business Research**, 141, 175-190.
- Lind, D. A., Marchal, W. G., & Wathen, S. A. (2017). **Statistical Techniques in Business & Economics**. McGraw-Hill Education.
- Loughran, T., & Ritter, J. R. (2002). Why don't issuers get upset about leaving money on the table in IPOs?. **The Review of Financial Studies**, 15(2), 413-444.
- Lowery. M.. (2002). Why does IPO volume fluctuate so much? **Journal of Financial Economics**. 67. 3– 40.
- Mangold, W. G., & Faulds, D. J. (2009). Social media: The new hybrid element of the promotion mix. **Business horizons**, 52(4), 357-365.

- Martellini, L., Milhau, V., & Tarelli, A. (2018). Capital structure decisions and the optimal design of corporate market debt programs. **Journal of Corporate Finance**, 49, 141-167.
- Miao, J. (2005). Optimal capital structure and industry dynamics. **The Journal of finance**, 60(6), 2621-2659.
- Olivia, M., & Alma, C. (2021). Capital Market Development and Internal Borrowing in Latin America Countries. **Journal of Finance and Accounting**, 5(4), 12-22.
- Ressler, R. W., Paxton, P., Velasco, K., Pivnick, L., Weiss, I., & Eichstaedt, J. C. (2021). Nonprofits: A Public Policy Tool for the Promotion of Community Subjective Well-being. **Journal of Public Administration Research and Theory**, 31(4).
- Sagala. C., Destriani. M., Putri. U. K., & Kumar, S. (2014). Influence of Promotional Mix and Price on Customer Buying Decision toward Fast Food sector: A survey on University Students in Jabodetabek. **International Journal of Scientific and Research Publications**, 4(1), 509-516.
- Singh, M. (2012). Marketing mix of 4P's for competitive advantage. **IOSR Journal of Business and Management**, 3(6).
- Siripipatthanakul, S., & Chana, P. (2021). Service Marketing Mix (7Ps) and Patient Satisfaction in Clinics: A Review Article. **International of Trend in Scientific Research and Development**, 5 (5).
- Soares, D. B., & Sousa, B. B. (2021). The role of communication in consumer behavior in social and nonprofit marketing: the case of psp in Portugal. **International Review on Public and Nonprofit Marketing**, 1-13. <https://doi.org/10.1007/s12208-021-00294-3>.
- Stanton, W. R., & McGee, R. (1996). Adolescents' promotion of nonsmoking and smoking. **Addictive Behaviors**, 21(1).
- Titman, S., & Tsyplakov, S. (2007). A dynamic model of optimal capital structure. **Review of Finance**, 11(3), 401-451.
- Vo, M. T. (2021). Capital structure and cost of capital when prices affect real investments. **Journal of Economics and Business**, 113, 105944.
- Wagdi, O. (2014), Relationship between Risk and Common Stock Return in CML and CAPM, **Scientific Journal of Economic and Commerce**, 44 (2), 1-16.
- Wagdi, O., & Salman, E., (2021). The Impact of Sovereign Credit Ratings on Foreign Portfolio Investment Flows to Emerging Markets , **Indian Journal of Economics and Business**, 20(3).
- Yousaf, S. (2016). Promotion mix management: A consumer focused Islamic perspective. **Journal of Marketing Communications**, 22(2), 215-231.
- Zhou, L. J., & Sadeghi, M. (2021). The long-run role of innovation in the IPO market: inhibition or promotion?. **Accounting & Finance**, 61(2), 3735-3779.

ملحق رقم (١)

بروتوكول المقابلات الشخصية

١. هل لاحظت أي أنشطة ترويجية للطروحات العامة بأسواق المال المصرية سواء كان هذا الطرح تعلق بأذون الخزانة أو سندات الخزانة أو سندات الشركات الخاصة أو أسهم الشركات الخاصة أو وثائق صناديق الاستثمار، اذكرها؟
٢. ما هو النطاق الزمني للحملات الترويجية للطروحات العامة بأسواق المال المصرية سواء كان هذا الطرح تعلق بأذون الخزانة أو سندات الخزانة أو سندات الشركات الخاصة أو أسهم الشركات الخاصة أو وثائق صناديق الاستثمار؟
٣. هل هناك اختلاف في استراتيجيات و ممارسات الحملات الترويجية للطروحات العامة بأسواق المال المصرية باختلاف غرض الطرح بين تمويل عجز الموازنة أو تمويل الانفاق الحكومي أو توسيع قاعده الملكية أو التأسيس أو تمويل عمليات النمو للجهة المصدرة أو لتدنية التكلفة المرجحة لراس المال $WACC$ ؟
٤. هل هناك اختلاف في استراتيجيات وممارسات الحملات الترويجية للطروحات العامة بأسواق المال المصرية باختلاف مدير الطرح؟
٥. عادة ما يتم تطبيق أما استراتيجية السحب أو استراتيجية الدفع كاستراتيجية لأنشطة الترويج، فهل سمعت بأحدهم؟ واي منهم محل تطبيق في الطروحات العامة في أسواق المال المصرية؟
٦. كيف يمكن تطوير سوق الطرح العام بالأسواق المال المصرية؟
٧. كيف يمكن تحسين الممارسات الترويجية للطروحات العام بأسواق المال المصرية؟

ملحق رقم (٢)

قائمة الاستقصاء الموجة لمديري الطروحات العامة

عزيزي / عزيزتي

نتشرف بمشاركاتكم معنا في بحث حول ترويج الطروحات العامة، لذا نرجو من سيادتكم التكرم بإبداء الرأي نحو العبارات التالية، حيث نرجو أن تساهم نتائج ذلك البحث في مساعدة دعم كفاء أسواق المال المصرية.

لذلك نرجو من سيادتكم التكرم بالتعرف على المفاهيم الرئيسية للبحث من خلال الجدول رقم (١)، ثم إبداء الرأي الذي يُعبر عن وجه نظر سيادتكم، علمًا بأن آرائكم لن يتم الإفصاح عنها لأى طرف، حيث يقتصر عرض البيانات في صورة إحصائية، لتعبر عن الاتجاهات العامة نحو موضوع البحث (الاستراتيجيات الترويجية للطروحات العامة في الأسواق المالية المصرية بين الممارسات ومحددات النجاح).

ونشكر سيادتكم مقدمًا على هذه المساهمة التي تخدم أنشطة البحث العلمي، وتطوير أداء بنكم الموقر.

الباحثان

الجدول رقم (١) المفاهيم الرئيسية للبحث

المصطلح	المفهوم
ترويج الطروحات العامة	هو أحد أبعاد المزيج التسويقي التي تطبقه جهة إصدار الأوراق المالية طبقًا لاستراتيجياتها وخططها المالية؛ التي قد تكون معلنة أو غير معلنة عند إصدارها ورقة مالية ما؛ سواء كانت تمثل اداة ملكية (أسهم منظمات أعمال/وثائق بصناديق استثمار) أو اداة مديونية (سندات منظمات الأعمال/ سندات خزانه/ أنون خزانه)؛ والتي تتباين خصائصها من حيث السيولة والمخاطرة ومحددات التقييم، وذلك من خلال تفويض وتعاقد مع مدير للطرح عادة ما يكون أحد بنوك الاستثمار، يتولى تقديم وتنفيذ استراتيجية ترويجية عبر مزيج من الأنشطة الترويج، لتحقيق اتصال فعال عبر تدفق متجدد للمعلومات المالية وغير المالية من جانب جهة الإصدار نحو شريحة المتداولين المستهدفين في الأسواق التي يتواجدون بها للتأثير على سلوك الاستثماري لتلك الشريحة المستهدفة عبر لفت انتباههم للورقة المالية المصدر المراد ترويجها ثم زيادة نطاق معرفة الشريحة المستهدفة بخصائص المالية لها يلي ذلك استهداف تغيير موقف تلك الشريحة نحو مدى الجاذبية الاستثمارية للورقة محل الترويج و أخيرا اتخاذ سلوك بالمشاركة في الطرح العام عبر تقديم هامش الضمان النقدي للاكتتاب بالطرح العام لتلك الورقة المالية.
مدير الطرح	يختص مدير الطرح الأوراق المالية بتقديم المشورة الفنية لتوقيت وتسعير وترويج الطرح العام لجهة الإصدار سواء كانت حكومية أو إحدى منظمات الأعمال.
الاستراتيجية الترويجية للطرح العام	هناك استراتيجيتين للترويج هما السحب و الدفع، ففي ظل استراتيجية السحب، يتم توجيه الجهود الترويجية نحو شريحة المتداولين المستهدفين، أما في ظل استراتيجية الدفع، يتم توجيه الجهود الترويجية نحو الوسطاء الماليين (من أمثلتها شركات السمسرة/ المستشارين الماليين/شركات ادارة المحافظ)

المحور الأول: محددات فعالية عمليات ترويج الطروحات العامة

فيما يلي مجموعة من العوامل التي قد تؤثر على نجاح عمليات الترويج للأوراق المالية محل الطرح العام، رجاء اختار ما يناسب رأي سيادتكم

م	العبارة	أوافق تماماً	أوافق	يحتمل ذلك	غير موافق	غير موافق على الإطلاق
١	نوع الورقة المالية (أذون خزانة /سندات خزانة/ سندات شركات /أسهم شركات/ وثائق صناديق استثمار)					
٢	جهة الطرح (إحدى الجهات الحكومية كالبنك المركزي المصري بالنيابة عن وزارة المالية مقابل إحدى شركات القطاع الخاص)					
٣	حجم الطرح					
٤	تسعير الطرح					
٥	توقيت الطرح					
٦	المستثمرون المستهدفون من الطرح					
٧	سمسار البائع					
٨	وجود صندوق لضمان تغطية الطرح					
٩	وجود صندوق ضمان استقرار سعر الورقة المالية، وحجمه.					

المحور الثاني: استراتيجيات ترويج الطروحات العامة

فيما يلي استراتيجيتي ترويج الأوراق المالية محل الطرح العام، رجاء اختار ما يناسب سيادتكم طبقاً لنوع الورقة المالية

م	الورقة المالية	استراتيجية السحب	استراتيجية الدفع
		يتم توجيه الجهود الترويجية نحو شريحة المتداولين المستهدفين طبقاً لشكل القانوني (شخص طبيعي/اعتباري) أو من حيث الجنسية (محلي/عربي/أجنبي)	يتم توجيه الجهود الترويجية نحو الوسطاء الماليين (من أمثلتها شركات السمسرة/ المستشارين الماليين/شركات إدارة المحافظ)
١٠	أذون الخزانة		
١١	سندات خزانة		
١٢	سندات لمنظمات أعمال		
١٣	أسهم لمنظمات أعمال		
١٤	وثائق استثمار		

ملحق رقم (٣)

قائمة الاستقصاء الموجة لمتداولين بأسواق المالية المصرية

عزيزي / عزيزتي

نتشرف بمشاركاتكم معنا في بحث حول ترويج الطروحات العامة، لذا نرجو من سيادتكم التكرم بإبداء الرأي نحو العبارات التالية، حيث نرجو أن تساهم نتائج ذلك البحث في مساعدة دعم كفاء أسواق المال المصرية.

لذلك نرجو من سيادتكم التكرم بالتعرف على المفاهيم الرئيسية للبحث من خلال الجدول رقم (١)، ثم إبداء الرأي الذي يُعبر عن وجه نظر سيادتكم، علماً بأن أرائكم لن يتم الإفصاح عنها لأى طرف، حيث يقتصر عرض البيانات في صورة إحصائية، لتعبر عن الاتجاهات العامة نحو موضوع البحث (الاستراتيجيات الترويجية للطروحات العامة في الأسواق المالية المصرية بين الممارسات ومحددات النجاح).

ونشكر سيادتكم مقدماً على هذه المساهمة التي تخدم أنشطة البحث العلمي، وتطوير أداء بنكم الموقر.

الباحثان

جدول رقم (١) : مصطلحات ذات العلاقة

المصطلح	المفهوم
ترويج الطروحات العامة	هو أحد أبعاد المزيج التسويقي التي تطبقه جهة إصدار الأوراق المالية طبقاً لاستراتيجياتها وخططها المالية؛ التي قد تكون معلنة أو غير معلنة عند إصدارها ورقة مالية ما؛ سواء كانت تمثل اداة ملكية (أسهم منظمات أعمال/وثائق بصناديق استثمار) أو اداة مديونية (سندات منظمات الأعمال/ سندات خزانه/ أدون خزانه)؛ والتي تتباين خصائصها من حيث السيولة والمخاطرة ومحددات التقييم، وذلك من خلال تفويض وتعاقد مع مدير للطرح عادة ما يكون أحد بنوك الاستثمار، يتولى تقديم وتنفيذ استراتيجية ترويجية عبر مزيج من الأنشطة الترويجية، لتحقيق اتصال فعال عبر تدفق متجدد للمعلومات المالية وغير المالية من جانب جهة الإصدار نحو شريحة المتداولين المستهدفين في الأسواق التي يتواجدون بها للتأثير على سلوك الاستثماري لتلك الشريحة المستهدفة عبر لفت انتباههم للورقة المالية المصدرة المراد ترويجها ثم زيادة نطاق معرفة الشريحة المستهدفة بخصائص المالية لها يلي ذلك استهداف تغيير موقف تلك الشريحة نحو مدى الجاذبية الاستثمارية للورقة محل الترويج و اخيراً اتخاذ سلوك بالمشاركة في الطرح العام عبر تقديم هامش الضمان النقدي للاكتتاب بالطرح العام لتلك الورقة المالية.
مدير الطرح	يختص مدير الطرح الأوراق المالية بتقديم المشورة الفنية لتوقيت وتسعير وترويج الطرح العام لجهة الإصدار سواء كانت حكومية أو إحدى منظمات الأعمال.
الممارسات الترويجية	تتمثل الممارسات الترويجية في مدى استخدام عناصر المزيج الترويجي، والتي تشمل على الإعلان، تنشيط المبيعات، البيع الشخصي، العلاقات العامة، الدعاية، المؤتمرات الاستثمارية، والتسويق المباشر، التسويق الفيروسي، المؤثرون على مواقع التواصل الاجتماعي.

المحور الأول: محددات فعالية عمليات ترويج الطروحات العامة

فيما يلي مجموعة من العوامل التي قد تؤثر على نجاح عمليات الترويج للأوراق المالية محل الطرح العام، رجاء اختيار ما يناسب رأي سيادتكم

م	العبارة	أوافق تماماً	أوافق	يحتمل ذلك	غير موافق	غير موافق على الإطلاق
١	نوع الورقة المالية (أذن خزانة /سندات خزانة/ سندات شركات /أسهم شركات/ وثائق صناديق استثمار)					
٢	جهة الطرح (أحدى الجهات الحكومية كالبنك المركزي المصري بالنيابة عن وزارة المالية مقابل إحدى شركات القطاع الخاص)					
٣	حجم الطرح					
٤	تسعير الطرح					
٥	توقيت الطرح					
٦	المستثمرون المستهدفون من الطرح					
٧	سمسار البائع					
٨	وجود صندوق لضمان تغطية الطرح					
٩	وجود صندوق ضمان استقرار سعر الورقة المالية، وحجامة.					

المحور الثاني: فعالية عناصر المزيج الترويجي للطروحات العامة

فيما يلي مجموعة عناصر المزيج الترويجي للأوراق المالية، رجاء حدد مدى معرفتك بإحدى الطروحات العامة عن طريق كل عنصر على حده

م	العبارة	أوافق تماماً	أوافق	يحتمل ذلك	غير موافق	غير موافق على الإطلاق
١٠	الإعلان الصحفي					
١١	الإعلان الإلكتروني					
١٢	الإعلان التلفزيوني					
١٣	الإعلان الإذاعي					
١٤	الترويج الشخصي (الاتصال المباشر وجها لوجه أو من خلال الاتصال التليفوني)					
١٥	العلاقات العامة					
١٦	الدعاية والنشر (التغطية الاخبارية عن الطرح)					
١٧	المؤتمرات الاستثمارية					
١٨	التسويق المباشر (رسائل على البريد الإلكتروني أو رسائل نصية)					
١٩	التسويق الفيروسي (المنشورات على مواقع التواصل الاجتماعي)					
٢٠	المؤثرون على مواقع التواصل الاجتماعي.					
٢١	شركات السمسرة					
٢٢	المستشارين الماليين					
٢٣	شركات ادارة المحافظ					

ملحق رقم (٤)

قائمة المؤسسات المالية المرخص لها بممارسة نشاط الترويج وتغطية الاكتتاب

م	المؤسسة المالية	تاريخ الترخيص
1	القاهرة الوطنية للاستثمار والأوراق المالية	1994-03-27
2	مصر للاستثمارات المالية	1994-04-12
3	مجموعة الاستثمارات والأوراق المالية	1994-12-14
4	الأهلي للتنمية والاستثمار	1995-04-23
5	الأهلي المالية للاستثمارات	1995-09-06
6	بيكو للاستثمارات	1996-02-13
7	الإسكندرية الوطنية للاستثمارات المالية	1996-02-25
8	اتش سي للأوراق المالية والاستثمار	1996-05-05
9	اليكترولكس مصر	1996-09-08
10	هيرميس للاستثمار في الأوراق المالية	1997-03-03
11	القابضة المصرية الكويتية	1998-03-18
12	اسكندرية للاستثمارات المالية والتنمية	1998-06-23
13	مصر اكستريور للاستثمارات المالية	1998-08-06
14	ايه دي اي للاستثمار في الأوراق المالية (ايه دي ايه للتنمية السياحية والعقارية سابقا)	1998-08-17
15	برايم كابيتال لترويج وتغطية الاكتتابات	1998-09-28
16	فليمنج سي اي سي كوربيرت فاينانس(فليمنج المنصور لضمان الاكتتاب في ام سابقا)	1998-10-08
17	المجموعة المالية-هيرميس لترويج وتغطية الاكتتاب	1999-03-15
18	القاهرة للاستثمارات المالية	1999-04-14
19	المستثمر الدولي لضمان الاكتتاب في الأوراق المالية	1999-04-22
20	الضامن لضمان الاكتتاب في الأوراق المالية	1999-05-13
21	اودن للاستثمارات المالية (المصريين في الخارج للاستثمار والتنمية سابقا)	1999-08-18
22	كونكورد للاستشارات وترويج الأوراق المالية (أم أي بي سي جروب سابقا)	2001-11-14
23	سيجما كابيتال القابضة للاستثمارات المالية	2003-12-07
24	انفستيا للاستثمارات المالية	2005-02-03
25	بلتون لترويج وتغطية الاكتتاب	2005-05-04
26	أموال للاستثمارات المالية	2006-04-16
27	دلنا رسملة للاستثمارات المالية (دلنا سابقا)	2006-05-31
28	النعيم للاستثمارات المالية	2006-06-11
29	دو كابيتال للاستثمارات المالية (المال للاستثمارات المالية سابقا)	2006-10-09
30	الأهلي فاروس لترويج وتغطية الاكتتاب في الأوراق المالية	2007-03-22
31	بلتون القابضة للاستثمارات المالية	2007-11-04
32	سي اي كابيتال لترويج وتغطية الاكتتابات في الأوراق المالية	2008-02-24
33	الإمارات الدولية للاستثمار مصر	2010-06-30
34	ريدج كابيتال القابضة للاستثمارات المالية - الرشاد أولبيسك سابقا	2010-10-12
35	القابضة المالية للطيران المدني	2010-11-11
36	فيصل للاستثمارات المالية	2010-12-19
37	بروفيشينالز للاستثمارات المالية وترويج وتغطية الاكتتاب في الأوراق المالية	2011-01-02
38	مصر لإدارة الاستثمارات المالية	2011-02-08
39	كانتليست بارتنرز هولدنغ (دلنا المالية للاستثمار سابقا)	2011-03-22
40	كومباس كابيتال للاستثمارات المالية	2011-07-28
41	أرقام كابيتال لترويج وتغطية الاكتتابات والاستشارات المالية عن الأوراق المالية	2013-01-02

م	المؤسسة المالية	تاريخ الترخيص
42	ابو ظبي الاسلامي كابيتال لترويج وتغطيه الاكتتابات في الأوراق المالية	2013-06-25
43	النعيم كابيتال للاستثمار (التوفيق للاستثمارات المالية سابقا)	2014-10-27
44	ميجا القابضة للاستثمار وترويج الاكتتاب	2015-02-24
45	ثروه لترويج وتغطيه الاكتتاب في الأوراق المالية	2015-04-07
46	ان اي كابيتال القابضة	2016-06-06
47	رايه القابضة للاستثمارات المالية (رايه القابضة للتكنولوجيا والاتصالات سابقا)	2017-02-28
48	ايجل كابيتال للاستثمارات المالية	2017-08-15
49	رينيسانس كابيتال ايجيبت لترويج وتغطيه الاكتتاب في الأوراق المالية	2017-12-19
50	الأهلي لإدارة الاستثمارات المالية (الأهلي لإدارة صناديق الاستثمار ومحافظ ام سابقا)	2018-01-24
51	اصول عربييه للاستثمار والاستشارات المالية OIB	2018-02-27
52	بريميير القابضة للاستثمارات المالية	2018-02-27
53	مجموعه اسطول للاستثمارات المالية	2018-03-21
54	انتلجنث واي كابيتال بارتنرز للاستشارات والترويج (ثري سيز كابيتال بارتنرز سابقا)	2018-05-31
55	البركة للاستثمارات المالية	2019-02-19
56	سي اي كابيتال القابضة للاستثمارات المالية	2019-07-01
57	مصر كابيتال (مصر المالية للاستثمارات سابقا)	2019-07-30
58	اودن كابيتال جروب للاستثمارات المالية (المجموعة المصرية للاستثمار القابضة سابقا)	2019-12-31
59	الأهلي كابيتال لإدارة الاستثمارات	2020-04-02
60	بيت الخبرة القابضة (كامار) (كامار القابضة للاستثمارات المالية سابقا)	2020-08-25
61	ازيموت مصر لإدارة الصناديق ومحافظ الأوراق المالية	2021-02-01
62	تايفون القابضة للاستثمارات المالية	2021-03-09
63	انكور للاستثمارات المالية (تي سي في القابضة للاستثمارات المالية سابقا)	2021-03-24
64	مباشر كابيتال هولدنغ للاستثمارات المالية	2021-04-04
65	فيرست كابيتال للاستشارات المالية عن الأوراق المالية	2021-06-17
66	بنك الاستثمار العربي	2021-12-26

المصدر: هيئة الرقابة المالية