تأثير إعلان إصدارات حقوق الاكتتاب على العائد غير العادي للسهم مستخدماً نموذج السوق عبر محفظة القطاعات : منهجية دراسة الحدث (بالتطبيق على السوق المالي المصري)

فرحات رجب عبدالتواب عبدالخالق
مدرس مساعد بقسم ادارة الاعمال
كلية التجارة
جامعة القاهرة
Farahat_abdeltawab@foc.cu.edu.eg

يسرى حسين محمد خليفة
أستاذ التمويل
كلية التجارة
جامعة القاهرة

محمد عنتر أحمد أحمد
أستاذ التمويل المساعد
كلية التجارة
جامعة القاهرة

مستخلص البحث

تهدف الدراسة الي اختبار تأثير إعلان إصدارات حقوق الاكتتاب (ROs) على متوسط العائد غير العادي للسهم مستخدماً العائد المُقدر بنموذج السوق (MM) بالتطبيق على السوق المالي المصري، واختبار مدى وجود فرق معنوي بين العائد المُقدر بنموذج السوق (MM) فى حالة تقدير معلمات الانحدار OLS بكلٍ من مؤشر السوق الرئيسي (EGYX 30) و مؤشر القطاع (R Sector) خلال فترة التقدير (Estimation period)، والتى إعتمدت على منهجية دراسة الحدث (Event study methodology) خلال الفترة ما بين ٢٠٠٧ إلى٢٠١٨ ، وبلغت عينة الدراسة ٨٧ شركه وتضم ١١٣ إعلان، وتوصل الباحثون إلى ان هناك تأثيراً سلبياً لإعلان إصدارات حقوق الاكتتاب (ROs) على متوسط العائد غير العادي خلال فترة اختبار قصيرة نسبياً (+١٠ يوم)، وتأثيراً إيجابياً لإعلان إصدرات حقوق الاكتتاب (ROs) على متوسط العائد غير العادي خلال فترة اختبار طويلة نسبياً (+٣٠ يوم)، وان هناك اختلاف لتأثير إعلان اصدارات حقوق الاكتتاب ROs على متوسط العائد غير العادي AR باختلاف المؤشر المستخدم (مؤشر السوق الرئيس (EGYX30)، مؤشر محفظة القطاع (Sector) لنموذج السوق Market Model (MM) المستخدم لتقدير معلمات نموذج الانحدار البسيط (OLS) فى تقدير العائد المُتوقع Estimated return خلال فترة التقدير Estimation period، وسوف يتم سرد المقاله من خلال عرض لمشكلة الدراسة، الدراسات السابقة، بيانات الدراسة، منهجية الدراسة، الدراسة التطبيقيه، النتائج، التوصيات وفى النهايه عرض الدراسات المستقبليه.

الكلمات المفتاحية

منهجية دراسة الحدث Event study methodology، إعلان اصدارات حقوق الاكتتاب (ROs)، نموذج السوق (MM)، مؤشر السوق الرئيسي (EGYX30)، مؤشر محفظة القطاع Sector portfolio، العائد غير العادي Abnormal return.

تم استلام البحث في ١٩ يناير ٢٠٢٣، ***وقبوله للنشر في*** ٢٨ مايو ٢٠٢٣

١. مقدمة:

إصدارات حقوق الاكتتاب ROs هي أحد طرق زيادة رأس مال شركات المساهمه (Corporation) القائم على الخيارات، حيث يتم منح المساهمين الحاليين حق الخيار (Option right) فى الاكتتاب لعدد من الأسهم مساوياً لنسبة ملكيتهم الحاليه فى أسهم الشركة وهذا حق وليس إلزام عليهم لانه خيار Holdness & Pontiff (2016)، وتعتبر إصدارات حقوق الاكتتاب أحد الطرق الرئيسية الثلاث لإصدار الشركة المساهمه أسهم مالية بجانب طريقتى الاكتتاب العام (Public offering) و الطرح الخاص (Private Placement) كما ورد فى دراسة Holderness and Pontiff (2016). وقد يرغب البعض من المساهمين في بيع هذا الحق من تلك الإصدارات. أيضاً قد يكون لدى المساهمين أموالاً كافيه للشراء لكنهم قد لا يعتبرون إصدارات حقوق الاكتتاب خياراً مربحًا لهم بالمقارنة بالخيارات الأخرى المتاحة (الفرص الاستثماريه الاخرى) بالسوق .

وعادةً ما يتم تسعير إصدارات حقوق الاكتتاب بخصم كبير Holderness and Jeffrey(2016)، بمعنى انه يتم تسعيره بسعر منخفض وذلك لتوفير حوافز للمساهمين الحاليين للمشاركة، وتؤثر التغييرات في السياسات المالية للشركات على أسعار الأسهم ومن ثم على عوائدها بطريقه منتظمة ويمكن التنبؤ بها. وبالرغم من ذلك إلا ان الأساس المنطقي لهذا يتمثل فى رد فعل السوق التى لم يتم الجزم به بشكل مطلق حتى الان، حيث يعتمد جزء كبير من التفسيرات النظرية على عدم تماثل المعلومات (Information Asymmetry) وكفاءة السوق (Market Efficiency) وفرضية السيولة (Liquidity Hypothesis) كما أشارت دراسة Malhotra, et al. (2012). ومن الأسباب التي تجعل الأسواق تستجيب بشكل مختلف لإعلانات إصدارات حقوق الاكتتاب هى (١) طرق إصدارات مختلفة، (٢) تأثيرات المعلومات، (٣) الظروف الإقتصادية التي تزيد من خلالها الشركة رأسمالها الإضافي، (٤) الاختلافات المؤسسية، (٥) تأثيرات الصناعة. وبالتالي من المهم معرفة كيف يتفاعل أو يستجيب سعر السهم لإعلان إصدارات حقوق الاكتتاب وفقًا لما ذكره Malhotra, et al. (2012).

ان قضية إتاحة المعلومات من أهم القضايا وخاصة فى صنع واتخاذ القرار والتى ترتبط بتسعير الأصول (Assets Pricing) ومن ثم رشد المستثمر بالإضافه إلىان إتاحة المعلومات يُحسن من مستوى كفاءة السوق المالى، وتعتمد تلك الدراسة على منهجية دراسة الحدث وذلك من خلال حساب العائد غير العادي (Abnormal return) والذى يُحسب من خلال الفرق بين العائد الفعلي والعائد المُقدر من خلال السوق بواسطة العديد من النماذج الاحصائية مثل نموذج العائد المتوسط (Mean return Model) والنموذج المرجح بالسوق (Market Adjust Model) ونموذج السوق (The market model) وآخرى MacKinlay A.C. (1997),.

ويشير الباحث انه يعتمد على تقييم العائد المُقدر من قبل السوق لحساب العائد غير العادي AR من خلال نموذج السوق (The market model) حيث يستعين بمؤشر السوق الرئيسي EGYX30 وأيضاً بمؤشر الصناعه أو ما يسمى بمحفظة القطاع (Sector Portfolio)لحساب كلٍّ من ثابت الانحدار Constant (a) ومعامل البيتا Beta وذلك لمعرفة الفرق ومدى مساهمتة فى تعزيز هدف الدراسة والمتمثل فى اختبار تأثير إعلان إصدارات حقوق الاكتتاب (Rights Issues) على العائد غير العادي للسهم، ويشير الباحث انه يعتمد على فترة الحدث للعوائد غير العاديه اليوميه (- ٣٠ يوم قبل، صفر، + ٣٠ يوم بعد)، وفترة التقدير ٢٥٠ يوم قبل فترة الحدث بـ ١٠ ايام، وتتم الدراسة خلال الفترة من ٢٠٠٧ إلى٢٠١٨ بالتطبيق على ١١٣ إعلان لإصدارات حقوق الاكتتاب ROs للشركات المدرجة بالسوق المالىالمصرى كعينه تشمل ٨٧ شركه من اجمالى١٢٠ شركه تضم ١٩٨ إعلان.

٢. مشكلة الدراسة:

تتلخص مشكلة الدراسة فى الاجابه على الاسئلة التاليه :

١- إلى أى مدى يؤثر إعلان إصدارات حقوق الاكتتاب (ROs) على متوسط العائد غير العادي (AR) باستخدام نموذج السوق (MM) فى حالة تقدير معلمات الانحدار (OLS) بمؤشر السوق الرئيسي (EGYX 30)؟

٢- إلى أى مدى يؤثر إعلان إصدارات حقوق الاكتتاب (ROs) على متوسط العائد غير العادي (AR) باستخدام نموذج السوق (MM) فى حالة تقدير معلمات الانحدار (OLS) بمؤشر القطاع (R Sector)؟

٣. الدراسات السابقة

٣-١ الدراسات السابقة التى توصلت إلىوجود تأثير إيجابي لإعلانات إصدارات حقوق الاكتتاب على العائد غير العادي للسهم:

اختبرت دراسة Tsangarakis (1996) تأثير إعلان إصدارات حقوق الاكتتاب ROs على ثروة الملاك وآعتمد الباحث على عينة من ٥٩ إعلان عن إصدارات حقوق الاكتتاب (Rights Issues) بالتطبيق على الأسواق الناشئه (Emerging market) وبالتحديد على السوق المالى اليونانى خلال الفترة من ١٩٨١ إلى١٩٩٠. واستخدم منهجية دراسة الحدث (Event study methodology) حيث تم تحديد فترة الاختبار Test period (+١٠ يوم، صفر، - ١٠ يوم) وتم تحديد فترة ما قبل فترة الاختبار -٤٠ يوم وتحديد فترة التقدير Estimation period -٢٠٠ يوم، وآعتمد الباحث على نموذج الانحدار الخطى البسيط OLS فى تقدير معلمات (ثابت الانحدار و قيمة بيتا)، واعتمد على نموذج السوق فى تقدير العائد المتوقع ومن ثم العائد غير العادي. وأستنتج Tsangarakis (1996) فى دراسته ان هناك تاثير إيجابي لإعلان إصدارات حقوق الاكتتاب ROs على العائد غير العادي AR

للسهم، حيث بلغت قيمة متوسط متجمع العائد غير العادي للسهم CAAR ٠,٠٣٩٦٥ عند مستوى معنويه ١٪، وبلغ قيمته ٠,٠٨٢٢٥ عند مستوى معنويه ٥٪، وبلغ قيمته ٠,١١٥١٨ عند مستوى معنويه ١٠٪.

وتتفق دراسة كلٍّ من Sung and Hoje (1999) مع دراسة Tsangarakis (1996) حيث تشير دراسة كلٍّ من Sung and Hoje (1999) عن تأثير تدفق المعلومات على تقلب أسعار الأسهم وحجم التداول بالتطبيق على حالة إصدارات حقوق الاكتتاب، تهدف تلك الدراسة إلى اختبار تأثير تدفق المعلومات عن إعلان إصدار حقوق الاكتتاب على تغيرات أسعار الأسهم وحجم التداول، وإعتمدت الدراسة على منهجية دراسة الحدث مستعيناً بنموذج السوق MM فى تقدير العائد غير العادي، حيث تم تطبيق الدراسة على عينه تتكون من ٣,٢٣٨ إعلان إصدار حقوق الاكتتاب خلال الفترة ما بين ١٩٦٨ إلى١٩٩٥ ببورصة نيويورك بالولايات المتحده، وشروط اختيار العينة (١) تاريخ إعلان إصدار حقوق الاكتتاب محدد، (٢) تجاهل إعلانات أخرى فى تاريخ إعلان إصدار حقوق الاكتتاب، (٣) يجب ان تكون الشركة المصدرة مدرجة في بورصة نيويورك، (٤) يجب ان تكون البيانات كاملة لعوائد الأسهم اليومية وحجم التداول متاحة خلال فترة (- ٣٠ يومًا، صفر، + ٣٠ يومًا). وإستنتج كلٍّ من Sung and Hoje (1999) ان هناك تاثير لإعلانات إصدار حقوق الاكتتاب على تغير أسعار الأسهم وحجم التداول، حيث ان هناك تاثير إيجابى وجد لإعلانات إصدارات حقوق الاكتتاب على حجم التداول وتقلبات أسعار الأسهم مما يعني ان إعلان إصدار حقوق الاكتتاب يؤثر إيجابيا على العائد غير العادي للسهم.

واتفقت دراسات Sung and Hoje (1999) , Tsangarakis (1996) , Muradoglu and Aydogan (2003) فى طبيعة العلاقه بين إعلان إصدار حقوق الاكتتاب والعائد غير العادي والمنهجية العلمية، حيث تشير دراسة Muradoglu and Aydogan (2003) التي إختبرت رد فعل السوق التركى على توزيعات السهم وإصدار حقوق الاكتتاب وإعتمدت الدراسة على عينه تشمل ٥١٣ إعلان اصدارات حقوق الاكتتاب لـ ١٦٩ شركة، ٧٣ حدثًا (٤٠ شركة) خلال الفترة من ١٩٨٨ إلى١٩٨٩ و ٢٤٤ حدثًا (١١٣ شركة) في الفترة من ١٩٩٠ إلى١٩٩٢ و ١٩٦ حدثًا (١١٩ شركة) خلال الفترة من ١٩٩٣ إلى١٩٩٤.

وتم الاعتماد على أسعار الإغلاق اليومية للأسهم وحجم الإصدارات في السوق المالي التركي. وإستخدم كلٍّ من Muradoglu and Aydogan (2003) منهجية دراسة الحدث (ESM) فى اختبار تأثير إعلان إصدار حقوق الاكتتاب (ROs) على العائد غير العادي (AR)، حيث حدد فترة الاختبار (+٣٠ يوم ، صفر، - ٣٠ يوم) وتحديد فترة التقدير -٣٠ يوم على ان يكون هناك ٦ أيام فاصله بين فترة الاختبار وفترة التقدير، وتم استخدام نموذج السوق (MM) لحساب معلمات النموذج فى حساب العائد المُقدر ER، وإستنتج الباحثان ان هناك تأثير إيجابى لإعلان إصدارات حقوق الاكتتاب (ROs) على العائد غير العادي للسهم، حيث بلغ متجمع العائد غير العادي ١,٢٩٪ قبل الإعلان (-١٠ ايام) وبلغ ٨,٨٩٪ عند يوم الحدث (صفر) وبلغ ٩,٠٩ % بعد الإعلان (+١٠ ايام) وبلغ ٩,٩٧ % بعد الإعلان (+٣٠ يوم) عن الفترة الإجماليه ما بين ١٩٨٨ إلى١٩٩٤.

واتفقت دراسات Muradoglu and , Sung and Hoje (1999) , Tsangarakis (1996) , Ariff, et al.(2007) Aydogan (2003) فى طبيعة العلاقه بين إعلان إصدار حقوق الاكتتاب والعائد غير العادي والمنهجية العلمية، حيث تشير دراسة Ariff, et al.(2007) إلىتأثير إعلان إصدار حقوق الاكتتاب على العائد غير العادي للسهم خلال كلٍّ من فترات النمو المرتفع والمنخفض، وتشمل عينه الدراسة ١٣٩ شركة (١٠٢ شركة تتصف بالنمو المرتفع، و٣٧ شركة تتصف بالنمو المنخفض) قامت بالإعلان عن إصدارات حقوق الاكتتاب من أصل ٢٨١ إعلان بالتطبيق على السوق المالى السنجابوري، علماً بان إجمالى الشركات المقيده ٤١٣ شركة بالسوق مصنفين لـ ١٢ قطاع، العينة تشمل ٤٦٪ من الشركات الصناعيه و٣٠٪ من الشركات التجاريه خلال الفترة الزمنية من ١٩٨٣ إلى٢٠٠٣.

الدراسة إعتمدت على منهجية دراسة الحدث (Event Study methodology) حيث حددت فترة الاختبار (+ ٢٥٠، صفر، - ٢٥٠ يوم)، وتحديد فترة التقدير (– ١٢٠ ، +١٢٠) يوم وتحديد فتره ما قبل وبعد فترة الاختبار بـ ١٢ يوم، واستخدموا العوائد الإسبوعيه لحساب كلٍّ من ثابت الانحدار ومعامل البيتا باستخدام نموذج السوق (Market Model) خلال فترة التقدير، ولكن إستخدموا العوائد اليوميه خلال فترة الاختبار عند حساب تأثير الإعلان (الحدث) على العائد غير العادي. ووضعت الدراسة بعض الفرضيات للاختبار وهى (١) يختلف تأثير إعلانات إصدار حقوق الاكتتاب على العائد غير العادي للسهم بشكل كبير عن الصفر.(٢) هناك تأثير معنوي مرتفع لإعلان إصدار حقوق الاكتتاب فى فترات النمو الاقتصادى المرتفع بالمقارنه بفترات النمو الإقتصادى المنخفض. (٣) هناك اختلاف معنوي ذات دلاله إحصائيه في العائد غير العادي للسهم لإعلانات إصدار حقوق الاكتتاب وفقاً للحجم.

واتفقت دراسات Ahsan and Alam (2014) مع دراسة Tsangarakis (1996) و دراسة كلٍّ من Sung and Hoje(1999) و دراسة Muradoglu and Aydogan(2003) و دراسة Ariff, et al.(2007) فى طبيعة العلاقه بين إعلان إصدار حقوق الاكتتاب والعائد غير العادي والمنهجية العلمية، حيث تشير دراسة كلٍّ من Ahsan and Alam (2014) إلىتأثير إعلان إصدارات حقوق الاكتتاب عبر القطاعات بالتطبيق على السوق المالى ببنغلاديش. وتشتمل العينة النهائيه للدراسة على ٨٣ شركة قامت بإعلان إصدارات حقوق الاكتتاب خلال الفترة بين ٢٠٠٦ حتي ٢٠١٢، والمسجله بالسوق المالى ببنغلاديش والتى لا تشمل الشركات الماليه مثل البنوك وشركات التأمين. وأستخدم الباحثان منهجية دراسة الحدث، حيث تم تحديد فترة الاختبار (- ٣٠ يوم، صفر، + ٣٠ يوم) وتم تحديد فترة تقدير -٦٠ يوم قبل فترة الاختبار، وتم الاعتماد على نموذج محفظة السوق فى تقدير العائد المقدر ومن ثم تقدير العائد غير العادي للسهم. واستنتج الباحثان ان هنأك تأثير إيجابى قبل الإعلان (-١ يوم ، -٣٠ يوم) حيث بلغت قيمة متوسط العوائد غير العاديه ٨,٧٪ ، وأيضاً كان هناك تأثير ايجابى يعد الإعلان (+١، + ٧ يوم) و (+١ يوم، + ١٠ يوم) حيث بلغ متجمع متوسط العوائد غير العاديه بعد الإعلان ١٠,٧٪ عند (+١ يوم، +١٤ يوم) وعند مستوى معنويه ٥٪.

٣ -٢ الدراسات السابقة التى توصلت إلىوجود تأثير سلبي لإعلانات إصدارات حقوق الاكتتاب على العائد غير العادي للسهم.

اهتمت دراسة Alastair (2202) باختبار رد فعل سعر السهم لإعلان إصدارات حقوق الاكتتاب بالتطبيق على السوق المالي بنيوزيلندا، حيث إعتمدت الدراسة على عينه تتكون من ٨٨ شركه قامت بإعلانات إصدارات حقوق الاكتتاب منهم ٦٢ شركه مكتملة الاكتتاب و ٢٦ شركة لم يكتمل فيها الاكتتاب خلال الفترة بين ١٩٧٦ إلى١٩٩٤، وإعتمدت الدراسة على منهجية دراسة الحدث حيث قُدرت فترة تقدير بـ ٣٠ يوم وتم تحديدها كالتإلى(-٦٠ يوم قبل الحدث إلى-٣١ يوم قبل الحدث) وتم تحديد فترة الحدث (-٣٠ يوم قبل، يوم الحدث، +١ يوم بعد). بالإعتماد على نموذج السوق (MM) فى تقدير العائد المتوقع ومن ثم العائد غير العادي، وقد أوضحت النتائج ان هناك تأثير سلبى لإعلان إصدارات حقوق الاكتتاب على العائد غير العادي للسهم وذلك للشركات المكتمل بها الاكتتاب فى تلك الحقوق بالمقارنه بالشركات التى لم يكتمل بها الاكتتاب، وهناك علاقه سلبيه بين حجم الإصدار والعائد غير العادي، كلما كان حجم الإصدار كبير كلما كان هنك تاثير سلبي قوى على العائد غير العادي.

تتفق دراسة Martin-Ugdo (2003) مع دراسة Alastair (2002)، حيث تختبر دراسة Martin-Ugdo (2003) تأثير إعلان إصدار حقوق الاكتتاب فى أسبانيا على تكاليف التداول والثروه. وتختبر تلك الدراسة إصدارات حقوق الاكتتاب (Rights offerings) في سوق رأس المال الأسباني خلال الفترة ١٩٨٩-١٩٩٧. والهدف من ذلك هو تحديد المتغيرات التي تحدد تكاليف التداول وتحليل رد فعل سوق الأسهم المرتبط بهذا القرار.

وتتكون عينة الدراسة من ٥٧ إعلان لإصدارات حقوق الاكتتاب (Ros) من ٣٩ شركة تتمثل فى قطاعات مختلفه وهى الصناعات الغذائيه (٢) والإتصالات (٢) والتشييد والبناء (٨) والكهرباء (٤) والإستثمار(١) والمعادن(٥) والصناعات والخدمات الأخرى (١٨) والبترول والكيماويات (١٧). وإستنتج Martin-Ugdo ان هناك تأثير سلبي لإعلان إصدارات حقوق الاكتتاب على العائد غير العادي للسهم فى نوعين من عينة إصدارات حقوق الاكتتاب (Rights Issues)، حيث بلغ متجمع العائد غير العادي للسهم بعد فترة الإعلان فى عينة إصدارات الحقوق التى لم يتم الاكتتاب فيها (Non-underwritten Issues) كان - ٢,٤٣٪، وفى عينة إصدارات الحقوق التى تم الاكتتاب فيها مع بعض الإلتزامات المسبقه Underwritten and with Pre-commitments Issues - 0.356٪ وكان متجمع العائد غير العادي إيجابي فى عينة إصدارات الحقوق المكتتب فيها كاملاً Underwritten Issues 0.99٪. وهناك تاثير سلبي لإعلان إصدار حقوق الاكتتاب على العائد غير العادي وفقاً لتقسيم العينة حول فترة الحدث بالإعتماد على تاريخ الخصم (الفرق بين سعر السوق وسعر الاصدار)، حيث بلغ متجمع العائد غير العادي للسهم بعد الإعلان للعينه صاحبة الخصم الكبير Large Discount = - 4.58% وفى العينة صاحبة الخصم الصغير Small Discount = - 2.37%. وأيضا إستنتج Martin-Ugdo ان هناك علاقة سلبية بين التكاليف وإيرادات الإصدارات الإجمالية أي انه كلما زاد حجم إصدارات حقوق الاكتتاب انخفضت التكاليف المرتبطه نسبياً.

واتفقت دراسات Alastair (2002) , Martin-Ugdo (2003) , Pastor-Llorcaa and Martı´n-Ugedo (2004) فى طبيعة العلاقه بين إعلان اصدار حقوق الاكتتاب والعائد غير العادي والمنهجية العلمية، حيث تشير دراسة كلٍّ من Pastor-Llorcaa and Martin-Ugedo (2004) إلىتأثير إعلان إصدارات الاكتتاب على ثروة الملاك والأداء التشغيلى لها بالتطبيق على السوق المإلى الإسبانى. ويشمل مجتمع الدراسة ١٢٥ إعلان إصدارات حقوق الاكتتاب ولكن تم حذف كل الشركات التى قامت بالاندماج (Merger) مع شركه اخرى أو الإستحواذ (Acquisition) على شركة أخرى أو عملية السيطرة (Takeover) على شركة أخرى، ولهذا أصبحت العينة النهائيه ٤٤ إعلان لإصدارات حقوق الاكتتاب خلال الفترة من أبريل ١٩٨٩ إلىديسمبر ١٩٩٦، وتلك الشركات تندرج تحت قطاعات الصناعات الغذائيه والورق والمنسوجات والتشييد والبناء والطاقة والغاز والمياه.

واستخدمت الدراسة منهجية دراسة الحدث Event study methodology حيث تم الإعتماد على طرق مختلفة لحساب العائد المقدر Estimated Return مثل محفظة السوق Market Portfolio وأيضاً المحافظ الماليه للشركات المماثله وفقا للحجم Size والقيمة الدفتريه إلىالقيمة السوقيه B/M ومحفظة مالية تجمع بين الشركات المتماثله فى الحجم والقيمة الدفتريه إلىالقيمة السوقيه Size and BTM portfolio، وتم حساب العائد غير العادي من خلال الفرق بين العائد الفعلى والعائد المُقدر بعد إعلان الإصدار عبر ثلاث سنوات على الأجل الطويل، واستنتج كلٍّ من Pastor-Llorcaa and Martin-Ugedo (2004) ان هناك تأثير سلبى لإعلان إصدار حقوق الاكتتاب على العائد غير العادي للسهم وفقا لمحفظة السوق فى تقدير العائد المقدر بقيمة -٢٠,١٨٪ بالقيمة المرجحه Value weighted و -٩,٤١٪ بالقيمة المرجحه المتساويه Equally weighted و كان تأثير إعلان إصدار حقوق الاكتتاب سلبى على العائد غير العادي وفقاً للمحافظ المماثلة، حيث بلغ وفقاً للحجم – ٤٩,٣٧٪ ووفقاً لنسبة القيمة الدفتريه إلى القيمة السوقيه B/M – 45.63% ووفقاً للحجم والقيمة الدفتريه إلى القيمة السوقيه – ١٣,٧٤٪.

واتفقت دراسات Pastor-Llorcaa , Alastair (2002) , Martin-Ugdo (2003) , Ahsan and Alam (2014) and Martin-Ugedo (2004) فى طبيعة العلاقه بين إعلان إصدار حقوق الاكتتاب والعائد غير العادي والمنهجية العلمية، وتشير دراسة كلٍّ من Ahsan and Alam (2014) إلىاختبار رد فعل أسعار الأسهم لإعلان إصدارات حقوق الاكتتاب التي تقدمها الشركات المختلفة في بورصة دكا Dhaka ببنغلاديش Bangladesh، وإعتمدت الدراسة على ٨٣ إصدارًا لحقوق الاكتتاب من عام ٢٠٠٦ إلىعام ٢٠١٢ مستخدما منهجية دراسة الحدث. وحددت الدراسة فترة اختبار الحدث (-٣٠ يوم، صفر، +٣٠ يوم)، وتحديد فترة التقدير بـ ٩٠ يوم قبل الحدث، وقد إعتمدت الدراسة على نموذج السوق MM فى تقدير العائد المُقدر ومن ثم العائد غير العادي .

وتوضح نتائج الدراسة ان هناك اختلاف معنوى ذو دلاله إحصائيه في العوائد غير العاديه لإعلان إصدارات حقوق الاكتتاب والتواريخ المحيطة، ويوضح التحليل القطاعي للعوائد غير العاديه اليومية ان قطاع الغزل والنسيج يحقق عائد أعلى للعائد غير

العادي بينما يحقق القطاع المصرفي عائد أقل للعائد غير العادي. وتوضح نتائج الدراسة التطبيقيه تأثير إعلان إصدارات حقوق الاكتتاب على العائد غير العادي في كل قطاع، حيث لوحظ ان متوسط متحمع متوسطات العوائد غير العاديه (CAAR) لكل القطاعات ايجابى عند الفترة (-١يوم، -١٠يوم) يبلغ ٠,٠٦٠٤ وعند فترة (-١ يوم ، -٥ يوم) يبلغ ٠,٠٣٩٣ وعند فترة (صفر، +١ يوم) يبلغ ٠,٠٢٣٢ وعند الفترة (صفر، +٥ ايام) يبلغ ٠,٠٠١٦ ويكون تأثير إعلان إصدارات حقوق الاكتتاب (ROs) سلبي على العائد غير العادي حيث بلغ عند الفترة (صفر، - ١٠ ايام) – ٠,٠٥٢٧.

واتفقت دراسات Holderness and Pontiff (2016) مع دراسة كلٍّ من Martin-Ugdo (2003) و دراسة Alastair (2002) و دراسة كلٍّ من Pastor-Llorcaa and Martin-Ugedo (2004) و دراسة كلٍّ من Ahsan and Alam (2014) و دراسة كلٍّ من Otieno and Ochieng (2015) فى طبيعة العلاقه بين إعلان إصدار حقوق الاكتتاب والعائد غير العادي والمنهجية العلمية، حيث تشير دراسة كلٍّ من Holderness and Pontiff (2016) إلى أسباب عدم مشاركة المساهمين في إصدارات حقوق الاكتتاب، حيث تشمل ١٣٩ شركه أجرت إصدارات حقوق الاكتتاب (ROs) خلال الفترة من ١٩٨٨ و ٢٠٠٩ لقياس تأثير إعلان إصدارات حقوق الاكتتاب على تحويل الثروه، حيث تبلغ مشاركة المساهمين في إصدارات حقوق الاكتتاب المحلية القيمة ٦٤٪ فقط ، وهي نسبة أقل بكثير مما سبق تأكيده وهو ما يؤدي إلى تحويل الثروات من المساهمين غير المشتركين فى الاكتتاب فى إصدارات حقوق الاكتتاب (ROs) إلى المساهمين المشاركين فى (ROs) بنسبة تبلغ فى المتوسط ٧٪ من حجم الطرح Offering. عمليات تحويل الثروة وتحدث كثيرا فى الطروحات الكبيره Big offering نسبياً.

ويتفاعل سوق الأوراق المالية بشكل سلبي مع عمليات تحويل الثروة المرتفع. وإصدارات حقوق الاكتتاب تعتبر أكثر شيوعًا في البلدان التي لديها ممارسات مؤسسية تحد من خسائر ثروات المساهمين غير المشاركين فى الاكتتاب (ROs) وهذا يشير إلى ان صراعات الوكالة تؤثر على إصدارات حقوق الاكتتاب. واستنتج كلٍّ من Holderness and Pontiff (2016) ان هناك تأثير سلبى على كل الفترات الزمنية التاليه (-١،+١) = -٠,١٦٪ و عند (-١، +١) = -٠,١٦٪ و عند (-٢، +٢) = -٠,٢٪ و عند (-١، +١٠) = -٠,٤٪.

واتفقت دراسات Ali (٢٠١٩) , Martin-Ugdo (2003) , Alastair (2002) , Pastor-Llorcaa. and Martin-Ugedo (2004) , Ahsan and Alam (2014) , Holderness and Pontiff (2016) فى طبيعة العلاقه بين إعلان إصدار حقوق الاكتتاب والعائد غير العادي والمنهجية العلمية، وتشير دراسة Ali (٢٠١٩) إلى اختبار فرضية سلوك توقيت إصدارات حقوق الاكتتاب بالمملكه المتحده من خلال دراسة علاقة ثقفات المديرين بحقوق الاكتتاب وتأثيرها على كلٍّ من سوء تقييم الاسهم واداء أسعار الأسهم بعد الإصدار، وإعتمدت الدراسة على منهجية دراسة الحدث (-٢٠ يوم، صفر، +٢٠ يوم) حيث استخدمت نموذج السوق (MM) من خلال الإعتماد على الشركه القائده (Benchmark) فى السوق فى نفس الصناعه لتقدير العائد غير العادي، والإعتماد على العائد غير العادي المعياري (CAAR) وذلك لمعالجة وجود مشكلة عدم تجانس الأخطاء (تباين الأخطاء).

وإعتمدت الدراسة على عينه تشمل ١,٧١٢ إصدار حقوق اكتتاب وتم الإعتماد على أسعار الأسهم الشهرية وعوائد مؤشر السوق الشهرية، حيث تم الاعتماد على فترة الحدث (١٢ نقطة زمنيه تتمثل فى ١٢ عوائد الاسهم ومؤشر السوق الشهري، يوم الحدث، ٦ نقطة زمنيه تتمثل فى عوائد الاسهم ومؤشر السوق الشهريه) بالتطبيق على الفترة الزمنية من ١٩٨٦ إلى٢٠٠٧، واستنتج Ali (٢٠١٩) ان هناك تأثير ايجابى لحدث اصدار حقوق الاكتتاب على العائد غير العادي فى حاله الشراء وتأثير سلبى في حالة البيع عند الأجل القصير، وهناك تأثير سلبى لحدث اصدار حقوق الاكتتاب على العائد غير العادي فى حالة كل من الشراء والبيع في الأجل الطويل ، وان المديرين يقومون بشراء عدد كبير من الاسهم قبل الاداء الجيد لأسعار الأسهم والبيع بحجم كبير قبل الاداء المتدنى لأسعار الأسهم.

ولاحظ الباحث وجود اختلاف في الدراسات السابقة من حيث تأثير إعلانات إصدار حقوق الاكتتاب على العائد غير العادي للسهم، حيث توصلت بعض الدراسات إلى وجود تأثير ايجابي بينما توصل البعض الاخر إلى وجود تأثير سلبي، وكذلك تباين الفترة التى تم تغطيتها فيما بين الدراسات حيث تبلغ فترة اختبار الحدث ما بين (-٥، +٥ يوم) وخاصة فى الاسواق المتقدمه و (-٣٠، +٣٠ يوم) فى الاسواق الناشئه، وأيضا تباينت بعض الدراسات السابقة في فترة التقدير التى تسبق فترة الاختبار حيث تقدر بـ ١٢٠ يوم فى الأسواق المتقدمه و ٢٥٠ يوم فى الأسواق الناشئه.

وبناءاً على ما سبق فان مشكلة الدراسة المتمثله فى تأثير إعلانات إصدارات حقوق الاكتتاب على العائد غير العادي للسهم ما زالت تحتاج إلمزيد من الاختبار خاصة فى السوق المصرى والذى قد يختلف فى بعض سماته عن الأسواق التى تم تغطيتها فى الدراسات السابقة، سواء من حيث الحجم، عدد الأوراق المقيده، مستوى الكفاءة، الحاله التى يمر بها الاقتصاد المصرى.

٤. منهجية الدراسة:

يعرض الباحث فى تلك النقطه كلٍّ من فرضيات البحث، النموذج المقترح، طريقة قياس كل متغير من متغيرات النموذج، وفى النهايه طريقة بناء وتكوين كل متغير من متغيرات النموذج.

٤-١ مجتمع الدراسة والعينة

يبلغ مجتمع الدراسة ١٢٠ شركه، تشمل ١٩٨ إعلان لإصدارات حقوق الاكتتاب (Ros) خلال الفترة بين ٢٠٠٧ إلى٢٠١٨ فى السوق المإلىالمصرى وهو ما يعتبر إطار المعاينه.

هناك بعض الدراسات ذكرت بعض الشروط لإختيار العينة المتعلقه بموضوع الدراسة محل البحث مثل دراسة كل من Sung and Hoje (1999) بالتطبيق على بورصة نيويورك بالولايات المتحدة، ودراسة Tan, et al.(2002) بالتطبيق على السوق المإلىالسنجابوري ، ودراسة Marisetty, et al. (2008) بالتطبيق على السوق المإلى الهندى، ودراسة Adaoglu (2006) بالتطبيق على السوق المالي التركي (اسطنبول)، ودراسة كلٍّ من Ngatuni, et al. (2007) على السوق المإلىبالمملكة المتحدة UK.

وقام الباحث بتحديد الخصائص التاليه فى العينة وبما يتناسب مع طبيعة السوق المإلى المصرى وهى كما يلى:-

١- تاريخ إعلان لاصدارات حقوق الاكتتاب (ROs) محدد ومعلن من مجلس الإدارة.
٢- يجب ان تكون الشركة المصدرة مدرجة في السوق المإلىالمصرى.
٣- يجب ان تكون البيانات كاملة لعوائد الأسهم اليومية وحجم التداول متاحة خلال فترة قبل وبعد الحدث.
٤- يتم الإعلان عن إصدار حقوق الاكتتاب فى الجريدة الرسمية.
٥- ان تكون الشركه مقيده بالسوق المإلى وتحقق أرباح قبل الإعلان بثلاث سنوات وتحقق أرباح.
٦- الإعلان غير مشوش بإعلانات أخرى لنفس تاريخ الحدث.
٧- كل إصدارات حقوق الاكتتاب (ROs) تتعلق بالأسهم العادية وعرضت على المساهمين الحاليين بما يتناسب مع نسبة ملكيتها قبل طرحها.

وبناء على ما سبق تتمثل العينة فى ٨٧ شركه، تشمل ١١٣ إعلان كعينة تحكميه من ذلك المجتمع وفقاً لما يتوافر مع شروط إختيار العينة. اعتمد الباحث على البيانات الثانويه الكمية المنشوره بالسوق المإلى المصرى وهى تتمثل فى كلٍّ من أسعار الإغلاق اليوميه (-٣٠ يوم، صفر، +٣٠ يوم) وأيضاً فترة تقدير تقدر بـ (٢٥٠) يوم قبل بداية فترة الحدث (١٠ أيام) والمؤشر الرئيسي للسوق المإلىEGYX30، ومؤشرات ١٨ قطاع المدرجة بالسوق المإلى والقوائم الماليه المنشورة للشركات التى قامت بالإعلان عن إصدارات حقوق الاكتتاب (ROs) وذلك للحصول على بعض البيانات الثانويه المنشوره والتى تتعلق بالمتغيرات الماليه الأربعه سالفة الذكر، ويتمثل مصدر البيانات فى سوق المإلى المصرى، و قاعدة بيانات Thomson Reuters وشركة مصر لنشر المعلومات والمواقع الالكترونيه المتخصصه.

جدول (١) الوصف التحليلي لبيانات الدراسة، يوضح عدد الشركات والإعلانات الخاصة بكل قطاع من قطاعات السوق المإلىالمصري.

	القطاع	عدد الشركة	عدد الإعلانات
١	اتصالات و إعلام و تكنولوجيا المعلومات	٣	٣
٢	أغذية و مشروبات	١٢	١٦
٣	التشييد و مواد البناء	١	١
٤	عقارات	١٣	٢١
٥	بنوك	٨	١٢
٦	تجار و موزعون	٢	٣
٧	خدمات النقل والشحن	٤	٤
٨	خدمات مالية غير مصرفية	٦	٦
٩	رعاية صحية و أدوية	٤	٤
١٠	سياحة وترفيه	٨	١٢
١١	مقاولات و انشاءات هندسية	٤	٥
١٢	منتجات صناعية وسيارات	٢	٢
١٣	منسوجات و سلع معمرة	٣	٣
١٤	مواد البناء	٥	٥
١٥	موارد أساسية	٩	١٢
١٦	ورق ومواد تعبئة و تغليف	٣	٤
الإجمالى	١٦ قطاع	٨٧	١١٣

(المصدر ، إعداد الباحث من خلال برنامج Excel)

يوضح الجدول (١) ان عينة الدراسة تشمل ٨٧ شركة، وتضم ١١٣ إعلان للإصدرات (حقوق الاكتتاب) خلال الفترة ما بين يناير ٢٠٠٧ إلى ديسمبر ٢٠١٨، وتلك الإعلانات تمثل ١٦ قطاع من القطاعات المدرجة بالسوق المإلى المصرى.

٤-٢ الفرضيات

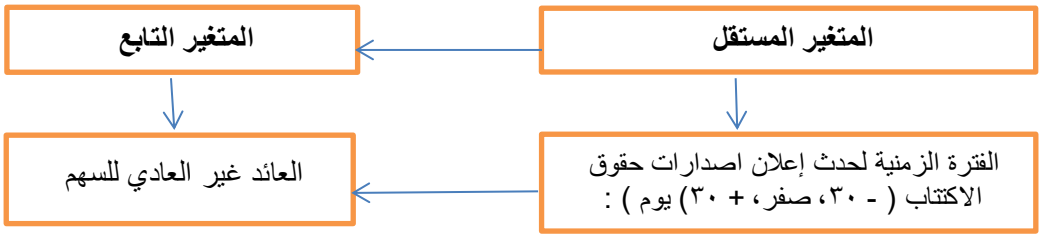
تتمثل فرضيات البحث فى فرضيين أساسين هما كالتالى:-

١- يختلف تأثير إعلانات إصدار حقوق الاكتتاب (ROs) على العائد غير العادي للسهم بشكل كبير عن الصفر وفقاً لتقدير نموذج السوق (MM) فى حالة تقدير معلمات الانحدار (OLS) بمؤشر السوق الرئيسي (EGYX 30).

٢- يختلف تأثير إعلانات إصدار حقوق الاكتتاب (ROs) على العائد غير العادي للسهم بشكل كبير عن الصفر وفقاً لتقدير نموذج السوق (MM) فى حالة تقدير معلمات الانحدار (OLS) بمؤشر القطاع (R Sector).

٤-٣ النموذج المقترح

يوضح الشكل (١) نموذج الدراسة الخاص باختبار تأثير حدث إعلان إصدار حقوق الاكتتاب على العائد غير العادي للسهم.



- شكل النموذج :- شكل رقم (١) نموذج الدراسة. المصدر، اعداد الباحث.

٤-٣-١ *طريقة قياس كل متغير من متغيرات النموذج.*

وفيما يلي يتم توضيح كيفية قياس متغيرات نموذج الدراسة.

٤-٣-١-١ **المتغير المستقل**، يتمثل المتغير المستقل فى الفترة الزمنية المتعلقه بحدث إعلان إصدارات حقوق الاكتتاب، ويتم قياسها بتحديد يوم الحدث ويأخذ قيمة (صفر)، وتحديد فترة زمنية قبل الحدث بثلاثين يوما (-٣٠يوم)، ثم فتره زمنيه بعد الحدث بثلاثين يوما (+٣٠يوم)، حيث تصبح الفترة الزمنية (-٣٠ يوم، صفر، +٣٠ يوم).

٤-٣-١-٢ **المتغير التابع**، يتمثل المتغير التابع فى العائد غير العادي Abnormal return يتم قياسه من خلال الفرق بين العائد الفعلي و العائد المُقدر كما توضحة المعادله التاليه

$$AR_{j,t} = R_{j,t} - RE. \quad \ldots\ldots \quad (1)$$

Where:

$AR_{j,t}$	العائد غير العادي
$R_{j,t.}$	العائد الفعلي اليومي
$R_{E.}$	العائد المتوقع اليومي

أ. **العائد الفعلى** Actual return يتم قياسه من خلال المعادله التاليه :-

$$R_i = \frac{P_{jt} - P_{jt-1}}{P_{jt-1}} \quad \ldots\ldots \quad (2)$$

Where:

R_i	العائد الفعلي اليومي للورقه الماليه i عن الفترة t .
P_t	عائد الورقه الماليه اليومي للفترة الحاليه t.
P_{t-1}	عائد الورقه الماليه اليومي للفتره السابقة t-1.

ب. **العائد المُقدر** (Estimated return) يقاس من خلال المعادلات التاليه :-

حيث يتم حساب العائد المُقدر وفقاً لنموذج السوق MM، يتم قياس العائد المقدر من خلال معادله المُربعات الصغري (إسلوب الانحدار البسيط OLS)، وذلك يتم حسابه من خلال عائد السوق الرئيسي EGYX30 وعائد القطاع (Sector Index).

معادلة نموذج السوق على أساس مؤشر السوق الرئيسي:-

$$R_E = \alpha + \beta (R_{EGYX\ 30,t}) + \varepsilon \quad \ldots. \quad (3)$$

Where:

R_E	العائد المُقدر اليومي.
$\beta,(\alpha)$	تُحسب من خلال انحدار عائد الورقة على عائد السوق (مؤشر السوق الرئيسي) خلال قترة التقدير(٢٥٠ يوم).

مؤشر السوق الرئيسي المرجح المتساوى والمحسوب من قبل السوق المإلمثل EGYX30 R_{EGYX30}

الخطأ العشوائى. ε

يتم حساب كلٍّ من ثابت الانحدار (α) و معامل البيتا (β) على أساس مؤشر السوق الرئيسي والعائد الفعلى خلال فترة التقدير المُقدرة زمنيا بـ ٢٥٠ يوم قبل فترة الحدث بـ ١٠ ايام. ويحسب يومياً.

معادلة نموذج السوق على أساس مؤشر محفظة القطاع:-

$$R_E = \alpha + \beta (R_{Sector,t}) + \varepsilon \quad \ldots\ldots (4)$$

Where :

العائد المُقدر اليومي. R_E

تُحسب من خلال انحدار عائد الورقة على عائد القطاع (مؤشر الصناعه) خلال قترة التقدير(٢٥٠ يوم). $\beta,(\alpha)$

مؤشر القطاع R_{Sector}

الخطأ العشوائى ε

وهنا يُحسب العائد المُقدر من خلال طريقة المربعات الصغرى (OLS) ، حيث عائد القطاع لنفس الفترة R Sector,t ويتم حساب كلٍّ من ثابت الانحدار (α) و معامل البيتا (β) على أساس مؤشر محفظة القطاع والعائد الفعلى خلال فترة التقدير المُقدرة زمنيا بـ ٢٥٠ يوم قبل فترة الحدث بـ ١٠ ايام، ويحسب يومياً.

٤-٣-٢ طريقة بناء وتكوين كل متغير من متغيرات النموذج.

معادلة النموذج توضح تأثير الحدث (إعلان إصدار حقوق الاكتتاب) كمتغير مستقل على العائد غير العادي للسهم كمتغير تابع، وهنا يتم الإعتماد على نموذج السوق (MM) فقط فى حساب العائد المقدر.

هناك أربع معادلات رياضيه تختبر العلاقه بين الحدث والعائد غير العادي باستخدام نموذج السوق كما يلى:-

١-حساب العائد المُقدر (Expected return (ER، **معادلة رقم (٤).**

$$1\text{-}\ R_E = \alpha + \beta (R_{m,t}) + \varepsilon \quad \ldots\ldots (4)$$

تهدف المعادلة (رقم ٤) إلى حساب العائد المُقدر من خلال معادلة المربعات الصغري (OLS) وتحسب كلٍّ من ثابت الانحدار (α)وبيتا (β) خلال فترة التقدير Estimation period، معتمداً على نموذج السوق MM، وذلك يتم حسابه من خلال عائد السوق الرئيسي EGYX30 وعائد القطاع Sector Index، **كما توضح المعادلتين (٥ و ٦).**

$$R_{E,t} = \alpha + \beta (R_{EGYX\ 30,t}) + \varepsilon \quad \ldots\ldots (5)$$

$$R_{E,t} = \alpha + \beta (R_{Sector,t}) + \varepsilon \quad \ldots\ldots (6)$$

Where:

العائد المقدر للفترة الزمنية t. R_E

كلٍّ من البيتا وثابت الانحدار وتحسب خلال فترة التقدير. $\alpha\ ,\ \beta$

عائد المؤشر السوق الرئيسي EGYX30 . $R_{EGYX\ 30,t}$

عائد القطاع Sector Index. $R_{Sector,t}$

٢-حساب العائد غير العادي (Abnormal return (AR، **معادلة رقم (٧).**

$$2\text{-}\ AR_{j,t} = R_{j,t} - R_E. \quad \ldots\ldots (7)$$

Where:

العائد غير العادي. $AR_{j,t}$

العائد الفعلى للورقه الماليه للفتره الزمنية t. $R_{j,t}$

العائد المقدر للورقه الماليه لنفس الفترة الزمنية t. $R_{E,t}$

تهدف المعادلة (رقم٧) إلى حساب العائد غير العادي عند كل نقطة زمنية، وهو ناتج الفرق بين العائد الفعلى للورقه الماليه والعائد المُقدر لنفس الورقه الماليه وفى نفس الفترة الزمنية t.

٣-حساب متوسط العائد غير العادي Average Abnormal return (AAR)، **معادلة رقم (٨).**

$$3- \ AAR = \frac{1}{N}\sum_{J=1}^{N} AR \quad \ldots\ldots (8)$$

Where:

AAR متوسط العائد غير العادي، وتحسب من خلال جمع كل العوائد غير العاديه عند كل ورقة ماليه (وحده معاينه) وقسمتها على عددهم.

تهدف المعادلة (رقم٨) إلى حساب متوسط العائد غير العادي (AAR) كمتغير تابع حول فترة الحدث (إعلان إصدارات حقوق الاكتتاب) كمتغير مستقل.

٤-حساب متجمع متوسط العائد غير العادي Cumulative Average Abnormal Return (CAAR)،معادلة (رقم ٩).

$$4- \ CAAR = \sum_{J=1}^{T} AARj \quad \ldots\ldots (9)$$

Where:

CAAR متجمع متوسط العائد غير العادي، ويحسب من خلال جمع كل متوسطات العوائد غير العاديه لكل الأسهم التى تم اختبارها.

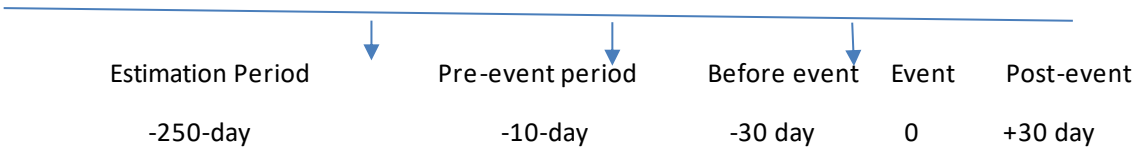
تهدف المعادلة (رقم٩) إلى حساب متجمع متوسط العائد غير العادي CAAR كمتغير تابع حول فترة الحدث (إعلان إصدارات حقوق الاكتتاب) كمتغير مستقل.

٥. الدراسة التطبيقية

٥-١ نتائج معلمات معادلة الانحدار البسيط (OLS) خلال فترة التقدير (EP).

تحديد فترة التقدير والتى لا ترتبط بفترة الحدث Non-event، وذلك من خلال عمل اختبار لبيانات كل شركة بهدف اختبار تأثير الحدث على عوائدها، وذلك لمعرفة إستقلالية تأثير الحدث على الفترة المحددة للاختبار (-٣٠، صفر، +٣٠) إذا كان السوق ناشئ، وان تلك العوائد الفعلية فى تلك الفترة كانت محققة دون معرفة بهذا الحدث Event.

ويتم تحديد فترة زمنية ٢٥٠ يوم قبل تاريخ فترة اختبار الحدث بـ ١٠ أيام لكل إعلان من إعلانات إصدارات حقوق الاكتتاب ROs، وتحسب كالتإلى(-٤٠ يوم إلى- ٢٩٠ يوم قبل تاريخ الإعلان) فى السوق المإلى الناشيء مثل السوق المإلى المصرى.



والهدف من استخدام بيانات فترة تقدير هو إجراء اختبار أسلوب الانحدار البسيط (OLS)، بين عائد الورقة المالية صاحبة الإعلان، وعائد كلٍّ من مؤشر السوق الرئيسي EGYX30، ومؤشر محفظة القطاع Sector Portfolio ؛ وذلك للحصول على معلمات معادلة الانحدار البسيط والتى تتمثل فى قيمة ثابت الانحدار Constant (a) وقيمه بيتا Beta (B) بهدف حساب العائد المُقدر من خلال كلٍ من نموذج السوق MM كأحد النماذج الإحصائية.

جدول (٢) يعرض نتيجة اختبار الانحدار البسيط لشركة الصناعات الكيماوية المصرية ومؤشر السوق الرئيسي EGYX30.

Model	Unstandardized Coefficients B	Unstandardized Coefficients Std. Error	Standardized Coefficients Beta	t	Sig.
(Constant)	.001	.006		.171	.865
EGYX1i31	1.684	.318	.470	5.297	.000

المصدر ، اعداد الباحث باستخدام برنامج SPSS.

جدول (٣) يعرض نتيجة اختبار الانحدار البسيط لشركة الصناعات الكيماوية المصرية ومؤشر محفظة القطاع Sector Portfolio's.

Model	Unstandardized Coefficients B	Unstandardized Coefficients Std. Error	Standardized Coefficients Beta	t	Sig.
(Constant)	.000	.006		-.043	.966
Sector1i31	1.218	.201	.521	6.073	.000

المصدر ، اعداد الباحث باستخدام برنامج SPSS.

ويتم عرض ملخص لكل نتائج قيم معلمات معادلة الانحدار البسيط بين عائد الورقة المالية كمتغير تابع وكلٍ من مؤشر السوق الرئيسي (EGYX30)، ومؤشر محفظة القطاع (Sector Index) على حده كمتغير مستقل لـ ١١٣ إعلان إصدارات حقوق الاكتتاب (ROs) فى شكل جدولين كالتالي:-

٥-١-١ جدول (٤) نتائج معلمات معادلة (OLS) باستخدام مؤشر السوق الرئيسي EGYX30 كما يلى:-

$$R_i = \alpha + \beta (R_{EGYX\ 30,t}) + \varepsilon \quad \ldots\ldots (10)$$

Where:

R_i العائد الفعلى للورقة المالية خلال قترة التقدير (٢٥٠ يوم).

$\beta,(\alpha)$ تُحسب من خلال انحدار عائد الورقة على عائد السوق (مؤشر السوق الرئيسي) خلال قترة التقدير.

R_{EGYX30} مؤشر السوق الرئيسي المرجح المتساوى والمحسوب من قبل السوق المإلى وهو مؤشر EGYX30 خلال قترة التقدير (٢٥٠ يوم)

جدول (٤) يوضح نتائج معلمات (OLS) بين باستخدام ومؤشر السوق الرئيسي Egyx30.

	الشركة	عدد الإعلانات	EGY X30		
			Sig.	**Beta (B)**	**Constant (a)**
1	أورنج	1	0.036	0.4	0.001
2	جلوبال تيلكوم	1	0	1.626	0.000008
3	مصر جنوب إفريقيا للإتصالات	1	0	0.801	-0.003
4	البنك المصري الخليجي	2	0.003	0.303	0.000016
			0.007	0.155	-0.002
5	الإسماعيلية مصر للدواجن	1	0	1.098	-0.002
6	العز للسيراميك و البورسلين – الجوهرة	1	0	1.007	-0.001
7	الزيوت المستخلصة	1	0	0.379	0.003
8	الشرقية الوطنية للامن الغذائي	4	0.11	0.364	0.008
			0.001	1.162	0.01
			0	1.563	0.009
			0.09	0.957	0.001
9	القاهرة للزيوت والصابون	1	0	0.623	0
10	المصرية لصناعة النشا والجلوكوز	1	0	0.874	0.002
11	الوطنية لمنتجات الذرة	1	0.001	0.749	-0.005
12	شمال الصعيد للتنمية والانتاج الزراعى (نيوداب)	1	0	0.478	0.003
13	مطاحن ومخابز الإسكندرية	1	0.068	0.183	0.001
14	مينا للاستثمار السياحي والعقاري	1	0	1.14	0.001
15	يونيفرت للصناعات الغذائية	1	0	0.99	0
16	العامة لمنتجات الخزف والصيني	1	0	0.838	-0.002
17	أطلس للاستثمار والصناعات الغذائية	1	0	0.947	-0.001
18	التعمير والاستشارات الهندسية	1	0	0.773	0.001
19	السادس من أكتوبر للتنميةوالاستثمار- سوديك	2	0	0.537	-0.003
			0	1.073	0.002
20	الشمس للإسكان والتعمير	1	0	0.888	-0.002
21	الصعيد العامة للمقاولات والاستثمار العقاري SCCD	1	0.06	0.709	0
22	العبور للاستثمار العقارى	1	0.042	0.153	-0.001
23	الغربية الإسلامية للتنمية العمرانية	2	0.014	-0.549	0.017
			0.09	0.504	0.002
24	القاهرة للاستثمارات والتنمية	3	0.015	0.641	0.001
			0	1.023	0.00002
			0	0.696	-0.007
25	القاهرة للإسكان والتعمير	1	0	0.929	0.006
26	المتحدة للإسكان	2	0	0.993	0.002
			0	0.635	-0.002
27	المصريين للإسكان والتعمير	2	0.055	0.496	0.021
			0.056	0.483	0.001
28	بالم هيلز للتعمير	3	0	1.017	0
			0	0.515	-0.004
			0	0.956	0
29	رسيليا المصرية الخليجية للاستثمار العقارى	1	0.031	0.268	0
30	الدوليه للمحاصيل الزراعية	2	0.67	0.174	0.012
			0.081	1.103	0.002

31	البنك المصري لتنمية الصادرات	1	0	0.579	0
32	بنك التعمير والإسكان	2	0	0.834	-0.003
			0	0.661	0
33	بنك الكويت الوطنى – مصر	1	0.031	0.493	0.003
34	بنك فيصل الإسلامي المصري	1	0	0.478	0.001
35	بنك قطر الوطني الأهلي	1	0	0.196	0
36	بنك قناة السويس شركة مساهمة مصرية	1	0.017	0.846	0
37	مصرف أبو ظبي الإسلامي	3	0.0192	0.622	0.006
			0.041	0.804	0.003
			0	0.813	-0.001
38	مجموعة جي . أم . سى للاستثمارات الصناعية	1	0	0.985	0.001
39	مصر للأسواق الحرة	2	0.029	-0.457	-0.001
			0.004	0.955	-0.006
40	الإسكندرية لتداول الحاويات والبضائع	1	0	1.057	-0.001
41	الخدمات الملاحية والبترولية - ماريديف	1	0.07	0.966	0.046
42	العربية المتحدة للشحن والتفريغ	1	0.066	-0.504	-0.017
43	المصرية لخدمات النقل (إيجيترانس)	1	0.003	0.826	-0.013
44	العالمية للاستثمار والتنمية	1	0.001	0.96	-0.005
45	العروبة للسمسرة فى الاوراق المالية	1	0	1.639	-0.005
46	القابضة المصرية الكويتية	1	0	0.501	-0.001
47	القلعة للاستشارات المالية - اسهم عادية	1	0	1.052	-0.004
48	المهندس للتامين	1	0.004	0.987	-0.001
49	بلتون المالية	1	0.001	1.587	0.004
50	العبوات الدوائية المتطورة	1	0	0.793	-0.001
51	العبوات الطبية	1	0	0.363	0
52	شركة مستشفي كليوباترا	1	0.011	0.299	0.002
53	المصرية الدولية للصناعات الدوائية - إيبيكو	1	0.098	0.002	0.004
54	التعمير السياحي	3	0	0.577	0.002
			0	0.511	0
			0.043	0.825	0.001
55	المصرية للمنتجعات السياحية	1	0.0145	1.834	-0.004
56	بيراميزا للفنادق والقرى السياحية - بيراميزا	1	0.048	0.465	0.001
57	جولدن كوست	1	0.058	0.148	-0.003
58	رمكو لانشاء القرى السياحية	2	0.01	0.782	-0.006
			0	0.977	0.002
59	شارم دريمز للاستثمار السياحى	2	0.057	0.195	0
			0.018	0.367	0.001
60	مرسى علم للتنمية السياحية	1	0.001	0.397	0.003
61	مصر للفنادق	1	0.05	0.669	-0.007
62	إكرومصر للشدات والسقالات المعدنية	1	0	0.955	-0.001
63	الجيزة العامة للمقاولات والاستثمار العقارى	1	0	1.084	0.005
64	العقارية للبنوك الوطنية للتنمية	1	0.05	1.083	-0.011
65	المصرية لتطوير صناعة البناء (ليفت سلاب مصر)	2	0.098	-0.007	0.019
			0.013	0.585	0.003
66	الكابلات الكهربائية المصرية	1	0.09	0.044	0.001
67	الحديثة للمواد العازلة-مودرن (بيتومود)	1	0	0.603	-0.003
68	النساجون الشرقيون	1	0	0.327	-0.001
69	الإسكندرية للغزل والنسيج (سيبنالكس)	1	0.04	0.731	-0.007
70	النصر للملابس والمنسوجات - كابو	1	0.001	0.329	0.002
71	أسمنت سيناء	1	0.014	0.196	-0.001
72	العربية للمحابس	1	0.088	0.039	0.007
73	جنوب الوادى للأسمنت	1	0.018	-0.52	0.004
74	روبكس العالميه لتصنيع البلاستيك والاكريلك	1	0	0.405	0
75	مصر للأسمنت - قنا	1	0.06	-0.035	0.002
76	أسيك للتعدين - اسكوم	1	0	0.907	-0.007
77	الألومنيوم العربية	1	0.083	1.355	0.022
78	الحديد والصلب المصرية	1	0	0.784	-0.001
79	الصناعات الكيماوية المصرية - كيما	2	0	1.684	0.001

				0.023	-0.005
80	العربية للادوية والصناعات الكيماوية	1	0.039	0.314	0.002
81	حديد عز	2	0	0.969	-0.001
			0	1.308	-0.004
82	سماد مصر (إيجيفرت)	1	0	0.795	0.003
83	كفر الزيات للمبيدات والكيماويات	1	0.082	-0.053	0.006
84	مصر لصناعة الكيماويات	2	0.023	0.864	-0.003
			0	0.837	0
85	العامة لصناعة الورق - راكتا	1	0	1.175	-0.007
86	الورق للشرق الاوسط - سيمو	2	0	1.242	0.002
			0	0.52	0.001
87	يونيفرسال لصناعة مواد التعبئة و التغليف و الورق	1	0	1.43	0.003
	إجمإلى عدد الإعلانات	١١٣			

المصدر ، اعداد الباحث معتمدا علي برنامج SPSS.

ويتضح من الجدول السابق (4) معنوية نتائج معلمات نموذج الانحدار البسيط حيث تقل عن ٥٪ عند معظم الشركات صاحبة الإعلانات لقيمة بيتا Beta، وعلى سبيل المثال: نلاحظ من النتائج المعروضة بالجدول، ان قيمة المعنوية (.sig) أمام قيمة بيتا Beta عند كلٍ من شركة أورانج، وجلوبال تيلكوم، ومصر جنوب أفريقيا للإتصالات، والبنك المصرى الخليجي تساوى ٠,٠٣٦ ، ٠ ، ٠ ، ٠,٠٠٣ ، ٠,٠٠٧ على التوالى؛ وهذا يعنى انها معنوية لان تلك القيم أقل من ٥٪.

ونلاحظ ان هناك ٥ شركات تبلغ قيمة معنوية معامل بيتا Beta أكبر من ٥٪ نسبياً، وهى شركة الشرقية الوطنيه للأمن الغذائى، والغربية الإسلامية للتنمية العمرانية والمصرية الدولية للصناعات الدوائية – إيبيكو، والألومنيوم العربية، وكفر الزيات للمبيدات والكيماويات تساوى ٠,٠٩، ٠,٠٩، ٠,٠٩٨، ٠,٠٨٣، ٠,٠٨٢ على التوالى، وأيضاً يجب ان نشير إلبعدد النقاط الزمنية لكل اختبار انحدار بسيط يساوى ٢٥٠ مشاهدة، وبالتإلى يعكس مدى إعتدالية البيانات لانها أكبر من ٣٠ مشاهدة زمنية.

٥-١-٢ جدول (٥) نتائج معلمات معادلة (OLS) باستخدام مؤشر محفظة القطاع (Sector) كما يلى :-

$$R_i = \alpha + \beta (R_{Sector,t}) + \varepsilon \quad \ldots\ldots (11)$$

R_i العائد الفعلى للورقة المالية خلال قترة التقدير (٢٥٠ يوم).

$\beta,(\alpha)$ تُحسب من خلال انحدار عائد الورقة على عائد السوق (مؤشر السوق الرئيس) خلال قترة التقدير.

R_{Sector} مؤشر محفظة القطاع المرجح والمحسوب خلال قترة التقدير (٢٥٠ يوم).

جدول (٥) يوضح نتائج معلمات (OLS) باستخدام مؤشر محفظة القطاع (Sector).

	الشركة	عدد الإعلانات	Sector Index		
			Sig.	Beta (B)	Constant (a)
1	أورنج	1	0	0.806	0
2	جلوبال تيلكوم	1	0.02	0.905	0
3	مصر جنوب إفريقيا للإتصالات	1	0.05	0.152	-0.002
4	البنك المصري الخليجي	2	0.013	0.222	3.4E-05
			0	0.058	-0.001
5	الإسماعيلية مصر للدواجن	1	0.045	-0.108	0
6	العز للسيراميك و البورسلين – الجوهرة	1	0.04	-0.29	-0.005
7	الزيوت المستخلصة	1	0.074	-0.082	0.003
8	الشرقية الوطنية للأمن الغذائي	4	0.4	-0.131	0.009
			0.3	-0.186	0.008
			0.065	-0.079	0.002
			0	0.006	0.002
9	القاهرة للزيوت والصابون	1	0.29	0.177	0
10	المصرية لصناعة النشا والجلوكوز	1	0.09	-0.003	0.003
11	الوطنية لمنتجات الذرة	1	0.61	0.084	-0.003
12	شمال الصعيد للتنمية والانتاج الزراعى (نيوداب)	1	0.08	0.259	0.003
13	مطاحن ومخابز الإسكندرية	1	0.082	-0.008	0.002
14	مينا للاستثمار السياحي والعقاري	1	0	1.565	-0.003
15	يونيفرت للصناعات الغذائية	1	0.05	0.093	0.002
16	العامة لمنتجات الخزف والصيني	1	0.021	0.022	-0.002
17	أطلس للاستثمار والصناعات الغذائية	1	0.07	-0.048	0.001
18	التعمير والاستشارات الهندسية	1	0	-2.012	0.002

19	السادس من أكتوبر للتنمية والاستثمار- سوديك	2	0.051	0.164	-0.004
				0.053	0.003
20	الشمس للإسكان والتعمير	1	0	-1.273	-0.001
21	الصعيد العامة للمقاولات والاستثمار العقاري	1	0.035	0.172	-0.002
22	العبور للاستثمار العقارى	1	0.001	-0.671	-0.001
23	الغربية الاسلامية للتنمية العمرانية	2	0.07	0.011	0.016
			0.063	-0.331	0.003
24	القاهرة للاستثمارات والتنمية	3	0	-3.316	0.003
			0	-2.015	-0.002
			0.08	0.013	-0.007
25	القاهرة للاسكان والتعمير	1	0.3	-0.15	0.007
26	المتحدة للاسكان	2	0.012	-0.246	0.004
			0.074	-0.009	-0.002
27	المصريين للاسكان والتعمير	2	0.030	0.176	0.02
			0.09	-0.004	0.002
28	بالم هيلز للتعمير	3	0	-1.174	0
			0	-2.157	-0.003
			0	-1.648	0
29	رسيليا المصرية الخليجية للاستثمار العقارى	1	0.017	-0.779	-0.001
30	الدوليه للمحاصيل الزراعية	2	0.06	0.534	0.004
			0.02	0.728	-0.009
31	البنك المصري لتنمية الصادرات	1	0.02	-0.648	0.002
32	بنك التعمير والإسكان	2	0.0224	-0.275	-0.001
			0.0168	-0.069	0
33	بنك الكويت الوطنى - مصر	1	0.082	0.06	0.004
34	بنك فيصل الإسلامي المصري	1	0.093	0.017	0.002
35	بنك قطر الوطني الاهلي	1	0.076	-0.516	0.00008
36	بنك قناة السويس شركة مساهمة مصرية	1	0.017	-0.381	-0.000009
37	مصرف أبو ظبي الإسلامي	3	0.202	-0.859	0.007
			0.087	0.072	0.006
			0	-0.072	0
38	مجموعة جى . أم . سى للاستثمارات الصناعية	1	0	0.471	0.003
39	مصر للأسواق الحرة	2	0	0.333	-0.006
			0.013	0.117	-0.01
40	الإسكندرية لتداول الحاويات والبضائع	1	0.045	-2.02	-0.002
41	الخدمات الملاحية والبترولية - ماريديف	1	0.09	0.062	0.042
42	العربية المتحدة للشحن والتفريغ	1	0.001	9.838	-0.016
43	المصرية لخدمات النقل (ايجيترانس)	1	0.07	-0.019	-0.012
44	العالمية للاستثمار والتنمية	1	0	-3.41	-0.003
45	العروبة للسمسرة فى الأوراق المالية	1	0.084	0.122	-0.005
46	القابضة المصرية الكويتية	1	0	-2.542	-0.002
47	القلعة للاستشارات المالية - اسهم عادية	1	0	-3.418	-0.002
48	المهندس للتأمين	1	0.086	0.155	0
49	بلتون المالية	1	0	-4.056	0.008
50	العبوات الدوائية المتطورة	1	0	1.352	-0.001
51	العبوات الطبية	1	0.073	-0.041	0
52	شركة مستشفي كليوباترا	1	0.015	0.3	0.002
53	المصرية الدولية للصناعات الدوائية - ايبيكو	1	0	0.709	0.002
54	التعمير السياحي	3	0.067	0.052	0.003
			0.072	0.019	0
			0.068	0.168	0.003
55	المصرية للمنتجعات السياحية	1	0.29	1.676	-0.002
56	بيراميزا للفنادق والقرى السياحية - بيراميزا	1	0.098	0.001	0.002
57	جولدن كوست	1	0.02	-1.225	-0.003
58	رمكو لانشاء القرى السياحية	2	0.08	0.114	-0.01
			0.69	0.278	-0.007
59	شارم دريمز للاستثمار السياحى	2	0.084	0.081	-0.00003
			0.14	0.268	0
60	مرسى مرسى علم للتنمية السياحية	1	0	-6.428	0.003

61	مصر للفنادق	1	0.048	0.971	-0.01
62	اكرومصر للشدات والسقالات المعدنية	1	0.097	0.003	-0.001
63	الجيزة العامة للمقاولات والاستثمار العقارى	1	0.031	0.144	0.006
64	العقارية للبنوك الوطنية للتنمية	1	0.002	-2.919	-0.005
65	المصرية لتطوير صناعة البناء	2	0.106	-0.358	0.021
			0.037	0.071	0.001
66	الكابلات الكهربائية المصرية	1	0.07	-1.112	0.001
67	الحديثة للمواد العازلة-مودرن (بيتومود)	1	0.013	-0.948	-0.004
68	النساجون الشرقيون	1	0.08	-0.252	0.011
69	الإسكندرية للغزل والنسيج (سبينالكس)	1	0.016	-0.223	-0.005
70	النصر للملابس والمنسوجات - كابو	1	0.043	-0.032	0.003
71	اسمنت سيناء	1	0.034	0.038	-0.001
72	العربية للمحابس	1	0.048	-0.146	0.007
73	جنوب الوادى للأسمنت	1	0.012	0.66	0.003
74	روبكس العالميه لتصنيع البلاستيك والاكريلك	1	0.093	-0.013	0
75	مصر للأسمنت – قنا	1	0	0.802	-0.00004
76	أسيك للتعدين – اسكوم	1	0.001	0.394	-0.012
77	الالومنيوم العربية	1	0.09	-0.05	0.025
78	الحديد والصلب المصرية	1	0.018	0.113	0
79	الصناعات الكيماوية المصرية - كيما	2	0	1.218	0
			0.07	-1.224	-0.13
80	العربية للادوية والصناعات الكيماوية	1	0	2.435	-0.001
81	حديد عز	2	0.072	-0.036	0.00005
			0.039	-0.168	-0.015
82	سماد مصر (ايجيفرت)	1	0.057	0.485	0.005
83	كفر الزيات للمبيدات والكيماويات	1	0.034	-0.091	0.006
84	مصر لصناعة الكيماويات	2	0.003	1.182	-0.001
			0.026	0.129	0.002
85	العامة لصناعة الورق - راكتا	1	0.08	-0.057	-0.008
86	الورق للشرق الاوسط - سيمو	2	0.003	0.095	0.004
			0	0.03	0
87	يونيفرسال لصناعة مواد التعبئة و التغليف و الورق	1	0	0.63	0.001

المصدر، إعداد الباحث مستخدم برنامج SPSS.

ويتضح من الجدول السابق (٥) معنوية نتائج معلمات نموذج الانحدار البسيط حيث يقل عن ٥٪ عند معظم الشركات صاحبة الإعلانات أمام قيمة بيتا Beta، وعلى سبيل المثال: نلاحظ من النتائج المعروضة بالجدول، ان قيمة معنوية sig بيتا Beta لكل من شركة مينا للإستثمار السياحي والعقاري، يونيفرت للصناعات الغذائية، العامة لمنتجات الخزف والصيني، التعمير والاستشارات الهندسية، السادس من أكتوبر للتنمية والاستثمار- سوديك تساوى ٠، ٠,٠٥، ٠,٠٢١، ٠، ٠,٠٠٣ على الترتيب وهذا يعنى انها معنوية، لان تلك القيم أقل من ٥٪. ونلاحظ ان هناك ٥ شركات تبلغ قيمة معنوية معامل بيتا Beta أكبر من ٥٪ نسبياً وهى كلٍّ من: شركة مطاحن ومخابز الإسكندرية، المصريين للإسكان والتعمير، بنك الكويت الوطنى - مصر، الخدمات الملاحية والبترولية - ماريديف تساوى ٠,٠٨٢، ٠,٠٩٧، ٠,٠٨٢، ٠,٠٩ على الترتيب، وأيضاً يجب ان نشير عدد المشاهدات لكل اختبار انحدار بسيط يساوى ٢٥٠ مشاهدة، وبالتإلى يعكس مدى اعتدالية البيانات لانها أكبر من ٣٠ مشاهده زمنية.

٥-٢ اختبار معامل الارتباط الذاتي بين المتغيرات المستقله

جدول (٦) يوضح معاملات الارتباط بين المتغيرات المستقله (Multi-collinearity)، حيث اذا كان هناك ارتباط قوي يتم إستبعاد ذلك المتغير.

جدول (٦) يوضح معاملات الارتباط بين المتغيرات المستقله

.	EGYX30	IT.1	Foods.2	Banks.3	Distribut.4	Trans.5	N-Banks6	Indust G.7	Healh.8	Tour.9	Ener.10	Real.11	Cons.12	Text13	B.M.14	B.Res.15	Paper16
N	2898	2898	2898	2898	2898	2898	2898	2898	2898	2898	2898	2898	2898	2898	2898	2898	2898
EGYX30	1	.237	.072	.314	.120	0.032	.043	.050	.179	-0.03	.044	-0.003	-0.001	0.023	.059	.268	0.03
IT.1		1	.047	.118	.088	0.018	0.013	0.023	.075	0.031	.062	0	0.003	0.006	0.035	.092	.065
Foods.2			1	-.055	0.029	0.025	0.001	0.016	.037	-0	0.019	0.005	-0.007	-0.002	0.012	0.03	-0.003
Banks.3				1	.105	0.023	-0.001	-0.005	.051	0.001	-.109	-0.018	0.002	.082	.084	.184	.047
Distribut.4					1	0.02	-0.008	.072	-0.011	.073	-.060	0.012	0	.082	.069	.105	.087
Trans.5						1	-0.001	-0.002	0.004	-0.01	-0.014	-0.009	0.001	0.008	0.009	0.014	0.011
N-Banks6							1	0.006	0.007	0.005	-0.001	-0.004	-0.001	.039	-0.001	0.019	0.001
Indust G.7								1	0.009	-0.03	0.014	0.009	0.002	0.035	0.028	.055	0.035
Healh.8									1	-.044	.102	-0.009	-0.012	-.045	0	0.03	-0.011
Tour.9										1	-0.017	0.02	.042	.090	.096	.043	.086
Ener.10											1	.103	-0.001	-.136	-.059	-.064	-0.002
Real.11												1	0.005	-0.007	-0.014	0.003	0.004
Cons.12													1	.037	-0.006	0.016	-0.022
Text13														1	.048	.170	.086
B.M.14															1	.076	.167
B.Res.15																1	.072
Paper16																	1

المصدر ، إعداد الباحث مستخدم برنامج SPSS

جدول (٦)، يوضح قيم معاملات الارتباط بين المتغيرات المستقلة (التفسيرية) والمتمثلة فى كلٍ من: مؤشر السوق الرئيس EGYX30 ومؤشرات محفظة القطاعات (Sector Indexes) لـ ١٦ قطاع من إجمإلى١٨ قطاع مدرجة بالسوق المالي المصري خلال فترة الدراسة وهي ١١ سنة من يناير ٢٠٠٧ إلى ديسمبر ٢٠١٨، وهو ما يبلغ (N) ٢٨٩٨ نقطة زمنية (Timing Point) خلال تلك الفترة .

ومن ثم يهدف الباحث من إجراء اختبار معاملات الارتباط بين تلك المتغيرات المستقله إلمعرفة مدى وجود علاقة ارتباط بين بعض القطاعات، ومؤشر السوق الرئيس أو بين مؤشرات القطاعات بعضها البعض، وبالتإلى إذا كان معامل الارتباط قوي (أكبر من ٧٠٪ تقريباً) يتم استبعاد هذا القطاع . نلاحظ ان قيم معامل الارتباط CC لمؤشر السوق الرئيس EGYX30 بين ١٦ مؤشر لمحافظ القطاعات (Sectors portfolios) تساوي ٢٣٪، ٧,٢٪، ٣١,٤٪، ١٢٪، ٣,٢٪، ٤,٣٪، ٥٪، ١٧,٩٪، -٣,١٪، ٤,٤٪، -٣,٣٪، -٠,١٪، ٢,٣٪، ٥,٩٪، ٢٦,٨٪، ٣٪ على التوالى.

كما واضح فى الجدول السابق (٦). تشير القيم على ضعف معاملات الارتباط، ونلاحظ ان أكبر قيمة لمعامل الارتباط بين مؤشر السوق الرئيسي EGYX30، ومؤشر محفظة قطاع البنوك (Banks Portfolio Index) يساوى ٣١,٤٪، وهو معامل ارتباط ضعيف إيجابي.

ويستنتج الباحث مما سبق انه لا يوجد علاقة ارتباط قوية سواء كان ارتباط طردي (Positive) أو عكسي (Negative)، ومن ثم يتم الاعتماد على كل مؤشرات محافظ القطاعات السادسة عشر بالإضافة إلىمؤشر السوق الرئيس فى عينة الدراسة. ومن تلك النتيجة ان لا يوجد قيمة لمعامل ارتباط قوى بين أحد من القطاعات ومؤشرات القطاعات الأخرى نستنتج ان التباين(Variance) بين قيم عوائد كل مؤشر من مؤشرات محافظ القطاعات (Sectors) والسوق الرئيس EGYX30 يختلف عن الأخر. ومن ثم يتم الاعتماد على تلك المؤشرات للتنبؤ بالتذبذب (Volatility) الذي يحدث لعائد الورقة المالية صاحبة إعلان إصدار حقوق الاكتتاب (Ros) فيما بعد.

٥-٣ الإحصاء الوصفي للعوائد غير العادية (Abnormal Returns)

جدول (٧)، يعرض نتائج مقاييس النزعة المركزية وأحد مقاييس التشتت لتبسيط التوصيف الإحصائي لبيانات العوائد غير العاديه قبل وبعد الحدث خلال فترة اختبار ٦٠ يوما قبل وبعد الحدث (٣٠- قبل الحدث، يوم الحدث (٠)، ٣٠+ بعد الحدث).

جدول (٧)، نتائج مقاييس النزعه المركزيه للعوائد غير العاديه قبل وبعد الحدث.

Descriptive Statistics								
AR. Variables	Before of Event (- 30 Day)				After of Event (+ 30 Day)			
	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
MM EGYx30	-0.0126	0.0039	-0.00165	0.00385	-0.0241	0.0116	0.00085	0.00664
MM Sector	-0.0131	0.0128	-0.00073	0.00592	-0.0212	0.0171	0.00214	0.00764

المصدر، اعداد الباحث مستخدم SPSS.

٥-٣-١ متغير العوائد غير العادية *AR (MM EGYX30)*

$$AR_{MM\ EGYX30} = R_{i,t} - (\alpha + \beta R_{EGYX30} + \varepsilon) \quad \ldots\ldots (12)$$

Where:

$AR_{MM\ Egyx30}$	العائد غير العادي المعتمد على العائد المُقدر وفقاً لنموذج السوق MM المحسوب على معاملات نموذج الانحدار(OLS) وهى بيتا (Beta(B وثابت الانحدار Constant(a) خلال فترة التقدير على أساس مؤشر السوق EGYX30 .
R_i	العائد الفعلى للورقة المالية صاحبة الإعلان خلال فترة الاختبار (-٣٠ يوم قبل، يوم الحدث ٠، +٣٠ يوم بعد)
R_{Egyx30}	عائد مؤشر السوق الرئيسي EGYX30 الفعلى خلال فترة الاختبار (-٣٠ يوم قبل، يوم الحدث ٠، +٣٠ يوم بعد)
(β,a)	قيم معاملات الانحدار البسيط OLS المحسوبة خلال فترة التقدير المُقدرة زمنيا بـ ٢٥٠ يوم عند كل إعلان.

ويتضح من جدول (٧)، ان قيمة المتوسط الحسابي لهذ المتغير AR (MM EGYX30) تساوي -٠,١٦٥ % وهى تعنى ان متوسط العوائد غير العادية المحسوبة وفقاً لمؤشر السوق قبل الحدث سالبة، وبعد الحدث تساوي ٠,٠٨٥٪ وهو ما يعنى ان ارتفاع تلك العوائد بعد الحدث.

تبلغ قيمة الانحراف المعياري لهذ المتغير(MM EGYX30) AR قبل الحدث تساوى ٠,٣٩٪ تقريباً، وهو ما يعنى بان مقدار التذبذب فى تلك العوائد منخفض نسبياً قبل الحدث، ولكن يتضح ان قيمة الانحراف المعياري لتلك العوائد غير العادية بعد الحدث يساوى ٠,٦٧٪ تقريباً كقيمة متوسطه خلال ٣٠ يوماً وهى قيمة منخفضة لمقدار التباين فى تلك العوائد غير العادية، ولكن بالمقارنة بين قيمة الانحراف المعياري قبل وبعد الحدث نجد ان تلك القيمة زادت بعد الحدث، وهو ما يعنى زيادة التغير فى تلك

العوائد غير العادية AR نتيجة الإعلان عن إصدارات حقوق الاكتتاب مما أدى إلى زيادة التعامل على تلك الورقة المالية صاحبة الإعلان.

كما تبلغ قيمة الحد الأدنى (Minimum) لهذ المتغير AR (MM EGYX30) تساوى -١,٢٦٪ قبل الحدث، وتبلغ بعد الحدث -٢,٤١٪ ، وهنا نستنتج ان قيمة الحد الأدنى انخفضت بعد الحدث بشكل نسبي، وهذا يفسر ارتفاع قيمة الانحراف المعياري بعد الحدث، حيث إذا زادت قيمة الانحراف المعياري يؤدى إلى زيادة التذبذب بين القيم سواء بالانخفاض (-) أو بالارتفاع (+). وتظهر ايضاً في قيمة الحد الأقصي (Maximum) لهذ المتغير (العوائد غير العادية AR (MM EGYX30) قبل الحدث تساوى ٠,٣٩٪، وتبلغ بعد الحدث ١,١٦٪.

٥-٣-٢ متغير العوائد غير العادية AR (MM Sector)

$$AR_{MM\ Sector} = R_{i,t} - (\alpha + \beta R_{Sector} + \varepsilon) \quad \ldots\ldots (13)$$

Where:

$AR_{MM\ Sector}$	العائد غير العادي المعتمد على العائد المُقدر وفقاً لنموذج السوق MM المحسوب على معاملات نموذج الانحدار (OLS) وهى بيتا (Beta(B وثابت الانحدار Constant(a) خلال فترة التقدير على أساس مؤشر القطاع Sector
R_i	العائد الفعلى للورقة المالية صاحبة الإعلان خلال فترة الاختبار (- ٣٠ يوم قبل ، يوم الحدث ٠ ، + ٣٠ يوم بعد)
R_{Sector}	عائد مؤشر محفظة القطاعات الفعلى خلال فترة الاختبار (- ٣٠ يوم قبل، يوم الحدث ٠، + ٣٠ يوم بعد)
(β, α)	قيم معاملات الانحدار البسيط OLS المحسوبة خلال فترة التقدير المُقدرة زمنيا بـ ٢٥٠ يوم عند كل إعلان. كما وضحنا فى المعادلة رقم (٢)

يتضح من جدول الإحصاء الوصفي (٧) ان قيمة متوسط الحساب لهذ المتغير (العوائد غير العادية (AR-MM Sector خلال فترة (-٣٠يوم) قبل الحدث تساوي -٠,٠٧٣٪، وهى تعنى ان متوسط العوائد غير العادية المحسوبة وفقا لمؤشر السوق قبل الحدث سالبة، وبعد الحدث تساوي ٠,٢١٤٪ وهو ما يعنى ان تلك العوائد ارتفعت بعد حدث إعلان إصدارات حقوق الاكتتاب والمحسوبة على أساس متوسط فترة ٣٠ يوماً قبل وبعد الحدث. وتبلغ قيمة الانحراف المعياري لهذ المتغير قبل الحدث تساوى ٠,٥٩٢٪ تقريبا، وهو ما يعنى بان مقدار التذبذب (Volatility) فى تلك العوائد منخفض نسبياً قبل الحدث، ولكن يتضح ان قيمة الانحراف المعياري لتلك العوائد غير العادية بعد الحدث تساوى ٠,٧٦٤٪ تقريباً كقيمة متوسطة خلال ٣٠ يوماً، وهى قيمة منخفضة لمقدار التباين فى تلك العوائد غير العادية، ولكن بالمقارنة بين قيمة الانحراف المعياري قبل وبعد الحدث؛ نجد ان تلك القيمة ارتفعت بعد الحدث وهذا ما يعنى ان زيادة التذبذب فى تلك العوائد غير العادية AR نتيجة الإعلان عن إصدارات حقوق الاكتتاب مما أدى إلى زيادة التعامل على تلك الورقة المالية صاحبة الإعلان.

وتبلغ قيمة الحد الأدنى (Minimum) لهذ المتغير (العوائد غير العادية (AR-MM Sector) تساوى -١,٣١٪ قبل الحدث، وتبلغ بعد الحدث -٢,١٢٪ ، ومن هنا نستنتج ان قيمة الحد الأدنى انخفضت بعد الحدث بشكل نسبي، وهذا يفسر ارتفاع قيمة الانحراف المعياري بعد الحدث، بحيث إذا زادت قيمة الانحراف المعياري يؤدى إلى زيادة التذبذب بين القيم سواء بالانخفاض (-) او بالارتفاع (+). وبلغت قيمة الحد الأقصي (Maximum) لهذ المتغير قبل الحدث تساوى 1.28%، وتبلغ بعد الحدث ١,٧١٪، وهنا نستنتج ان قيمة الحد الأقصى زادت بعد الحدث بشكل نسبي، وهذا يفسر ارتفاع قيمة الانحراف المعياري بعد الحدث، بحيث إذا زادت قيمة الانحراف المعياري يؤدى ذلك إلى زيادة التذبذب بين القيم سواء بالانخفاض (-) أو بالارتفاع (+).

٥-٤ اختبار الإعتدالية (Normality Test) للعوائد غير العادية (Abnormal Return).

اختبار الإعتداليه يهدف إلىالتأكد من إعتدالية بيانات المتغيرات وإتباعها التوزيع الطبيعي. حيث إذا كانت قيمة (p-value) تساوي ٥٪ أو أكبر يعني ان تلك البيانات تتبع التوزيع الطبيعي، وإذا كانت P.V أقل من ٥٪ يعني ان تلك البيانات لا تتبع التوزيع الطبيعي Asghar Ghasemi and Saleh Zahediasl (2012) .

جدول (٨) يوضح نتائج اختبار الإعتدالية لـ Kolmogorov-Smirnova للمتغيرين قبل وبعد الحدث عند معامل ثقة ٩٥٪ كما يلي:-

Tests of Normality				
Variables	Kolmogorov-Smirnova Test			
	Before of Event		After of Event	
	Statistic	Sig.	Statistic	Sig.
MM EGYX30	0.15	0.084	0.165	0.046
MM Sector	0.072	.200	0.136	0.168

المصدر ، اعداد الباحث مستخدم برنامج SPSS.

يلاحظ من الجدول (٨)، ان قيمة .Sig للمتغيرين قبل الحدث تساوى ٨,٤٪ و ٢٠٪ للعوائد غير العادية المقدرة وفقا لنموذج السوق (MM) على أساس مؤشر السوق الرئيس، و الأخري على أساس مؤشر القطاع على التوالى، وهذا يعنى ان بيانات تلك المتغيرات تتبع التوزيع الطبيعى. وان قيمة .Sig للمتغير (MM Sector) بعد الحدث تساوى ١٦,٥٪ وهو معنوي حيث ان قيمة (p-value) أكبر من قيمة ٥٪، وحيث ان قيمة .Sig لمتغير EGYX30 (MM) بعد الحدث تساوى ٤,٦ % وهى تقل عن ٥٪ نسبياً.

٥-٥- اختبار الإرتباط الذاتي (Autocorrelation Test) للعوائد غير العادية (AR)

اختبار الإرتباط الذاتي يهدف إلى معرفة قيم معاملات الإرتباط بين القيم داخل المتغير الواحد عند رتب مختلفه للمتغيرين التابعيين قبل وبعد الحدث.

جدول (٩)، نتائج قيم معاملات الارتباط الذاتى لبيانات MM EGYX30 و MM Sector قبل وبعد الحدث كما يلى:

Test Autocorrelation				
Period	Before Of Event		After Of Event	
Variables	MM Model		MM Model	
Lag	EGYX30	Sector	EGYX30	Sector
1	0.036	0.09	-0.079	0.135
2	0.118	-0.015	-0.033	-0.012
3	0.102	0.234	0.149	0.271
4	0	-0.075	0.054	0.055
5	-0.236	-0.162	-0.138	-0.125
6	-0.037	0	-0.028	-0.09
7	0.174	0.032	0.24	0.084
8	-0.037	0.063	-0.292	-0.274
9	-0.059	-0.271	-0.064	-0.062
10	0.023	-0.145	-0.032	-0.014
11	-0.045	0.044	-0.205	-0.178
12	-0.22	-0.2	-0.143	-0.19
13	-0.032	-0.164	0	0
14	-0.077	0.026	0.138	0.048
15	-0.123	-0.091	-0.321	-0.381
16	-0.053	-0.173	-0.025	-0.09
17	-0.005	0.035	0.086	0.038

المصدر ، اعداد الباحث مستخدم برنامج SPSS.

قيم معاملات الإرتباط الذاتى قبل الحدث Before The event

نجد ان قيم معاملات الارتباط الذاتى قبل الحدث ضعيفة، سواء كانت قيم ارتباط إيجابي (+) أو ارتباط سلبي (-)، حيث تبلغ قيمة معامل الارتباط الذاتى لمتغير MM Egyx30 عند الرتب ١ و ١١ و ١٧ تساوى ٣,٦٪ و -٤,٥٪ و ٠,٥٪ على التوالى، وان أكبر قيمة لمعامل الارتباط الذاتى بين قيم المتغير تساوى -٢٣,٦٪ وكل تلك المعاملات تعبر عن ارتباط ذاتي ضعيف بين القيم. وتبلغ قيمة معامل الارتباط الذاتى لمتغير MM Sector عند الرتب ١ و ١١ و ١٧ تساوى 9% و ٤,٤٪ و ٣,٥٪ على التوالى، وان أكبر قيمة لمعامل الارتباط الذاتى بين قيم المتغير تساوى -٢٧,١٪ وهو ارتباط ذاتى ضعيف عند الرتبة التاسعة، وكل تلك المعاملات تعبر عن ارتباط ذاتى ضعيف بين القيم. وهو ما يعنى انه لا يوجد ارتباط ذاتى بين القيم عبر السلسلة الزمنية.

قيم معاملات الإرتباط الذاتى بعد الحدث After The event

نجد ان قيم معاملات الارتباط الذاتي وقيم المتغير الواحد بعد الحدث ضعيفة سواء كان قيم ارتباط إيجابي (+) أو ارتباط سلبي (-)، حيث تبلغ قيمة معامل الارتباط الذاتى لمتغير MM Egyx30 عند الرتب ١ و ١١ و ١٧ تساوى - ٧,٩٪ و -٢٠,٥٪ و ٨,٦٪ على التوالى، وان أكبر قيمة لمعامل الارتباط الذاتى بين قيم المتغير تساوى -٣٢,١٪ وكل تلك المعاملات تعبر عن ارتباط ذاتي ضعيف بين القيم. وتبلغ قيمة معامل الإرتباط الذاتي لمتغير MM Sector عند الرتب ١ و ١١ و ١٧ تساوى ١٣,٥٪ و - ١٧,٨٪ و ٣,٨٪ على التوالى، وان أكبر قيمة لمعامل الإرتباط الذاتى بين قيم المتيغر تساوى -٣٨,١٪ وهو إرتباط ذاتى ضعيف نسبياً عند الرتبه الـ ١٥ ، وكل تلك المعاملات تعبر عن ارتباط ذاتي ضعيف بين القيم. وهو ما يعنى انه لا يوجد ارتباط ذاتى بين القيم عبر السلسلة الزمنية.

٦-٥ اختبار (T.Test) للعوائد غير العادية (Abnormal Return)

جدول (١٠)، نتائج قيم (p-value) لاختبار (T Test) عند معامل ثقة ٩٥٪، للمتغيرين التابعة قبل وبعد الحدث كما يلى.

Before The event			After The event		
Variable	Market Model		Variable	Market Model	
	EGYX30	Sector		EGYX30	Sector
Day	T.Test	T.Test	Day	T.Test	T.Test
Day-30	0.024	0.048	Day+1	0.617	0.312
Day-29	0.081	0.940	Day+2	0.486	0.224
Day-28	0.520	0.457	Day+3	0.978	0.801
Day-27	0.490	0.073	Day+4	0.226	0.084
Day-26	0.444	0.258	Day+5	0.248	0.315
Day-25	0.406	0.969	Day+6	0.698	0.398
Day-24	0.997	0.857	Day+7	0.139	0.061
Day-23	0.580	0.783	Day+8	0.387	0.236
Day-22	0.031	0.006	Day+9	0.086	0.493
Day-21	0.174	0.057	Day+10	0.094	0.658
Day-20	0.056	0.031	Day+11	0.502	0.894
Day-19	0.219	0.389	Day+12	0.676	0.167
Day-18	0.704	0.516	Day+13	0.378	0.384
Day-17	0.351	0.432	Day+14	0.257	0.054
Day-16	0.382	0.243	Day+15	0.691	0.612
Day-15	0.106	0.034	Day+16	0.477	0.335
Day-14	0.801	0.793	Day+17	0.233	0.214
Day-13	0.700	0.601	Day+18	0.367	0.358
Day-12	0.403	0.470	Day+19	0.132	0.357
Day-11	0.492	0.757	Day+20	0.241	0.108
Day-10	0.698	0.930	Day+21	0.742	0.917
Day-9	0.447	0.334	Day+22	0.606	0.849
Day-8	0.761	0.990	Day+23	0.446	0.194
Day-7	0.064	0.055	Day+24	0.967	0.649
Day-6	0.759	0.687	Day+25	0.165	0.322
Day-5	0.548	0.887	Day+26	0.373	0.498
Day-4	0.404	0.089	Da+27	0.476	0.994
Day-3	0.450	0.862	Day+28	0.128	0.221
Day-2	0.771	0.924	Day+29	0.210	0.545
Day-1	0.450	0.663	Day+30	0.234	0.677

المصدر، اعداد الباحث مستخدم برنامج SPSS.

يوضح جدول (١٠)، نتائج قيم P.V أو ما يسمى باختبار معنوية الفروق بين متوسط العينة ومتوسط المجتمع وهو ما يعرف باختبار T .Test قبل وبعد الحدث للمتغيرين، الفرض الصفري H0 يفترض لا يوجد فرق معنوي بين متوسط العينة ومتوسط المجتمع ($H0: \mu1 = \mu2$)، والفرض البديل H1 يفترض بوجود فرق معنوي بين متوسط العينة ومتوسط المجتمع ($H0: \mu1 \neq \mu$)، حيث إذا كانت قيمة .Sig تساوى أو أكبر من ٥٪ تعنى ان لا يوجد فرق معنوي بين متوسط العينة ومتوسط المجتمع. نلاحظ ان قيم .Sig لاختبار T .Test للمتغيرين قبل وبعد الحدث من النقطة الزمنية -١ يوم إلى– ٢٩ يوم وايضا من +١ يوم إلى+٣٠ يوم معنوية، حيث قيمة .Sig تزيد عن ٥٪ وهذا يعنى ان متوسط العينة عند اليوم -١ إلى اليوم -٣٠ قبل الحدث لا تختلف معنوياً عن قيمة متوسط المجتمع. وهنا نقبل الفرض الصفري القائم على افتراض عدم وجود فرق معنوي بين متوسط العينة ومتوسط المجتمع.

٥-٧ نتائج تأثير إعلان إصدارات حقوق الاكتتاب (ROs) على متوسط العائد غير العادي باستخدام نموذج السوق MM في حالة تقدير معلمات معادلة الانحدار (OLS) بمؤشر السوق الرئيس (EGYX 30).

$$AR_{MM\ EGYX30} = R_{i,t} - (\alpha + \beta R_{EGYX30} + \varepsilon) \quad \ldots\ldots (12)$$

جدول (١١)، يوضح نتائج AR% (-٣٠ يوم قبل، يوم الحدث ٠ ، +٣٠ يوم بعد) لمتغير AR MM Egyx30.

AR- MM EGYX30									
Day	Before The event				Day	After The event			
	AR	AR (%)	T.Test	CAR (%)		AR	AR (%)	T.Test	CAR (%)
Day-30	-0.00030	-0.0303	0.617	-4.9478	Day+1	-0.02397	-2.3968	0.024	-2.3968
Day-29	0.00047	0.0467	0.486	-4.9175	Day+2	0.00807	0.8067	0.081	-1.5901
Day-28	-0.00156	-0.1562	0.978	-4.9642	Day+3	0.00324	0.3242	0.520	-1.2659
Day-27	0.00204	0.2043	0.226	-4.8080	Day+4	-0.00198	-0.1978	0.490	-1.4637
Day-26	-0.01256	-1.2558	0.248	-5.0123	Day+5	-0.00204	-0.2038	0.444	-1.6675
Day-25	-0.00045	-0.0446	0.698	-3.7565	Day+6	0.00372	0.3721	0.406	-1.2954
Day-24	-0.00575	-0.5752	0.139	-3.7119	Day+7	0.00083	0.0832	0.997	-1.2122
Day-23	-0.00405	-0.4052	0.387	-3.1366	Day+8	-0.00192	-0.1918	0.580	-1.4040
Day-22	0.00343	0.3426	0.086	-2.7314	Day+9	0.01154	1.1541	0.031	-0.2499
Day-21	0.00383	0.3830	0.094	-3.0741	Day+10	0.00659	0.6592	0.174	0.4093
Day-20	0.00045	0.0446	0.502	-3.4571	Day+11	0.00755	0.7554	0.056	1.1648
Day-19	-0.00027	-0.0270	0.676	-3.5017	Day+12	0.00733	0.7329	0.219	1.8976
Day-18	0.00124	0.1235	0.378	-3.4748	Day+13	0.00367	0.3666	0.704	2.2642
Day-17	-0.00434	-0.4340	0.257	-3.5983	Day+14	-0.00323	-0.3225	0.351	1.9417
Day-16	-0.00051	-0.0510	0.691	-3.1643	Day+15	-0.00546	-0.5461	0.382	1.3956
Day-15	0.00081	0.0812	0.477	-3.1133	Day+16	0.01156	1.1558	0.106	2.5514
Day-14	0.00170	0.1701	0.233	-3.1945	Day+17	0.00167	0.1668	0.801	2.7182
Day-13	-0.00415	-0.4146	0.367	-3.3646	Day+18	-0.00170	-0.1697	0.700	2.5485
Day-12	0.00349	0.3486	0.132	-2.9499	Day+19	0.00590	0.5898	0.403	3.1382
Day-11	0.00246	0.2463	0.241	-3.2986	Day+20	-0.00201	-0.2012	0.492	2.9370
Day-10	-0.00253	-0.2527	0.742	-3.5448	Day+21	-0.00054	-0.0536	0.698	2.8834
Day-9	-0.00290	-0.2903	0.606	-3.2921	Day+22	-0.00374	-0.3743	0.447	2.5091
Day-8	0.00044	0.0444	0.446	-3.0018	Day+23	0.00179	0.1789	0.761	2.6880
Day-7	-0.00151	-0.1509	0.967	-3.0462	Day+24	-0.00716	-0.7156	0.064	1.9724
Day-6	-0.00524	-0.5242	0.165	-2.8953	Day+25	0.00001	0.0011	0.759	1.9735
Day-5	-0.00379	-0.3790	0.373	-2.3711	Day+26	-0.00126	-0.1257	0.548	1.8478
Day-4	0.00065	0.0654	0.476	-1.9921	Da+27	-0.00189	-0.1892	0.404	1.6586
Day-3	-0.00927	-0.9274	0.128	-2.0575	Day+28	0.00386	0.3857	0.450	2.0443
Day-2	-0.00568	-0.5682	0.210	-1.1301	Day+29	0.00176	0.1758	0.771	2.2201
Day-1	-0.00562	-0.5618	0.234	-0.5618	Day+30	0.00308	0.3082	0.450	2.5282

المصدر، اعداد الباحث مستخدم برنامج Excel

يتضح من الجدول (١١)، ان معظم قيم العائد غير العادي قبل الحدث من اليوم -١ إلى يوم -٣٠ سالبه، وحيث ان نسبة العائد غير العادي عند اليوم -١ و -٢ و -٣ تساوى على التوالى-٠,٥٦٢٪، -٠,٥٦٨٪، -٠,٩٣٪ تقريباً. وان نسبة العائد التراكمى CAR عند اليوم -٥ قبل الحدث تساوى -٢,٣٧٪، وقيمة CAR عند اليوم -١١ تساوى -٣,٢٩٪ تقريباً.

ونلاحظ ان نسبة العائد غير العادي بعد الحدث بـ +٥ أيام قيمة موجبة، حيث ان قيمة نسبة العائد غير العادي بعد الحدث مباشرة كانت سالبة، ثم بعد ذلك أصبحت موجبة، حيث ان نسبة العوائد غير العاديه التراكمية CAR عند اليوم +٥ كانت -١,٦٦٪ تقريباً، ثم بعد ذلك أصبحت موجبة عند اليوم 11+ بقيمة 1.65% تقريباً .

وهنا نجد ان قيمة نسبة العائد التراكمى (CAR) عند اليوم -٣٠ قبل الحدث تساوى -٤,٩٥٪، وعند اليوم +٣٠ بعد الحدث تساوى ٢,٥٣٪ تقريباً. وهذا يعنى ان هناك تأثيراً إيجابياً لحدث إعلان إصدارات حقوق الاكتتاب ROs على العائد غير العادي عند النقطة الزمنية +٣٠.

جدول (١٢) ، يوضح قيمة CAAR% لـ AR-MM egyx30

CAAR - MM EGYX30				
Day	**(-5)----0**	**(-30)----0**	**0 --- (+5)**	**0 --- (+30)**
CAAR %	-0.4742	-0.1649	-0.3335	0.0843

المصدر، اعداد الباحث مستخدم برنامج Excel.

وهنا نستنتج ان تأثير الحدث المتمثل فى إعلان إصدارات حقوق الاكتتاب على العائد غير العادي سلبيا خلال فترة الاختبار القصيرة نسبياً (-٥ يوم ، صفر ، +٥ يوم)، وإيجابيا خلال فترة الاختبار الطويلة نسبياً (-٣٠ يوم، صفر، +٣٠ يوم). وكذلك نستنتج ان رد فعل السوق المالى المصرى سلبي خلال الفترة القصيرة (١٠ ايام) وذلك إما بسبب تسريب بعض المعلومات عن الحدث (إعلان إصدارات حقوق الاكتتاب) أو ان سلوك المستثمرين غير رشيد حيث سلوك القطيع وهنا ما يشير إلى طبيعة الأسواق الناشئة.

ونلاحظ ان تأثير الحدث (الإعلان ROs) على العائد غير العادي إيجابي خلال فترة الاختبار (٦٠ يوم)، حيث تبلغ قيمة الوسط الحسابي لقيم متوسطات العوائد غير العاديه التراكميه CAAR% عند اليوم +٣٠ تساوى ٠,٠٨٤٣٪، وهنا نجد ان تاثير الإعلان إيجابي خلال الفترة الطويلة نسبياً، وهو ما يتطابق مع توصيات الدراسات السابقة فى تحديد فترة طويلة نسبياً لقياس تأثير الحدث على العائد غير العادي فى الأسواق الناشئة.

٥-٨ نتائج تأثير إعلان إصدارات حقوق الاكتتاب (ROs) على متوسط العائد غير العادي باستخدام نموذج السوق MM فى حالة تقدير معلمات معادلة الانحدار (OLS) بمؤشر محفظة القطاع (Sector).

$$AR_{MM\ Sector} = R_{i,t} - (\alpha + \beta R_{Sector} + \varepsilon) \quad \ldots\ldots (13)$$

راجع معادلة رقم (١٣) عن العائد غير العادي وفقا لنموذج السوق مقدرا حسب مؤشر القطاع.

جدول (١٣)، يوضح نتائج نسبة العائد غير العادي خلال فترة الاختبار (-٣٠ يوم قبل، يوم الحدث ٠، +٣٠ يوم بعد) وفقاً لمتغير AR MM Sector.

AR- MM Sector									
Day	Before The event				Day	After The event			
	AR	AR (%)	T.Test	CAR (%)		AR	AR (%)	T.Test	CAR (%)
Day-30	0.00263	0.2630	0.312	-2.203	Day+1	-0.02118	-2.1181	0.048	-2.118
Day-29	0.00550	0.5502	0.224	-2.466	Day+2	0.00254	0.2535	0.940	-1.865
Day-28	-0.00167	-0.1675	0.801	-3.017	Day+3	0.00732	0.7318	0.457	-1.133
Day-27	0.00662	0.6616	0.084	-2.849	Day+4	-0.00616	-0.6156	0.073	-1.748
Day-26	-0.00912	-0.9116	0.315	-3.511	Day+5	-0.00321	-0.3205	0.258	-2.069
Day-25	-0.00500	-0.4999	0.398	-2.599	Day+6	0.00230	0.2300	0.969	-1.839
Day-24	-0.01297	-1.2971	0.061	-2.099	Day+7	0.00283	0.2831	0.857	-1.556
Day-23	-0.01029	-1.0294	0.236	-0.802	Day+8	0.00364	0.3643	0.783	-1.191
Day-22	0.00210	0.2095	0.493	0.227	Day+9	0.01679	1.6785	0.006	0.487
Day-21	-0.00486	-0.4864	0.658	0.018	Day+10	0.01149	1.1491	0.057	1.636
Day-20	-0.00120	-0.1202	0.894	0.504	Day+11	0.01203	1.2027	0.031	2.839
Day-19	0.00587	0.5872	0.167	0.624	Day+12	0.00722	0.7217	0.389	3.561
Day-18	-0.00852	-0.8518	0.384	0.037	Day+13	0.00723	0.7226	0.516	4.283
Day-17	-0.00674	-0.6736	0.054	0.889	Day+14	-0.00150	-0.1500	0.432	4.133
Day-16	0.00121	0.1209	0.612	1.563	Day+15	-0.00665	-0.6653	0.243	3.468
Day-15	0.00440	0.4397	0.335	1.442	Day+16	0.01702	1.7020	0.034	5.170
Day-14	0.00460	0.4597	0.214	1.002	Day+17	0.00328	0.3276	0.793	5.497
Day-13	-0.00473	-0.4732	0.358	0.542	Day+18	-0.00154	-0.1537	0.601	5.344
Day-12	0.00289	0.2888	0.357	1.016	Day+19	0.00672	0.6722	0.470	6.016
Day-11	0.00770	0.7701	0.108	0.727	Day+20	0.00541	0.5406	0.757	6.556
Day-10	-0.00035	-0.0353	0.917	-0.043	Day+21	0.00250	0.2496	0.930	6.806
Day-9	0.00000	-0.0004	0.849	-0.008	Day+22	-0.00420	-0.4203	0.334	6.386
Day-8	0.01279	1.2794	0.194	-0.008	Day+23	0.00208	0.2078	0.990	6.593
Day-7	-0.00262	-0.2623	0.649	-1.287	Day+24	-0.00793	-0.7931	0.055	5.800
Day-6	-0.00415	-0.4147	0.322	-1.025	Day+25	0.00080	0.0805	0.687	5.881
Day-5	0.00197	0.1971	0.498	-0.610	Day+26	0.00154	0.1542	0.887	6.035
Day-4	-0.00067	-0.0672	0.994	-0.807	Da+27	-0.00581	-0.5809	0.089	5.454
Day-3	-0.00700	-0.6995	0.221	-0.740	Day+28	0.00301	0.3012	0.862	5.755
Day-2	0.00190	0.1902	0.545	-0.040	Day+29	0.00268	0.2681	0.924	6.023
Day-1	-0.00230	-0.2305	0.677	-0.230	Day+30	0.00391	0.3907	0.663	6.414

المصدر، اعداد الباحث مستخدم برنامج Excel

يتضح من الجدول (١٣)، ان معظم قيم العائد غير العادي قبل الحدث من اليوم -١ إلىيوم -٣٠ سالبة، وان نسبة العائد غير العادي عند اليوم -١ و -٣ و -٦ تساوى على التوالى-٠,٣٢٪، -٠,٦٩٩٪، -٠,٤١٥٪ تقريباً. وان نسبة العائد التراكمى (CAR) عند اليوم -٥ قبل الحدث تساوى -١,٠٢٥٪، وقيمة CAR عند اليوم -١٠ تساوى -٠,٠٤٣٪ تقريباً .

ونلاحظ ان نسبة العائد غير العادي بعد الحدث بـ +٥ أيام قيمة موجبة، حيث ان قيمة نسبة العائد غير العادي بعد الحدث مباشرة كانت سالبة، ثم بعد ذلك أصبحت موجبة، حيث ان نسبة العوائد غير العادية التراكميه CAR عند اليوم +٥ كانت -٠,٣٢١٪ تقريباً، ثم بعد ذلك أصبحت موجبة عند اليوم +١١ بقيمة ١,٢٠٢٪ تقريباً. وهنا نجد ان قيمة نسبة العائد التراكمى (CAR) عند اليوم -٣٠ قبل الحدث تساوى -٢,٢٠٣٪، وعند اليوم +٣٠ بعد الحدث تساوى ٦,٤١٤٪ تقريباً . وهذا يعنى ان هناك تأثيراً إيجابياً لحدث إعلان إصدارات حقوق الاكتتاب (Ros) على العائد غير العادي عند النقطة الزمنية +٣٠.

جدول (١٤)، يوضح قيمة CAAR% لـ AR-MM Sector

CAAR - MM Sector				
Day	**(-5) ---- 0**	**(-30) ---0**	**0 ---- (+5)**	**0 ---- (+30)**
CAAR %	-0.1220	-0.0734	-٠,٤١٤٪	0.2138

المصدر، اعداد الباحث مستخدم برنامج Excel.

حيث نستنتج (١٤)، ان قيمة الوسط الحسابي لنسب متوسطات العائد غير العادي التراكمي (CAAR) عند يوم -٥ تساوى -٠.١٢٢٪ تقريباً قبل الحدث، وأيضا تساوى -٠,٤١٤٪ تقريباً بعد الحدث، وهنا نستنتج ان تأثير الحدث سلبي على العائد غير العادي خلال فترة اختبار (-٥ يوم، صفر، +٥ يوم)، ولكن نجد تأثير الحدث إيجابياً على متوسط العائد غير العادي عند اليوم + ٣٠، حيث تبلغ قيمة نسبة متوسط العائد غير العادي التراكمى ٠,٢١٤٪.

٦. مناقشة نتائج الدراسة:

يعرض الباحث تحليل وتفسير لنتائج الدراسة التطبيقية فى ضوء المقارنة بين نتائج الدراسات السابقة.

٦-١ تحليل وتفسير نتائج الدراسة التطبيقية.

جدول (١٥)، يوضح نتائج قيمة AR% و CAR% وفقاً لنموذج السوق MM خلال فترة الاختبار (-٣٠ يوم، صفر، +٣٠ يوم) كما يلي:-

Abnormal Return				
Day	**MM Model**			
	EGYX30		**Sector**	
	AR%	**CAR%**	**AR%**	**CAR%**
Day-30	-0.0303	-4.9478	0.263	-2.203
Day-25	-0.0446	-3.7565	-0.4999	-2.599
Day-20	0.0446	-3.4571	-0.1202	0.504
Day-1 ٧	-0.434	-3.5983	-0.6736	0.889
Day-11	0.2463	-3.2986	0.7701	0.727
Day-10	-0.2527	-3.5448	-0.0353	-0.043
Day-8	0.0444	-3.0018	1.2794	-0.008
Day-6	-0.5242	-2.8953	-0.4147	-1.025
Day-5	-0.379	-2.3711	0.1971	-0.61
Day-4	0.0654	-1.9921	-0.0672	-0.807
Day-3	-0.9274	-2.0575	-0.6995	-0.74
Day-2	-0.5682	-1.1301	0.1902	-0.04
Day-1	-0.5618	-0.5618	-0.2305	-0.23
0 Day				
Day+1	-2.3968	-2.3968	-2.1181	-2.118
Day+2	0.8067	-1.5901	0.2535	-1.865
Day+3	0.3242	-1.2659	0.7318	-1.133
Day+4	-0.1978	-1.4637	-0.6156	-1.748
Day+5	-0.2038	-1.6675	-0.3205	-2.069
Day+6	0.3721	-1.2954	0.23	-1.839
Day+8	-0.1918	-1.404	0.3643	-1.191
Day+10	0.6592	0.4093	1.1491	1.636
Day+11	0.7554	1.1648	1.2027	2.839
Day+1 ٧	0.1668	2.7182	0.3276	5.497
Day+20	-0.2012	2.937	0.5406	6.556
Day+25	0.0011	1.9735	0.0805	5.881
Day+30	0.3082	2.5282	0.3907	6.414

المصدر، اعداد الباحث مستخدم برنامج Excel.

يتضح من الجدول السابق (١٥)، تشابه نسبة متوسط العائد غير العادي AR% لكلٍ النموذجين عن التأثير السلبي للحدث (الإعلان ROs) على متوسط العائد غير العادي قبل الحدث عند اليوم (٠، -٦)، حيث تبلغ قيمة AR% للنموذجين MM-Egyx30،

MM-sector ، 0.5242-% ، 0.4147-%، على التوالى. وأيضاً تتشابه نتائج قيمة نسبة متوسط العائد غير العادي التراكمي CAR% للنموذجين في التأثير السلبي للحدث (الإعلان ROs) على متوسط العائد غير العادي التراكمي قبل الحدث عند اليوم (٠، -٦)، حيث تبلغ قيمة CAR% لكلٍ النموذجين MM-Egyx30 ، MM-sector، 2.8953-% ، 1.025-%، على التوالى.

يتضح من الجدول السابق (١٥)، انه تتشابه نتائج قيمة نسبة متوسط العائد غير العادي AR% لكلٍ النموذجين في التأثير السلبي للحدث (الإعلان ROs) على متوسط العائد غير العادي بعد الحدث عند اليوم (٠، +٥)، حيث تبلغ قيمة AR% للنموذجين MM-Egyx30، MM-sector، 0.2038-%، 0.3205-%، على التوالى. وأيضاً تتشابه نتائج قيمة نسبة متوسط العائد غير العادي التراكمي CAR% لكلٍ النماذج في التأثير السلبي للحدث (الإعلان ROs) على متوسط العائد غير العادي التراكمي قبل الحدث عند اليوم (٠، +٥)، حيث تبلغ قيمة CAR% لمتغيرات النموذجين MM-Egyx30، MM-sector، 1.6675-%، 2.069-%، على التوالى.

يتضح من الجدول (١٥)، انه تتشابه نتائج قيمة نسبة متوسط العائد غير العادي AR% لكلٍ النموذجين في التأثير الإيجابي للحدث (الإعلان ROs) على متوسط العائد غير العادي بعد الحدث عند اليوم (٠، +٣٠)، حيث تبلغ قيمة AR% لمتغيرات النموذجين MM-Egyx30، MM-sector، 0.3082%، 0.3907%، على التوالى.

يتضح من الجدول السابق (١٥)، ان هناك اختلاف في نتائج قيمة نسبة متوسط العائد غير العادي AR% بين النموذجين وفقاً لطبيعة المؤشر المستخدم لتقدير معلمات نموذج الانحدار البسيط OLS فى تقدير العائد المُقدر (Estimated return) باستخدام النموذج MM، حيث تبلغ قيمة AR% قبل الحدث عند اليوم (٠، -٤) لمتغير MM-Egyx30 تساوي 0.0654% وهذا يعنى ان تأثير الحدث على متوسط العائد غير العادي إيجابيا قبل الحدث عند اليوم -٤، وتأثيره سلبياً للحدث على متوسط العائد غير العادي عند نفس اليوم قبل الحدث لمتغير (MM-sector) حيث ان قيمة AR% تساوى 0.0672- %، وهذا يعنى ان هناك اختلاف في تأثير إعلان إصدارات حقوق الاكتتاب على متوسط العائد غير العادي AR% باختلاف المؤشر المستخدم (مؤشر السوق الرئيس Egyx30، مؤشر محفظه القطاع (Sector) فى النموذج المتمثل فى نموذج السوق Market Model (MM).

يتضح من الجدول (١٥)، ان هناك اختلاف بين نتائج قيمة نسبة متوسط العائد غير العادي AR% عبر قيم نموذج السوق MM باختلاف المؤشر المستخدم، حيث تبلغ قيمة AR% قبل الحدث عند اليوم (٠، -٣٠) لمتغير MM-Egyx30 تساوي - 0.0303%، وهو ما يعنى ان تاثير الحدث على متوسط العائد غير العادي سلبيا بعد الحدث عند اليوم -٣٠، وتاثيره إيجابيا للحدث على متوسط العائد غير العادي عند نفس اليوم قبل الحدث لمتغير MM-sector حيث قيمة AR% تساوى 0.263% وهذا يعنى ان هناك اختلاف في تأثير إعلان إصدارات حقوق الاكتتاب على متوسط العائد غير العادي AR% باختلاف المؤشر المستخدم باستخدام نموذج السوق (MM) المستخدم لتقدير معلمات نموذج الانحدار البسيط (OLS) فى تقدير العائد المُقدر (EP).

جدول (١٦)، يوضح قيم نتائج الوسط الحسابي لمتوسط العائد غير العادي التراكمي CAAR% لنموذج الإحصائي (MM) وفقاً لكل من مؤشر السوق الرئيس Egyx30 ومحفظة القطاع (Sector).

Models .. CAAR %				
	0 - (-10)	**0 - (-30)**	**0 - (+10)**	**0 - (+30)**
MM EGYX30	-0.3545	-0.1649	0.0409	0.0843
MM Sector	-0.0043	-0.0734	0.1636	0.2138

المصدر ، اعداد الباحث مستخدم برنامج Excel.

يتضح فى جدول (١٦) خلال فترة اختبار (٠ --- -١٠يوم)

هناك اختلاف في قيم CAAR% بين متغيرات نموذج السوق (MM) عند كل من مؤشر السوق الرئيسي Egyx30 ومؤشر محفظة القطاع Sector. حيث تختلف قيمة CAAR% لمتغير (MM-Egyx30) عند فترة اختبار(٠ -- -١٠ يوم) تساوى - 0.3545% عن قيمة CAAR% لمتغير (MM-sector) تساوى 0.0043-%، وهنا نجد ان هناك اختلاف بين المتغيرين لنموذج السوق MM باختلاف المؤشر المستخدم لتقدير معلمات نموذج الانحدار البسيط OLS فى تقدير العائد المُقدر (Estimated return)، حيث نجد قيمة الفرق بينهم -٠,٣٥٠٢٪.

يتضح فى جدول (١٦) خلال فترة اختبار (٠ --- -٣٠ يوم)

هناك اختلاف في قيم CAAR% بين متغيرات نموذج السوق (MM) عند كل من مؤشر السوق الرئيس Egyx30 ومؤشر محفظة القطاع (Sector). حيث تختلف قيمة CAAR% لمتغير (MM-Egyx30) عند فترة اختبار(٠ -- -٣٠ يوم) تساوى - 0.1649% عن قيمة CAAR% لمتغير (MM-sector) تساوى 0.0734-% وهنا نجد ان هناك اختلاف بين المتغيرين لنموذج السوق (MM) باختلاف المؤشر المستخدم لتقدير معلمات نموذج الانحدار البسيط OLS فى تقدير العائد المُقدر (Estimated return)، حيث يبلغ الفرق بينهم -٠,٠٩١٥٪.

يتضح فى جدول (١٦) خلال فترة اختبار (٠ --- +١٠يوم)

هناك ختلاف في قيم CAAR% بين متغيرات نموذج السوق (MM) عند كل من مؤشر السوق الرئيس Egyx30 ومؤشر محفظة القطاع Sector. حيث تختلف قيمة CAAR% لمتغير (MM-Egyx30) عند فترة اختبار (٠ -- +١٠ يوم) تساوى -0.0409% عن قيمة CAAR% لمتغير (MM-sector) تساوى 0.1636% وهنا نجد ان هناك اختلاف بين المتغيرين لنموذج السوق (MM) باختلاف المؤشر المستخدم لتقدير معلمات نموذج الانحدار البسيط OLS فى تقدير العائد المُقدر (Estimated return)، حيث نجد قيمة الفرق بينهم -٠,١٢٢٧٪.

يتضح فى جدول (١٦) خلال فترة اختبار (٠ --- +٣٠يوم)

هناك اختلاف في قيم CAAR% بين متغيرات نموذج السوق MM عند كل من مؤشر السوق الرئيس Egyx30 ومؤشر محفظة القطاع (Sector) . حيث تختلف قيمة CAAR% لمتغير (MM-Egyx30) عند فترة ختبار(٠ -- +٣٠ يوم) تساوى -0.0843% عن قيمة CAAR% لمتغير MM-sector تساوى 0.2138% وهنا نجد ان هناك اختلاف بين المتغيرين لنموذج السوق (MM) باختلاف المؤشر المستخدم لتقدير معلمات نموذج الانحدار البسيط OLS فى تقدير العائد المُقدر (Estimated return)، حيث نجد قيمة الفرق بينهم -٠,١٢٩٥٪.

نستنتج مما سبق ان هناك اختلاف فى قيم المتغيرين (السوق الرئيسي، القطاع) عند الفترات الزمنية الأربعه، وحيث ان التشابه فى نوعية التاثير(الإيجابي أو السلبي) بين الحدث (إعلان إصدرات حقوق الاكتتاب) ومتوسط العائد غير العادي يعد أمر منطقي، وكذلك يختلفوا فى قوة التأثير والتى تشير إلى ان المتغير المرتبط بمؤشر القطاع Sector يعكس المخاطر المتمثلة فى ظروف كل صناعة بشكل أدق بالمقارنة بالمتغير الخاص بمؤشر السوق الرئيسي (Main Market Index) الذى يعكس حالة السوق بشكل عام.

٦-٢ تفسير نتائج نموذج السوق للعوائد غير العادية فى ضوء نتائج الدراسات السابقة.

يمكن مقارنة نتائج هذه الدراسة مع نتائج الدراسات السابقة التى اجريت في الاسواق الناشئه والمتقدمه على النحو التالي:

٦-٢-١ الاسواق الناشئه

جدول (١٧)، يوضح نتائج الدراسة التطبيقيه والدراسات السابقة فى الأسواق الناشئه كما يلي:-

الشركه	السوق المالى	الفترة	CAAR%
Salamudin, et al. (1999)	الماليزي	يوم (+) ٢٠ ، صفر ، (-) ٦٠ يوم)	0.0013
Muradoglu and Aydogan (2003)	التركي	يوم (+) ٣٠ ، صفر ، (-) ٣٠ يوم)	0.0997
Wang, et al. (2006)	الصيني والتايواني	يوم (+) ٥٠ ، صفر ، (-) ٥٠ يوم)	0.0486
Ariff, et al. (2007)	المالي السنجابوري	يوم (+) ١٢٠ ، صفر ، (-) ١٢٠ يوم)	0.1676
Marisetty, et al. (2008)	المالي الهندى	يوم (+) ٣٠ ، صفر ، (-) ٣٠ يوم)	0.0010
Ahsan and Alam (2014	المالي ببنغلاديش	يوم (+) ٣٠ ، صفر ، (-) ٣٠ يوم)	0.1070
Joy et al. (2014)	الكيني	يوم (+) ٢٠ ، صفر ، (-) ٢٠ يوم)	Positive
Alastair (2002)	المإلبنيوزيلندا	يوم (+) ٣٠ ، صفر ، (-) ٣٠ يوم)	٠,٠٠٩٩
Chena and Chenb (2007)	الصيني	يوم (+) ٢٠ ، صفر ، (-) ٢٠ يوم)	٠,٠٠٤٠
Ahsan and Alam (2014)	دكا و ببنغلاديش	يوم (+) ٥ ، صفر ، (-) ٥ يوم)	٠,٠٠١٦
Pathak and Gupta (2018)	بنيبال	يوم (+) ٩٠ ، صفر ، (-) ٩٠ يوم)	-0.1440
Otieno and Ochieng (2015)	الكيني	يوم (+) ٣٠ ، صفر ، (-) ٣٠ يوم)	-0.00285
دراسة الباحث	المصرى	يوم (+) ٣٠ ، صفر ، (-) ٣٠ يوم)	0.02528

المصدر، اعداد الباحث معتمدا على الدراسات السابقة Literature review

فترة الاختبار، حيث نجد معظم الدراسات السابقة بالأسواق الناشئة اعتمدت على فترة اختبار تتراوح من ٦٠ إلى٩٠ يوم، و تتروح فترة الاختبار لمعظم الدراسات بين (-٣٠ يوم قبل، الحدث، + ٣٠ يوم بعد)، وهنا نستنتج ان فترة الاختبار طويلة نسبياً وذلك بهدف ضمان دقة اختبار تأثير الحدث نسبياً وأيضاً تجنباً لأى تسريب للمعلومات عن الحدث فى الأيام الأولى قبل وبعد الحدث (-٥ يوم قبل، الحدث، +٥ يوم بعد). حيث ان فترة اختبار الدراسة تتشابه مع دراسة كلٍّ من Muradoglu and Aydogan (2003), Marisetty, et al. (2008), Ahsan and Alam (2014), Alastair (2002), Otieno and Ochieng (2015) اعتمدت على فترة اختبار (-٣٠ يوم، الحدث، +٣٠ يوم). وهناك دراسات زادت فيها تلك الفترة مثل كلٍّ من دراسة Pathak and Gupta (2018), Wang, et al. (2006), Salamudin, et al.(1999) and Ariff, et al.(2007)، وحيث ان هناك دراسات سابقة اعتمدت على فترة اختبار أقل نسبياً بلغت ٤٠ يوم (-٢٠ يوم قبل، الحدث، +٢٠ يوم بعد)، باستثناء دراسة اعتمدت على فترة منخفضه نسبياً وهى دراسة Ahsan and Alam (2014).

طبيعة التأثير، تتشابه هذه الدراسة مع معظم الدراسات السابقة فى الأسواق الناشئة EM من حيث التأثير الإيجابي لإعلان إصدرات حقوق الاكتتاب على العائد غير العادي AR، حيث بلغت قيمة CAAR% فى هذه الدراسة 0.02528% وهو تأثير إيجابي

للإعلان على العائد غير العادي وتتشابه مع قيمة CAAR% لكلٍّ من دراسة Muradoglu and Salamudin, et, al.(1999) Aydogan(2003), Wang, et al.(2006), Ariff, et al.(2007), Marisetty, et al.(2008), Ahsan and Alam (2014), Joy et al.(2014), Alastair(2002), Chena and Chenb(2007) and Ahsan and Alam(2014) وتساوى 0.0013%، 0.0997%، 0.0486%، 0.1676%، 0.0010%، 0.1070%، ايجابي ٠,٠٠٩٩٪، ٠,٠٠٤٠٪، ٠,٠٠١٦٪ على التوالي.

وهناك اختلاف بين نتيجة هذه الدراسة، ونتائج بعض الدراسات السابقة، حيث تتفق دراستين فى التأثير السلبي لإعلان إصدارات حقوق الاكتتاب على العائد غير العادي خلال فترة اختبار طويلة نسبياً، وبلغت قيمة CAAR% لكلٍّ من دراسة Pathak and Gupta (2018) ودراسة كلٍّ من Otieno and Ochieng (2015) 0.1440- %، ٠,٠٠٢٨٥-% على التوالى. بينما كانت نتيجة الدراسة موجبه.

٦-٢-٢ *الأسواق المتقدمه*

جدول (١٨)، مقارنة نتائج هذه الدراسة، والدراسات السابقة فى الأسواق المتقدمة نسبياً كما يلي:-

الشركه	السوق المالى	الفترة	CAAR%
Holderness and Pontiff (2016)	الأمريكي	يوم (+) ١٠ ، صفر ، (-) ١٠ يوم)	-0.0040
Tan, et al. (2002)	السنجابوري	يوم (+) ٢٠ ، صفر ، (-) ٢٠ يوم)	-0.05900
Adaoglu (2006)	التركي	يوم (+) ٥ ، صفر ، (-) ٥ يوم)	-٠,٠٠٠٠٤
Kabir and Roosenboom (2003)	الهولندي	يوم (+) ٣٠ ، صفر ، (-) ٦٠ يوم)	- ٠,٠٢٣٤
Pastor-Llorcaa and Martı´n-Ugedo (2004)	الإسبانى.	يوم (+) ٣٠ ، صفر ، (-) ٣٠ يوم)	- ٠,٠٩٤١
Tsangarakis (1996)	اليوناني	يوم (+) ١٠ ، صفر ، (-) ١٠ يوم)	-0.08225

المصدر، اعداد الباحث معتمدا على الدراسات السابقة Literature review

فترة الاختبار، حيث نجد ان فترة الاختبار تصل فى دراسة Holderness and Pontiff (2016) بالتطبيق على السوق الأمريكي إلى٢٠ يوم، وتشابه مع دراسة Tsangarakis (1996) بالتطبيق على السوق اليوناني ، ونجد دراسة Adaoglu (2006) بالتطبيق على السوق المإلى التركى إعتمدت على فترة اختبار تصل إلى١٠ ايام فقط (-٥ يوم قبل، الحدث، +٥ يوم بعد)، ونجد دراسة Tan, et al.(2002) اعتمدت على فترة اختبار ٤٠ يوم بالتطبيق على السوق المإلى السنجابوري، وهى تختلف عن فترة الاختبار بهذه الدراسة. ونجد ان هناك دراستين تتشابه مع دراسة الباحث فى تحديد فترة الاختبار تصل إلى٦٠ يوم تقريباً ، وهى دراسة كلٍّ من Kabir and Roosenboom (2003) and Pastor-Llorcaa and Martı´n-Ugedo (2004) فى كلٍّ من السوق المالي الهولندى والإسباني على التوالي.

طبيعة التأثير، نلاحظ اختلاف نتائج هذه الدراسة مع معظم الدراسات السابقة فى بالأسواق المالية المتقدمة، حيث ان تاثير الحدث على العائد غير العادي بهذه الدراسة إيجابيا، ولكن معظم الدراسات الأخرى فى الأسواق المتقدمة نسبياً يكون هناك تأثير سلبيا لإعلان إصدرات حقوق الاكتتاب (Ros) على العائد غير العادي AR، حيث حيث بلغت قيمة CAAR% بهذه الدراسة 0.02528% وهو تأثير إيجابي، وتختلف مع قيمة CAAR% في دراسات Holderness and Pontiff (2016), Tan, et al. (2002), Adaoglu (2006), Kabir and Roosenboom (2003),Pastor-Llorcaa and Martı´n-Ugedo(2004) and Tsangarakis (1996)، وتساوى ٠,٠٠٤٠-%، 0.05900-%، ٠,٠٠٠٠٤-%، ٠,٠٢٣٤٠-%، ٠,٠٩٤١٠-%، - 0.08225% على التوالى.

٦-٣ مناقشة نتائج نموذج السوق (MM) وفقاً لمؤشر السوق الرئيسي ومحفظة القطاع.

١- يفضل الإعتماد على مؤشر القطاع (Sector Index) عند تقدير معلمات الانحدار (OLS) للأوراق الماليه لانه يعكس ظروف الصناعه التي تنتمي إليها بشكل أفضل من مؤشرات السوق خاصة عندما لا تكون الورقه الماليه ضمن مكونات مؤشر السوق.
٢- إتفقت معظم الدراَسات السابقة على وجود تأثير إيجابي لإعلان إصداراَت حقوق الاكتتاب (Ros) على متوسط العائد غير العادي خلال فترة اختبار (+٣٠ يوم) نسبياً فى الأسواق الناشئة Emerging markets .وهناك تأثير سلبي لإعلان إصدارات حقوق الاكتتاب (Ros) على متوسط العائد غير العادي خلال فترة اختبار (+٢٠ يوم) فى الأسواق المتقدمة.
٣- إتفقت نتائج الدراسة مع بعض الدراَسات السابقة فيما يتعلق بالتاثير الإيجابي لإعلان إصداراَت حقوق الاكتتاب على متوسط العائد غير العادي خلال فترة اختبار (+٣٠ يوم) ولكن إختلفت مع تلك الدراَسات السابقة في فترة اختبار (+١٠ يوم) حيث ان التاثير إيجابي وليس سلبي كما فى الدراَسات السابقة بالتطبيق على الأسواق الناشئه.
٤- إتفقت نتائج الدراسة مع بعض الدراَسات السابقة فيما يتعلق بالتاثير السلبي لإعلان إصداراَت حقوق الاكتتاب على متوسط العائد غير العادي خلال فترة اختبار (-٣٠ يوم) ولكن إختلفت مع تلك الدراَسات السابقة في فترة اختبار (-١٠ يوم) حيث ان التاثير سلبي وليس إيجابي كما فى الدراَسات السابقة بالتطبيق على الأسواق الناشئه مثل سوق الصين و دكا و ببنغلاديش.

٥- هناك إتفاق فيما يتعلق بالتأثير لإعلانات إصدارات حقوق الاكتتاب على متوسط العائد غير العادي قبل وبعد الحدث (عند كل فترات الاختبار) فيما يتعلق بطبيعة التأثير لكلٍ من متغيرين (MM-Egyx30) ، (MM-sector) ، ولكن يختلفوا فى قيمة التأثير وهذا يؤثر فى النهايه على قيمة الورقه الماليه.

٦-٤ الإستنتاجات.

يمكن ان يستنتج من هذه الدراسة ما يلي:

١- توصلت الدراسة التطبيقية إلى وجود تأثيراً سلبيا لإعلان إصدرات حقوق الاكتتاب (Ros) على متوسط العائد غير العادي خلال فترة اختبار قصيرة نسبياً (+١٠ يوم)، وتأثيرا إيجابيا لإعلان إصدرات حقوق الاكتتاب (Ros) على متوسط العائد غير العادي خلال فترة اختبار طويلة نسبياً (+٣٠ يوم).

٢- توصلت الدراسة التطبيقية الي اختلاف تأثير إعلان اصدارات حقوق الاكتتاب على متوسط العائد غير العادي AR% باختلاف المؤشر المستخدم (مؤشر السوق الرئيس Egyx30، مؤشر محفظة القطاع (Sector) لنموذج السوق Market Model (MM) المستخدم لتقدير معلمات نموذج الانحدار البسيط (OLS) فى تقدير العائد المُقدر (Estimated return).

٣- يُفضل الاعتماد على نموذج السوق Market Model (MM) باستخدام مؤشر محفظة القطاع (Sector portfolio) لتقدير معلمات الانحدار (OLS) فى حساب العائد المتوقع (Expected return) للأوراق المالية التى تندرج ضمن هذا المؤشر وليس السوق ككل ، حيث ان توقعات المستثمر ترتكز بشكل جوهري على المعلومات المتاحة عن الأصل وكل ما يرتبط به من معلومات عن طبيعة الصناعه التي ينتمى إليها هذا الأصل المالي، وبالتإلى توافر تلك المعلومات لدى المستثمر عامل رئيس فى اتخاذ القرار الإستثماري، وبالتإلى يوجد علاقة وثيقة بين المعلومات والقيمة السوقية للأصل المالى.

٦-٥ التوصيات

يوصي الباحث بما يلي:-

١- يوصي الباحث بالاعتماد على نتائج الدراسة التطبيقية لمعرفة تأثير الحدث (إعلان إصدارات حقوق الاكتتاب) على متوسط العائد غير العادي عبر القطاعات وفقاً لنموذج السوق (MM) لكلٍ من مؤشر السوق الرئيس Egyx30 ومؤشر محفظة القطاع (Sector) فى تقدير العائد المتوقع (Estimated return).

٢- يوصي الباحث بالاعتماد على نموذج السوق (MM) باستخدام مؤشر محفظة القطاع (Sector portfolio) لانه أكثر دقة من الاعتماد على مؤشر السوق الرئيس Egyx30 فى تقدير العائد المتوقع (Estimated return).

٣- يوصي الباحث بالاعتماد على باستخدام مؤشر محفظة القطاع (Sector portfolio) فى النماذج المستخدمه فى تقدير العائد المقدر (Estimated return) كنموذج السوق (MM) و من ثم فى اعداد تقرير القيمة العادله (Fair value report).

٦-٦ الدراسات المستقبليه

١- يقترح الباحث الاعتماد على منهجية دراسة الحدث فى اختبار كفاءة السوق المإلى عند المستوى المتوسط (Semi-strong efficiency).

٢- الاعتماد على منهجية دراسة الحدث فى اختبار الأحداث سواء كانت أحداث داخلية للمنظمة أو أحداث خارجية تتعلق بظروف الصناعة أو السوق ككل وفقاً لهدف كل دراسة.

المراجع

أولاً: مراجع باللغة العربية:

الجزيرى . خيرى (٢٠٠٣) ، التمويل الإدارى ، المفاهيم – الأدوات – الإطار العام لاتخاذ القرارات المالية ، القاهرة ، دار النشر غير محددة.

ابن اعمر بن حاسين (٢٠١٢) ، حسين جديدين, محمد بن بوزيان ، كفاءة الأسواق المالية في الدول النامية ، دراسة حالة بورصة السعودية ، وعمان ، وتونس ، والمغرب. مجلة أداء المؤسسات الجزائرية – العدد ٢.

ثانياً: مراجع باللغة الإنجليزية:

Adaoglu C. (2006), Market reaction to unsweetened and sweetened rights offerings in an emerging European stock market, Journal of Multinational Financial Management, vol.16, pp. (249–268).

Ahern K .R. (2009), Sample selection and event study estimation, Journal of Empirical Finance. Vol. 16, pp. (466–482).

Ahsan F. M. and Alam N. (2014), Sectoral decomposition of the announcement effect of rights offerings: evidence from Bangladesh, Investment Management and Financial Innovations, Vol. 11, No 4.

Ali, H.A.A. (2019), Directors' trades in UK rights issues: do firms sell overvalued new equity? Review of Accounting and Finance, Vol. 18 No. 1, pp. (113-133).

Ariff M., Khan W. A. and Baker H. K. (2007), Are Share Price Reactions To Rights Offerings Sensitive To Different Economic Conditions?, Journal of Asia Business Studies.

Alastair M. (2000), Shareholder wealth effects of rights issues: Evidence from the New Zealand capital market, Pacific-Basin Finance, pp. (419– 442).

Abagail M. W. and Donald S. (1997), Event Studies in Management Research: Theoretical and Empirical Issues, The Academy of Management Journal, Vol. 40, No. 3, pp. (626-657).

Asghar Ghasemi and Saleh Zahediasl (2012) Normality Tests for Statistical Analysis: A Guide for Non-Statisticians, International Journal Endocrinol Metab ,0(2): 486–489.

Bader S. A. (2016), Rights offering announcements and the efficiency of the Kuwaiti market, Applied Economics, Vol. 47, Issue 59.

Corrado C. J. (1989), A Nonparametric test for abnormal security –price performance in event studies, Journal of finance economics, Vol. 23, pp (385-395).

Chena C. and Chenb X. (2007), The information content of rights offerings in China , Research in International Business and Finance , Vol. 21,pp. (414–427).

Chin-Chong L. and Wai-Ching P. (2018), Wealth transfers in rights offerings and the protective instruments, Journal of Contemporary Accounting & Economics, No. 14, pp. (335–357).

Cesario M., Jorge F. and Nuno S. (2017), Price discounts in rights issues: why do managers insist on what investors hate? , European Business Review Vol. 29 No. 4, pp. (457-475).

Da Graca T. and Masson R. (2012), more power to you: properties of a more powerful event study methodology, Review of Accounting and Finance, Vol. 11, No. 2, pp. (166-183).

Ellis K. M. and Keys P.Y. (2014), Event Study Methodology: An Overview and Special Considerations for African Markets, Research Methodology in Strategy and Management, Vol. 28, pp. (69-97).

Farahat R. Abdeltawab & Khairy Elgiziry, Effect of Some Firms' Internal Factors on Value in Emerging Markets: Evidence from the Egyptian Stock Market, Faculty of commerce - Cairo University, Egypt, Vol. 5, No. 3 (2016).

Holderness C. G. and Pontiff J. (2016), the effect of white collar crime announcement on stock price performance: Evidence from Malaysian stock market, Journal of Financial Crime, Vol. 23, No. 4, pp. (1126 -1139).

Holderness C. G. and Pontiff J. (2016), Shareholder nonparticipation in valuable rights offerings: New findings for an old puzzle, Journal of Financial Economics, Vol.120, PP. (252–268).

Joy G. K. (2014), What Is the Effect of Rights Issue on Firms Share Performance in the Nairobi Securities Exchange? Research Journal of Finance and Accounting, Vol.5, No.4.

Kabir R. and Roosenboom P. (2003), Can the stock market anticipate future operating performance? Evidence from equity rights issues, Journal of Corporate Finance.Vol 9 pp.(93– 113).

Kolari J. W. and Pynnönen S. (2010), Event Study Testing with Cross-sectional Correlation of Abnormal Returns, The Review of Financial Studies, Vol. 23, No. 11 , pp. (3996-4025).

MacKinlay A.C. (1997), Event Studies in Economics and Finance, Journal of Economic Literature, Vol. 35, No. 1, pp. (13-39).

Martin-Ugdo J.F. (2003), Equity Rights Issues in Spain: Flotation Costs and Wealth Effects, Journal of Business Finance & Accounting, Vol.30, pp.(306-686).

Muradoglu G. and Aydogan K. (2003(, Trends in market reactions: stock dividends and rights offerings at Istanbul stock exchange, The European Journal of Finance, Vol.9, pp. (41-60).

Mateus C., Farinha J. and Soares N. (2017), Price discounts in rights issues: why do managers insist on what investors hate?www.emeraldinsight.com/0955-534X.htm.Working Paper.

Marisetty V.B., Marsden A. and Veeraraghavan M. (2008), Price reaction to rights issues in the Indian capital market, Pacific-Basin Finance, pp. (316–340).

Ngatuni P., Capstaff J. and Marshall A. (2007), Long-Term Performance Following Rights Issues and Open Offers in the UK, Journal of Business Finance & Accounting, Vol.34, pp. (33–64).

Otieno O. D. and Ochieng D. E. (2015) , The effects of Rights Issue Announcements on Stock Returns for Firms Listed at the Nairobi Securities Exchange , International Journal of Education and Research Vol. 3, No. 9.

Salamudin N., Ariff M. and Nassir A. M (1999), Economic influence on rights issue announcement behavior in Malaysia, Pacific-Basin Finance, and pp.(405– 427).

Syed A. M. and Bajwa I. A. (2018), Earnings announcements, stock price reaction and market efficiency the case of Saudi Arabia, International Journal of Islamic and Middle Eastern Finance and Management, Vol. 11 , No. 3, pp.(416-431).

Sung B. and Hoje J. (1999), The Impact of Information Release on Stock Price Volatility and Trading Volume: The Rights Offering Case, Review of Quantitative Finance and Accounting, No. 13, pp.(153-169).

Tan R.S.K., Chng P.L. and Tong Y.H. (2002), Private placements and rights issues in Singapore, Pacific-Basin Finance, pp. (29–54).

Pamela P. P. (1989), Administration Event Studies: A Review of Issues and Methodology, Quarterly Journal of Business and Economics, Vol. 28, No. 3, pp. (36-66).

Pathak H. P. and Gupta S. (2018), Rights Offering and Its Effect on Share Price Movement: A Study of Commercial Banks, The Journal of Nepalese Business Studies Vol. I, No. 1.

Pastor-Llorcaa M. J. and Martin-Ugedo J. F. (2004), Long-run performance of Spanish seasoned equity issues with rights, International Review of Financial Analysis, Vol.13, pp. (191–215).

Peterson P.P. (1989), Event Studies: A Review of Issues and Methodology, Quarterly Journal of Business and Economics, Vol. 28, No. 3, pp. (36-66).

Tsangarakis N.V. (1996), Shareholder Wealth Effects of Equity in Emerging Markets: Evidence from Rights Offerings in Greece, Financial Management, Vol. 25, No. 3, pp. (21-32).

Wang J., John Wei K.C. and Pruitt S. W. (2006), An analysis of the share price and accounting performance of rights offerings in China, Pacific-Basin Finance Journal, Vol. 14, pp. (49–72).

Williams A.M. and Siegel D. (1997), Event Studies in Management Research: Theoretical and Empirical Issues, The Academy of Management Journal, Vol. 40, No. 3, pp. (626-657).

Yu S. and Leistikow D. (2011), Abnormal stock returns, for the event firm and its rivals, following the event firm's large one-day stock price drop, Managerial Finance, Vol. 37, No. 2, pp.(151-172).

An issuing of stock is one of the most prevalent methods of financing. The money that a company receives from investors can expand business transactions for many reasons (Stocksquest, 2002).

مواقع الكترونيه

موقع البورصه المصريه. https://www.egx.com.eg/ar/homepage.aspx

Effect of Rights Issues Announcement on Abnormal Return Using by Market Model through Sectors: Event Study Methodology Evidence by the Egyptian stock market

Farahat Ragab Abdeltawab Abdelkhalek
Lecturer Assistant of Finance
Business Administration Department
Faculty of Commerce
Cairo University
Farahat_abdeltawab@foc.cu.edu.eg

Yousry Hussein Mohamed Khalifa
Professor of Finance
Business Administration Department
Faculty of Commerce
Cairo University

Mohamed Antar Ahmed Ahmed
Assistant Professor of Finance
Business Administration Department
Faculty of Commerce
Cairo University

Abstract

The study aims to test the effect of rights issues announcement on abnormal return average in the Egyptian stock market by using a market model to calculate estimated return and examine the effect of the difference between the estimated return by market model both the main market index and the sector portfolio index through estimation period, which relied on event study methodology through the period from 2007 to 2018.The sample of the study was 87 companies and included 113 announcements. The researchers find a negative effect of rights issues announcement on average abnormal return average over a relatively short test period (+10 day), whereas there is a positive effect of rights issues announcement on abnormal return average through a relatively long test period (+30 day). Furthermore, there is a difference in the effect of rights issues announcement on abnormal return average according to the different indicator used (Market index, Sector portfolio) for the market model (MM) used to estimate OLS parameters in estimating expected return through the estimation period. The article will be listed through a presentation of the problem study, literature review, study data, methodology, applied study, results, recommendations, and in the end, a presentation of future studies

Keywords

Event study methodology, Rights issues (ROs), Market Model (MM), EGYX30, Abnormal return (AR), Sector Portfolio.