مركز الاستشارات والبحوث والتطوير
بأكاديمية السادات للعلوم الإدارية

مجلة البحوث الإدارية

Journal of Management Research

علمية - متخصصة - مُحكمة - دورية ربع سنوية

عدد أكتوبر 2023

للسنة الحادية والأربعون

Vol. 41, No.4; Oct. 2023

www.sams.edu.eg/crdc

رئيس التحرير
أ. د. أنور محمود النقيب
مدير مركز الاستشارات والبحوث والتطوير

رئيس مجلس الإدارة
أ. د. محمد حسن عبد العظيم
رئيس أكاديمية السادات للعلوم الإدارية

ISSN : 1110-225X

استخدام نموذج تسعير الأصول الرأسمالية CAPM لقياس تأثير إعلان إصدارات حقوق الاكتتاب على العائد غير العادي للسهم عبر محفظة القطاعات: منهجية دراسة الحدث (بالتطبيق على السوق المالي المصري)

المؤلفون:

فرحات رجب عبد التواب عبد الخالق

مدرس مساعد بقسم إدارة الاعمال

كلية التجارة – جامعة القاهرة

Farahat_abdeltawab@foc.cu.edu.eg

أ.د / يسري حسين محمد خليفه

أستاذ التمويل والاستثمار

قسم إدارة الإعمال – كلية التجارة – جامعة القاهرة

Yokhalifa@foc.cu.edu.eg

أ.م / محمد عنتر احمد احمد

أستاذ التمويل المساعد

قسم إدارة الاعمال _ كلية التجارة _جامعة القاهرة

1- ملخص Abstract

- تهدف الدراسة الي إستخدام نموذج تسعير الأصول الرأسماليه CAPM لقياس تأثير إعلان إصدارات حقوق الإكتتاب على العائد غير العادي للسهم بالتطبيق على السوق المالى المصري، وإختبار تأثير الإختلاف بين العائد المُقدر بنموذج تسعير الأصول الرأساليه CAPM فى حالة تقدير معلمات الإنحدار OLS بكلاً من مؤشر السوق الرئيسي (EGYX30) ومؤشر القطاع (R_{Sector}) خلال فترة التقدير Estimation period، والتى إعتمدت على منهجية دراسة الحدث Event study methodology خلال الفترة ما بين 2007 الى 2018، وتوصل الباحثون إلى أن هناك تأثيراً سلبياً لإعلان إصدرات حقوق الإكتتاب ROs على متوسط العائد غير العادي خلال فترة إختبار قصيرة نسبياً (+10 يوم)، وتأثيراً إيجابياً لإعلان إصدرات حقوق الإكتتاب ROs على متوسط العائد غير العادي خلال فترة إختبار طويلة نسبياً (+30 يوم)، وأن هناك إختلاف لتأثير إعلان إصدارات حقوق الإكتتاب ROs على متوسط العائد غير العادي AR بإختلاف المؤشر المستخدم (مؤشر السوق الرئيسي EGYX30، مؤشر محفظة القطاع Sector) لنموذج تسعير الأصول الرأسماليه Capital Assets Pricing Model (CAPM) المُستخدم لتقدير معلمات نموذج الإنحدار البسيط OLS فى تقدير العائد المُتوقع Estimated return خلال فترة التقدير Estimation period، وسوف يتم سرد المقاله من خلال عرض مشكلة الدراسة، الدراسات السابقه، منهجية الدراسه، الدراسه التطبيقيه، النتائج، التوصيات وفى النهايه عرض الدراسات المستقبليه.

الكلمات الداله Keywords

منهجية دراسة الحدث ESM، العائد غير العادي AR، إعلان إصدارات حقوق الإكتتاب ROs، نموذج تسعير الأصول الرأسماليه CAPM، مؤشر السوق الرئيسي EGYX30، مؤشر محفظة القطاع Sector portfolio.

الكلمات الرئيسيه	الإختصار
اصدارات حقوق الإكتتاب	Rights Issues Announcement (ROs)
منهجية دراسة الحدث	Event study methodology (ESM)
فترة التقدير	Estimation period (ER)
العائد غير العادي	Abnormal return (AR)
العائد المُقدر	Estimated return (ER)
نموذج السوق	Market Model (MM)
مؤشر السوق الرئيسي	Market Index (EGYX30)
نموذج تسعير الاصول الرأسماليه	Capital Asset Pricing Model (CAPM)

Sector portfolio	مؤشر محفظة القطاع
Ordinary Least Square (OLS)	معادلة الإنحدار البسيط
Constant (α)	ثابت الإنحدار
Beta (β)	معامل بيتا
Information Asymmetry (IA)	عدم تماثل المعلومات

2- مقدمه Introduction

- تعتبر إصدارات حقوق الإكتتاب ROs أحد سياسات الشركات المساهمه Corporation لزيادة رأسمالها القائم على إعطاء المساهمين الحاليين الحق فى الإكتتاب ولكن ليس إلزام عليهم في شراء العدد المتناسب للأسهم المساوية لنسبة ملكيتهم الحاليه فى أسهم الشركة Holdness & Pontiff (2016)، وتختار الشركات إصدار حقوق الإكتتاب ROs لجمع الأموال وذلك للتوسع أو لإطلاق منتجات جديدة أو تحسين نسبة الدين إلى حقوق الملكية أو سداد الديون. وهناك نوعان رئيسيان من حقوق إصدار الأسهم وهما، النوع الأول يتمثل فى إصدار حقوق قابلة للتنازل وهنا يحق للمساهم الحالي في الشركة نقل حقه في الإكتتاب إلى أي شخص قد لا يكون حتى مساهماً في الشركة، النوع الثاني يتمثل فى إصدار حقوق غير قابلة للتنازل وهنا لا يحق للمساهمين الحاليين نقل حقه في الإكتتاب لأي شخص ويكون اَمام المساهم خياراَن إما الشراء أو عدم الإكتتاب فيها.

- وتتميز طريقة إصدار حقوق الإكتتاب ببعض المزايا مثل عرض الأسهم على المساهمين بسعر منخفض لتشجيعهم على شراء إصدارات الأسهم، تمكين الشركة من توفير حجم كبير من التكاليف مثل رسوم الإكتتاب وتكلفة الإعلان وما إلى ذلك، تظل سيطرة الشركة في أيدي المساهمين الحاليين وذلك لأن الأسهم تصدر فقط لأولئك المساهمين حاملي الأسهم فى تاريخ الإصدار. وعدالة توزيع الإسهم بنفس نسبة حقوق التصويت. ولكن يؤخذ على تلك الطريقه بعض العيوب مثل عدم تغطية الإكتتاب فى جميع الأسهم المصدره ومن ثم صعوبة جمع الأموال المطلوبه وخاصة فى حالة عدم حرص المساهمين الحاليين فى زيادة ملكيتهم أو أنهم ليس لديهم قدرة ماليه كافيه. إحتمال إنخفاض قيمة سهم الشركة إذا كان هناك عدد كبير من الأسهم المصدرة.
- وتعتمد تلك الدراسة على منهجية دراسة الحدث ESM وذلك من خلال حساب العائد غير العادي Abnormal return والذي يُحسب من خلال الفرق بين العائد الفعلي والعائد المُقدر من خلال السوق بواسطة العديد من النماذج ، وفى هذه الدراسة يتم الاعتماد على تسعير الاصول الرأسماليه (CAPM)، كأحد النماذج التى تستخدم فى تقدير معدل الخصم، وتلك المنهجية تستخدم بغرض إختبار رد فعل السوق تجاه المعلومه أو الحدث، يُعتمد على نموذج تسعير الأصول الرأسماليه لتقييم العائد المُقدر لحساب العائد غير العادي AR مستعيناً بمؤشر السوق الرئيسي EGYX30 وأيضاً مؤشر محفظة القطاع Sector Index فى تقدير معلمات

الإنحدار OLS، وذلك لمعرفة الفرق بينهم ومدى مساهمتة فى تعزيز هدف الدراسة والمتمثلة فى إختبار تأثير إعلان إصدارات حقوق الإكتتاب Rights Issues على العائد غير العادي للسهم.

- ويتم الإعتماد على فترة الحدث للعوائد غير العاديه اليوميه (−30 يوم قبل، صفر، +30 يوم بعد)، وفترة التقدير 250 يوم قبل فترة الحدث بـ 10 ايام، وتتم الدراسة خلال الفتره من 2007 الى 2018 بالتطبيق على 113 إعلان لإصدارات حقوق الإكتتاب ROs للشركات المدرجة بالسوق المالى المصري كعينه تشمل 87 شركه من اجمالى 120 شركه تضم 198 إعلان.

3- مشكلة الدراسه Study Problem

- تتلخص مشكلة الدراسة فى الإجابه على الإسئلة التاليه :

1- إلى أى مدى يؤثر إعلان إصدارات حقوق الإكتتاب ROs على متوسط العائد غير العادي باستخدام نموذج تسعير الأصول الرأسماليه CAPM فى حالة تقدير معلمات الإنحدار OLS بمؤشر السوق الرئيسي (EGYX 30)؟

2- إلى أى مدى يؤثر إعلان إصدارات حقوق الإكتتاب ROs على متوسط العائد غير العادي بإستخدام نموذج تسعير الأصول الرأسماليه CAPM فى حالة معلمات الإنحدار OLS بمؤشر محفظة القطاع (R Sector)؟

4- الدراسات السابقة Literature Review

- يتم تقسيم الدراسات السابقه الى الدراسات التى تناولت منهجية دراسة الحدث، الدراسات التى توصلت الى وجود تاثير ايجابي لإعلانات إصدار حقوق الإكتتاب على العائد غير العادي للسهم، الدراسات التى توصلت الى وجود تاثير سلبي لإعلانات إصدار حقوق الإكتتاب على العائد غير العادي للسهم.

1/4-الدراسات السابقه عن منهجية دراسة الحدث Event Stud Methodology.

- تعد منهجية دراسة الحدث من أشهر الأدوات التحليلية المستخدمة في الأبحاث المالية Peterson (1989)، وتعد أشارت دراسة MacKinlay (1997) أن أول دراسة تم نشرها عن منهجية دراسة الحدث Event study Methodology كانت دراسة James Dolley (1933) حيث إختبر James تأثير تقسيم الأسهم Stocks split على سعر السهم، حيث إختبر تغيرات السعر الإسمي nominal price للسهم خلال توقيت التقسيم بالتطبيق على 95 شركة خلال الفترة من 1921 إلى 1931.

- وإستنتج أن السعر يتأثر بالإيجاب في 57 شركة وينخفض في 26 شركة، ثم ازداد الإعتماد على تلك المنهجيه العلميه، حيث أجريت دراسات خلال الأربعينيات إلى الثمانينات John H. Myers and Archie Bakay (1948), C. Austin Barker (1956, 1957, 1958), and John Ashley (1962) Ray and Brown (1968) and Fama (1969) , Stephen and Warner (1980) and (1985) وتشير دراسة MacKinlay (1997) أن مجلس معايير المحاسبة الماليه The Financial Accounting Standards Board (FASB) يلزم الشركات بتقديم تقارير الإفصاح والشفافية والتي تعتمد على تقديم القوائم المالية وتقارير المعلومات المرتبطة بها والتى ترتبط بقيمة الشركة وبالتالى منهجية دراسة الحدث توفر أداّة جيده لإختبار هذا المحتوى المعلوماتي لهذا الإفصاح. ولذلك تعتبر منهجيه عمليه خاصة اذا كانت تلك الأحداث يتوقع أن تؤثر على الدولة ككل أو مؤشر السوق أو مؤشر الصناعة أو عوامل داخلية للمنشأة نفسها مثل إعلانات عن توزيعات غير متوقعة أو عوائد غير متوقعة أو إندماج أو زيادة رأس المال Kimberly, and Keys (2014).

- تتفق الدراسات السابقة على مجموعه من النماذج لتقدير العائد المُقدر ومن ثم العائد غير العادي، William Sharpe (1970) and Sharpe, Gordon Alexander, and Jeffery Bailey (1995, p. 303), MacKinlay(1997), Kenneth R. Ahern (2009) Charles J. Corrado (1989), Peterson (1989), Kimberly, Keys(2014), Susana Yu, Dean Leistikow (2011)، حيث هناك نوعين من النماذج إحداّهما إحصائيه والأخرى إقتصاديه كما يلى:-

اولاً: النماذج الإحصائية Statistical Models

- وهى تلك النماذج التى تستند على الإفتراض الإحصائى المُعتمد على سلوك عائد السهم وتقوم على إفتراض أن عوائد الأصل طبيعيه ومستقله وتأخذ توزيع متماثل عبر السلسله الزمنيه MacKinlay (1997).ومن أمثله هذة النماذج ما يلي:-

1- نموذج متوسط العائد Mean Adjusted Return Model

$$AR_{i,t} = R_{i,t} - \bar{R}_E \quad \text{.....} \quad (1)$$

Where :

$AR_{j,t}$ العائد غير العادي

$R_{j,t}$ العائد الفعلي اليومي

R_E العائد المتوقع اليومي

$$\bar{R}E = \frac{1}{N}\sum_{J=1}^{N} Ri,t \quad \ldots\ldots \quad (2)$$

Where :

$\bar{R}E$ متوسط العائد المتوقع اليومي

العاد الفعلى اليومي $R_{j,t}$

$\frac{1}{N}\sum_{J=1}^{N}$, مجموع متوسط العوائد الفعليه خلال فترة التقدير قد تكون على سبيل المثال 250 يوم تقريباً قبل فترة الحدث بـ 10 ايام.

2- نموذج العائد المرجح بالسوق Market Adjusted Return Model

$$AR_{i,t} = R_{i,t} - R_{m,t} \quad \ldots\ldots \quad (3)$$

Where :

$AR_{j,t}$ العائد غير العادي

$R_{j,t}$ العائد الفعلي اليومي

$R_{m,t}$ عائد مؤشر السوق الرئيسي

العائد المُرجح بالسوق، مُرجح متساوى أو مرجح بالقيمة للمؤشر الرئيسى للسوق، وهنا يُحسب العائد المُقدر من قبل العائد المرجح المتساوى لمؤشر السوق الرئيسى على سبيل المثال EGYX30, 70,100 فى السوق المالى المصرى خلال نفس الفترة T.

3- نموذج السوق Market Model

$$AR_{i,t} = R_{i,t} - (\alpha + \beta R_{m,t} + \varepsilon) \quad \ldots\ldots \quad (4)$$

Where

العائد غير العادي المُعتمد على العائد المُقدر وفقاً لنموذج السوق MM المحسوب على معاملات نموذج الانحدار(OLS)

$AR_{i,t}$

وهى بيتا Beta(B) وثابت الانحدار Constant(a) خلال فترة التقدير على أساس مؤشر السوق مثل EGYX30 .

العائد الفعلى للورقة المالية صاحبة الإعلان خلال فترة الاختبار.

$R_{i,t}$

عائد مؤشر السوق الرئيسي EGYX30 الفعلى خلال فترة الاختبار.

$R_{m,t}$

قيم معاملات الانحدار البسيط OLS المحسوبة خلال فترة النقدير المُقدرة زمنيا بـ 250 يوم عند كل اعلان.

(β,a)

مؤشر السوق الرئيسي المُرجح المتساوى والمحسوب من قبل السوق المالى مثل,EGYX30,70,100 وهنا يُحسب العائد المُقدر من خلال طريقة المُربعات الصغرى (OLS)، حيث عائد مؤشر السوق لنفس الفترة $R_{m,t}$ ويتم حساب كلا من ثابت الانحدار (α) Constant و معامل البيتا (β)beta من خلال فترة النقدير المُقدرة زمنيا على مدار 250 يوم تقريبا قبل فترة الحدث بـ 10 ايام على سبيل المثال كما ذكرت فى الدراسات السابقه والتى تم الاشاره اليها.

4- نموذج Fama–French 3 Factor Model (FF3F)

$$AR_{i,t} = R_{i,t} - (\alpha_i + \beta_{i,t}(R_t) + \beta_{i1}(SMB_{m,t}) + \beta_{i2}(HML_t) + \beta_{i3}(HML_t)) \quad \ldots\ldots (5)$$

Where

$AR_{i,t}$ العائد غير العادي لفترة t.

$R_{i,t}$ العائد الفعلى للفترة t.

$R_{m,t}$ عائد مؤشر السوق الرئيسي المُرجح المتساوي مثل EGYX30,70,100

SMB_t محفظة ماليه وفقاً للحجم (المحفظه الصغيره – المحفظة الكبيرة) لنفس الفتره.

HML_t محفظة مالية وفقا للقيمة الدفتريه مقابل القيمة السوقيه (ق.المرتفعه – ق. المنخفضة)

(β,a) قيم معاملات الانحدار البسيط OLS المحسوبة خلال فترة التقدير المُقدرة زمنيا بـ 250 يوم لكل المتغيرات الثلاثه.

5- نموذج Carhart 4 Factor Model (FF4F)

$$AR_{i,t} = R_{i,t} - (\alpha_i + \beta_{i,1}(R_{i,t}) + \beta_{i2}(SMB_{m,t}) + \beta_{i3}(HML_t) + \beta_{i4}(UMD_t)). \quad \ldots\ldots (6)$$

Where

$AR_{i,t}$ العائد غير العادي لفترة t.

$R_{i,t}$ العائد الفعلى للفترة t.

$R_{m,t}$ عائد مؤشر السوق الرئيسي المرجح المتساوى مثل EGYX 30, 70,100.

SMB_t محفظة ماليه وفقاً للحجم (المحفظه الصغيره – المحفظة الكبيرة) لنفس الفترهt.

HML_t محفظة ماليه وفقاً للقيمه الدفتريه مقابل القيمة السوقيه (ق.المرتفعه – ق. المنخفضة).

UMD_t محفظه ماليه وفقاً لقيمة العائد (العائد الأعلى – العائد المنخفض) لنفس الفترة t.

(β,a) قيم معاملات الانحدار البسيط OLS المحسوبة خلال فترة التقدير المُقدرة زمنيا بـ 250 يوم لكل المتغيرات الأربعه.

6- النموذج خصائص القائد Characteristic-Based Benchmark Model (CBBM)

$$AR_{i,t} = R_{i,t} - RBM_t \quad \ldots\ldots\ldots (7)$$

Where

العائد غير العادى لفترة t	$AR_{i,t}$
العائد الفعلى للفترة t	$R_{i,t}$
محفظة تعبر عن متوسط العائد المرجح المتساوى لمحفظة ماليه قد تتكون من 10 ورقة ماليه بحيث تكون نفس الحجم، ويُحسب العائد المُقدر من خلالها لكل يوم فى نفس فترة العائد الفعلى t.	RBM_t

ثانياً: النماذج الإقتصادية Economic Models

- وهى تلك النماذج التى تعتمد على سلوك المستثمرين ولا تستند على إفتراضات إحصائية، يمكن وصف النماذج الإقتصادية كقيود على النماذج الإحصائية لتوفيرالمزيد من النماذج لتقدير العوائد المتوقعه بشكل أفضل وأكثر واقعيه MacKinlay (1997). وهناك نموذجين لحساب العائد المُقدر هما كالتالى :-

1- نموذج تسعير الأصول الرأسمالية Capital Assets Pricing Model (CAPM)

$$AR_{i,t} = R_{i,t} - (R_{f,t} + \beta (R_{m,t} - R_{f,t})) \quad \ldots\ldots (8)$$

Where

العائد غير العادي لفترة t.

$AR_{i,t}$

العائد الفعلي للفترة t.

$R_{i,t}$

العائد الخالي من المخاطر (عائد أذون الخزانه) عند نفس الفترة t.	$R_{f,t}$
عائد مؤشر السوق الرئيسي المرجح المتساوى مثل EGYX 30,70,100 عند نفس الفترة t.	$R_{m,t}$
معامل الانحدار المحسوبة خلال فترة التقدير المُقدرة زمنيا بـ 250 يوم بين عائد الورقه وعائد السوق الرئيسي.	(β)

2- نموذج التسعير التحكمي The Arbitrage Pricing Theory (APT)

- أهم ما يميز هذا النموذج أن يضم عامل السوق وعوامل إضافيه اَخرى، ولكن يعيبه أن قوته التفسيريه ضعيفه.

هناك بعض التوصيات تشير إليها دراسة Peterson (1989) عند الإعتماد على منهجية دراسة الحدث Event Study Methodology وهى كالتالي :-

1- يجب إختبار مدى إعتدالية بيانات العائد غير العادي لكل شركه طبقاً لنموذج التقدير المُستخدم وذلك لتعزيز التأثير الإحصائي للنتائج.

2- إستخدام العوائد اليومية أكثر قوة فى مدى إختبار تأثير المتغير المستقل (الحدث Event) مقارنة بالإعتماد على البيانات الشهريه .

3- الإعتماد على الطرق البديله الأكثر تعقيداً للعوائد اليوميه (Scholes-Williams and Dimson) تساعد على تقليل التحيز فى تقدير البيتا Beta ولكنها لا تقدم فائده واضحة فى حساب معادلة المربعات الصغرى (OLS).

4- عمل إختبار الإرتباط الذاتي لقيم العوائد غير العاديه Autocorrelation test .

5- التحديد الدقيق ليوم الحدث Event day وذلك ليزيد من قوة الإختبار.

6- يفضل الإعتماد على متوسط العوائد غير العاديه المعياريه ومتجمع العوائد غير العاديه المعياريه (قسمة متجمع العوائد غير العادية على الخطأ المعياري لها) إذا كان هناك تباين منخفض حول العوائد، وذلك بواسطة إستخدام الخطأ المعياري مقابل الخطأ المعياري للتوقع.

2/4- الدراسات السابقة التى يغلب عليها التاثير الإيجابي لإعلانات إصدارات حقوق الإكتتاب على العائد غير العادي للسهم:

تشير دراسة Salamudin, et al. (1999) الى تاثير إعلان إصدارات حقوق الإكتتاب على سلوك أسعار الأسهم فى السوق المالى الماليزي، حيث إعتمدت الدراسة على عينة من إصدارات حقوق الإكتتاب ROs التي تم إصدارها خلال الفترة من يناير 1980 إلى ديسمبر 1995، وبلغ إجمالى إعلانات إصدارات حقوق الإكتتاب 255 ROs إعلان Announcement، منها 39 إعلان عن مكافأت للملاك، و38 مرتبطه بعمليات استحواذ، و83 فى شكل توزيعات وأخرى ترتبط بإعاده هيكلة، والعينه النهائيه المستخدمه كانت 60 شركة فقط.

وإستخدمت الدراسة منهجية دراسة الحدث حيث حددت فترة الإختبار (– 60 يوم، صفر، + 20 يوم) معتمده على نموذج The market adjusted return method حيث محفظة السوق لحساب العائد المُقدر Estimated return ومن ثم العائد غير العادي AR للسهم الناتج عن الفرق بين العائد الفعلي والعائد المتوقع من قبل السوق. وإستنتج Salamudin, et al.(1999) أن هناك تأثير إيجابي لإعلان إصدارات حقوق الإكتتاب على العائد غير العادي للسهم خلال فترة الإختبار (–60 يوم، +20 يوم) حيث بلغ متجمع متوسط العائد غير العادى للسهم CAAR = 0.13 %، وأيضاً كان للإعلان تاثير إيجابى قبل الإعلان (–1يوم، –60 يوم) حيث بلغ متجمع متوسط العائد غير العادي للسهم CAAR = 0.16%، وكان تاثير الإعلان سلبى بعد فترة الإعلان (+2 يوم، +20 يوم) حيث بلغ متجمع متوسط العائد غير العادي للسهم CAAR= –0.02 %، وكان التأثير فى يوم الاعلان ويوم ثانى بعد الاعلان (صفر، +1 يوم) سلبى على العائد غير العادي للسهم حيث بلغ متجمع متوسط العوائد غير العاديه CAAR = – 0.009% .

وتتفق دراسة Tan, et al.(2002) مع دراسة Salamudin, et al. (1999) فى طبيعة العلاقه بين إعلان إصدارات حقوق الإكتتاب والعائد غير العادي للسهم، حيث تشير دراسة Ruth, et al.(2002) عن الطرح الخاص PP وإصدار حقوق الإكتتاب ROs فى السوق المالى السنجابوري، وتتكون البيانات من أسعار الأسهم اليومية وحجم التداول ومؤشرات السوق من قاعدة بيانات SGX وهناك بعض المعايير لإختيار الشركه فى عينة الدراسة ووتتمثل فى كلاً من 1- يتم الإعلان عن إصدار حقوق الإكتتاب فى الجريدة الرسميه (صحيفة ستريتس تايمز أو بيزنس تايمز) 2- لا يتم تقديم مكافأة متزامنة مع إعلان إصدار حقوق الإكتتاب أو الطرح الخاص 3- سعر إصدار الأسهم الموسميه يجب أن يكون معلوم أسبابه. وتشمل عينة الدراسة النهائيه من 65 إعلان لإصدارات حقوق الإكتتاب ORs و67 إصدارات للطروحات الخاصة PP خلال الفترة من الربع الأول من عام 1988 إلى الربع الثاني من عام 1996.

وإستخدمت دراسة Tan, et al.(2002) منهجية دراسة الحدث إقتداءاً بدراَسات Ball and Brown (1968) Fama, et al. (1969) and Sharpe (1964)، حيث تم تحديد فترة الإختبار (+20، صفر، -30)، على ان فترة التقدير تساوى -110 يوم وفترة ما قبل الإختبار -30 يوم، مستعيناً بنموذج السوق MM لتقدير العائد المُقدر ER وذلك لحساب معلمات النموذج (OLS)، وإستخدمت نموذج إنحدار متعدد MR لإختبار تأثير بعض المتغيرات التى من الممكن أن تفسر التغير فى العائد غير العادي AR حيث يتمثل فى المتغير التابع وكلاً من متغيرات السيوله LIQ ونسبة الديون الى حق الملكيه DE ونسبة سعر الإصدار الى سعر الإغلاق PRC وتباين عوائد السهم اليوميه VAR ومتغير وهمى INV يتم إيضاحهم فى النموذج الإحصائى التالى:

$$HPAR = \alpha i + \beta_{i1}(LIQ) + \beta_{i2}(VAR) + \beta_{i3}(LnProvMV) + \beta_{i4}(INV) + \beta_{i5}(DE) + \beta_{i6}(PRC) + \varepsilon$$

Where

HPAR العائد غير العادي المحسوب خلال الفتره (- 20 يوم، + 1 يوم).

INV متغير وهمى يعطي رقم 1 إذا كان هناك فرصة إستثماريه أو إنفاق إستثمارى أمام الشركه صاحبة إعلان إصدار حقوق الإكتتاب وقيمة صفر إذا كانت غير ذلك.

DE نسبة الديون الى حقوق الملكيه لشركة صاحبة إعلان الإصدارات.

LnProvMV لوغاريتم نسبة عوائد الإصدار الى القيمة السوقيه للشركة صاحبة الإعلان عند يوم - 30.

PRC نسبة سعر الإصدار (يوم الحدث) الى سعر الإغلاق قى يوم -30.

تباين عوائد السهم اليوميه من (− 200 يوم) قبل الحدث الى يوم الحدث (صفر).
VAR
نسبة السيوله (حجم الأسهم المتداوله الى حجم الأسهم المصدره خلال −200 يوم الى يوم الحدث (صفر)
LIQ ratio

وإستنتج Tan, et al.(2002) أن هناك تأثير سلبي على العائد غير العادي AR قبل إعلان إصدارات حقوق الإكتتاب بلغ −7.3% (−30 يوم)، ولكن هناك تأثير إيجابي على العائد غير العادي AR بعد إعلان إصدارات حقوق الإكتتاب 5.9%(+20 يوم) هذا ما يتعلق بتأثير إعلانات إصدارات حقوق الإكتتاب على العائد غير العادي للسهم، أما بالنسبة لنتيجة نموذج الإنحدار المتعدد، فنجد أن هناك تأثير سلبي لمتغير السيوله بقيمة − 1.98% على العائد غير العادي، وتاثير سلبى لمتغير تباين عوائد السهم اليوميه قيمته − 1.5%، وهناك تأثير إيجابي لمتغير لوغاريتم نسبة عوائد الإصدار الى القيمة السوقيه بقيمة 0.03%، وتاثير إيجابي للمتغير الوهمى 0.02%، وتاثير سلبي لمتغير نسبة الديون الى حقوق الملكيه بقيمة − 0.026، وتاثير سلبي لمتغير نسبة سعر الإصدار الى سعر الإغلاق على العائد غير العادي المحسوب خلال الفترة (−20، +1) والتى تم ذكره سابقا.

وتتفق دراسة Wang, et al.(2006) مع دراسة Salamudin, et al.(1999) و دراسة Tan, et al.(2002) فى طبيعة العلاقه بين إعلان إصدار حقوق الإكتتاب والعائد غير العادي والمنهجية العلمية، وتشير دراسة كلاً من Wang, et al.(2006) عن تأثير إعلان إصدارات حقوق الإكتتاب ROs لزيادة رأس المال على سعر السهم والأداء المحاسبي للشركات المصدره لحقوق الإكتتاب بالتطبيق على السوق الصيني والتايواني على المدى القصير وتتكون عينه الدراسة من 432 شركة قامت بإعلان إصدار حقوق الإكتتاب بالتطبيق على السوق الصيني والتايواني وإستخدمت منهجية دراسة الحدث Event Study Methodology.

ولقد كانت فترة الإختبار (+50 يوم، صفر، − 50 يوم) وأن فترة التقدير قبل فترة الحدث تبلغ −250 يوم على أن هناك −100 يوم قبل فترة الإختبار بمعنى تصل الفترة قبل فترة الإختبار بـ −350 يوم، وصاغت الدراسة بعض الفرضيات وهى (1) رد فعل السوق السابق لإعلان إصدار حقوق الإكتتاب إيجابي (2) أداء سعر السهم والأداء التشغيلي لشركات صاحبة إصدارات حقوق الإكتتاب أفضل من الشركات التي لا تصدر حقوق إكتتاب قبل إعلان إصدارات الحقوق Rights Issues Announcement (3) أداء أسعار الأسهم والأداء التشغيلي على المدى الطويل لشركات صاحبة إصدارات حقوق الإكتتاب أسوأ من الشركات التي لا تصدر حقوق إكتتاب بعد إعلان إصدار الحقوق Rights Issues Announcement (4) ان أداء السهم على الأجل الطويل يرتبط إيجابياً مع الأداء التشغيلي طويل الأجل بعد إعلان إصدار الحقوق Rights Issues Announcement.

وإستنتج Wang, et al. (2006) أن هناك تأثير إيجابى لإعلان إصدار حقوق الإكتتاب على العائد غير العادي قبل وبعد إعلان إصدارات حقوق الإكتتاب بنسبة 4.75% وفقا لنموذج العائد المُقدر بالخطر −risk

adjusted returns ونموذج العائد المُرجح بالسوق market–adjusted returns 4.86%، ولكن الشركات صاحبة اصدار حقوق الاكتتاب تتسم باداء تشغيلى منخفض بالمقارنه بالشركات التى لم تقم باصدار حقوق الاكتتاب متمثلا فى متغيرات نمو المبيعات وزيادة الإنفاق الرأسمالى.

وتتفق دراسة Marisetty, et al (2008) مع دراسة Salamudin, et al.(1999) و دراسة Tan, et al.(2002) ودراسة Wang, et al.(2006) فى طبيعة العلاقه بين إعلان إصدار حقوق الإكتتاب والعائد غير العادي والمنهجية العلمية، حيث تشير دراسة كلاً من Marisetty, et al.(2008) عن رد فعل السوق المالى لإعلانات إصدارات حقوق الإكتتاب بالتطبيق على السوق المالي الهندى. وتشمل عينه الدراسة من 67 شركة إعلان إصدارات حقوق الإكتتاب خلال الفترة من عام 1997 الى 2005 فى السوق المالى الهندى. الإصدارات فى السوق المالى الهندي يأخذ ثلاث طرق إما (1) إصدارات للإكتتاب العام. (2) إصدارات حقوق الإكتتاب Ros. (3) الطرح الخاص PP. أكثر وأهم الطرق التقليدية لزيادة الملكيه الجديده raising new equity للشركات هي من خلال (1) الإكتتاب العام والتى تتمثل الطرح العام المبدئى IPOs وطرح الملكيه الموسميه SEOs، (2) إصدارات حقوق الإكتتاب ROs. واعتمدت الدراسة على منهجية دراسة الحدث Event study methodology وتحديد فترة الإختبار (−30 يوم، صفر، +30 يوم)، مستعيناً بنموذج السوق Market Model فى تحديد معلمات النموذج ومن ثم تقدير العائد المتوقع والعائد غير العادي للسهم.

وإستنتج Marisetty, et al. (2008) أن هناك تأثير إيجابي قبل إعلان إصدارَات حقوق الإكتتاب على العائد غير العادي حيث بلغ قيمة متجمع متوسط العوائد غير العاديه CAAR (−1 ايام الى − 30 ايام) 0.024%، وتاثير إيجابي للإعلان فى يوم الحدث ويوم واحد بعد الإعلان حيث بلغت قيمة متجمع متوسط العوائد غير العاديه 0.0003% وتاثير إيجابي للعائد غير العادي بعد الإعلان (+2 يوم الى +30 يوم) حيث بلغت قيمة متجمع متوسط العوائد غير العاديه 0.0061%. وأيضا فى حالة إصدار حقوق الإكتتاب للأسهم العاديه فقد كان تأثير إعلان إصدارات للأسهم العاديه على العائد غير العادي سلبى 0.0104% خلال فترة ما بعد الإعلان (+2 يوم الى +30 يوم) وإيجابى قبل الإعلان حيث 0.025% (− 1 ايام الى − 30 ايام). وفى حالة إصدارات حقوق الإكتتاب العادية مع ضمانات أو أسهم تفضيلية أو سندات قابلة للتحويل، كان تأثير إعلان إصدارات حقوق الإكتتاب على العائد غير العادي إيجابى 0.1004% خلال فترة ما بعد الإعلان (+2 يوم الى +30 يوم) وإيجابى قبل الإعلان حيث 0.099% (−1 ايام الى − 30 ايام).

وتتفق دراسة كلاً من Joy et al. (2014) مع دراسة Salamudin, et al. (1999) و دراسة Tan, et al. (2002) و دراسة Wang, et al. (2006) و دراسة Marisetty, et al. (2008) فى طبيعة العلاقه بين إعلان اصدار حقوق الإكتتاب والعائد غير العادي والمنهجية العلمية، حيث تشير دراسة كلاً من Joy et al. (2014) عن

إختبار تأثير حدث إعلان إصدار حقوق الإكتتاب على أداء أسهم الشركات الكينية المدرجة ببورصة نيروبي للأوراق المالية وتقييم رد فعل المستثمرين لإعلان إصدار الحقوق من خلال تقييم تأثير إصدار حقوق الاكتتاب على تداول الشركات قبل وبعد الإصدار، وإعتمدت الدراسة على منهجية دراسة الحدث حيث استخدمت الفترة (−20 قبل، يوم الحدث، +20 بعد الحدث)، بالاعتماد على نموذج السوق MM فى تقدير العائد المتوقع ومن ثم العائد غير العادي، بالتطبيق على عينة تتكون من 62 شركه مصنفه الى 5 قطاعات، قطاع الزراعة، قطاع التجارة والخدمات، قطاع التمويل والاستثمار، قطاع الصناعة، وقطاع سوق الإستثمار، وتشمل 20 شركة مدرجه في بورصة نيروبي للأوراق المالية وهو مؤشر NSE 20 للأسهم، و42 شركه من جميع الشركات التي قامت بإصدار حقوق الإكتتاب خارج المؤشر خلال الفتره من 2007 الى 2012. وإستنتج Joy et al. (2014) أن هناك تأثير إيجابي لإعلان إصدار حقوق الإكتتاب على العائد غير العادي، وهناك رد فعل إيجابي للمستثمرين نتيجة إعلانات إصداراَت حقوق الإكتتاب حيث هناك تأثير إيجابي على حجم التداول.

تتفق دراسة Cesario et al.(2017) مع دراسة Salamudin, et al. (1999) و دراسة Tan, et al. (2002) و دراسة Wang, et al. (2006) و دراسة Marisetty, et al. (2008) و دراسة دراسة كلاً من Joy et al. (2014) فى طبيعة العلاقه بين إعلان إصدار حقوق الإكتتاب والعائد غير العادي والمنهجية العلمية، حيث تشير دراسة Cesario et al.(2017) عن خصومات الأسعار في إصدارات حقوق الإكتتاب، وتهدف تلك الدراسة إلى تحليل أسباب والتاثير المعنوى لمتوسط خصومات السعر 25% للشركات المالية و 29% للشركات غير الماليه في إصدارات حقوق الإكتتاب بالمملكة المتحدة باستخدام عينة من 268 إعلان لإصداراَت حقوق الإكتتاب للفترة من 1994 إلى 2012.

واَعتمدت الدراسة على منهجية دراسة الحدث لقياس العائد غير العادي، وأيضا إعتمدت على نموذج الإنحدار المتعدد لقياس تأثير كلاً من الرافعه الماليه وحجم الخساره وفروق الأسعار ومعنوية السوق كمتغيرات مستقلة على خصم السعر كمتغير تابع، وتم قياس متغير خصم السعر بـ (1− سعر الإصدار الحالى / سعر السهم السابق) ومتغيرالرافعه الماليه بـ (تقاس بقيمة إجمالى الديون الى إجمالى الاصول) و متغير حجم الخساره بـ (متغير وهمى حيث يُقاس بالعائد على الأصول إذا كان سلبي يأخذ قيمه 1 واذا كان غير ذلك ياخذ صفر) و متغير فروق الأسعار بـ (الفرق بين البيع والشراء خلال 260 يوم إعلان إصدارات حقوق الإكتتاب) و متغير معنويه السوق بـ (يعبر بمتغير وهمى باخذ قيمة 1 اذا كان عائد السوق للعام السابق ايجابى بالمقارنه بالعام السابق لإعلانات إصدارات حقوق الإكتتاب و قيمه صفر إذا كان غير ذلك).

وتوصل كلاً من Cesario et al.(2017) بالنسبة لنموذج تأثير كلاً من متغير الرافعه الماليه وحجم الخساره وفروق الأسعار ومعنوية السوق كمتغيرات مستقله على خصم السعر كمتغير تابع الى وجود تأثير إيجابى

لكلاً من متغير حجم الخساره (0.034%) وفروق الاسعار (0.279%) ومعنويه السوق (0.0052%) كمتغيرات مستقله على خصم السعر كمتغير تابع، وكان هناك تأثير سلبي للرافعه الماليه (0.0118%) كمتغير مستقل على خصم السعر كمتغير تابع. اَما فى الشركات غير مالية، وجد تأثير إيجابى لكلاً من متغير الرافَعه الماليه (0.0315%) وحجم الخساره (0.01%) وفروق الأسعار (0.123%) ومعنويه السوق (0.03%) كمتغيرات مستقله على خصم السعر كمتغير تابع.

وإستنتج كلاً من Cesario et al.(2017) فيما يتعلق بنموذج الدراسة الذى يتعلق بإختبار تأثير كلاً من متغيرات خصم السعر وحجم المنشأه والعائد علي الأصول وفرص النمو المستقبلى ونسبة تركز الملكية ومعنوية السوق على العائد غير العادي للسهم نتيجة إعلان إصدارات حقوق الإكتتاب، وكانت النتيجة فى الشركات المالية، وجود تأثير سلبي لمتغيرات خصومات السعر (-0.044) على العائد غير العادي لإعلان إصدارات حقوق الإكتتاب، وهناك تأثير إيجابي لكلاً من حجم المنشأه (0.002) و العائد على الأصول (0.0134) و فرص النمو (0.007) ونسبة تركز الملكيه (0.046) على العائد غير العادي لإعلان إصدارَات حقوق الإكتتاب، وتبلغ قيمة معامل الإرتباط للنموذج 14.5% ، وهو ما يعكس إنخفاض قدرة تلك المتغيرات المستقله على تفسير التغير فى العائد غير العادي. وفى الشركات غير ماليه، حيث هناك تأثير سلبي لمتغيرات خصومات السعر(-0.055) والعائد على الأصول (-0.014) على العائد غير العادي لإعلان إصدارات حقوق الإكتتاب، وهناك تأثير إيجابي لكلاً من حجم المنشأه (0.011) و فرص النمو (0.004) ونسبة تركز الملكيه (0.043) على العائد غير العادي لإعلان إصدارات حقوق الإكتتاب، وتبلغ قيمة معامل الإرتباط للنموذج 7.8% وهو ما يعكس إنخفاض قدرة تلك المتغيرات المستقله على تفسير التغير فى العائد غير العادي .

وإسنتج الباحثون Cesario et al.(2017) أن خصومات الأسعار في إصدارات حقوق الإكتتاب للشركات غير المالية والمالية يتم تحديدها من خلال مجموعة من خصائص الشركات ومعنوية السوق، كما أنهم يقدمون أدلة على أن خصومات الأسعار لا يتم تحديدها بشكل عشوائي من قبل مديري الشركات.

3/4- الدراسات السابقه التى يغلب عليها التأثير السلبي لإعلانات إصدارَات حقوق الإكتتاب على

العائد غير العادي للسهم.

تشير دراسة كلاً من Kabir and Roosenboom (2003) إلى تأثير إعلان إصدارَات حقوق الإكتتاب على الأَداء التشغيلي للسهم فى المستقبل. وتكونت عينة الدراسة من 58 شركة قامت بالإعلان عن إصدار حقوق إكتتاب، حيث هناك 79 شركه قامت بزيادة رأس مالها، منها 58 شركه قامت بإصدار حقوق

الإكتتاب Rights Issues والتى تمثل 73% من إجمالى الشركات التى قامت بزيادة رأس مالها وهى تمثل صناعات مختلفه من إجمالى 170 شركة مقيده بالسوق المالى. وإعتمدت الدراسة على منهجية دراسة الحدث event study methodology، حيث حددت فترة الدراسة (−20 يوم، صفر، +30 يوم)، وتحديد فترة التقدير estimation period بـ −200 يوم. مستخدماً نموذج السوق MM فى تقدير العائد المتوقع وذلك لحساب العائد غير العادي AR، واستنتج كلاً من Kabir and Roosenboom أن العائد غير العادي يبلغ قبل الإعلان 3.27% خلال الفترة (−1 يوم، −60 يوم) وهناك تأثير سلبي بعد الإعلان على العائد غير العادي −2.34% خلال الفترة (0 ، +30 يوم).

تتفق دراسة Adaoglu (2006) مع دراسة كلا من Kabir and Roosenboom (2003) فى طبيعة العلاقه بين إعلان اصدار حقوق الاكتتاب والعائد غير العادى والمنهجية العلمية، وتشير دراسة Adaoglu (2006) الى اختبار رد فعل السوق المالى لإعلان إصدارَات حقوق الإكتتاب للإصدارات العاديه والأخرى التى عليها علاوة إصدار بالتطبيق على الأسواق الماليه الناشئة الأوربيه. وتشمل العينة على 97 إعلان إصدارَات حقوق الإكتتاب منها 22 إعلان لإصدارات الحقوق ROs عاديه (بدون علاوة) و75 إصدار حقوق للإكتتاب بعلاوة إصدار بالتطبيق على السوق المالى التركى (إسطنبول)، ويجب ان يتوافر فى العينه الشروط التاليه (1) يجب طباعة تاريخ الإعلان عن إعلان إصدار حقوق الإكتتاب في النشرة اليومية الرسمية خلال فترة الدراسة من 1994 الى 1999. (2) يجب أن يكون الإعلان إعلانًا لمجلس الإدارة. (3) لا يتم تغيير الإعلان الأول لمجلس الإدارة عن طريق إجتماع آخر لمجلس الإدارة. (4) لا يتم الإعلان في وقت واحد بمعلومات مهمة أخرى مثل إعلانات سياسة الأرباح بجانب إعلان إصدار حقوق الإكتتاب. (5) الإعلان غير مشوش بإعلانات خاصة بشركات أخرى خلال ± 5 أيام من تاريخ الإعلان. (6) تتوفر بيانات السعر المعدلة لرأس المال والأرباح.

وإستخدم Adaoglu (2006) منهجية دراسة الحدث، وحدد فترة الإختبار (−5 ايام، صفر، +5 ايام)، وحدد فترة التقدير −100 يوم وأيضاً هناك −15 يوم قبل فترة الإختبار. وتوصل Adaoglu (2006) أن هناك تأثير إيجابى على العائد غير العادي قبل إعلان إصدار حقوق الإكتتاب على الشركات Unsweetened (صاحبة الإصدارات العاديه) حيث بلغ متجمع متوسط العوائد غير العاديه 0.014% عند الفترة (−1، −5 يوم) وكان له تأثير سلبي، حيث بلغ قيمة متجمع متوسط العوائد غير العاديه − 0.072 % عند تاريخ الإعلان وبعده بيومين (صفر،+2 يوم) وكان له تأثير سلبي بعد الإعلان حيث بلغ قيمة متجمع متوسط العوائد غير العاديه −0.07 % عند الفترة (صفر، +5 ايام)، وتختلف النتيجة فى حالة إعلانات إصدارات حقوق الإكتتاب عند الشركات sweetened صاحبة الإصدار (بعلاوة)، حيث إن هناك تأثير سلبي على

العائد غير العادي قبل إعلان إصدار حقوق الإكتتاب على الشركات sweetened (صاحبة الإصدارات العاديه) حيث بلغ متجمع متوسط العوائد غير العاديه −0.002% عند الفترة (−1، −5 يوم) وكان له تأثير إيجابي حيث بلغ قيمة متجمع متوسط العوائد غير العاديه 0.002% عند تاريخ الإعلان وبعده بيومين (صفر، +2 يوم) وكان له تأثير إيجابى بعد الإعلان حيث بلغ قيمة متجمع متوسط العوائد غير العاديه 0.004 % عند الفترة (صفر، + 5 ايام). وهناك نتائج عامة للدراسة وهى كالتالى (1) شركات المساهمه تقفل الإكتتاب على مساهميها فقط Corporations are closely held. (2) إصدارات الأسهم الموسميه تقريبًا بدون استثناء إصدار حقوق إكتتاب. (3) إصدارات حقوق الإكتتاب عادة ما تكون مصحوبه بعلاوة. (4) إصدارات حقوق الإكتتاب غير مؤمنة ولم يتم الإكتتاب فيها بالكامل. (5) إن نسبة إصدارات حقوق الإكتتاب إلى رأس المال المدفوع المستحق فى الأسواق الماليه الناشئة أعلى بكثير مقارنة بالنسب المئوية في الأسواق الماليه المتقدمة. (6) هناك إجراء موحد للتدقيق عن المعلومات. (7) يكون تذبذب العوائد منخفض فى الأجل القصير ولكن يكون مرتفع فى الأجل الطويل. (8) هناك مشكلة تضخم مستمره نتيجة تلك الإصدارات.

تتفق دراسة كلا من Chena and Chenb (2007) مع دراسة كلاً من Kabir and Roosenboom (2003) و ودراسة Adaoglu (2006) فى طبيعة العلاقه بين إعلان إصدار حقوق الإكتتاب والعائد غير العادي والمنهجية العلمية، حيث تشير دراسة كلاً من Chena and Chenb (2007) عن المحتوى المعلوماتى لإعلانات إصدارات حقوق الإكتتاب، حيث تتكون عينة الدراسة من 205 إعلان لإصدار حقوق الإكتتاب من بينها 78 إصدارًا في عام 1999 و 82 عام 2000 و 45 عام 2001 بالتطبيق على السوق المالى الصيني.

وإستخدمت الدراسة منهجية دراسة الحدث والتى تقيس العائد غير العادي المتجمع المحسوب قبل وبعد الإعلان، حيث فترة إختبار الحدث (−60، صفر،+ 180يوم)، على أن يتم القياس أيضاً على الأجل القصير فترة إختبار (−20 يوم، صفر، +20 يوم).ويتم حساب العائد غير العادي من خلال الفرق بين العائد الفعلى والعائد المُقدر على أساس نموذج محفظة السوق Market Model، وأيضاً إختبرت تأثير بعض المتغيرات على العائد غير العادي وهم معدل شراء الشركة ومعدل الخصم لسعر الإكتتاب ونسبة المديونيه والعائد على الأصول وحجم الاصدارات وحجم الأسهم العامة والتغير في الديون. واستنتج كلاً من Chena and Chenb (2007) ان هناك تأثير سلبى لإعلان إصدار حقوق الإكتتاب قبل الحدث حيث وصل قيمة متجمع العائد غير العادي CAAR = − 0.9% ولكن هناك تأثير إيجابى لإعلان إصدار حقوق الإكتتاب على العائد غير العادي بعد الإعلان حيث بلغ قيمة متجمع العائد غير العادي

CAARعلى الأجل القصير (+20 الى – 20 يوم) 0.4%، وعلى الأجل الطويل كان هناك تأثير إيجابى لإعلان إصدار حقوق الإكتتاب على العائد غير العادي حيث بلغ قيمة متجمع متوسط العائد غير العادي CAAR = 0.107%.

واستنتج ايضاً أن هناك علاقة إيجابية على الأجل القصير وسلبيه على الأجل الطويل بين العائد غير العادي ومعدل شراء الشركة، هناك علاقة إيجابية على الأجل القصير وإيجابيه على الأجل الطويل بين العائد غير العادي ومعدل الخصم لسعر الاكتتاب، هناك علاقة سلبيه على الأجل القصير وسلبية على الأجل الطويل بين العائد غير العادي و نسبة المديونيه، هناك علاقة سلبيه على الأجل القصير وسلبيه على الأجل الطويل بين العائد غير العادي والعائد على الأصول، هناك علاقة سلبيه على الأجل القصير وسلبيه على الأجل الطويل بين العائد غير العادي و حجم الإصدارات، هناك علاقة سلبيه على الأجل القصير وسلبيه على الأجل الطويل بين العائد غير العادي و حجم الأسهم العامة .

تتفق دراسة كلاً من Otieno and Ochieng (2015) مع دراسة كلاً من Kabir and Roosenboom (2003) و دراسة Adaoglu (2006) و دراسة Chena and Chenb (2007) و دراسة كلاً من Ahsan and Alam (2014) فى طبيعة العلاقه بين إعلان إصدار حقوق الإكتتاب والعائد غير العادي والمنهجية العلمية، حيث تشير دراسة كلاً من Otieno and Ochieng (2015) عن تأثير إعلان إصدار حقوق الإكتتاب على عوائد أسهم الشركات المقيده في السوق المالى الرسمى، وتعتمد الدراسة على منهجية دراسة الحدث وتمت على على عينة من اثني عشر شركة أصدرت حقوقً إكتتاب ROs في الفترة ما بين 1 يناير 2007 حتى 31 أغسطس 2014. يتم جمع البيانات الثانوية عن أسعار الأسهم من قاعدة بيانات للأوراق المالية (NSE). وتختبر الدراسة ما إذا كانت أسعار وعوائد الأسهم تختلف بشكل معنوى في فترة ما بعد الإعلان عن فترة ما قبل الإعلان.

وتعتمد الدراسة على عينة تتكون من 12 شركة مقيده في بورصة Nairobi للأوراق المالية والتي أصدرت حقوقً الاكتتاب ROs في الفترة ما بين 1 يناير 2007 الى 31 أغسطس 2014 و يتضمن تحليل البيانات في هذه الدراسة تحديد للعوائد غير العادية للأسهم بعد الإعلان .وتم إختبار ذلك من خلال استخدام منهجية دراسة الحدث وفقا لنموذج MacKinlay (1997)، حيث حددت الدراسة فترة إختبار (– 30 يوم، صفر، + 30 يوم) عند مستوى معنويه 5% ومعامل ثقه 95%. واستنتج كلا من Otieno and Ochieng (2015) ان متجمع متوسط العائد غير العادي (CAAR) = –0.0285. هذا يعني أن هناك تأثير سلبي لإعلان إصدار حقوق الاكتتاب على العائد غير العادى بنسبة –2.85٪ خلال فترة الحدث (–30 يوم، صفر، +30 يوم) وتوصلت هذه الدراسة إلى أن الإعلان عن إصدار حقوق الإكتتاب يؤدي إلى إنخفاض

عائد السهم بقيمة 2.85%. وتوصي الدراسة بمزيد من الدراسات الأكاديميه حول تإثيرات إصدارات حقوق الإكتتاب على أسعار الأسهم ومن ثم العوائد غير العاديه لفهم استجابة المستثمرين المحتملة للإصدارات الموسميه.

تتفق دراسة كلاً من Pathak and Gupta (2018) مع دراسة كلاً من Kabir and Roosenboom (2003) و دراسة Adaoglu (2006) و دراسة كلاً من Chena and Chenb (2007) و دراسة كلاً من Otieno and Ochieng (2015) فى طبيعة العلاقه بين إعلان إصدار حقوق الإكتتاب والعائد غير العادي والمنهجية العلمية، حيث تشير دراسة كلاً من Pathak and Gupta (2018) الى إختبار تأثير إصدار حقوق الإكتتاب على حركة أسعار الأسهم في القطاع المصرفي والتي تغطي الفترة من 2008/2007 إلى 2017/2016 بالتطبيق على السوق المالى بنيبال (دوله فى جنوب اسيا)، وذلك بغرض التعرف على حركة سعر السهم في نقاط زمنية مختلفة من خلال القياس قبل وبعد اصدار حقوق الإكتتاب ووذلك من خلال تحديد 90 يوم قبل وبعد (−90 يوم، +90 يوم) إعلان إصدار حقوق الإكتتاب ثم تحديد 5 نقاط خلال تلك الفترة الزمنية بعد يوم الإعلان Announcement day لرقابة التغير فى الأسعار اليوميه. وتستخدم الدراسة معامل الأرتباط وذلك للتحقق من ان حركة السوق ليس لها أى علاقه بتغيير سعر الشركة صاحبة إصدار حقوق الإكتتاب.

وسيتم إستخدام معامل التحديد لتحديد نسبة التباين فى سعر السهم الناتج عن إصدار حقوق الإكتتاب، وتعتمد الدراسة على 338 شركة قامت بإصدار حقوق الإكتتاب Rights Issues وهو ما يساوى 42% من إجمالى الإصدارات فى هذا السوق على مدار تلك الفترة، وتشمل العينه على إعلانات إصدار حقوق الإكتتاب لـ 5 بنوك تعمل فى السوق المالى بنيبال وهم Laxmi Bank و Sunrise Bank و Sanima Bank و Nepal SBI Bank و بنك التنمية الزراعى Agricultural Development Bank. ويجب أن يكون البنك المختار متوافر فبه (1) أن يكون مدرج في بورصة نيبال (NEPSE) خلال السنوات المالية 2008/2007 إلى 2017/2016. (2) يكون هناك عمليات تداول تمت فى تلك البنوك على الأسهم المصدرة خلال هذه الفترة الزمنية . (3) أن يكون كل بنك قد قدم تقارير سنوية عن ادائها. حدد اَيام قبل وبعد الدراسة لرقابة حركة سعر السهم (−90 يوم)، (−9 ايام)، (صفر يوم الاعلان)، (+7 ايام)، (+90 يوم).

واَعتمدت الدراسة على مؤشر القطاع المصرفى بدلاً من مؤشر السوق الرئيسي، وتم تبرير ذلك بأن عوائد السوق الحقيقيه لقطاع البنوك لا تمثل فى مؤشر NEPSE العام، حيث يعتبر مؤشر مركب يتضمن العديد من القطاعات المختلفة مثل البنوك والتأمين والطاقة والموارد المائية والصناعه والفنادق ..الخ ويُعتقد أن إتخاذ مؤشر فرعي مصرفي كمرجع افضل Benchmark لتمثيل سعر السوق الحقيقي للقطاع المصرفي.

وإستنتج ان Pathak and Gupta (2018) هناك تأثير سلبى لاعلان اصدار حقوق الاكتتاب على اسعار السهم اليوميه قبل الاعلان عند النقطة الزمنيه (−9 ايام) حيث متوسط التغير بالسالب −2% وهناك ايضا تأثير سلبى لاعلان اصدار حقوق الاكتتاب على اسعار السهم اليوميه بعد الاعلان عند النقطة الزمنيه (+90 يوم) بعد الاعلان يساوى −14.4%.

وتتفق دراسة Chin et al. (2018) مع دراسة كلاً من Kabir and Roosenboom (2003) و دراسة Adaoglu (2006) ودراسة كلاً من Chena and Chenb (2007) و دراسة كلاً من Otieno and Ochieng (2015) و دراسة Pathak and Gupta (2018) فى طبيعة العلاقه بين إعلان إصدار حقوق الإكتتاب والعائد غير العادي والمنهجية العلمية، حيث تشير دراسة Chin et al. (2018) الى تحويل الثروه في إصدارات حقوق الإكتتاب وأدوات الحماية، حيث تبحث هذه الدراسة في مشاركة المساهمين فى إعلانات إصدارات حقوق الإكتتاب وكيفيه تأثير ذلك على تحويل ثرواتهم بالتطبيق على السوق المالى بهونج كونج.

واعتمدت الدراسة على عينه تتكون من 169 إصدار حقوق الإكتتاب خلال الفتره من 2003 الى 2014، واستنتج Chin et al. (2018) ان إعلانات إصدارات حقوق الإكتتاب ستؤدي الي تحويل نسبة كبيره من ثروات المساهمين وبالتالى يكون لها تأثير سلبي على العائد غير العادى للسهم، ولكن هذا التأثير السلبي قد ينخفض إذا شارك عدد كبير من المساهمين فى هذا الإكتتاب، ووجدت تلك الدراسة لأول مرة أن هناك ثلاث أدوات حماية رئيسية يمكن أن تقلل من تحويل الثروة (1) شهادة الاكتتاب الأفضل التي يقدمها أكبر المساهمين، (2) اعتماد امتياز الاكتتاب، (3) تجنب منصب الرئيس التنفيذي الذي يشغله أكبر المساهمين.

- **<u>ويلاحظ الباحث على الدراسات السابقه ما يلى:-</u>**

1- إختلاف الدراسات السابقه من حيث تأثير إعلانات إصدار حقوق الإكتتاب على العائد غير العادي للسهم، حيث توصلت بعض الدراسات الى وجود تأثير إيجابي بينما توصل البعض الآخر الى وجود تأثير سلبي.

2- تباين الفترة التى تم تغطيتها فيما بين الدراسات، حيث تبلغ فترة إختبار الحدث ما بين (−5 ، +5 يوم) وخاصة فى الأسواق المتقدمه و (−30، +30 يوم)، فى الأسواق الناشئه، وأيضاً تباينت بعض الدراسات السابقه في فترة التقدير التى تسبق فترة الإختبار حيث تقدر بـ 120 يوم فى الأسواق المتقدمه و 250 يوم فى الأسواق الناشئه.

3- قامت معظم الدراسات السابقه باستخدام نموذج السوق Market Model (MM) فى تقدير العائد المتوقع ومن ثم حساب العائد غير العادي وبعض الدراسات السابقه ذكرت إستخدام نموذج تسعير الأصول الرأسماليه CAPM كأحد النماذج الإقتصاديه التى تستخدم فى حساب معدل العائد المتوقع.

4- معظم الدراسات السابقه إعتمدت على مؤشر السوق الرئيسي فى تقدير معلمات نموذج الإنحدار البسيط وذلك للتنبؤ بالعائد المتوقع.

- وبناءاً على ما سبق فإن العلاقه بين إعلان إصدارات حقوق الإكتتاب والعائد غير العادي للسهم ما زالت تحتاج إلى مزيد من الإختبار خاصة فى السوق المصرى والذى قد يختلف فى بعض سماته عن الأسواق التى تم تغطيتها فى الدراسات السابقه، سواء من حيث الحجم، عدد الأوراق المقيده، مستوى الكفاءه، الحاله التى يمر بها الإقتصاد المصرى.وأيضاً يجد الباحث ضرورة الإعتماد على نماذج أخرى فى تقدير العائد المتوقع الذى يستخدم فى حساب العائد غير العادى ولذلك يستخدم الباحث نموذج تسعير الأصول الرأسماليه CAPM فى تقدير العائد المتوقع بالاعتماد على كلا من مؤشر السوق الرئيسي EGYX30 و مؤشر محفظة القطاع Sector Portfolio وذلك لمعرفة الاختلاف بينهم.

5- منهجية الدراسة Methodology

- تشمل منهجية الدراسة على مجتمع الدراسه والعينه وفرضيات الدراسه، النموذج المقترح، طريقة قياس كل متغير من متغيرات النموذج، وفى النهايه طريقة بناء وتكوين كل متغير من متغيرات النموذج.

1/5- مجتمع الدراسة والعينه Data

- يتكون مجتمع الدراسه من 120 شركه، وتشمل 198 إعلان لإصدارات حقوق الإكتتاب ROs خلال الفتره الزمنيه بين 2007 الى 2018 فى السوق المالى المصرى وهو ما يعتبر إطار المعاينه وتم الإعتماد على 87 شركه كعينه للدراسه والتى تشمل على 113 إعلان كعينة تحكميه من ذلك المجتمع وفقاً لما يتوافر مع شروط إختيار العينه وإتاحة وسهولة الحصول على البيانات واتصالها واستمراريه الشركه.

- تم الاعتماد على البيانات الثانويه الكمية المنشوره بالسوق المالى المصرى وهى تتمثل فى أسعار الإغلاق اليوميه (-30 يوم، صفر، +30 يوم) وأيضاً فترة تقدير تقدر بـ (250) يوم قبل بداية فترة الحدث (10 أيام) للشركات التى قامت بالإعلان عن إصدارات حقوق الإكتتاب ROs، والمؤشر الرئيسي للسوق المالى EGYX30، ومؤشرات 18 قطاع المدرجة بالسوق المالى، ويتمثل مصدر البيانات فى سوق المالى المصرى.

- جدول (1) يوضح عدد الشركات والإعلانات الخاصة بكل قطاع من قطاعات السوق المالى المصري.

	القطاع	عدد الشركة	عدد الإعلانات
1	اتصالات و إعلام و تكنولوجيا المعلومات	3	3
2	أغذية و مشروبات	12	16
3	التشييد و مواد البناء	1	1
4	عقارات	13	21
5	بنوك	8	12
6	تجار و موزعون	2	3
7	خدمات النقل والشحن	4	4
8	خدمات مالية غير مصرفية	6	6
9	رعاية صحية و أدوية	4	4
10	سياحة وترفيه	8	12
11	مقاولات و إنشاءات هندسية	4	5
12	منتجات صناعية وسيارات	2	2
13	منسوجات و سلع معمرة	3	3
14	مواد البناء	5	5
15	موارد أساسية	9	12
16	ورق ومواد تعبئة و تغليف	3	4
الإجمالى	16 قطاع	87	113

جدول (1) ، وصف تحليلي لبيانات الدراسة ، المصدر :اعداد الباحث باستخدام برنامج Excel.

- يوضح الجدول (1) أن عينة الدراسة تشمل 87 شركة، وتضم 113 إعلان للإصدرات (حقوق الإكتتاب) خلال الفترة ما بين يناير 2007 إلى ديسمبر 2018، وتلك الإعلانات تمثل 16 قطاع من القطاعات المدرجة بالسوق المالى المصرى.

2/5- الفرضيات Hypothesis

- تشمل الدراسه على الفرضيين التاليين:-

1- يختلف تأثير إعلانات إصدار حقوق الإكتتاب ROs على العائد غير العادى للسهم بشكل معنوي عن الصفر وفقاً لتقدير نموذج تسعير الأصول الرأسماليه CAPM فى حالة تقدير معلمات الإنحدار OLS بمؤشر السوق الرئيسي (EGYX 30).

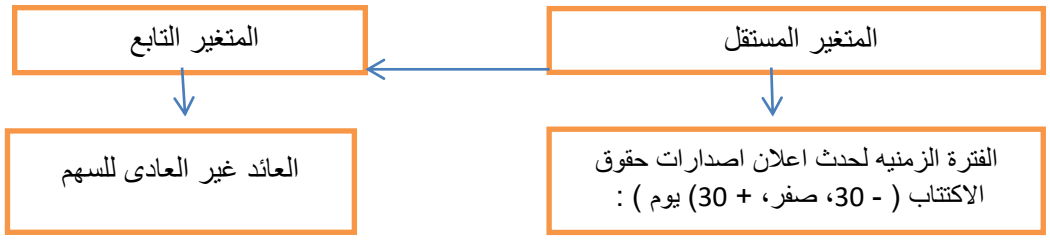
2- يختلف تأثير إعلانات إصدار حقوق الإكتتاب ROs على العائد غير العادي للسهم بشكل معنوي عن الصفر وفقاً لتقدير نموذج تسعير الأصول الرأسماليه CAPM فى حالة معلمات الإنحدار OLS بمؤشر القطاع (R Sector)

3/5- النموذج المقترح Suggested model

- هو يتعلق بدراسة تأثير حدث إعلان إصدار حقوق الإكتتاب على العائد غير العادي للسهم.

1/3/5-النموذج المقترح:-

- يوضح الشكل (1) نموذج الدراسه الخاص بإختبار تأثير حدث إعلان إصدار حقوق الإكتتاب على العائد غير العادي للسهم.



- شكل النموذج :- شكل رقم (1) نموذج الدراسه.

المصدر، اعداد الباحث.

2/3/5- طريقة قياس كل متغير من متغيرات النموذج.

1- **المتغير المستقل**، يتمثل المتغير المستقل فى الفترة الزمنيه المتعلقه بحدث إعلان إصدارات حقوق الإكتتاب، ويتم قياسها بتحديد يوم الحدث ويأخذ قيمة (صفر)، وتحديد فترة زمنية (-30 يوم، صفر، +30 يوم).

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

$$AR_{j,t} = R_{j,t} - R_E \quad \ldots\ldots (9)$$

Where :

$AR_{j,t}$ العائد غير العادي

$R_{j,t}$ العائد الفعلي اليومي

R_E العائد المتوقع اليومي

1/2- **العائد الفعلى** Real return يتم قياسه من خلال المعادله التاليه :-

$$R_i = \frac{P_t - P_{t-1}}{P_{t-1}} \quad \ldots\ldots (10)$$

Where :

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

2/2- **العائد المُقدر** Estimated return يقاس من خلال المعادلات التاليه :-

- حيث يتم حساب العائد المُقدر وفقاً لنموذج تسعير الأصول الرأسماليه CAPM، يتم قياس العائد المُقدر من خلال معادله المُربعات الصغري (إسلوب الإنحدار البسيط OLS)، وذلك يتم حسابه من خلال عائد السوق الرئيسي EGYX30 وعائد القطاع Sector Index.

1/2/2- معادلة نموذج تسعير الأصول الرأسماليه على أساس مؤشر السوق الرئيسي:-

$$R_{Expected,t} = R_{f,t} + \beta (R_{m,t} - R_{f,t}) \quad \ldots\ldots (11)$$

Where

العائد المُقدر.	$R_{Expected}$
العائد الخالي من المخاطر (عائد أذون الخزانه) عند نفس الفترة t.	$R_{f,t}$
عائد مؤشر السوق الرئيسي المرجح المتساوى EGYX 30 عند نفس الفترة t.	$R_{m,t}$
معامل الانحدار المحسوبة خلال فترة النقدير المُقدرة زمنيا بـ 250 يوم بين عائد الورقه وعائد السوق الرئيسي EGYX 30.	(β)

2/2/2- معادلة نموذج تسعير الأصول الرأسماليه على أساس مؤشر محفظة القطاع:-

$$R_{Expected,t} = R_{f,t} + \beta (R_{sector,t} - R_{f,t}) \quad \ldots\ldots (12)$$

Where

العائد المُقدر.	$R_{Expected}$
العائد الخالي من المخاطر (عائد أذون الخزانه المحسوب على اساس 90 يوم) عند نفس الفترة t.	$R_{f,t}$
عائد عائد مؤشر القطاع Sector Index عند نفس الفترة t.	$R_{sector,t}$
معامل الانحدار المحسوبة خلال فترة النقدير المُقدرة زمنيا بـ 250 يوم بين عائد الورقه وعائد Sector Index .	(β)

3/3/5- طريقة بناء وتكوين كل متغير من متغيرات النموذج.

- معادلة النموذج توضح تأثير الحدث (إعلان إصدار حقوق الإكتتاب) كمتغير مستقل على العائد غير العادي للسهم كمتغير تابع، وهنا يتم الإعتماد على نموذج تسعير الأصول الرأسماليه CAPM فقط فى حساب العائد المُقدر.
- **من خلال المعادلات الاربعه التاليه أرقام** (13 , 16 , 17 , 18):-

$$R_{Expected} = R_f + \beta (R_m - R_f) \quad \ldots\ldots (13)$$

Where

$R_{Expected}$ العائد المُقدر.

R_f العائد الخالي من المخاطر (عائد أذون الخزانه المحسوب على اساس 90 يوم) عند نفس الفترة t.

R_m عائد مؤشر السوق

β معامل الانحدار المحسوبة خلال فترة التقدير المُقدرة زمنيا بـ 250 يوم بين عائد الورقه وعائد السوق الرئيسي.

- تهدف المعادلة رقم (13) السابقه الى حساب العائد المُقدر من خلال معادلة نموذج تسعير الأصول الرأسماليه وتحسب بيتا (β) خلال فترة التقدير Estimation period، بواسطة معادلة الانحدار البسيط OLS، وذلك يتم حسابه من خلال عائد السوق الرئيسي EGYX30 (معادلة رقم 14)، وعائد القطاع Sector Index (معادلة رقم 15)

$$R_{Expected,t} - R_{f,t} = \beta (R_{M,t} - R_{f,t}) \quad \ldots\ldots (14)$$

Where

$R_{Expected}$ العائد المُقدر.

$R_{f,t}$ العائد الخالي من المخاطر (عائد أذون الخزانه المحسوب على اساس 90 يوم) عند نفس الفترة t.

$R_{m,t}$ عائد مؤشر السوق الرئيسي المرجح المتساوى مثل EGYX 30 عند نفس الفترة t.

β معامل الانحدار المحسوبة خلال فترة التقدير المُقدرة زمنيا بـ 250 يوم بين عائد الورقه وعائد السوق الرئيسي EGYX 30 .

$$R_{Expected,t} - R_{f,t} = \beta (R_{sector,t} - R_{f,t}) \quad \ldots\ldots (15)$$

Where

$R_{Expected}$ العائد المُقدر.

العائد الخالي من المخاطر (عائد أذون الخزانه المحسوب على اساس 90 يوم) عند نفس الفترة t.

$R_{f,t}$

عائد عائد مؤشر محفظة القطاع Sector Index عند نفس الفترة t. $R_{sector,t}$

معامل الانحدار المحسوبة خلال فترة التقدير المُقدرة زمنيا بـ 250 يوم بين عائد الورقه وعائد القطاع Sector Index .

(β)

$$AR_{j,t} = R_{j,t} - R_{E.} \quad \ldots\ldots (16)$$

- تهدف المعادلة رقم (16) السابقه الى حساب العائد غير العادي عند كل نقطة زمنية، وهو ناتج الفرق بين العائد الفعلي للورقه الماليه والعائد المُقدر لنفس الورقه الماليه وفى نفس الفتره الزمنيه t.

Where :

$AR_{j,t}$ العائد غير العادي

$R_{j,t}$ العائد الفعلي اليومي

R_E العائد المقدر للورقه الماليه لنفس الفتره الزمنيه T (المحسوب بواسطة نموذج CAPM).

$$AAR = \frac{1}{N}\sum_{J=1}^{N} AR \quad \ldots\ldots (17)$$

- تهدف المعادلة رقم (17) السابقه الى حساب متوسط العائد غير العادي AAR كمتغير تابع حول فترة الحدث (إعلان إصدارات حقوق الإكتتاب) كمتغير مستقل.

Where :

$AR_{j,t}$ العائد غير العادي

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

$\frac{1}{N}\sum_{J=1}^{N}$, مجموع متوسط العوائد الفعليه

$$CAAR = \sum_{J=1}^{T} AARj \quad \ldots\ldots (18)$$

Where :

$AAR_{j,t}$ متوسط العوائد غير العاديه

CAAR متجمع متوسط العوائد غير العاديه ، ويُحسب من خلال جمع كل متوسطات العوائد غير العاديه لكل الأسهم.

$\frac{1}{N}\sum_{J=1}^{N}$, مجموع متوسط العوائد الفعليه

- تهدف المعادلة رقم (18) السابقه الى حساب مُتجمع متوسط العائد غير العادي CAAR كمتغير تابع حول فترة الحدث (إعلان إصدارات حقوق الإكتتاب) كمتغير مستقل.

6- الدراسه التطبيقيه Empirical Study

6/1- نتائج معلمات معادلة الانحدار البسيط OLS خلال فترة التقدير EP.

- تحديد فترة التقدير والتى لا ترتبط بفترة الحدث Non-event، وذلك من خلال عمل إختبار لبيانات كل شركة يُراد بها إختبار تأثير الحدث على عوائدها، وذلك لمعرفة إستقلالية تأثير الحدث على الفترة المحددة للإختبار (−5، صفر، +5) إذا كان السوق متقدم، وفترة (−30، صفر، +30) إذا كان السوق ناشيء، وأن تلك العوائد الفعلية فى تلك الفترة كانت محققة دون معرفة بهذا الحدث Event.

- ويتم تحديد فترة زمنية 250 يوم قبل تاريخ فترة إختبار الحدث بـ 10 أيام لكل إعلان من إعلانات إصدارات حقوق الإكتتاب ROs، وتحسب كالتالى (−40 يوم الى − 290 يوم قبل تاريخ الإعلان) فى السوق المالى الناشيء مثل السوق المالى المصرى.

Event	Post-event	Before event	Pre-event period	Estimation Period
0	+30 day	-30 day	-10-day	-250-day

- والهدف من إستخدام بيانات فترة تقدير هو إجراء إختبار أسلوب الإنحدار البسيط (OLS)، بين عائد الورقة الماليه صاحبة الإعلان، وعائد كلاً من مؤشر السوق الرئيسي EGYX30، ومؤشر محفظة القطاع Sector Portfolio؛ وذلك للحصول على معلمات معادلة الانحدار البسيط وخاصة قيمه بيتا Beta (B) بهدف حساب العائد المُقدر من خلال نموذج تسعير الأصول الرأسماليه CAPM.
- عرض نتيجة إختبار الإنحدار البسيط لشركة الصناعات الكيماوية المصرية – كيما على سبيل المثال لكلٍ من مؤشر السوق الرئيسي، ومؤشر محفظة القطاع.
- جدول(2) يعرض نتيجة إختبار الإنحدار البسيط لشركة الصناعات الكيماوية المصرية ومؤشرالسوق الرئيسي EGYX30.

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
	B	Std. Error	Beta		
(Constant)	.001	.006		.171	.865
EGYX 30	1.684	.318	.470	5.297	.000

المصدر ، اعداد الباحث باستخدام برنامج SPSS.

- جدول (3) يعرض نتيجة إختبار الإنحدار البسيط لشركة الصناعات الكيماوية المصرية ومؤشر محفظة القطاع Sector

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

المصدر ، اعداد الباحث باستخدام برنامج SPSS.

- ويتم عرض ملخص لكل نتائج قيم معلمات معادلة الإنحدار البسيط بين عائد الورقة المالية كمتغير تابع وكلاً من مؤشر السوق الرئيسي EGYX30، ومؤشر محفظة القطاع Sector Index على حده كمتغير مستقل لـ 113 إعلان إصدارات حقوق الاكتتاب ROs فى شكل جدولين كالتالي:-

1/2/6- جدول (4) نتائج معلمات معادلة OLS باستخدام مؤشر السوق الرئيسي EGYX30 كما يلى:-

$$R_i = \alpha + \beta\,(R_{EGYX\ 30,t}) + \varepsilon \quad \ldots\ldots (19)$$

Where :

العائد الفعلي للورقة المالية خلال فترة التقدير (250 يوم).

R_i

تُحسب من خلال إنحدار عائد الورقة على عائد السوق (مؤشر السوق الرئيسي) خلال فترة التقدير.

$\beta,(\alpha)$

مؤشر السوق الرئيسي والمحسوب من قبل السوق المالى وهو مؤشر EGYX30 خلال فترة التقدير (250 يوم)

R_{EGYX30}

- **جدول (4) يوضح نتائج معلمات OLS باستخدام مؤشر السوق الرئيسي** EGYX30.

	الشركة	عدد الاعلانات	EGY X30 Sig.	EGY X30 Beta (B)	EGY X30 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 للأمن 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 والإنتاج 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

تابع جدول (4) **نتائج معلمات معادلة** OLS **باستخدام مؤشر السوق الرئيسي** EGYX3

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 الأوراق المالية	1	0	1.639	-0.005
46	القابضة المصرية الكويتية	1	0	0.501	-0.001
47	القلعة للاستشارات المالية - أسهم عادية	1	0	1.052	-0.004
48	المهندس للتأمين	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 لإنشاء 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

تابع جدول (4) **نتائج معلمات معادلة** OLS **باستخدام مؤشر السوق الرئيسي** EGYX3

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 (سبينالكس)	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	1.19	-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
	إجمالى عدد الإعلانات	113			

المصدر ، اعداد الباحث معتمدا علي برنامج SPSS.

- ويتضح من الجدول (4) أن درجة المعنوية (.Significant (sig عند معلمات نموذج الإنحدار البسيط معنوية حيث تقل عن 5% عند معظم الشركات صاحبة الإعلانات لقيمة بيتا Beta، وعلى سبيل المثال: نلاحظ من النتائج المعروضة بالجدول، نجد أن قيمة المعنوية (.sig) اَمام قيمة بيتا Beta عند كلٍ من شركة مينا للاستثمار السياحي والعقاري، يونيفرت للصناعات الغذائية، العامة لمنتجات الخزف والصيني، أطلس للاستثمار والصناعات الغذائية، التعمير والاستشارات الهندسية تساوي 0، 0، 0، 0، 0 ، على التوالى؛ وهذا يعنى أنها معنوية لأن تلك القيم أقل من 5%. وهناك 5 شركات تقريباً تبلغ قيمة المعنوية اَمام قيمة معامل بيتا Beta أكبر من 5% نسبياً، وهم كلاً من شركة الشرقية الوطنيه للأمن الغذائى، و الغربية الإسلامية للتنمية العمرانية والمصرية الدولية للصناعات الدوائية – إيبيكو، والألومنيوم العربية، وكفر الزيات للمبيدات والكيماويات تساوى 0.09، 0.09، 0.098، 0.083، 0.082، على التوالى، ولكنها ليست قيم كبيرة نسبياً.

2/2/6- جدول (5) نتائج معلمات معادلة OLS باستخدام مؤشر محفظة القطاع Sector كما يلى :-

$$R_i = \alpha + \beta (R_{Sector,t}) + \varepsilon \quad \ldots\ldots\ldots (20)$$

Where :

R_i العائد الفعلي للورقة المالية خلال فترة التقدير (250 يوم).

تُحسب من خلال إنحدار عائد الورقة على عائد القطاع (مؤشر المحفظة) خلال فترة التقدير.

$\beta,(\alpha)$

$R_{sector,t}$ مؤشرمحفظة القطاع المرجح المتساوي والمحسوب خلال فترة التقدير (250 يوم)

- **جدول (5) يوضح نتائج معلمات OLS باستخدام مؤشر محفظة القطاع** Sector.

الشركة		عدد الاعلانات	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 والإنتاج 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
			0.003	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

جدول (5) **يوضح نتائج معلمات** OLS **باستخدام مؤشر محفظة القطاع** Sector

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 جي . أم . سي 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 لإنشاء 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

جدول (5) **يوضح نتائج معلمات** OLS **باستخدام مؤشر محفظة القطاع** Sector

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	أسمنت 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(5)، أن درجة المعنوية sig عند معلمات نموذج الانحدار البسيط معنوي حيث تنخفض عن 5% عن معظم الشركات صاحبة الإعلانات اَمام قيمة بيتا Beta، وعلى سبيل المثال: نلاحظ من النتائج المعروضة بالجدول،نجد أن قيمة المعنوية sig أمام قيمة بيتا Beta عند كلٍ من شركة مينا للإستثمار السياحي والعقاري، يونيفرت للصناعات الغذائية، العامة لمنتجات الخزف والصيني، التعمير والاستشارات الهندسية، السادس من أكتوبر للتنمية والاستثمار – سوديك تساوى 0 ، 0.05 ، 0.021 ، 0 ، 0.003 على وهذا يعنى أنها معنوية، لأن تلك القيم أقل من 5%. ونلاحظ أن هناك 5 شركات تقريباً تبلغ قيمة المعنوية أمام قيمة معامل بيتا Beta أكبر من 5% نسبياً وهم كلاً من: شركة مطاحن ومخابز الإسكندرية، المصريين للإسكان والتعمير، بنك الكويت الوطنى – مصر، الخدمات الملاحية والبترولية – ماريديف والتى تبلغ 0.082 ، 0.097 ، 0.082 ، 0.09 على التوالى، ولكنها ليست قيم كبيرة نسبياً، وأيضاً يجب أن نشير بأن عدد المشاهدات لكل اختبار إنحدار بسيط يساوى 250 مشاهدة، وبالتالى يعكس مدى اعتدالية البيانات لأنها أكبر من 30 مشاهده زمنية، بجانب ان مستويات المعنويه التي تخطت 5% تعتبر معنويه عند مستوي 10%.

3/6- اختبار معامل الارتباط الذاتي بين المتغيرات المستقله Multi-collinearity

- جدول (6) يوضح معاملات الارتباط بين المتغيرات المستقله Multi-collinearity، حيث اذا كان هناك ارتباط قوي يتم إستبعاد ذلك المتغير.

.	EGYX	IT.1	Foods.2	Banks.3	Distribut.4	Trans.5	N-Banks6	IndustG.7	Health.8	Tour.9	Ener.10	Real.11	Cons.12	Text13	B.M.14	B.Res.15	Paper16

	30																
N	2898	2898	2898	2898	2898	2898	2898	2898	2898	2898	2898	2898	2898	2898	2898	2898	2898
EGYX 30	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	-0.008
Banks .3				1	.105	0.023	-0.001	-0.005	.051	0.001	-.109	-0.018	0.002	.082	.084	.184	.047
Distri but.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-Banks 6							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
Paper 16																	1

المصدر ، إعداد الباحث مستخدم برنامج SPSS

- جدول (6)، يوضح قيم معاملات الإرتباط بين المتغيرات المستقلة (التفسيرية) والمتمثلة فى كلٍ من: مؤشر السوق الرئيس EGYX 30 ومؤشرات محفظة القطاعات Sector Indexes لـ 16 قطاع من إجمالى 18 قطاع مدرجة بالسوق المالي المصري خلال فترة الدراسة وهي 11 سنة من يناير 2007 إلى ديسمبر 2018، وهو ما يبلغ (N) 2898 نقطة زمنية Timing Point خلال تلك الفترة.

- ويهدف الباحث من إجراء إختبار معاملات الإرتباط بين تلك المتغيرات إلى معرفة مدى وجود علاقة إرتباط بين بعض القطاعات، ومؤشر السوق الرئيسي أو بين مؤشرات القطاعات بعضها البعض، وبالتالى إذا كان معامل الإرتباط قوي (أكبر من 70% تقريباً) يتم إستبعاد هذا القطاع. ونلاحظ أن قيمة معامل الإرتباط CC لمؤشر السوق الرئيسي EGYX 30 بين 16 مؤشر لمحافظ القطاعات Sectors portfolios تساوي 23%، 7.2%، 31.4%، 12%، 3.2%، 4.3%، 5%، 17.9%، -3.1%، 4.4%، -3.3%، -0.1%، 2.3%، 5.9%، 26.8%، 3% على التوالى.

- كما يوضح الجدول السابق (6). كل قيم معاملات الإرتباط تعتبر معاملات ارتباط ضعيفة weak، ونلاحظ أن أكبر قيمة لمعامل الإرتباط بين مؤشر السوق الرئيسي EGYX30، ومؤشر محفظة قطاع البنوك Banks Portfolio Index يساوى 31.4%، وهو معامل إرتباط ضعيف إيجابي حيث يعبر أن التغير فى قيمة مؤشر السوق الرئيسي بـ 100% يؤدى إلى زيادة قيمة مؤشر محفظة قطاع البنوك إلى 31.4%.

- وفى النهاية نستنتج انه لا يوجد علاقة إرتباط قوية سواء كان إرتباط طردي Positive أو عكسي Negative بين المتغيرات المستقله، ومن ثم يتم الإعتماد على كل مؤشرات محافظ القطاعات الأربعة عشر بالإضافة إلى مؤشر السوق الرئيسي فى عينة الدراسة. ومن تلك النتيجة أن لا يوجد قيمة لمعامل إرتباط قوى بين أحد من القطاعات ومؤشرات القطاعات الأخرى نستنتج أن التباين Variance بين قيم عوائد كل مؤشر من مؤشرات محافظ القطاعات Sectors والسوق الرئيسي EGYX 30 يختلف عن الآخر. ومن ثم يتم امكانية الاعتماد على البيانات.

4/6- الإحصاء الوصفي للعوائد غير العادية Abnormal Returns

- جدول (7)، يعرض نتائج مقاييس النزعة المركزية وأحد مقاييس التشتت لتبسيط التوصيف الإحصائي لبيانات العوائد غير العاديه قبل وبعد الحدث خلال فترة اختبار 60 يوما قبل وبعد الحدث (30- قبل الحدث، يوم الحدث (0)، 30+ بعد الحدث).
- جدول (7)، 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
CAPM EGYx30	-0.0123	0.0044	-0.00183	0.00406	-0.0231	0.0114	0.00075	0.00641
CAPM Sector	-0.0163	0.0111	-0.00366	0.00652	-0.0253	0.0121	0.00075	0.00775

المصدر، اعداد الباحث مستخدم SPSS.

1/4/6- متغير العوائد غير العادية AR (CAPM EGYX30)

- ويقصد بالعوائد غير العادية المعتمدة على العائد المُقدر وفقاً لنموذج تسعير الأصول الرأسمالية CAPM المحسوب على معامل بيتا Beta(B) كأحد معاملات نموذج الانحدار OLS خلال فترة التقدير Estimation Period على أساس مؤشر السوق EGYX 30. والتى تم تكوين هذا المتغير وفقاً للمعادلة التالية لإيجاد العائد غير العادى AR-CAPM EGYX 30 :-

$$AR_{CAPM\ EGYX\ 30,\ t} = R_{i,t} - (R_{f,t} + \beta (R_{Egyx\ 30,t} - R_{f,t})) \quad \ldots\ldots (21)$$

Where :

AR CAPM EGYX30 العائد غير العادي المعتمد على العائد المُقدر لنموذج تسعير الاصول الراسماليه CAPM المحسوب على معاملات نموذج الانحدار (OLS) وهم بيتا Beta(B) وثابت الانحدار Constant(a) خلال فترة التقدير على أساس مؤشر السوق الرئيسي EGYX 30.

Ri,t العائد الفعلى للورقة المالية صاحبة الإعلان خلال فترة الاختبار (– 30 يوم قبل ، يوم الحدث 0 ، + 30 يوم بعد)

REgyx30 عائد مؤشر السوق الرئيسي EGYX 30 الفعلى خلال فترة الاختبار (– 30 يوم قبل ، يوم الحدث 0 ، + 30يوم بعد)

Rf,t العائد الخالى من المخاطر الفعلى (عائد أذون الخزانة عند 90 يوم) عند نفس الفترة t.

(β) قيمة بيتا فى معادلة الانحدار البسيط OLS المحسوبه خلال فترة التقدير المُقدرة زمنيا بـ 250 يوم عند كل إعلان بواسطة

مؤشر السوق الرئيس Egyx30 كما وضحنا فى المعادلة رقم (1) فى هذا الفصل.

- يتضح من جدول الإحصاء الوصفي (7) أن قيمة متوسط الحساب لهذ المتغير (العوائد غير العادية AR-CAPM EGYX30) تساوي –0.183%، وهى تعنى أن متوسط العوائد غير العادية المحسوبة وفقا لمؤشر تسعير الأصول الرأسمالية CAPM قبل الحدث سالبة، وبعد الحدث تساوي 0.075 %، وهو ما يعنى أن تلك العوائد ارتفعت بعد حدث إعلان إصدارات حقوق الإكتتاب ROs والمحسوبة على أساس متوسط فترة 30 يوماً قبل و بعد الحدث.

- كما تبلغ قيمة الإنحراف المعياري لهذ المتغير (العوائد غير العادية (AR-CAPM EGYX30) قبل الحدث تساوى 0.41% تقريباً وهو ما يعنى بأن مقدار التذبذب Volatility فى تلك العوائد منخفض نسبياً قبل الحدث، ولكن يتضح أن قيمة الإنحراف المعياري لتلك العوائد غير العادية بعد الحدث يساوى 0.64% تقريباً كقيمة متوسطة خلال 30 يوماً، وهى قيمة منخفضة لمقدار التباين فى تلك العوائد غير العادية، ولكن بالمقارنة بين قيمة الإنحراف المعياري قبل وبعد الحدث، نجد أن تلك القيمة زادت بعد الحدث، وهذا ما يعنى أن زيادة التغير فى تلك العوائد غير العادية AR نتيجة الإعلان عن إصدارات حقوق الإكتتاب مما أدى الى زيادة التعامل على تلك الورقة المالية صاحبة الإعلان.

- تبلغ قيمة الحد الأدنى Minimum لهذ المتغير (العوائد غير العادية (AR (CAPM EGYX30 تساوى –1.23% قبل الحدث، وتبلغ بعد الحدث –2.31%، وهنا نستنتج أن قيمة الحد الأدنى إنخفضت بعد الحدث بشكل نسبي، وهذا يفسر إرتفاع قيمة الإنحراف المعياري بعد الحدث، حيث إذا زادت قيمة الإنحراف المعياري يؤدى إلى زيادة

التذبذب بين القيم سواء بالإنخفاض (−) أو بالإرتفاع (+). وتبلغ قيمة الحد الأقصي Maximum لهذ المتغير (العوائد غير العادية AR-CAPM EGYX 30 قبل الحدث تساوى 0.44%، وتبلغ بعد الحدث 1.14%، ومن هنا نستنتج أن قيمة الحد الأقصى زادت بعد الحدث بشكل نسبي؛ وهذا يفسر إرتفاع قيمة الإنحراف المعياري بعد الحدث، بحيث إذا زادت قيمة الإنحراف المعياري يؤدى إلى زيادة التذبذب بين القيم سواء بالإنخفاض (−) او بالإرتفاع (+).

2/4/6− **متغير العوائد غير العادية** AR (CAPM Sector)

- وهنا يقصد بالعوائد غير العاديه المعتمده على العائد المُقدر وفقاً لنموذج تسعير الأصول الرأسماليه CAPM المحسوب على معامل بيتا Beta(B) كأحد معاملات نموذج الانحدار OLS خلال فترة التقدير على أساس مؤشر محفظة القطاع Sector. والتى تم تكوين هذا المتغير وفقاً للمعادلة التاليه لإيجاد العائد غير العادى AR (CAPM Sector) كما يلى:−

$$AR_{CAPM\ Sector,\ t} = R_{i,t} - (R_{f,t} + \beta (R_{Sector,t} - R_{f,t})) \quad \ldots\ldots (22)$$

Where :

$AR_{CAPM\ Sector,\ t}$ العائد غير العادي المعتمد على العائد المُقدر وفقاً لنموذج تسعير الاصول الراسماليه CAPM المحسوب على

معاملات نموذج الانحدار (OLS) وهم بيتا Beta(B) وثابت الانحدار Constant(a) خلال فترة التقدير على أساس مؤشر محفظة القطاع.

العائد الفعلى للورقة المالية صاحبة الإعلان خلال فترة الاختبار (− 30 يوم قبل ، يوم الحدث 0 ، + 30 يوم بعد) $R_{i,t}$

عائد مؤشر محفظة القطاع الفعلى خلال فترة الاختبار (− 30 يوم قبل ، يوم الحدث 0 ، + 30يوم بعد) $R_{Sector,t}$

العائد الخالى من المخاطر الفعلى (عائد أذون الخزانة) عند نفس الفترة t. $R_{f,t}$

قيمة بيتا فى معادلة الانحدار البسيط OLS المحسوبه خلال فترة التقدير المُقدرة زمنيا بـ 250 يوم عند كل إعلان بواسطة (β)

مؤشر محفظة القطاع sector index كما وضحنا فى المعادلة رقم (1) فى هذا الفصل.

- يتضح من جدول الإحصاء الوصفي (7/6) أن قيمة الوسط الحسابي لهذ المتغير (العوائد غير العادية AR-CAPM Sector تساوي −0.366%، وهى تعنى أن متوسط العوائد غير العادية المحسوبة وفقاً لمؤشر تسعير الأصول الرأسمالية CAPM قبل الحدث سالبة، وبعد الحدث تساوي 0.075 % وهو ما يعنى أن تلك العوائد

إرتفعت بعد حدث إعلان إصدارات حقوق الإكتتاب ROs والمحسوبة على أساس متوسط فترة 30 يوماً قبل و بعد الحدث.

- كما تبلغ قيمة الإنحراف المعياري لهذ المتغير (العوائد غير العادية (AR (CAPM Sector قبل الحدث تساوى 0.652% تقريباً، وهو ما يعنى بأن مقدار التذبذب Volatility فى تلك العوائد منخفض نسبياً قبل الحدث، ولكن يتضح أن قيمة الإنحراف المعياري لتلك العوائد غير العادية بعد الحدث يساوى 0.78% تقريباً كقيمة متوسطه خلال 30 يوماً، وهى قيمة منخفضة لمقدار التباين فى تلك العوائد غير العادية، ولكن بالمقارنة بين قيمة الإنحراف المعياري قبل وبعد الحدث نجد أن تلك القيمة زادت بعد الحدث. وهذا يعنى أن زيادة التغير فى تلك العوائد غير العادية AR نتيجة الإعلان عن إصدارات حقوق الاكتتاب مما أدى الى زيادة التعامل على تلك الورقة المالية صاحبة الإعلان.

- حيث تبلغ قيمة الحد الأدنى Minimum لهذ المتغير (العوائد غير العادية AR-CAPM Sector تساوى – 1.63% قبل الحدث، وتبلغ بعد الحدث –2.53%، ومن هنا نستنتج أن قيمة الحد الأدنى إنخفضت بعد الحدث بشكل نسبي وهذا يفسر إرتفاع قيمة الإنحراف المعياري بعد الحدث، بحيث إذا زادت قيمة الإنحراف المعياري يؤدى إلى زيادة التذبذب بين القيم سواء بالإنخفاض (–) او بالإرتفاع (+). وتبلغ أيضاً قيمة الحد الأقصي Maximum لهذ المتغير(العوائد غير العادية AR–CAPM EGYX 30 قبل الحدث تساوى 1.11%، وتبلغ بعد الحدث 1.21%، ومن هنا نستنتج أن قيمة الحد الأقصى زادت بعد الحدث بشكل نسبي؛ وهذا يفسر إرتفاع قيمة الإنحراف المعياري بعد الحدث، بحيث إذا زادت قيمة الإنحراف المعياري يؤدى إلى زيادة التذبذب بين القيم سواء بالإنخفاض (–) أو بالإرتفاع (+).

5/6– إختبار إعتدالية البيانات Normality Test للعوائد غير العاديه Abnormal Return.

- إختبار الإعتداليه يهدف إلى التأكد من إعتدالية بيانات المتغيرات وإتباعها التوزيع الطبيعي. حيث إذا كانت قيمة P.V تساوي 5% أو أكبر يعني أن تلك البيانات تتبع التوزيع الطبيعي، وإذا كانت P.V أقل من 5% يعني أن تلك البيانات لا تتبع التوزيع الطبيعي Asghar Ghasemi and Saleh Zahediasl (2012) .
- جدول (8) يوضح نتائج اختبار الإعتدالية لـ Kolmogorov-Smirnova للمتغيرين قبل وبعد الحدث عند معامل ثقة 95% كما يلي:–

Variables	Tests of Normality Kolmogorov-Smirnova Test			
	Before of Event		After of Event	
	Statistic	Sig.	Statistic	Sig.

CAPM EGYX30	0.126	.200	0.15	0.081
CAPM Sector	0.093	.200	0.142	0.127

المصدر ، اعداد الباحث مستخدم برنامج SPSS.

- يلاحظ من الجدول (8) أن قيمة.Sig للمتغيرين قبل الحدث تساوى 20% و20% وبعد الحدث 8%، و12.7%، للمتغيرين وهم العوائد غير العاديه المُقدرة وفقا لنموذج تسعير الأصول الرأسمالية CAPM على أساس مؤشر السوق الرئيس EGYX 30، والعوائد غير العاديه المُقدره وفقاً لنموذج تسعير الأصول الرأسمالية CAPM على أساس مؤشر القطاع Sector، على التوالى وهى أكبر من 5%، وهذا يعنى أن بيانات تلك المتغيرات تتبع التوزيع الطبيعى.

6/6- إختبار الإرتباط الذاتي Autocorrelation Test للعوائد غير العاديه AR.

- إختبار الإرتباط الذاتي يهدف إلى معرفة قيم معاملات الإرتباط بين القيم داخل المتغير الواحد عند رتب مختلفه للمتغيرين التابعيين قبل وبعد الحدث.
- جدول (9)، 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	CAPM Model		CAPM Model	
Lag	EGYX30	Sector	EGYX30	Sector
1	0.06	0.100	-0.036	0.146
2	0.13	-0.066	-0.005	-0.042
3	0.067	0.216	0.132	0.326
4	0.041	-0.052	0.052	0.041
5	-0.258	-0.163	-0.138	-0.078
6	-0.043	-0.061	0.005	0.007
7	0.157	0.061	0.189	-0.021
8	-0.033	0.021	-0.28	-0.208
9	-0.068	-0.315	-0.075	-0.147
10	0.003	-0.155	-0.049	0.027
11	-0.043	0.063	-0.208	-0.132
12	-0.235	-0.152	-0.161	-0.213
13	-0.07	-0.150	0.006	0.039
14	-0.075	0.057	0.102	-0.094
15	-0.14	-0.079	-0.317	-0.277
16	-0.078	-0.129	-0.041	-0.121
17	0.008	0.056	0.092	0.047

المصدر ، اعداد الباحث مستخدم برنامج SPSS.

- **قيم معاملات الإرتباط الذاتي قبل الحدث Before The event**

- نجد أن قيم معاملات الإرتباط الذاتي وقيم المتغير الواحد قبل الحدث ضعيفة، سواء كانت قيم إرتباط إيجابي (+) أو إرتباط سلبي (−)، وتبلغ قيمة معامل الإرتباط الذاتي لمتغير CAPM Egyx30 عند الرتب 1 و 11 و 17 تساوى 6% و − 4.3% و 8% على التوالى، وأن أكبر قيمة لمعامل الإرتباط الذاتي بين قيم المتغير تساوى −25.8% وهو إرتباط ذاتي ضعيف عند الرتب الخامسة، وكل تلك المعاملات تعبر عن إرتباط ذاتي ضعيف بين القيم. وتبلغ قيمة معامل الإرتباط الذاتي لمتغير CAPM Sector عند الرتب 1 و 11 و 17 تساوي 1% و 6.3% و 5.6% على التوالى، وأن أكبر قيمة لمعامل الإرتباط الذاتى بين قيم المتغير تساوى −31.5% وهو إرتباط ذاتي ضعيف عند الرتبة التاسعة، وكل تلك المعاملات تعبر عن إرتباط ذاتي ضعيف بين القيم.

- **قيم معاملات الارتباط الذاتى بعد الحدث After The event**

- تبلغ قيمة معامل الإرتباط الذاتي لمتغير CAPM Egyx30 عند الرتب 1 و 11 و 17 تساوى −3.6% و − 20.8% و 9.2% على التوالى، وأن أكبر قيمة لمعامل الإتباط الذاتي بين قيم المتغير تساوى −31.7% وهو إرتباط ذاتي ضعيف نسبياً عند الرتبة الـ 15، وكل تلك المعاملات تعبر عن إرتباط ذاتي ضعيف بين القيم. وتبلغ قيمة معامل الإرتباط الذاتى لمتغير CAPM Sector عند الرتب 1 و 11 و 17 تساوى 14.6% و − 13.2% و 4.7% على التوالى، وأن أكبر قيمة لمعامل الإرتباط الذاتي بين قيم المتغير تساوى 32.6%، وهو إرتباط ذاتي ضعيف عند الرتبة الثالثة، وكل تلك المعاملات تعبر عن إرتباط ذاتي ضعيف بين القيم. مما يعني امكانية الاعتماد على البيانات وعدم الحاجه لحذف أياً منها.

7/6− **اختبار** T.Test **للعوائد غير العادية** Abnormal Return

- جدول (10)، نتائج قيم P.V لإختبار **T. Test** عند معامل ثقة 95%، للمتغيرين التابعة قبل وبعد الحدث كما يلى.

Variable	Before The event		Variable	After The event	
	CAPM			CAPM	
	EGYX30	Sector		EGYX30	Sector
Day	T.Test	T.Test	Day	T.Test	T.Test
Day-30	0.029	0.045	Day+1	0.626	0.418
Day-29	0.130	0.878	Day+2	0.587	0.126
Day-28	0.522	0.236	Day+3	0.988	0.905
Day-27	0.684	0.100	Day+4	0.229	0.075
Day-26	0.422	0.427	Day+5	0.266	0.331
Day-25	0.475	0.787	Day+6	0.884	0.366
Day-24	0.603	0.942	Day+7	0.046	0.091
Day-23	0.806	0.199	Day+8	0.349	0.226
Day-22	0.033	0.009	Day+9	0.130	0.529

Day-21	0.242	0.037	Day+10	0.056	0.545
Day-20	0.046	0.038	Day+11	0.404	0.925
Day-19	0.215	0.518	Day+12	0.545	0.107
Day-18	0.635	0.050	Day+13	0.290	0.483
Day-17	0.314	0.407	Day+14	0.225	0.072
Day-16	0.429	0.763	Day+15	0.568	0.498
Day-15	0.123	0.183	Day+16	0.552	0.128
Day-14	0.796	0.756	Day+17	0.126	0.164
Day-13	0.681	0.337	Day+18	0.442	0.419
Day-12	0.364	0.545	Day+19	0.128	0.450
Day-11	0.395	0.553	Day+20	0.264	0.112
Day-10	0.802	0.739	Day+21	0.755	0.809
Day-9	0.472	0.861	Day+22	0.635	0.843
Day-8	0.860	0.659	Day+23	0.229	0.200
Day-7	0.049	0.038	Day+24	0.801	0.415
Day-6	0.632	0.432	Day+25	0.081	0.091
Day-5	0.394	0.623	Day+26	0.278	0.668
Day-4	0.517	0.056	Da+27	0.271	0.963
Day-3	0.493	0.919	Day+28	0.121	0.434
Day-2	0.747	0.735	Day+29	0.220	0.574
Day-1	0.347	0.652	Day+30	0.244	0.716

المصدر، اعداد الباحث مستخدم برنامج SPSS.

- يوضح جدول (10) نتائج قيم P.V أو ما يسمى بالمعنوية Probability الخاصة باختبار معنوية الفروق بين متوسط العينة ومتوسط المجتمع وهو ما يعرف باختبار T .Test قبل وبعد الحدث للمتغيرين وهم العوائد غير العاديه لكلا من CAPM EGYX30 و CAPM Sector خلال فترة الإختبار (−30 يوم قبل، يوم الحدث0، +30 يوم بعد). وحيث إذا كانت قيمة .Sig تساوى أو أكبر من 5% تعنى أن لا يوجد فرق معنوي بين متوسط العينه ومتوسط المجتمع. حيث نجد أن قيم .Sig لاختبار T .Test للمتغيرين قبل الحدث من النقطة الزمنية −1 يوم إلى − 29 يوم معنوية حيث قيمة .Sig تزيد عن 5% وهذا يعنى أن متوسط العينة عند اليوم −1 إلى اليوم −30 قبل الحدث لا تختلف معنوياً عن قيمة متوسط المجتمع.

- ونلاحظ أن قيمة P.V لاختبار T .Test عن المتغيرين أكبر من 5% خلال اليوم +1 الى اليوم +30 بعد الحدث ، وهذا ما يشير إلى أن لا يوجد فرق معنوي بين متوسط العينة ومتوسط المجتمع خلال الـ 30 يوم بعد الحدث (الإعلان) للمتغيرين CAPM-EGYX30 و CAPM-Sector على التوالى.

8/6- نتائج تأثير إعلان إصدارات حقوق الاكتتاب ROs على متوسط العائد غير العادى باستخدام نموذج تسعير

الأصول الرأسماليه CAPM فى حالة تقدير معلمات معادلة الانحدار OLS بمؤشر السوق الرئيس (EGYX 30).

$$AR_{CAPM\ EGYX30,\ t} = R_{i,t} - (R_{f,t} + \beta (R_{Egyx30,t} - R_{f,t})) \quad \ldots\ldots (23)$$

Where :

$AR_{CAPM\ EGYX30}$ العائد غير العادي المعتمد على العائد المُقدر وفقاً لنموذج تسعير الاصول الراسماليه CAPM المحسوب على معاملات نموذج الانحدار (OLS) وهم بيتا Beta(B) وثابت الانحدار Constant(a) خلال فترة التقدير على أساس مؤشر السوق الرئيسي

$R_{i,t}$ العائد الفعلى للورقة المالية صاحبة الإعلان خلال فترة الاختبار (− 30 يوم قبل ، يوم الحدث 0 ، + 30 يوم بعد)

R_{Egyx30} عائد مؤشر السوق الرئيسي EGYX 30 الفعلى خلال فترة الاختبار (− 30 يوم قبل ، يوم الحدث 0 ، + 30يوم بعد)

$R_{f,t}$ العائد الخالى من المخاطر الفعلى (عائد أذون الخزانة) عند نفس الفترة t.

(β) قيمة بيتا فى معادلة الانحدار البسيط OLS المحسوبه خلال فترة التقدير المُقدرة زمنيا بـ 250 يوم عند كل إعلان بواسطة مؤشر السوق الرئيس Egyx30 كما وضحنا فى المعادلة رقم (1) فى هذا الفصل.

- جدول (11)، يوضح نتائج AR% (−30 يوم قبل، يوم الحدث 0 ، +30 يوم بعد) وفقاً لمتغير AR− CAPM−Egyx30.

AR - CAPM Egyx30									
Day	Before The event				Day	After The event			
	AR	AR (%)	T.Test	CAR (%)		AR	AR (%)	T.Test	CAR (%)
Day-30	-0.00053	-0.0529	0.626	-5.489	Day+1	-0.02304	-2.3044	0.029	-2.304
Day-29	-0.00022	-0.0217	0.587	-5.436	Day+2	0.00643	0.6427	0.130	-1.662
Day-28	-0.00178	-0.1784	0.988	-5.414	Day+3	0.00311	0.3107	0.522	-1.351
Day-27	0.00187	0.1870	0.229	-5.236	Day+4	-0.00082	-0.0822	0.684	-1.433
Day-26	-0.01229	-1.2294	0.266	-5.423	Day+5	-0.00221	-0.2213	0.422	-1.654
Day-25	-0.00136	-0.1357	0.884	-4.193	Day+6	0.00327	0.3266	0.475	-1.328
Day-24	-0.00780	-0.7804	0.046	-4.058	Day+7	-0.00056	-0.0561	0.603	-1.384
Day-23	-0.00454	-0.4543	0.349	-3.277	Day+8	-0.00043	-0.0425	0.806	-1.426
Day-22	0.00278	0.2777	0.130	-2.823	Day+9	0.01137	1.1373	0.033	-0.289
Day-21	0.00432	0.4321	0.056	-3.101	Day+10	0.00576	0.5764	0.242	0.287
Day-20	0.00077	0.0773	0.404	-3.533	Day+11	0.00762	0.7620	0.046	1.049

Day-19	0.00012	0.0120	0.545	-3.610	Day+12	0.00727	0.7265	0.215	1.776
Day-18	0.00160	0.1596	0.290	-3.622	Day+13	0.00426	0.4264	0.635	2.202
Day-17	-0.00471	-0.4714	0.225	-3.782	Day+14	-0.00356	-0.3557	0.314	1.847
Day-16	-0.00022	-0.0221	0.568	-3.310	Day+15	-0.00493	-0.4931	0.429	1.353
Day-15	0.00023	0.0227	0.552	-3.288	Day+16	0.01090	1.0902	0.123	2.444
Day-14	0.00250	0.2498	0.126	-3.311	Day+17	0.00159	0.1588	0.796	2.602
Day-13	-0.00407	-0.4067	0.442	-3.561	Day+18	-0.00192	-0.1924	0.681	2.410
Day-12	0.00341	0.3413	0.128	-3.154	Day+19	0.00622	0.6219	0.364	3.032
Day-11	0.00201	0.2006	0.264	-3.495	Day+20	-0.00277	-0.2765	0.395	2.755
Day-10	-0.00263	-0.2627	0.755	-3.696	Day+21	-0.00015	-0.0152	0.802	2.740
Day-9	-0.00295	-0.2953	0.635	-3.433	Day+22	-0.00356	-0.3557	0.472	2.385
Day-8	0.00129	0.1293	0.229	-3.138	Day+23	0.00128	0.1284	0.860	2.513
Day-7	-0.00264	-0.2639	0.801	-3.267	Day+24	-0.00755	-0.7545	0.049	1.758
Day-6	-0.00657	-0.6569	0.081	-3.003	Day+25	-0.00053	-0.0531	0.632	1.705
Day-5	-0.00433	-0.4331	0.278	-2.346	Day+26	-0.00214	-0.2140	0.394	1.491
Day-4	0.00179	0.1786	0.271	-1.913	Da+27	-0.00119	-0.1192	0.517	1.372
Day-3	-0.00944	-0.9436	0.121	-2.092	Day+28	0.00345	0.3446	0.493	1.717
Day-2	-0.00578	-0.5785	0.220	-1.148	Day+29	0.00175	0.1746	0.747	1.891
Day-1	-0.00570	-0.5698	0.244	-0.570	Day+30	0.00356	0.3557	0.347	2.247

المصدر، اعداد الباحث مستخدم برنامج Excel

- يتضح من الجدول (11) أن معظم قيم نسبة العائد غير العادى قبل الحدث عند اليوم −1 و −3 و −6 و −10 تساوى على التوالى −0.57%، −0.94%، −0.66%، −0.26% تقريباً على التوالى. وأن قيمة العائد غير العادي التراكمى CAR عند اليوم −5 قبل الحدث تساوى −2.35% تقريباً ، وقيمة CAR عند اليوم −10 تساوى −3.696% تقريباً .
- ونلاحظ أن قيمة العائد غير العادى AR% بعد الحدث عند اليوم +1 و+4 و+7 تساوى −2.304%، −0.082%، −0.056% تقريباً على التوالى، حيث أن نسبة العوائد غير العادي التراكمية CAR عند اليوم +5 كانت −1.65% تقريباً، وقيمة CAR عند اليوم −9 تساوى −0.289% تقريباً. ونجد أن قيمة العائد غير العادي التراكمى CAR% عند اليوم −30 قبل الحدث تساوي −5.489% وعند اليوم +30 بعد الحدث تساوي 2.247% تقريباً. وهو يعنى أن هناك تأثيرا إيجابيا لحدث إعلان إصدارات حقوق الاكتتاب ROs على العائد غير العادى عند النقطة الزمنية +30.
- جدول (12) ، يوضح قيمة CAAR% لـ AR- CAPM egyx30

CAAR- CAPM EGYX30				
Day	**0 - (-5)**	**0 - (-30)**	**0 - (+5)**	**0 - (+30)**
CAAR %	-0.4693	-0.1830	-0.3309	0.0749

المصدر، اعداد الباحث مستخدم برنامج Excel.

- نلاحظ من الجدول (12) أن قيمة CAAR لمتغير AR-CAPM Egyx30 وهى قيمة الوسط الحسابي لقيم متوسطات العوائد غير العادية عبر 5 أيام قبل وبعد الحدث، وأيضا 30 يوم قبل وبعد الحدث، وهى تعبر عن تأثير الإعلان على العائد غير العادى خلال تلك الفترة فى شكل قيمة CAAR.
- حيث نستنتج أن قيمة CAAR عند يوم −5 تساوى −0.469% تقريباً قبل الحدث وأيضا تساوى −0.414% تقريباً بعد الحدث ، وهنا نستنتج أن تأثير الحدث سلبي Negative على العائد غير العادى خلال فترة اختبار (−5 يوم، صفر، +5 يوم)، ولكن نجد تأثير الحدث إيجابي على متوسط العائد غير العادى عند اليوم +30، حيث تبلغ قيمة 0.0749%.

9/6- نتائج تأثير إعلان إصدارات حقوق الاكتتاب ROs على متوسط العائد غير العادى باستخدام نموذج تسعير الأصول الرأسماليه CAPM فى حالة تقدير معلمات معادلة الإنحدار OLS بمؤشر محفظة القطاع (Sector).

$$AR_{Sector,\,t} = R_{i,t} - (R_{f,t} + \beta\,(R_{Sector,t} - R_{f,t})) \quad \ldots\ldots (24)$$

Where :

$AR_{CAPM\ Sector,t}$ العائد غير العادي المعتمد على العائد المُقدر وفقاً لنموذج تسعير الاصول الراسماليه CAPM المحسوب على معاملات نموذج الانحدار (OLS) وهم بيتا Beta(B) وثابت الانحدار Constant(a) خلال فترة التقدير على أساس مؤشر محفظة القطاع.

$R_{i,t}$ العائد الفعلى للورقة المالية صاحبة الإعلان خلال فترة الاختبار (− 30 يوم قبل ، يوم الحدث 0 ، + 30 يوم بعد)

$R_{Sector,T}$ عائد مؤشر محفظة القطاع الفعلى خلال فترة الاختبار (− 30 يوم قبل ، يوم الحدث 0 ، + 30يوم بعد)

$R_{f,t}$ العائد الخالى من المخاطر الفعلى (عائد أذون الخزانة) عند نفس الفترة t.

(β) قيمة بيتا فى معادلة الانحدار البسيط OLS المحسوبه خلال فترة التقدير المُقدرة زمنيا بـ 250 يوم عند كل إعلان بواسطة

مؤشر محفظة القطاع sector index كما وضحنا فى المعادلة رقم (1) فى هذا الفصل.

- جدول (13)، يوضح نتائج نسبة العائد غير العادى خلال فترة الاختبار (−30 يوم قبل، يوم الحدث 0، +30 يوم بعد) وفقاً لمتغير AR-CAPM Sector.

AR-CAPM Sector									
Day	Before The event				Day	After The event			
	AR	AR (%)	T.Test	CAR (%)		AR	AR (%)	T.Test	CAR (%)
Day-30	-0.00093	-0.0928	0.418	-10.980	Day+1	-0.02524	-2.5244	0.045	-2.524
Day-29	0.00472	0.4717	0.126	-10.887	Day+2	0.00167	0.1669	0.878	-2.357
Day-28	-0.00421	-0.4213	0.905	-11.359	Day+3	0.01054	1.0543	0.236	-1.303
Day-27	0.00414	0.4137	0.075	-10.937	Day+4	-0.00780	-0.7801	0.100	-2.083
Day-26	-0.01268	-1.2681	0.331	-11.351	Day+5	-0.00312	-0.3124	0.427	-2.396
Day-25	-0.00891	-0.8911	0.366	-10.083	Day+6	-0.00061	-0.0611	0.787	-2.457
Day-24	-0.01622	-1.6222	0.091	-9.192	Day+7	0.00104	0.1040	0.942	-2.353
Day-23	-0.01442	-1.4422	0.226	-7.570	Day+8	0.00554	0.5538	0.199	-1.799
Day-22	-0.00093	-0.0933	0.529	-6.127	Day+9	0.01203	1.2034	0.009	-0.596
Day-21	-0.00997	-0.9975	0.545	-6.034	Day+10	0.01138	1.1384	0.037	0.543
Day-20	-0.00409	-0.4086	0.925	-5.037	Day+11	0.00936	0.9357	0.038	1.478
Day-19	0.00442	0.4419	0.107	-4.628	Day+12	0.00475	0.4751	0.518	1.954
Day-18	-0.01075	-1.0749	0.483	-5.070	Day+13	0.01133	1.1334	0.050	3.087
Day-17	-0.00934	-0.9343	0.072	-3.995	Day+14	-0.00272	-0.2720	0.407	2.815
Day-16	-0.00104	-0.1037	0.498	-3.061	Day+15	-0.00112	-0.1120	0.763	2.703
Day-15	0.00472	0.4721	0.128	-2.957	Day+16	0.00764	0.7644	0.183	3.467
Day-14	0.00238	0.2384	0.164	-3.429	Day+17	-0.00055	-0.0547	0.756	3.413
Day-13	-0.00755	-0.7546	0.419	-3.668	Day+18	-0.00419	-0.4193	0.337	2.993
Day-12	-0.00074	-0.0737	0.450	-2.913	Day+19	0.00378	0.3783	0.545	3.372
Day-11	0.00510	0.5100	0.112	-2.839	Day+20	0.00730	0.7299	0.553	4.102
Day-10	-0.00463	-0.4634	0.809	-3.349	Day+21	-0.00059	-0.0589	0.739	4.043
Day-9	-0.00297	-0.2969	0.843	-2.886	Day+22	0.00000	-0.0001	0.861	4.043
Day-8	0.01100	1.0996	0.200	-2.589	Day+23	0.00288	0.2882	0.659	4.331
Day-7	-0.00735	-0.7355	0.415	-3.689	Day+24	-0.01151	-1.1510	0.038	3.180
Day-6	-0.01021	-1.0208	0.091	-2.953	Day+25	-0.00179	-0.1791	0.432	3.001
Day-5	-0.00207	-0.2073	0.668	-1.932	Day+26	-0.00147	-0.1466	0.623	2.854
Day-4	-0.00331	-0.3305	0.963	-1.725	Da+27	-0.00883	-0.8831	0.056	1.971
Day-3	-0.00767	-0.7673	0.434	-1.395	Day+28	0.00133	0.1331	0.919	2.104
Day-2	-0.00123	-0.1235	0.574	-0.627	Day+29	-0.00134	-0.1336	0.735	1.970
Day-1	-0.00504	-0.5038	0.716	-0.504	Day+30	0.00271	0.2707	0.652	2.241

المصدر، اعداد الباحث مستخدم برنامج Excel

- يتضح من الجدول (13) أن قيمة نسبة متوسط العائد غير العادى AR% قبل الحدث عند اليوم −1 و −3 و −5 و −10 و −13 تساوى على التوالى −0.503%، −0.767%، −0.207%، −0.463%، −0.754% تقريباً. وأن نسبة متوسط العائد التراكمى CAR عند اليوم −5 و −9 و −11 قبل الحدث تساوى −1.025%، −2.886%، 2.839% تقريباً على التوالى. ونلاحظ أن نسبة متوسط العائد غير العادى AR% بعد الحدث عند اليوم +1 و +4 و +6 تساوى −2.524%، −0.7801%، −0.0611% تقريباً على التوالى، حيث أن نسبة العوائد غير العادي التراكمية CAR عند اليوم +5 كانت −2.396% تقريباً، وقيمة CAR عند اليوم −9 تساوى −0.596% تقريباً .

- ونجد أن قيمة نسبة العائد التراكمى CAR% عند اليوم −30 قبل الحدث تساوى −10.98%، وعند اليوم +30 بعد الحدث تساوى 2.241% تقريباً. وهذا يعنى أن هناك تأثيرا ايجابيا لحدث إعلان إصدارات حقوق الاكتتاب ROs على العائد غير العادى عند النقطة الزمنية +30 وفقاً لمتغير AR-CAPM Sector

- جدول (14)، يوضح قيمة CAAR% لـ AR- CAPM Sector

CAAR− CAPM Sector				
Day	**0 − (−5)**	**0 − (−30)**	**0 − (+5)**	**0 − (+30)**
CAAR %	−0.3865	−0.3660	−0.4791	0.0747

المصدر، اعداد الباحث مستخدم برنامج Excel.

- نستنتج من الجدول (14) أن قيمة CAAR% عند يوم −5 تساوى −0.387% تقريباً قبل الحدث وأيضا تساوى −0.479% تقريباً بعد الحدث، وهنا نستنتج أن تأثير الحدث سلبي Negative على العائد غير العادى خلال فترة اختبار (−5 يوم ، صفر ، +5 يوم)، ولكن نجد تأثير الحدث إيجابي على متوسط العائد غير العادى عند اليوم + 30، حيث تبلغ قيمة نسبة متوسط العائد غير العادى التراكمى 0.0747%.

7- تحليل وتفسير نتائج الدراسة التطبيقية.

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

1/7- تحليل وتفسير نتائج الدراسة التطبيقية.

- جدول (15)، يوضح نتائج قيمة AR% و CAR% وفقاً للنموذج الإقتصادي CAPM خلال فترة الأختبار(−30 يوم، صفر، +30 يوم) كما يلي:-

Day	Abnormal Return - CAPM Model			
	EGYX30		Sector	
	AR%	CAR%	AR%	CAR%

Day-30	0.0529	-5.489	-0.8911	-10.98
Day-25	-0.1357	-3.533	-0.8911	-10.083
Day-20	0.0773	-3.533	-0.4086	-5.037
7Day-1	-0.4714	-3.782	-0.9343	-3.995
Day-11	0.2006	-3.495	0.51	-2.839
Day-10	-0.2627	-3.696	-0.4634	-3.349
Day-8	0.1293	-3.138	1.0996	-2.589
Day-6	-0.6569	-3.003	-1.0208	-2.953
Day-5	-0.4331	-2.346	-0.2073	-1.932
Day-4	0.1786	-1.913	-0.3305	-1.725
Day-3	-0.9436	-2.092	-0.7673	-1.395
Day-2	-0.5785	-1.148	-0.1235	-0.627
Day-1	-0.5698	-0.57	-0.5038	-0.504
0 Day				
Day+1	-2.3044	-2.304	-2.5244	-2.524
Day+2	0.6427	-1.662	0.1669	-2.357
Day+3	0.3107	-1.351	1.0543	-1.303
Day+4	-0.0822	-1.433	-0.7801	-2.083
Day+5	-0.2213	-1.654	-0.3124	-2.396
Day+6	0.3266	-1.328	-0.0611	-2.457
Day+8	-0.0425	-1.426	0.5538	-1.799
Day+10	0.5764	0.287	1.1384	0.543
Day+11	0.762	1.049	0.9357	1.478
7Day+1	0.1588	2.602	-0.0547	3.413
Day+20	-0.2765	2.755	0.7299	4.102
Day+25	-0.0531	1.705	-0.1791	3.001
Day+30	0.3557	2.247	0.2707	2.241

المصدر، اعداد الباحث مستخدم برنامج Excel.

- يتضح من الجدول (15)، تشابه نتائج قيمة نسبة متوسط العائد غير العادي AR% للنموذجين في التأثير السلبي للحدث (الإعلان ROs) على متوسط العائد غير العادي قبل الحدث عند اليوم (0، −6)، حيث تبلغ قيمة AR% لمتغيرين CAPM-Sector, CAPM-Egyx30 تساوى 0.6569-%، 1.0208-% على التوالى. وأيضاً تتشابه نتائج قيمة نسبة متوسط العائد غير العادي التراكمي CAR% للنموذجين فى التأثير السلبي للحدث على متوسط العائد غير العادي التراكمي قبل الحدث عند اليوم (0، −6)، حيث تبلغ قيمة CAR% لمتغيرينCAPM-Sector, CAPM-Egyx30 تساوى 3.003-%، 2.953-% على التوالى.

- يتضح من الجدول (15)، تشابه نتائج قيمة نسبة متوسط العائد غير العادي AR% للنموذجين في التأثير السلبي للحدث (الإعلان ROs) على متوسط العائد غير العادي بعد الحدث عند اليوم (0، +5)، حيث تبلغ قيمة AR% للمتغيرين CAPM-Sector, CAPM-Egyx30 تساوى 0.2213-%، 0.3124-% على

التوالى. وأيضاً تتشابه نتائج قيمة نسبة متوسط العائد غير العادي التراكمي CAR% للمتغيرين في التأثير السلبي للحدث على متوسط العائد غير العادي التراكمي قبل الحدث عند اليوم (0 ، +5)، حيث تبلغ قيمة CAR% للنموذجين CAPM-Egyx30 ,CAPM-Sector تساوى 1.6675-%، 2.069- %، - 1.654% ، 2.396- % على التوالى.

- يتضح من الجدول (15)، أنه تتشابه نتائج قيمة نسبة متوسط العائد غير العادي AR% للنموذجين التأثير الإيجابي للحدث على متوسط العائد غير العادي بعد الحدث عند اليوم (0، +30)، حيث تبلغ قيمة AR% للمتغيرين CAPM-Egyx30 ,CAPM-Sector تساوى 0.3557%، 0.2707% على التوالى.

- يتضح من الجدول (15)، أن هناك إختلاف بين نتائج قيمة نسبة متوسط العائد غير العادي AR% عبر قيم النموذج CAPM خلال كلاً من النموذجين وفقاً لطبيعة المؤشر المستخدم، حيث تبلغ قيمة AR% قبل الحدث عند اليوم (0، -4) لمتغير CAPM-Egyx30 تساوي 0.1786% وهو ما يعنى أن تاثير الحدث على متوسط العائد غير العادي إيجابيا قبل الحدث عند اليوم -4، وتاثيره سلبيا للحدث على متوسط العائد غير العادي عند نفس اليوم قبل الحدث لمتغير CAPM-sector حيث قيمة AR% تساوى 0.3305-%، وهذا يعنى أن هناك إختلاف تأثير إعلان إصدارات حقوق الإكتتاب ROs على متوسط العائد غير العادي AR% بإختلاف المؤشر المستخدم (مؤشر السوق الرئيس Egyx30، مؤشر محفظة القطاع Sector) فى النموذج المتمثل فى نموذج السوق CAPM المستخدم لتقدير معلمات نموذج الإنحدار البسيط OLS فى تقدير العائد المُقدر ER.

- يتضح من الجدول (15)، أن هناك إختلاف بين نتائج قيمة متوسط العائد غير العادي AR% عبر قيم نموذج تسعير الأصول الرأسمالية CAPM بإختلاف المؤشر المستخدم ، حيث تبلغ قيمة AR% بعد الحدث عند اليوم (0 ، +8) لمتغير CAPM-Egyx30 تساوي 0.0425-% وهو ما يعنى أن تاثير الحدث على قيمة متوسط العائد غير العادي AR% سلبيا قبل الحدث عند اليوم +8، وتاثيره إيجابيا للحدث على متوسط العائد غير العادي عند نفس اليوم قبل الحدث لمتغير CAPM-sector حيث قيمة AR% تساوى 0.5538%، وهو يعنى أن هناك إختلاف تأثير إعلان إصدارات حقوق الإكتتاب على متوسط العائد غير العادي AR% بإختلاف المؤشر المستخدم (مؤشر السوق الرئيس Egyx30، مؤشر محفظه القطاع Sector) فى النموذج المتمثل فى نموذج تسعير الأصول الرأسمالية (CAPM).

- جدول (16)، يوضح قيم نتائج الوسط الحسابي لمتوسط العائد غير العادي التراكمي CAAR% لنموذج الإقتصادي CAPM وفقاً لكل من مؤشر السوق الرئيس Egyx30 ومحفظة القطاع Sector.

Models – CAAR %				
	0 – (–10)	**0 – (–30)**	**0 – (+10)**	**0 – (+30)**
CAPM EGYX30	–0.3696	–0.1830	0.0287	0.0749
CAPM Sector	–0.3349	–0.3660	0.0543	0.0747

المصدر ، اعداد الباحث مستخدم برنامج Excel.

- **<u>يتضح فى جدول (16) خلال فترة اختبار (0 --- –10يوم)</u>**
- هناك اختلاف في قيم CAAR% بين متغيرات نموذج تسعير الأصول الرأسمالية CAPM عند كل من مؤشر السوق الرئيسي ومؤشر محفظة القطاع. حيث تختلف قيمة CAAR% لمتغير CAPM–Egyx30 عند فترة إختبار (0 –– 10– يوم) تساوى 0.3696–% عن قيمة CAAR% لمتغير CAPM–sector تساوى 0.3349–% وهنا نجد أن هناك إختلاف بين المتغيرين لنموذج تسعير الأصول الرأسماليه CAPM بإختلاف المؤشر المستخدم لتقدير معلمات نموذج الإنحدار البسيط OLS فى تقدير العائد المُقدر، حيث نجد قيمة الفرق بينهم 0.0347–%.
- **<u>يتضح فى جدول (16) خلال فترة اختبار (0 --- 30– يوم)</u>**
- هناك إختلاف في قيم CAAR% بين متغيرات نموذج تسعير الأصول الرأسمالية CAPM عند كل من مؤشر السوق الرئيسي ومؤشر محفظة القطاع. حيث تختلف قيمة CAAR% لمتغير CAPM–Egyx30 عند فترة إختبار(0 –– 30–يوم) تساوى 0.1830–% عن قيمة CAAR% لمتغير CAPM–sector تساوى 0.3660–% وهنا نجد أن هناك إختلاف بين المتغيرين لنموذج تسعير الأصول الرأسماليه CAPM باختلاف المؤشر المستخدم لتقدير معلمات نموذج الإنحدار البسيط OLS فى تقدير العائد المُقدر، حيث نجد قيمة الفرق بينهم 0.183–%.

- **<u>يتضح فى جدول (16) خلال فترة اختبار (0 --- +10يوم)</u>**
- هناك إختلاف في قيم CAAR% بين متغيرات نموذج تسعير الأصول الرأسمالية CAPM عند كل من مؤشر السوق الرئيسي ومؤشر محفظة القطاع عند فترة إختبار(0 ––+10 يوم). حيث تختلف قيمة

CAAR% لمتغير CAPM-Egyx30 عند فترة إختبار (0 --+10يوم) تساوى 0.0287% عن قيمة CAAR% لمتغير CAPM-sector تساوى 0.0543% وهنا نجد أن هناك إختلاف بين المتغيرين لنموذج تسعير الأصول الرأسمالية CAPM بإختلاف المؤشر المستخدم المستخدم لتقدير معلمات نموذج الإنحدار البسيط OLS فى تقدير العائد المُقدر، حيث نجد قيمة الفرق بينهم -0.0256%.

- **يتضح فى جدول (16) خلال فترة إختبار (0 --- +30يوم)**
- هناك تشابه نسبي بين قيم CAAR% بين متغيرات نموذج تسعير الأصول الرأسمالية CAPM عند كل من مؤشر السوق الرئيسي ومؤشر محفظة القطاع عند فترة إختبار(0 --+30 يوم). حيث قيمة CAAR% لمتغير CAPM-Egyx30 تساوى 0.0749% حيث تتشابه مع قيمة CAAR% لمتغير CAPM-sector تساوى 0.0747%، وهنا نجد أن هناك تشابه بين المتغيرين لنموذج تسعير الأصول الرأسمالية CAPM بإختلاف المؤشر المستخدم لتقدير معلمات نموذج الإنحدار البسيط OLS فى تقدير العائد المُقدر، حيث نجد قيمة فرق بسيط جدا بينهم وهو 0.0002%.

2/7- تحليل وتفسير نتائج النموذج CAPM وفقاً لمؤشر السوق الرئيسي ومحفظة القطاع.

1- لا يجب الاعتماد على نموذج الأصول الرأسماليه (CAPM) فى حالة تقدير معلمات الإنحدار OLS بمؤشر السوق الرئيسي للأوراق المالية التى لم تندرج ضمن مؤشر السوق الرئيسي، حيث أن ذلك لا يتوافق مع نظرية القيمة التى تعتمد على أن كلاً من العائد المتوقع لهذا الأصل المالى ودرجة الخطر المتوقعه يتعلقوا بالمعلومات المتوقعه عن ظروف الصناعة التى ينتمى لها هذا الأصل المالي وليس السوق ككل.

2- يجب الإعتماد على نموذج الأصول الرأسمالية (CAPM) كنموذج اقتصادي من خلال الإعتماد على مؤشر محفظة القطاع لتقدير معلمات الإنحدار OLS فى حساب العائد المتوقع للأوراق المالية التى تندرج ضمن هذا المؤشر وليس السوق ككل ، حيث أن ذلك يتوافق مع نظرية القيمة التى تقوم على أن توقعات المستثمر ترتكز بشكل جوهري على المعلومات المتاحة عن الأصل وكل ما يرتبط به من معلومات عن طبيعة الصناعة الذى ينتمى إليها هذا الأصل المالي؛ وبالتالى توافر تلك المعلومات لدى المستثمر عامل رئيس فى تحديد القيمة السوقية للأصل ، وبالتالى يوجد علاقة وثيقة بين المعلومات والقيمة السوقية للأصل المالى.

3- إتفقت معظم الدراسات السابقة أن هناك تأثير إيجابي لإعلان إصدرات حقوق الاكتتاب ROs على متوسط العائد غير العادي خلال فترة إختبار (+30يوم) نسبياً فى الأسواق الناشئة. وهناك تاثير سلبي لإعلان إصدرات حقوق الإكتتاب ROs على متوسط العائد غير العادي خلال فترة إختبار (+20 يوم) فى الأسواق المتقدمة.

3/7- الاستنتاجات Conclusion.

- يعرض الباحث ملخص بسيط لنتائج الدراسة التطبيقية التى إختبرت تأثير إعلان إصدرات حقوق الإكتتاب على العائد غير العادي عبر القطاعات مستعيناً بمنهجية دراسة الحدث Event study methodology بالتطبيق على السوق المصري فى ضوء تلك النتائج التالية:-

1- توصلت الدراسه التطبيقية إلى أن هناك تأثيراً سلبياً لإعلان إصدرات حقوق الإكتتاب ROs على متوسط العائد غير العادي خلال فترة إختبار قصيرة نسبياً (+10 يوم)، وتأثيراً إيجابياً لإعلان إصدرات حقوق الإكتتاب ROs على متوسط العائد غير العادي خلال فترة إختبار طويلة نسبياً (+30 يوم).

2- توصلت الدراسة التطبيقية بأن هناك إختلاف تأثير إعلان اصدارات حقوق الإكتتاب على متوسط العائد غير العادي AR% باختلاف المؤشر المستخدم (مؤشر السوق الرئيسي، مؤشر محفظة القطاع) لنموذج تسعير الأصول الرأسمالية (CAPM) المستخدم لتقدير معلمات نموذج الإنحدار البسيط OLS فى تقدير العائد المُقدر.

3- يجب الاعتماد على نموذج الأصول الرأسمالية (CAPM) باستخدام مؤشر محفظة القطاع لتقدير معلمات الإنحدار OLS فى حساب العائد المتوقع للأوراق المالية التى تندرج ضمن هذا المؤشر وليس السوق ككل، حيث أن ذلك يتوافق مع نظرية القيمة التى تقوم على أن توقعات المستثمر ترتكز بشكل جوهري على المعلومات المتاح عن الأصل، وكل ما يرتبط به من معلومات عن طبيعة الصناعة التي ينتمى إليها هذا الأصل المالي، وبالتالى توافر تلك المعلومات لدى المستثمر عامل رئيس فى تحديد القيمة السوقية للأصل، وبالتالى يوجد علاقة وثيقة بين المعلومات والقيمة السوقية للأصل المالى.

4/7- التوصيات Recommendations

- يريد الباحث طرح بعض التوصيات وفقاً لما توصلت إليه نتائج الدراسة التطبيقية وذلك بهدف مساعدة كلاً من صانع أو متخذ القرار سواء كان باحثاً فى نظرية القيمة أو ممارساً فرداً أو مسئولاً فى مجال السوق المالي فى بعض النقاط البسيطة كما يلي:-

1- يوصي الباحث بالإعتماد على نتائج الدراسة التطبيقية لمعرفة تأثير الحدث (إعلان إصدارات حقوق الإكتتاب) على متوسط العائد غير العادي عبر القطاعات وفقاً لكلاً من نموذج تسعير الأصول الرأسماليه CAPM لكلاً من مؤشر السوق الرئيسي ومؤشر محفظة القطاع فى تقدير العائد المتوقع.

2- يوصي الباحث بالإعتماد على نموذج تسعير الأصول الرأسمالية CAPM باستخدام مؤشر محفظة القطاع أكثر دقة من الإعتماد على مؤشر السوق الرئيسي فى تقدير العائد المتوقع.

5/7- الدراسات المستقبليه Future studies

1- يشير الباحث بالإعتماد على منهجية دراسة الحدث فى إختبار كفاءة السوق المالى عند المستوى المتوسط Semi-strong efficiency.

2- الإعتماد على منهجية دراسة الحدث فى إختبار الأحداث سواء كانت أحداث داخلية للمنظمة أو أحداث خارجية تتعلق بظروف الصناعة أو السوق ككل وفقاً لهدف كل دراسة.

المراجع

اولا:المراجع العربية.

1- الجزيرى . خيرى (2003) ، التمويل الإدارى ، المفاهيم – الأدوات – الإطار العام لاتخاذ القرارات المالية ، القاهرة ، دار النشر غير محددة.
2- ابن اعمر بن حاسين (2012) ، حسين جديدين, محمد بن بوزيان ، كفاءة الأسواق المالية في الدول النامية ، دراسة حالة بورصة السعودية ، وعمان ، وتونس ، والمغرب. مجلة أداء المؤسسات الجزائرية – العدد 2.

ثانيا:المراجع الأجنبيه Foreign Reference

1- Ahern K .R. (2009), Sample selection and event study estimation, Journal of Empirical Finance. Vol. 16, pp. (466-482).
2- 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.
3- 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).
4- 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.
5- Alastair M. (2000), Shareholder wealth effects of rights issues: Evidence from the New Zealand capital market, Pacific-Basin Finance, pp. (419- 442).
6- 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).
7- Bader S. A. (2016), Rights offering announcements and the efficiency of the Kuwaiti market, Applied Economics, Vol. 47, Issue 59.
8- Corrado C. J. (1989), A Nonparametric test for abnormal security –price performance in event studies, Journal of finance economics, Vol. 23, pp (385-395).
9- 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).
10- 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).
11- 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).

12-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).

13-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).

14-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).

15-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).

16-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).

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

18-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).

19-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).

20-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.

21-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).

22-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).

23-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).

24-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).

25- 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.

26- 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).

27- 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).

28- 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).

29- 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).

30- 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).

31- 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

3- موقع البورصه المصريه.

4- https://www.egx.com.eg/ar/homepage.aspx