

آثر الإعلان عن حدث اتخاذ قرار
إصدار أسهم زيادة رأس المال على قيمة المنشأة
"دراسة تطبيقية"
غريب محمد محمد عبد العزيز

الملخص:

يتناول هذا البحث قياس تأثير الإعلان عن حدث اتخاذ قرار إصدار أسهم زيادة رأس المال على قيمة المنشأة ولتحقيق أهداف الدراسة تم عرض منهجية دراسة الحدث وتطورها ، والآثار الإيجابية والسلبية للإعلان عن حدث الزيادة على قيمة المنشأة، وخلصت الدراسة باستخدام أسلوب دراسة الحدث إلى وجود تأثير معنوي ذو دلالة إحصائية عند مستوى معنوية (5%) لآثر الإعلان عن حدث إصدار أسهم زيادة رأس المال على أسهم جميع شركات العينة، حيث تحققت عوائد غير عادية تراكمية خلال فترة نافذة الحدث.

Abstract:

This research examines the impact of an event announcement to decide a capital increase for firm value and for achieving the objectives of the study were presented a systematic study and evolution and the positive and negative effects of advertising on an increase on the firm value, the study concluded, using learning event study to a moral effect statistically significant when moral level (5%) Of the impact of the announcement was a capital increase on all sample firms, with extraordinary returns are cumulative over a window event.

طبيعة المشكلة:

يتمثل الهدف الرئيسي من زيادة رأس المال في رغبة المنشأة في عمل التوسعات أو التطوير وزيادة الحصة السوقية لها من أجل القدرة على المنافسة في الأسواق المحلية والعالمية ومن ثم زيادة قيمة المنشأة وتحسين أدائها من خلال استخدام الوسائل التكنولوجية الحديثة التي تعمل على رفع جودة المنتج وخفض التكلفة وزيادة الربحية .

كما أنه في الفترة الأخيرة فشلت العديد من إصدارات أسهم زيادة رأس المال دون تحديد السبب الرئيسي لذلك مما جعل هناك تخوف لدي المنشآت من التفكير في اتخاذ قرار بالتوسع أو التطوير عن طريق طرح أسهم زيادة رأس المال مما يجعلها عرضة للخسارة.

وتتمثل مشكلة البحث الأساسية في عدم القدرة على قياس الآثار المترتبة على الإعلان عن حدث قرار زيادة رأس المال للشركات المقيدة في سوق الأوراق المالية وذلك من حيث توقيت الإعلان عن القرار وأثره على القيمة السوقية للسهم وقيمة المنشأة وذلك قبل الإعلان وبعده ، ومدى ملائمة استخدام دراسات الحدث لقياس وتجنب الآثار السلبية لقرار إصدار أسهم زيادة رأس المال والتي تتمثل في انهيار قيمة السهم السوقية وبالتبعية قيمة المنشأة والتي غالباً تحدث بسبب فشل الاكتتاب في أسهم زيادة رأس المال مما يؤثر على كفاءة أسواق الأوراق المالية و تنبلور مشكلة البحث في التساؤلات التالية:

- ما هي الآثار المترتبة على الإعلان عن اتخاذ قرار إصدار أسهم زيادة رأس المال على قيمة السهم وقيمة المنشأة السوقية قبل الإعلان وبعده ؟ وما الذي يؤدي إلى انهيار قيمة السهم السوقية للمنشأة؟
- ما مدى ملائمة استخدام دراسات الحدث في قياس الآثار المترتبة قبل وبعد الإعلان عن تخذ قرار إصدار أسهم زيادة رأس المال ؟

هدف البحث:

يهدف هذا البحث إلى توضيح وكيفية قياس أثر الإعلان عن حدث زيادة رأس المال على قيمة الأسهم وقيمة المنشأة السوقية في سوق الأوراق المالية المصري.

أهمية البحث العلمية والعملية:

في ضوء مشكلة البحث وهدفه، تنقسم أهمية البحث إلى ما يلي:

١- الأهمية العلمية:

تقدم هذه الدراسة مساهمة في أدب دراسات الحدث من خلال عرض منهجية دراسة الحدث وكيفية استخدامها في بيئة الأعمال المصرية من خلال تحديد الآثار الايجابية والسلبية المترتبة على إعلان حدث قرار زيادة رأس المال على قيمة المنشأة.

٢- الأهمية العملية:

استخدام أسلوب دراسة الحدث في قياس الآثار المترتبة على الإعلان عن قرار زيادة رأس المال على قيمة المنشأة قبل الإعلان وبعده مما يساهم في الحد من انهيار قيمة الأسهم السوقية وقيمة المنشأة ويزيد من كفاءة أسواق الأوراق المالية.

فروض البحث:

في ضوء مشكلة البحث وأهميته وهدفه، فإن فروض البحث تتلخص فيما يلي:

١. لا يوجد أثر للإعلان عن حدث زيادة رأس المال على أسعار الأسهم.
٢. لا يوجد أثر للإعلان عن حدث زيادة رأس المال على قيمة المنشأة.

منهج البحث:

اعتمد الباحث على المنهج الاستقرائي في إعداد الإطار النظري للدراسة وصياغة مشكلة وفروض البحث وذلك من خلال استقراء ما أمكن التوصل إليه من المراجع العلمية العربية والأجنبية المتخصصة في مجال البحث، كما استخدم الباحث المنهج الاستنباطي في الدراسة التطبيقية، وسوف يتم استنباط العلاقة بين توقيت الإعلان عن قرار زيادة رأس المال وكيفية استخدام دراسات الحدث في قياس آثار حدث الإعلان عن اتخاذ قرار إصدار أسهم زيادة رأس المال على أسعار الأسهم وقيمة المنشأة السوقية قبل وبعد الإعلان.

حدود البحث:

في ضوء مشكلة البحث سوف يتم التركيز فقط على الشركات المقيدة ببورصة الأوراق المالية المصرية التي قامت باتخاذ قرار زيادة رأس المال خلال الفترة الزمنية المتمثلة في عام ٢٠١٠ وذلك لكون الفترات من عام ٢٠٠٨ حتى عام ٢٠٠٩ تأثرت بالأزمة المالية العالمية والفترات من عام ٢٠١١ حتى ٢٠١٤ بها العديد من المخاطر السياسية.

خطة البحث:

تحقيقاً لأهداف البحث فقد اشتملت الدراسة على ثلاث مباحث

كالتالي:

المبحث الأول: عرض وتحليل الدراسات السابقة في مجال البحث.

المبحث الثاني: منهجية دراسة الحدث وأثر الإعلان عن زيادة رأس المال.

المبحث الثالث: قياس أثر الإعلان عن حدث زيادة رأس المال.

- الخلاصة والنتائج والتوصيات.

- مراجع البحث.

المبحث الأول:

عرض وتحليل الدراسات السابقة في مجال البحث

مقدمة:

انتشرت في الآونة الأخيرة الكثير من التقلبات في أسواق الأسهم المختلفة وقد

تم تبرير سلوك هذه التقلبات في بعض الأحيان ولم يكن هناك مبرر واضح لها في

أحيان أخرى، وقد بحث الباحثون في عدة اتجاهات في هذا الشأن.

وتبحث الدراسة الحالية قياس أثر حدث الإعلان عن اتخاذ قرار إصدار أسهم زيادة

رأس المال على قيمة المنشأة ، لذا فسوف يتناول هذا القسم تقييم الدراسات السابقة

المتعلقة باستخدام منهجية دراسة الحدث في الفكر المحاسبي وذلك من خلال استقراء

الدراسات السابقة تاريخي ابعدي كالتالي :-

(1) دراسة (John & Chengyan -2013):

استهدفت الدراسة توضيح مدى دقة استخدام دراسات الحدث في التنبؤ

بالأرباح غير العادية في وقت الإعلان عن عمليات الدمج المانعة للمنافسة، وتوصلت

الدراسة إلى أن دراسات الحدث ذات الصلة بنسبة ٧٧% تميز عمليات الاندماج

المانعة للمنافسة.

(2) دراسة (David & Micah -2012):

استهدفت الدراسة توضيح العلاقة بين دراسات الحدث والعوائد المتوقعة،

وتوصلت الدراسة إلى أن العوائد غالباً تدور حول الأخبار الأكثر إيجابية كما إن أكثر

من ١٠% من العوائد تكون مصحوبة بمؤشرات علامات متناقضة.

(٣) دراسة (د. حسام إبراهيم - ٢٠٠٨):

استهدفت الدراسة اختبار مدى تأثر العوائد غير العادية في بورصة عمان بالإعلان عن الأرباح باستخدام منهجية دراسة الحدث من خلال نموذج العامل الواحد، وتوصلت الدراسة إلى أن دراسة الحدث تهدف إلى فحص كفاءة السوق على المستوى شبة القوى.

(٤) دراسة (Elaine Henry, -2006):

استهدفت الدراسة بحث رد فعل السوق تجاه حدث الإعلانات المتعلقة بأرباح الشركات المعلنة بالصحف ، وتوصلت الدراسة إلى أن التنبؤات المتغيرة يؤثر عليها محتويات المصطلحات اللفظية المعلن عنها بالصحف وكذلك أسلوب كتابتها.

(٥) دراسة (Charles J. Corrado -2005):

استهدفت الدراسة التحقق من فعالية إجراءات دراسة الأحداث القياسية ببيانات عائدات سوق الأسهم في آسيا والمحيط الهادي، وتوصلت الدراسة من خلال تجارب المحاكاة إلى ان إحصائيات اختبار دراسة الحدث القياسية غالباً ما تعرض تحت فرض الأداء غير الطبيعي.

(٦) دراسة (د. جلال إبراهيم- ٢٠٠٥):

استهدفت الدراسة تحديد تأثير المعلومات المنشورة على أسعار أسهم الشركات بسوق الأسهم السعودي ، وتوصلت الدراسة إلى أن المعلومات المالية المنشورة عن أحداث معينة خلال النصف الثاني لعام ٢٠٠٤م تؤثر على تحركات أسعار الأسهم في سوق الأسهم السعودي بصورة تؤدي إلى تحقيق أرباح أو خسائر غير عادية.

باستقراء الدراسات السابقة يتضح اختلاف احتياجات المستخدمين وبالتبعية تختلف استخدامات دراسة الحدث والاختبارات الإحصائية، وإن منهجية دراسة الحدث تعمل على وضع محتوى المعلومات كمتغير مستقل وآثر الإعلان على أسعار الأسهم كمتغير تابع ويرى الباحث:

○ يوجد رد فعل ايجابي المستثمرين عند الإعلان عن نتائج القوائم والتقارير المالية وفقاً لأسلوب التقرير ويعمل ذلك على تحقيق أرباح عادية وغير عادية.

~ تحريبه محمد محمد عبد العزيز ~

- يوجد رد فعل ايجابي وأحيانا سلبي كبير تجاه الشائعات غير المعلن عنها رسميا بغض النظر عن مصدر هذه المعلومات في سوق الأسهم.
- تتضمن بعض التقارير المالية المنشورة إدارة أرباح صورية ولكن ذلك لم يحد من تحقيق أرباح غير عادية.
- ان استخدام دراسات الحدث لا يشترط وجود أحداث غير عادية تولد عائدات غير عادية حيث غالباً ما تستخدم في حالة وجود أحداث عادية تولد عائدات غير عادية.
- تعمل دراسة الحدث على إظهار مدى كفاءة سوق الأوراق المالية.
- توجد ندرة نسبية في استخدام دراسات الحدث بالأدب المحاسبي المصري.

المبحث الثاني

منهجية دراسة الحدث وآثر الإعلان عن زيادة رأس المال

مقدمة:

يعتبر الاستثمار في الأوراق المالية من أكثر مجالات الاستثمار التي تجذب العديد من المستثمرين سواء كانوا أفراداً أو شركات، وتعتبر أسهم زيادة رأس المال من الفرص الجيدة للاستثمار، وعدم وجود شفافية وملائمة للمعلومات المعلن عنها يعود بالآثر السلبي على القيمة السوقية للسهم وقيمة المنشأة المصدرة لأسهم زيادة رأس المال مما يسبب ابتعاد المستثمرين عن الاستثمار في مثل هذه الإصدارات. وسوف يتناول الباحث توضيح منهجية دراسة الحدث وأهميتها وكيفية استخدامها في بيئة الأعمال المصرية آثر الإعلان عن قرار الزيادة على قيمة المنشأة وفقاً للتالي:

أولاً : تعريف وأهمية دراسة الحدث (Event-Study).

ثانياً : تطور استخدام دراسات الحدث في الفكر المحاسبي.

ثالثاً : منهجية وإجراءات دراسة الحدث.

رابعاً: أهم الأحداث والعناصر المؤثرة في القيمة السوقية للأسهم.

خامساً: آثر الإعلان عن قرار الزيادة على قيمة المنشأة.

أولاً : تعريف وأهمية دراسة الحدث (Event-Study):

تعرف دراسة الحدث أنها تلك الدراسات التي تهتم بتأثير الإعلان عن أحداث معينة على تحركات أسعار الأوراق المالية واتجاهاتها في سوق المال ، وتقوم دراسة

~ تحريبه محمد محمد عبد العزيز ~

الحدث باختبار رد فعل المستثمرين تجاه الأخبار المالية الجيدة والسيئة المنشورة .
وتفترض دراسة الحدث أن أسواق الأوراق المالية تتمتع بالكفاءة بشكل كاف لتقييم
تأثير المعلومات المالية (الأحداث) على الأرباح المستقبلية المتوقعة للشركات.
وتتبع أهمية دراسة الحدث من حيث تمكن الاستدلال على ما إذا كان الحدث
بمفرده يقوم بنقل المعلومات الجديدة إلى المساهمين في السوق.

ثانيا : تطور استخدام دراسات الحدث في الفكر المحاسبي :

ان عدد دراسات الحدث المنشورة في الأدب الأجنبي يتجاوز ٥٠٠ دراسة
ويتضح ذلك من خلال الجدول رقم (٢-١) التالي:

جدول رقم (٢-١)

تطور استخدام دراسات الحدث في الفكر المحاسبي

Year	Journal of Business	Journal of Finance	Journal of Financial Economics	Journal of Financial and Quant. Analysis	Review of Financial Studies	Grand Total
1974						
2000						
total	44	212	207	82	20	565

المصدر: (Kothari and Warner -2006)

ثالثا : منهجية وإجراءات دراسة الحدث:

ان الأدب المحاسبي لا يقترح منهجية واحدة لدراسة الحدث بل يفضل أكثر
من منهجية بحيث يتم وضع محتوى المعلومات كمتغير تابع والموضع من فترة
الإعلان كمتغير مستقل وذلك كالتالي:

- ١ . تحديد الأخبار المالية محل الاهتمام، ثم تعريف نافذة الحدث.
 - ٢ . تحديد مجموعات الشركات التي سوف تخضع للتحليل.
 - ٣ . تحديد الأرباح العادية للشركات الخاضعة للتحليل خلال النافذة.
 - ٤ . التنبؤ بالأرباح غير العادية للشركات خلال النافذة الزمنية للحدث بالفرق بين الأرباح المتوقعة والأرباح الفعلية.
 - ٥ . اختبار ما إذا كانت الأرباح غير العادية تختلف عن الصفر أم لا .
- كما تستخدم دراسات الحدث العديد من الأساليب لتقدير الأرباح غير العادية
مثل نموذج مؤشر الفترة الواحدة ، نموذج السوق ، ونماذج السلاسل الزمنية مثل

آثر الإعلان عن حذو اتخاذ قرار إصدار أسهم زيادة رأس المال على قيمة المنشأة.....

~ تحريبه محمد محمد عبد العزيز ~

نموذج المتوسط المتحرك البسيط ، نموذج التمهيد الأسى المزدوج ، ونموذج الانحدار للمتوسط المتحرك (ARMA) ، ونموذج الانحدار الكامل للمتوسط المتحرك (ARIMA).

رابعاً: أهم الأحداث والعناصر المؤثرة فى القيمة السوقية للأسهم:

١. الموقف المالي والإداري لمنشأة الأعمال.
٢. توقعات المحللين الماليين.
٣. مخاطر الاستثمار فى الأوراق المالية.
٤. كفاءة أسواق الأوراق المالية.
٥. المعلومات المالية وغير المالية سواء المنشورة أو غير المنشورة.

خامساً: أثر الإعلان عن قرار الزيادة على قيمة المنشأة:

توجد العديد من الآثار الايجابية للإعلان عن زيادة رأس المال وهى:

١. زيادة العرض لأسهم المنشأة وتنشيط التداول بأسواق الأوراق المالية.
٢. الحصول على النقدية وتوفير السيولة .
٣. تجنب تكلفة وأعباء القروض .
٤. القدرة على التوسع والتطوير فى النشاط واستخدام التقنية الحديثة.
٥. تقوية المركز التنافسي خاصة عند الاندماج .
٦. تقوية الهيكل التمويلي وزيادة حقوق الملكية .
٧. القدرة على سداد مديونيات مستحقة على الشركة للدائنين.

كما يوجد العديد من الآثار السلبية عند الإعلان فقد يحدث ارتفاع مفاجئ قبل الإعلان يتبعه انخفاض حاد عند تحقق الخبر دون معرفة السبب الحقيقي وراء ذلك وبناء على قيمة الإصدار فان المستثمر يقرر التالي:

١. إذا قومت المنشأة بأقل من قيمتها الحقيقية يتم الشراء أو الاحتفاظ.
 ٢. إذا كان هناك مغالاة فى التقييم يتم البيع أو عدم الشراء.
 ٣. إذا كان هناك عدالة فى التقييم يكون القرار البيع أو الاحتفاظ.
- وقد استخدمت العديد من الشركات حدث زيادة رأس المال لإحداث تأثير على تحركات أسعار الأسهم ، وقد احدث ذلك سلبيات أخرى وهى:

○ ما قد يترتب على توسيع قاعدة الملكية من مرونة للإدارة فى اتخاذ قراراتها نتيجة تفتيت الملكية والذي قد يكون هدف مستتر لدى الإدارة وذلك للحد من

رقابة المستثمرين فالتجزئة قد تساعد على تدعيم سلوك ثروة الإدارة (التدعيم الإداري).

- عادة ما يصاحب إجراء زيادة رأس المال ارتفاعا ثانويا (غير معنوي) في أسعار الأسهم السوقية نتيجة تسهيل عملية التداول وارتفاع كثافة التعامل، لكن استمرار هذا الارتفاع نتيجة ضعف وعي المستثمرين بحدث زيادة رأس المال قد يجعله معنويا لفترة ، وقد يتسبب في انخفاض حجم التداول.
- خطأ الإدارة في التفاوض بشأن ما يترتب على إدراك المستثمرين فحدوث أخبارا سيئة تالية لحدث زيادة رأس المال قد يؤدي إلى هبوط سعر السهم لأقل من المدى الذي يعتبره المديرون والمساهمون طبيعيا.

المبحث الثالث:

قياس أثر الإعلان عن حدث قرار زيادة رأس المال

مقدمة:

سوف يتبع الباحث في الدراسة التطبيقية منهجية دراسة الحدث Event Study لاختبار رد فعل المستثمرين بسوق الأوراق المالية تجاه حدث الإعلان عن اتخاذ قرار إصدار أسهم زيادة رأس المال لتحقيق أهداف البحث واختيار مدى صحة فروضه وفقا للخطوات التالية :

أولا: تحديد مجتمع الدراسة للحدث:

يتضمن مجتمع الدراسة جميع المنشآت المسجلة بسوق الأوراق المالية المصري والتي قامت بحدث الإعلان أو نشر شائعة عن نيتها في زيادة رأس المال وموضح ذلك بالجدول رقم (٣-١).

ثانيا : طريقة جمع ووسائل الحصول على البيانات وطبيعتها:

تم الحصول على البيانات الخاصة بشركات العينة من شركة مصر لنشر المعلومات وتم وضعها داخل قاعدة بيانات ببرنامج (EXCEL).

ثالثا : تحديد فترة دراسة الحدث:

تغطي الدراسة الفترة الزمنية للحدث عام ٢٠١٠م وذلك لتحديد اثر حدث الإعلان عن إصدار أسهم زيادة رأس المال على أسعار الأسهم.

آثر الإعلان عن حذو اتخاذ قرار إصدار أسهم زيادة رأس المال على قيمة المنشأة.....

~ تحريبه محمد محمد عبد العزيز ~

رابعاً : أسس اختيار ومواصفات العينة:

قام الباحث باختيار شركات العينة من خلال الإعلانات وقواعد البيانات الالكترونية المتاحة بالبورصة المصرية وموضح بالجدول رقم (١-٣).

خامساً: تحديد نافذة الحدث Event Window:

تم اخذ التواريخ الواردة في كلا من قانون الشركات المساهمة و سوق المال وذلك وفقاً للجدول رقم (١-٣) التالي:

جدول رقم (١-٣)

تحديد نافذة الحدث

نهاية نافذة الحدث	يوم إعلان الحدث T=0	بداية نافذة الحدث قبل الإعلان		
مدة الاكتاب للمساهمين القدامى		تاريخ إخطار المساهمين القدامى	تاريخ إخطار الهيئة العامة للرقابة المالية	تاريخ انعقاد الجمعية العمومية لاتخاذ القرار
٣٠ يوم فترة الإعلان	١٤ يوم قبل الإعلان	١٥ يوم قبل الإعلان	٣٠ يوم قبل الإعلان	
٣٠ يوم بعد الإعلان	٣٠ يوم قبل الإعلان			
طول المدة قبل وبعد الإعلان للحدث ٦٠ يوم				

سادساً: تحديد حجم العينة:

تم تحديد حجم العينة بتتبع الأخبار والإعلانات عبر المشاهدات لأسعار الأسهم بسوق الأوراق المالية لتحديد تاريخ الحدث سواء كان إعلان رسمي أو شائعة وموضح ذلك بالجدول رقم(٢-٣).

جدول رقم (٢-٣)

بيان شركات العينة وعدد الأسهم وتاريخ الحدث بعام ٢٠١٠

م	اسم الشركة	كود الترميز	عدد الأسهم N	تاريخ الحدث
١	الشرقية الوطنية	EGS30291C016	4098178	6 January
٢	أكرو مصر للشدات	EGS3E071C013	3375000	28 January
٣	اوراسكوم ايه جى	EGG676K1D011	889100105	9 March
٤	الشمس للإسكان	EGS65091C018	45000000	31 March

أثر الإعلان عن حدث اتخاذ قرار إصدار أسهم زيادة رأس المال على قيمة المنشأة.....

~ تحريبه محمد محمد عبد العزيز ~

6 April	42207256	EGS65061C011	المتحدة للاسكان	٥
7 April	25000000	EGS10001C013	أسكوم	٦
23 June	25000000	EGS3E1E1C013	العربية للمحاسب	٧
14 July	43000000	EGS23141C012	ليفيت سلاب	٨
28 July	74171400	EGS65591C017	مصر الجديدة	٩
26 September	40000000	EGS38161C013	يونيفرسال	١٠

سابعا : طبيعة متغيرات الدراسة:

استنادا إلى ما سبق يجب قياس معدل العائد على السهم خلال فترة الحدث حتى يتم معرفة الأثر الذي خلفه قرار إصدار أسهم زيادة رأس المال على القيمة السوقية للسهم، وفيما يلي عرض المتغير التابع والمتغير المستقل ومنهج القياس المتبع في ضوء ما توصل إليه الباحث من خلال الدراسة الاستطلاعية وما اعتمدت عليه الدراسات السابقة ذات الصلة فتتطلب دراسة الحدث المتغيرات التالية:

أ- المتغير المستقل :

حدث الإعلان Event Announcement (EA) عن إصدار أسهم زيادة رأس المال.

ب- المتغيرات التابعة قبل الإعلان عن الحدث:

١. أسعار الأسهم السوقية (S) Shares للمنشأة (F) Firm (F) ويتم التعبير عن كل سهم لمنشأة Firm Share من العينة = S وهى الأسعار المعلنة بالبورصة المصرية.

٢. العائد الكلى (R) Return Share (R) لأسهم العينة (S) لفترة الوقت Tim (T) وذلك قبل حدث الإعلان عن إصدار أسهم زيادة رأس المال R_{ST} ويتم التوصل إليه عن طريق المعادلة التالية:

$$R_{ST} = E_{ST} + D_{ST} \quad (1)$$

$$E_{ST} = C_{ST} - O_{ST} \quad (2)$$

العائد الكلى (R) لأسهم العينة (S) لفترة الوقت (T)

E_{ST} = العائد العادي Earnings للسهم Share خلال الفترة time

C_{ST} = سعر غلق Close السهم في نهاية الفترة Time

O_{ST} = سعر فتح Open Price السهم في بداية الفترة Time

D_{ST} = التوزيعات Distribution للسهم Stock خلال الفترة Time

١- القيمة السوقية للمنشأة Market Value ويتم الوصول إليها لكل منشأة Firm قبل الحدث Before وفقا للمعادلة التالية :

$$MFVB = C_{ST}XN_S \quad (3)$$

N_S = عدد الأسهم الكلية للمنشأة

ج- المتغيرات التابعة بعد الإعلان عن الحدث:

يرى الباحث أنه يمكن الوصول إلى العائد الكلى نسبة إلى الحدث والعائد غير العادي للسهم Abnormal Earnings (AE) كالتالي:

١. أسعار الأسهم (S) Shares للمنشأة (F) Firm (F) ويتم التعبير عن كل سهم لمنشأة Firm Share من العينة = S وهى الأسعار المعلنة بالبورصة المصرية.

٢. العائد الكلى للسهم Return Share (R) لفترة الوقت T نسبة إلى حدث الإعلان Event Announcement عن إصدار أسهم زيادة رأس المال REA_{st} وسوف يتم تحديده وفقا للمعادلات التالية:

$$REA_{st} = (E_{st} + AE_{st}) + D_{ST} \quad (4)$$

REA_{st} = العائد الكلى للسهم R لفترة T نسبة إلى حدث الإعلان Event Announcement

E_{st} = العائد العادي Earnings للسهم Share لفترة Time

AE_{st} = العائد غير العادي الفعلي Abnormal Earnings (AE) للسهم S خلال الفترة T

D_{ST} = التوزيعات Distribution للسهم Stock لفترة Time

ويشير الباحث إلى ضرورة مقارنة الأسعار المتوقعة بمعلومية الأسعار في الماضي وليس الاعتماد على العوائد فقط بعد الحدث (الفرق بين سعر الإغلاق وسعر الفتح للسهم) ، نظرا لكون العوائد بعد الحدث تكون متضمنة اثر الحدث من حيث

أثر الإعلان عن حدث اتخاذ قرار إصدار أسهم زيادة رأس المال على قيمة المنشأة.....

~ تحريبه محمد محمد عبد العزيز ~

وجود عوائد عادية وغير عادية سواء بأسعار الفتح أو الإغلاق بعد الحدث وبالتالي لن تكون النتائج معبرة بدقة عن العوائد غير العادية وتعبر المعادلة التالية عنها:

$$E_{st} + AE_{st} = C_{ST} - F_{ST} \quad (5)$$

C_{ST} = سعر غلق Close السهم بعد الحدث في نهاية الفترة

F_{ST} = سعر السهم المتوقع Forecast بعد الحدث للفترة Time

ويمكن الوصول للعائد غير العادي بعد الحدث وفقا للمعادلة التالية:

$$AE_{ST} = FE_{ST} - D_{ST} - (C_{ST} - F_{ST}) \quad (6)$$

FE_{ST} = العائد العادي المتوقع Forecast للسهم S للفترة T

١- القيمة السوقية للمنشأة Market Value ويتم الوصول إليها لكل منشأة Firm بعد الحدث After وفقا للمعادلة التالية :

$$MFVA = C_{ST} \times N_S \quad (7)$$

N_S = عدد الأسهم الكلية للمنشأة

ثامنا : الأساليب الإحصائية المستخدمة لدراسة الحدث:

قام الباحث باستخدام أساليب التحليل الإحصائي وفقا للتالي :

(١) أداة التحليل Moving Average:

وسوف يقوم الباحث بإتباع الخطوات التالية :

- دراسة الاتجاه العام لأسعار أسهم شركات العينة (سعر الإغلاق Close- سعر الفتح Open) خلال نافذة الحدث المحددة بـ ٣٠ يوم قبل يوم الإعلان (نشر الخبر سواء كان حقيقة أو شائعة) وذلك بهدف التنبؤ بأسعار الأسهم المتوقعة لشركات العينة في فترة نافذة الحدث المحددة بـ ٣٠ يوم بعد الحدث.
- وسوف يتم التنبؤ بقيم الأسهم قبل الإعلان بافتراض التغير كل ٣ أيام.
- مقارنة أسعار الأسهم المتوقعة لشركات العينة بالفعل في فترة نافذة الحدث بعد الحدث لتحديد إجمالي العوائد (العادية + غير العادية).
- التنبؤ بالعوائد العادية في فترة نافذة الحدث بعد حدث الإعلان بهدف تحديد العوائد غير العادية وفقا للمعادلات الواردة بمتغيرات الدراسة.

(٢) اختبار Paired Sample T-Test :

وسوف يستخدم الباحث اختبار Paired Sample T-Test لتحديد معنوية الفروق بين المتوسطات لأسعار إغلاق الأسهم قبل وبعد حدث الإعلان وقيمة المنشأة وكونها تختلف عن الصفر أم لا بدرجة ثقة ٩٥% وبدرجة معنوية ٥% وذلك لتأثر السهم على مدى نافذة الحدث المحددة لكلا من شركات العينة.

تاسعا : تحليل نتائج الدراسة التطبيقية واختبار فروض الدراسة:

تم تحميل البيانات المشار إليها سلفا واستخراجها إلى برنامج التحليل الإحصائي (SPSS) وذلك لاختبار صحة فروض الدراسة المتمثلة في:

١. لا يوجد أثر للإعلان عن حدث زيادة رأس المال على أسعار الأسهم.
٢. لا يوجد أثر للإعلان عن حدث زيادة رأس المال على قيمة المنشأة.

١- اختبار مدى صحة الفرض الأول:

قام الباحث باختبار مدى صحة الفرض الأول من خلال التحليل الإحصائي لشركات العينة ويتضح من ملحق الدراسة رقم (١) إن الإعلان يحقق عوائد غير عادية إيجابية بعد الإعلان وذلك لجميع شركات العينة، مع ملاحظة أن شركات العينة أرقام S2, S5, استمرت في تحقيق عوائد غير عادية لمدة ١٧ يوم وعادت لتتخفص وتحقق عوائد سالبة ولكن في المجمل العام حققت عوائد غير عادية متراكمة. وكذلك العينات أرقام S4, S7, S8 تأخرت الاستجابة بعض الأيام وحققت عوائد سالبة ولكن عادت في باقي فترات الدراسة وحققت عوائد غير عادية موجبة متراكمة.

وباستخدام اختبار T-Test بدرجة ثقة ٩٥% وبدرجة معنوية ٥% وذلك كما هو وارد بملاحق الدراسة أرقام (٢، ٣) تبين وجود فروق معنوية بين متوسطات أسعار إغلاق الأسهم السوقية قبل وبعد حدث الإعلان عن إصدارات أسهم زيادة رأس المال لكلا من شركات العينة وذلك لتأثر سعر السهم على مدى نافذة الحدث المحددة. وبناء عليه يتحقق عدم صحة الفرض الأول بالدراسة والذي يشير إلى أنه (لا يوجد أثر للإعلان عن الحدث الخاص بزيادة رأس المال على أسعار الأسهم) وبالتالي رفض الفرض الأصلي وقبول الفرض البديل الذي يشير إلى أنه (يوجد أثر للإعلان عن الحدث الخاص بزيادة رأس المال على أسعار الأسهم).

٢- اختبار مدى صحة الفرض الثاني :

قام الباحث باختبار صحة الفرض الثاني من خلال التحليل الإحصائي لشركات العينة وذلك كما هو وارد بملاحق الدراسة أرقام (٤ ، ٥) المتعلقين باستخدام اختبار T-Test بدرجة ثقة ٩٥% وبدرجة معنوية ٥% والقيام بتحديد معنوية الفروق بين متوسطات القيمة السوقية للمنشأة قبل وبعد حدث الإعلان عن إصدارات أسهم زيادة رأس المال لكلا من شركات العينة وذلك بهدف التعرف على مدى وجود تغيرات من عدمه على قيمة المنشأة نتيجة الإعلان عن قرار إصدار أسهم زيادة رأس المال قبل الإعلان و بعده ، وقد تبين ارتفاع القيمة السوقية للمنشآت بعد حدث الإعلان لجميع شركات العينة.

ووجود فروق معنوية بين متوسطات القيمة السوقية لكل منشأة قبل وبعد حدث الإعلان عن إصدار أسهم الزيادة لكلا من شركات العينة.

وبناء على ذلك يتحقق عدم صحة الفرض الثاني بالدراسة والذي يشير إلى انه (لا يوجد أثر للإعلان عن حدث زيادة رأس المال على قيمة المنشأة) وبالتالي رفض الفرض الأصلي وقبول الفرض البديل الذي يشير إلى أنه (يوجد أثر للإعلان عن حدث زيادة رأس المال على قيمة المنشأة).

الخلاصة:

استهدفت هذه الدراسة قياس أثر الإعلان عن حدث اتخاذ قرار إصدار أسهم زيادة رأس المال على قيمة المنشأة السوقية، وتم تناول تحليل الدراسات السابقة في مجال البحث ثم عرض منهجية دراسة الحدث وأثر الإعلان سواء الايجابي أو السلبي على المنشأة وخلصت الدراسة باستخدام أداة التحليل الإحصائي Moving Average واختبار T-Test بدرجة ثقة ٩٥% وبدرجة معنوية ٥% إلى عدم صحة فروض البحث.

النتائج:

- بناء على الموضوعات التي تم تناولها توصل الباحث إلى النتائج التالية:
١. يوجد أثر للإعلان عن حدث زيادة رأس المال على أسعار الأسهم بالشكل الذي يحقق معه عوائد غير عادية موجبة تراكمية.
 ٢. يوجد أثر للإعلان عن حدث زيادة رأس المال على قيمة المنشأة السوقية تبدأ بعوائد غير عادية موجبة ثم سالبة تراكمية.
 ٣. توجد استجابة عالية لبعض المستثمرين المستفيدين من الإشاعات للإعلانات وذلك بالتنبؤ بتحركات الأسعار وموجات الصعود والهبوط للأسهم بالأسواق وجني الأرباح غير العادية من وراء أي أحداث.

التوصيات:

- على ضوء نتائج الدراسة النظرية والتطبيقية يوصى الباحث بما يلي :
١. ضرورة قيام الهيئة العامة للرقابة المالية بتفعيل الإفصاح الإلكتروني وتوثيقه وذلك حتى يمكن زيادة الوثوق في المعلومات المفصح عنها.
 ٢. لا بد من إيقاف التعامل على الورقة المالية التي يثبت ان الشركة المصدرة قامت بتسريب معلومات للتأثير على قيمة الأسهم السوقية مع تطبيق عقوبات رادعة.

المراجع

أولاً: المراجع العربية

(أ) الدوريات العلمية:

١. د.أحمد رجب عبد الملك (٢٠٠٥)، "دور الإفصاح المالي وغير المالي عبر الانترنت في تحسين قرارات المستثمرين بسوق الأوراق المالية" دراسة نظرية وتطبيقية"، المجلة العلمية للاقتصاد والتجارة، كلية التجارة، جامعة عين شمس، العدد الرابع.
٢. د. المعتز بالله البرنس محمد، (٢٠٠٨)، "دور الإصدارات الجديدة لزيادة رأس المال في تنشيط التداول في البورصة المصرية"، مجلة البحوث التجارية المعاصرة، كلية التجارة، جامعة سوهاج، العدد الثاني.
٣. د. حسام إبراهيم العبد اللات، (٢٠٠٨)، "اثر الإعلان عن الأرباح في سلوك المستثمرين في بورصة عمان"، المجلة العلمية للاقتصاد والتجارة، كلية التجارة، جامعة عين شمس، العدد الثاني، الجزء الأول.
٤. د. جلال إبراهيم العبد، (٢٠٠٥)، "تأثير المعلومات المنشورة على أسعار الأسهم، دراسة حدث بالتطبيق على سوق الأسهم السعودي"، مجلة كلية التجارة للبحوث العلمية، جامعة الإسكندرية، العدد الأول - المجلد الثاني والأربعين.
٥. د. شريف سعيد البراد، (٢٠٠٨)، "مدى ارتباط التحليل الأساسي والفني بالتغيرات في أسعار الأسهم (دراسة تطبيقية على سوق الأسهم السعودية)"، المجلة العلمية للاقتصاد والتجارة، كلية التجارة، جامعة عين شمس، العدد الثاني، ج ٢.
٦. د. مجدي جمال عبد القادر، (٢٠٠٤)، "المحاسبة عن الاستثمارات في الأوراق المالية في ضوء المعايير المحاسبية - دراسة مقارنة"، مجلة المحاسبة والإدارة والتأمين، كلية التجارة، جامعة القاهرة، العدد الرابع والستون.
٧. د. هشام فاروق الابباري، (٢٠٠٨)، "تقييم فعالية تدخل الهيئة العامة لسوق المال للحد من استخدام حدث الأسهم في التأثير على قيمة تداول الأسهم في سوق الأوراق المالية المصري-دراسة تطبيقية"، المجلة العلمية للتجارة والتمويل - كلية التجارة جامعة طنطا- العدد الأول.

Second: English References

(A) Periodicals :

Charles j. Corrado , Cameron Truong,(2005), " Conducting Event Studies With Asia-Pacific Stock Market Data ", Massey University , Auckland.

1. David Offenberg, Micah S. Officer, (2012), " Anticipation and returns in event studies", Working paper, <http://ssrn.com/abstract=2197562>.
2. Elaine Henry,(2006)," Market Reaction to Verbal Components of Earnings Press Releases: Event Study Using a Predictive Algorithm",Journal of Emerging Technologies in Accounting,Vol. 3.
3. John E. Kwoka, Jr. Chengyan Gu ,(2013), " Predicting Merger Outcomes: How Accurate are Event Studies, Market Structure Determinants and Agency Decisions", Northeastern University, <http://ssrn.com/abstract=2376373>.
4. Kenneth h. Johnson, ,(1998), Graphical Analysis For Event Study Design, Journal Of Financial And Strategic Decisions, Vol. 11, No. 1.
5. Michael j. Seiler,(2000)," The Efficacy of Event-Study Methodologies: Measuring EREIT Abnormal Performance under Conditions of Induced Variance", Journal of Financial and Strategic Decisions, Volume 13,No.1.
6. S.P Kothari & Jerold b. Warner,(2006), "Econometrics of Event Studies", Working Paper, <http://www.ssrn.com>.
7. S.P. Kothari.,(2001)," Capital markets research in Accounting", Journal of Accounting and Economics, No. 31.

أثر الإعلان عن تحديث اتخاذ قرار إصدار أسهم زيادة رأس المال على قيمة المنشأة.....

~ تحريبه محمد محمد عبد العزيز ~

ملحق رقم (١) Abnormal Earnings After Event (AE)

period	AE _{s1}	AE _{s2}	AE _{s3}	AE _{s4}	AE _{s5}	AE _{s6}	AE _{s7}	AE _{s8}	AE _{s9}	AE _{s10}
-1:+1	2.12	16.98	0.86	-0.83	0.71	2.45	1.35	1.20	0.86	4.41
-2:+2	2.70	14.21	1.42	-0.55	0.79	2.32	0.81	-0.35	1.45	4.19
-3:+3	2.93	13.49	1.11	-0.52	0.83	3.82	0.24	-0.51	1.29	4.92
-4:+4	3.23	12.27	1.49	-0.09	0.81	3.62	-0.31	1.72	1.68	5.18
-5:+5	4.56	9.87	2.14	-0.04	0.81	3.37	-0.16	1.65	2.00	6.20
-6:+6	6.64	8.82	2.59	0.08	0.94	3.26	0.00	2.46	2.45	6.27
-7:+7	7.85	9.21	3.22	0.10	0.85	4.32	0.41	2.18	2.24	6.38
-8:+8	6.75	8.41	2.89	0.42	0.77	4.03	0.69	3.45	2.32	7.04
-9:+9	6.40	9.60	2.76	0.38	0.63	3.70	0.68	4.36	2.62	6.87
-10:+10	6.31	8.40	2.86	0.59	0.71	4.66	0.77	5.15	2.70	6.47
-11:+11	5.37	10.26	2.08	0.71	0.54	5.84	1.03	5.48	2.84	6.74
-12:+12	5.53	10.40	1.62	1.10	0.55	5.33	1.33	5.41	3.01	7.52
-13:+13	7.56	7.27	2.44	1.20	0.78	4.94	1.90	6.38	3.19	7.51
-14:+14	9.28	4.91	2.11	1.00	0.74	3.03	2.68	7.56	3.48	7.01
-15:+15	9.58	2.72	2.10	1.34	0.56	2.66	3.02	7.27	2.98	6.82
-16:+16	9.86	0.44	1.90	1.33	0.43	2.24	3.10	6.17	2.68	6.34
-17:+17	9.81	0.09	1.82	1.35	0.16	1.41	2.93	5.42	2.18	4.83
-18:+18	9.42	-2.64	1.77	1.43	0.06	1.76	2.94	4.08	1.99	4.37
-19:+19	9.09	-3.76	1.46	1.03	-0.07	0.16	3.09	4.45	1.49	4.07
-20:+20	10.11	-1.45	1.33	1.32	-0.22	0.52	2.85	4.09	0.76	3.53
-21:+21	10.23	-1.48	1.57	1.32	-0.30	0.51	2.38	3.90	0.55	2.18
-22:+22	9.52	-3.56	1.49	1.17	-0.45	0.38	1.79	3.56	1.07	2.10
-23:+23	8.64	-4.82	1.25	1.06	-0.31	0.47	1.34	3.77	1.24	2.13
-24:+24	7.59	-3.07	0.34	0.62	-0.43	-0.42	1.34	3.56	1.14	2.38
total	171.1	126.6	44.6	15.5	9.9	64.4	36.2	92.4	48.2	125.5

آثر الإعلان عن حدف اتخاذ قرار إصدار أسهم زيادة رأس المال على قيمة المنشأة.....

~ تحريبه محمد محمد عبد العزيز ~

T-Test Paired Samples Statistics (B & A) (٢) ملحق رقم

pair	S1	Mean		N	std. deviation		std. error mean	
		Before	After		Before	After	Before	After
pair	S1	11.899	16.7079	24	1.55094	0.82942	0.31658	0.1693
pair	S2	35.198	41.4021	24	3.27045	3.80228	0.66758	0.77614
pair	S3	18.067	19.9292	24	0.46088	0.44459	0.09218	0.08892
pair	S4	7.4633	8.4267	24	0.3661	37415	0.07473	0.07637
pair	S5	4.555	4846	24	0.23003	0.33057	0.04695	0.06748
pair	S6	17.598	20.4738	24	0.94689	1.78721	0.19328	0.36481
pair	S7	5.2075	6.705	24	0.43561	1.02266	0.08892	0.20875
pair	S8	28.459	32.8354	24	1.21925	1.286	0.24888	0.26303
pair	S9	15.533	17.6367	24	0.70043	0.39471	0.14298	0.08057
pair	S10	11.9	16.7079	24	1.55094	0.82942	0.31658	0.1693

T-Test Paired Samples Test (B & A) (٣) ملحق رقم

pair	S1	Paired differences						t	df	sig. (2-tailed)
		Mean	std. deviation	std. error mean	95% Confidence Interval of the Dif					
					Lower	Upper				
pair	S1	-4.803	2.04492	0.41742	-5.6718	-3.9448	-11.519	23	0.000	
pair	S2	-6.203	6.73702	1.37519	-9.0485	-3.359	-4.511	23	0.000	
pair	S3	-1.862	0.69991	0.13998	-2.1509	-1.5731	-13.302	23	0.000	
pair	S4	-0.963	0.67896	0.13859	-1.25	-0.6766	-6.951	23	0.000	
pair	S5	-0.329	0.52687	0.10755	-0.5521	-0.1071	-3.065	23	0.005	
pair	S6	-2.876	2.05552	0.41958	-3.7442	-2.0083	-6.855	23	0.000	
pair	S7	-1.497	1.15084	0.23491	-1.9835	-1.0115	-6.375	23	0.000	
pair	S8	-4.376	1.8934	0.38649	-5.1762	-3.5772	-11.324	23	0.000	
pair	S9	-2.103	0.95097	0.19412	-2.5049	-1.7018	-10.835	23	0.000	
pair	S10	-4.808	2.04492	0.41742	-5.6718	-3.9448	-11.519	23	0.000	

آثر الإعلان عن حذف اتخاذ قرار إصدار أسهم زيادة رأس المال على قيمة المنشأة.....

~ تحريبه محمد محمد عبد العزيز ~

T-Test Paired Samples Statistics (ملحق رقم (٤)) MVFB&MVFA)

		Mean		N	std.deviation		std.error mean	
		MVFB	MVFA		MVFB	MVFA	MVFB	MVFA
pair	S1	69610968.48	98877082.12	24	3136225	9768666.4	640179.2	199402.1
pair	S2	118794375	139732031.3	24	11037754	1283269.8	2253072	2619462
pair	S3	16020472517	17758292764	24	35609683	350536193	72687992	71552901
pair	S4	335850000	379200000	24	1647464	16836761	3362877	3436789
pair	S5	192254051.1	206164859.2	24	970886	13952552	1981814	2848053
pair	S6	439937500	511843750	24	23672270	44680132	4832082	9120294
pair	S7	130187500	167625000	24	10890325	25566516	2222978	5218743
pair	S8	122372625	141192291.7	24	524275	5540989.2	1070173	1131050
pair	S9	1152129080	1308136258	24	51952035	29276298	10604671	5975999
pair	S10	47598333.33	66831666.67	24	6203746	3317683.4	1266334	67219.3

T-Test Paired Samples Test (ملحق رقم (٥)) MVFB&MVFA)

pair	S1	Paired differences					t	df	sig. (2-tailed)
		Mean	std.deviation	std.error mean	95% Confidence Interval of the Difference				
					Lower	Upper			
		-29266113.6	11034392.86	2252386.011	-33925529.1	-24606698.2	-12.993	23	0.000
pair	S2	-20937656.3	22737449.88	4641263	-30538839.3	-11336473	-4.511	23	0.000
pair	S3	-1737820246	476780738.5	97322460.7	-1939147096	-1536493398	-17.856	23	0.000
pair	S4	-43350000	30553257.14	6236657	-56251509	-30448491	-6.951	23	0.000
pair	S5	-13910808.1	22237876.12	4539287	-23301040	-4520576.6	-3.065	23	0.005
pair	S6	-71906250	51388006.79	10489532.96	-93605502.2	-50206997.8	-6.855	23	0.000
pair	S7	-37437500	28771046.17	5872865.21	-49586447.3	-25288552.7	-6.375	23	0.000
pair	S8	-18819666.7	8141638.339	1661904.97	-22257579	-15381754.3	-11.324	23	0.000
pair	S9	-156007178	70534814.73	14397858.77	-185791418	-126222938	-10.835	23	0.000
pair	S10	-19233333.3	8179675.058	1669669.18	-22687307	-15779359	-11.519	23	0.000