

العلاقة بين منهج دراسات الحدث ورد الفعل المستقبلي لأسعار الأسهم دراسة تطبيقية على سوق الأسهم السعودي

د. محمد بن عبدالله العبيشي

أستاذ المحاسبة المشارك بكلية الاقتصاد والإدارة - جامعة القصيم

(قدم للنشر ٢٠/٣/٢٠٠٧م؛ وقبل للنشر ٤/٥/٢٠٠٨م)

ملخص البحث. يهدف هذا البحث إلى قياس رد الفعل المستقبلي لأسعار الأسهم تجاه الإعلان عن أحداث معينة، ومعرفة أثر الإفصاح عن هذه الأحداث على الأسعار المستقبلية للأسهم في سوق الأسهم السعودي باستخدام منهج دراسات الحدث، ويقوم البحث على ثلاثة فروض، الفرض الأول: "توجد علاقة جوهريّة بين المعلومات المنشورة عن وقوع أحداث معينة والأسعار المستقبلية للأسهم"، الفرض الثاني: "توجد علاقة جوهريّة بين كفاءة السوق ومقدار تأثير الحدث على الأسعار المستقبلية للأسهم داخل سوق الأسهم". الفرض الثالث: "يمكن قياس رد الفعل المستقبلي لأسعار الأسهم تجاه وقوع أحداث معينة من خلال قياس العائدات الشاذة الايجابية والسلبية".

ولتحقيق هدف البحث واختبار فروضه قام الباحث باستعراض الدراسات السابقة المتعلقة بمنهج دراسات الحدث وكيفية استخدامه في قياس رد فعل أسعار الأسهم في الأسواق المالية تجاه الأحداث المالية وغير المالية سواء كانت هذه الأسواق من الأسواق المالية المتقدمة المرتفعة الكفاءة أم من الأسواق المالية الصاعدة المتوسطة أو المنخفضة الكفاءة، ولقد بلغت هذه الدراسات ١٩ دراسة.

أما الدراسة التطبيقية للبحث فقد تمت على بعض الشركات المساهمة التي تتداول أسهمها في سوق الأسهم السعودي والتي بلغ عددها ٥٢ شركة مع رصد الأحداث التي تعرضت لها هذه الشركات خلال الفترة من ١/١/٢٠٠٦ حتى ٣٠/٦/٢٠٠٨ والتي بلغت ١٠٧ حدث منها ٧٢ حدث مالي، ٣٥ حدث غير مالي، وتتكون الأحداث المالية من خمسة أنواع هي حدث الإعلان عن توزيعات الأرباح في صورة نقدية وحدث الإعلان عن توزيعات الأرباح في صورة أسهم مجانية وحدث الإعلان عن تجزئة الأسهم وحدث الإعلان عن القوائم المالية

وحدث الإعلان عن زيادة رأس المال، أما الأحداث غير المالية فتتكون من نوعين هي: حدث الإعلان عن تعديلات مجالس الإدارة وحدث الأخبار غير الرسمية المتداولة في السوق.

وبعد أن قام الباحث بتحديد أسعار إقفال الأسهم يوم وقوع كل حدث من لأحداث المختلفة من خلال نافذتي الحدث المستخدمتين $(-1, +1)$ ، $(-10, +10)$ تم التنبؤ بأسعار الأسهم باستخدام نموذج الانحدار الذاتي للمتوسطات المتحركة لقياس العائد المتوقع والعائد الفعلي وتحديد العائدات الشاذة الايجابية والسلبية المتراكمة للحدث مع استخدام إحصائية (Z) لاختبار ماذا إذا كانت هذه العائدات الشاذة تختلف من الصفر أم لا وتحليل نتائجها لكل نافذة على حده، وبيان أثرها على سوق الأسهم السعودي من خلال مستويين للثقة $(95\%$ ، 99%)، ولقد أكدت النتائج الإحصائية التي توصل إليها الباحث صحة الفروض الثلاثة التي قام عليها البحث.

مقدمة البحث

نالت الأحداث المالية وغير المالية المنشورة عن الشركات وعن الاقتصاد اهتماماً متزايداً بشأن تأثيرها على تحركات أسعار الأسهم داخل أسواق الأوراق المالية حيث أنها قد تحمل أخباراً جيدة أو سيئة تؤثر على المتعاملين في السوق مما يؤدي في النهاية إلى تحركات أسعار الأسهم في اتجاه معين وفقاً لتفسير هذه الأحداث والتنبؤ بآثارها المستقبلية.

وتسهم سوق الأوراق المالية المرتفعة الكفاءة في معرفة تأثير هذه الأحداث على أسعار الأوراق المالية ومعرفة مدى الاستجابة لها مما يمكن المستثمرين من الحكم على الحالة المالية للشركات التي تتداول أسهمها في السوق، وهذه الأسواق المالية المرتفعة الكفاءة تقوم على فرض كفاءة السوق والذي يعنى أن أسعار الأوراق المالية المتداولة تعكس جميع المعلومات المرتبطة بالسوق بحيث لا يستطيع أي مستثمر أو مجموعة من المستثمرين تحقيق أرباح غير عادية، كما أن أسعار الأوراق المالية المتداولة في هذا السوق تعبر - عادة - عن القيمة الحقيقية مما يساعد على اتخاذ القرارات السليمة من جانب المستثمرين وتخصيص مدخرات المجتمع على أفضل الاستثمارات، كما تمتاز هذه الأسواق بأن كل المعلومات متوافرة وحاضرة لدى جميع الأطراف ذوى العلاقة، ولذلك فإن التعديلات التي تحدث في أسعار الأسهم تتم بشكل فوري أو خلال فترة زمنية قصيرة جداً من وقوع الحدث، وعليه فإن وقوع حدث ما يؤثر على الفرص المستقبلية للأسهم المتداولة، وتمتاز هذه الأسواق - كذلك - بأن المستثمرين يقومون بتقييم كل المعلومات الناتجة عن هذه الأحداث وتأثيرها على الأداء الحالي والمستقبلي لأسهم الشركة صاحبة الحدث، مما يؤكد أهمية الدور الذي تلعبه الأحداث المالية والمعلومات المتاحة في تطوير السوق وخدمة المتعاملين فيه.

ويعتبر منهج دراسات الحدث من أهم المناهج التي اهتمت بتوضيح تأثير الإعلان عن أحداث معينة على تحركات أسعار الأسهم واتجاهاتها داخل سوق الأوراق المالية التي تعكس أسعار الأسهم داخلها كافة المعلومات المتاحة للأطراف ذوى العلاقة والتي تساعدهم في اتخاذ القرار الاستثماري السليم، ومما زاد من أهمية منهج دراسات الحدث

زيادة اهتمام المستثمرين بالمستقبل الذي ستكون عليه الشركة إلى جانب الاطمئنان على ماضيها، فلم يعد المساهم - باعتباره أحد الأطراف الخارجية - يهتم فقط بالأرباح التي تحققها الشركة ولكنه أصبح أكثر اهتماماً بمدى قدرتها على تحقيق الأرباح في المستقبل، فأصبح بحاجة إلى معلومات تجعله مطمئناً على رأس ماله المستثمر في هذه الشركة من جانب وعلى الأرباح المتوقع الحصول عليها من جانب آخر، وعليه فإن المعلومات التاريخية لم تعد كافية للأطراف الخارجية بل أصبح الاهتمام منصبا حول الحصول على معلومات تتعلق بالمستقبل، ويمكن استخدام منهج دراسات الحدث لاختبار رد فعل الأطراف الخارجية تجاه الأخبار المالية وغير المالية سواء الجيدة أو السيئة وتقييم مدى تأثيرها على الأرباح المستقبلية المتوقعة لهذه الشركات.

ومن هنا تظهر مشكلة البحث الرئيسية وهي الإجابة على الأسئلة التالية: هل توجد علاقة بين الأحداث التي تتعرض لها الشركات والتغيرات التي تحدث في أسعار الأسهم داخل سوق الأوراق المالية؟ وهل هناك تأثير للأحداث المالية وغير المالية المنشورة على الأسعار والأرباح المستقبلية للأسهم؟ وكيف يمكن قياس تأثير هذه الأحداث والإفصاح عنها؟

والهدف الرئيسي لهذا البحث هو قياس رد الفعل المستقبلي لأسعار الأسهم تجاه الإعلان عن أحداث معينة ومعرفة أثر الإفصاح عن هذه الأحداث على الأسعار المستقبلية للأسهم في سوق الأسهم السعودي وذلك باستخدام منهج دراسات الحدث، ويمكن تقسيم هذا الهدف الرئيسي إلى الأهداف الفرعية التالية:

١- التعرف على منهج دراسات الحدث وكيفية استخدامه في الدراسات المحاسبية.

٢- قياس تأثير الإفصاح عن بعض الأحداث التي تتعرض لها الشركات التي تتداول أسهمها داخل السوق على أسعار الأسهم، وقياس رد فعل السوق تجاه هذه الأحداث.

٣- معرفة مدى استجابة سوق الأسهم السعودي لتأثيرات الأحداث الواقعة وذلك من خلال دراسة سعر السهم قبل وقوع الحدث وأثناء وقوعه وبعد وقوع الحدث.

٤- تحديد العائدات الشاذة، (الأرباح غير العادية أو الخسائر غير العادية)، الناتجة عن وقوع الحدث.

ويمكن بيان أهمية البحث من خلال النقاط التالية:

١- تزايد حاجة المستثمرين إلى المعلومات المتعلقة بمستقبل المشروع لضمان حماية رؤوس أموالهم والحصول على عوائد جيدة وتجنب المخاطر التي تتعرض لها هذه الأموال من خلال معرفة أثر الأحداث التي تتعرض لها الأسهم وقياس رد الفعل المستقبلي للسهم تجاه تلك الأحداث.

٢- تزايد الحاجة إلى دراسات متعمقة في أسواق الأوراق المالية الصاعدة وذلك لتحديد الخصائص المتعلقة بسلوك أسعار الأسهم ومدى تأثير الإفصاح عن الأحداث الواقعة على سلوك المتعاملين في هذه الأسواق.

٣- الحاجة إلى دراسات باللغة العربية تتعلق بأثر الإعلان عن الأحداث المالية وغير المالية على الأسعار المستقبلية للأسهم وقياس رد فعل الأسهم والسوق تجاه هذه الأحداث.

٤- التعرف على منهج دراسات الحدث وكيفية استخدامه في المحاسبة حيث أنه أصبح أداة تحليلية هامة وأصبح يحوز على اهتمام الباحثين في الدول المتقدمة لأنه يقوم بتوفير المعلومات وإعطاء النتائج المرتبطة بوقوع حدث معين.

٥- حظي منهج دراسات الحدث بأهمية لدى الجامعات الأمريكية والأوروبية حيث صنفت هذه الجامعات منهج دراسات الحدث ضمن المواضيع المالية المتقدمة التي تتعلق بكفاءة السوق والأسعار المستقبلية للأسهم.

٦- إن الإفصاح عن الأحداث المتعلقة بالشركة يعتبر مصدراً هاماً للمعلومات التاريخية والمستقبلية التي تؤثر على قرارات المستثمرين في أسواق الأوراق المالية.

٧- العمل على رفع الوعي الاستثماري لدى جمهور المستثمرين في سوق الأسهم السعودي مما يعمل على دفعهم نحو الاستثمار داخل السوق وبالتالي العمل على رفع كفاءته ودفعه نحو المنافسة مع الأسواق المالية الأخرى الأكثر كفاءة.

ويقوم البحث على فروض ثلاثة يمكن بيانها كالآتي:

الفرض الأول H1: توجد علاقة جوهرية بين المعلومات المنشورة عن وقوع أحداث معينة والأسعار المستقبلية للأسهم.

الفرض الثاني H2: توجد علاقة جوهرية بين كفاءة السوق ومقدار تأثير الحدث على الأسعار المستقبلية للأسهم داخل سوق الأسهم السعودي.

الفرض الثالث H3: يمكن قياس رد الفعل المستقبلي لأسعار الأسهم تجاه وقوع أحداث معينة من خلال قياس العائدات الشاذة الإيجابية والسلبية.

ولتحقيق أهداف البحث واختبار فروض تم تقسيمه إلى ثلاثة مباحث:

المبحث الأول: ويتعرض للإطار العام لمنهج دراسات الحدث.
المبحث الثاني: ويتعرض لنتائج الدراسات السابقة المرتبطة بهدف البحث.

المبحث الثالث: ويتعرض للدراسة التطبيقية التي تمت على بعض الشركات المساهمة المسجلة في سوق الأسهم السعودي.

المبحث الأول: الإطار العام لمنهج دراسات الحدث

أصبح موضوع تقلب الأسعار وحدوث الأزمات في أسواق المال من الأمور المتكررة التي تمثل تحدياً واضحاً لاستقرار هذه الأسواق ونموها وخاصة في الأسواق المالية الصاعدة، ولذلك اقترح بعض الباحثين استخدام منهج دراسات الحدث لمعرفة أسباب التقلب في أسعار الأسهم وقياس رد فعل تلك الأسعار تجاه الأحداث والتقلبات التي تمر بها الأسواق لمحاولة توقع تلك الأزمات والحيلولة دون وقوعها أو تقليل

آثارها، ومن خلال هذا المبحث يتناول الباحث مفهوم منهج دراسات الحدث وخطواته وعلاقته بأسواق الأوراق المالية.

مفهوم منهج دراسات الحدث

يعد منهج دراسات الحدث Event Studies Approach من أهم المناهج التي اهتمت بمعرفة تأثير الإعلان عن الأحداث المالية Financial Events والأحداث غير المالية Non – Financial Events على تحركات أسعار الأسهم واتجاهاتها في أسواق الأوراق المالية حيث يستخدم هذا المنهج لقياس أو اختبار رد فعل السوق تجاه الإعلان عن أحداث معينة [١].

ولقد عرف كلاً من Bhagat & Romano [٢] منهج دراسات الحدث بأنه: "المنهج الذي يقيس التغير غير المتوقع في سعر السهم بسبب المعلومات الجديدة التي يتم الإعلان عنها بشرط أن تكون هذه المعلومات متوافرة وحاضرة وغير محجوبة عن فئة من فئات المستفيدين حيث يمكن في هذه الأحوال حساب العائدات الشاذة (الأرباح أو الخسائر غير العادية) المترتبة على الأحداث المعلن عنها".

وعرف كل من Harrison & Oler & Allen [٣] منهج دراسات الحدث بأنه: "المنهج الذي يستخدم لقياس رد فعل أسعار الأسهم نتيجة الإعلان عن أحداث معينة مثل تجزئة الأسهم Stock Splits أو توزيعات الأرباح Earning Dividends أو التغير في الهيكل التنظيمي للمنظمة أو غير ذلك من الأحداث حيث يمكن تقييم الأثر المستقبلي على أسعار الأسهم وكذلك تقييم الأثر الاقتصادي الناتج عن وقوع الحدث بدقة ودون تحيز.

وعرف كل من Michelle & Shiguang [٤] منهج دراسات الحدث بأنه: "المنهج الذي يعمل على قياس رد فعل أسعار الأسهم تجاه الإعلان عن أحداث معينة وقياس العائدات الشاذة المترتبة عليها سواء أكانت عائدات ايجابية (أرباح) أو عائدات سلبية (الخسائر) ومعرفة تأثيرها على أسعار تلك الأسهم".

أما Sangphet & Stewart & Richards [٥] فقد عرفوا منهج دراسات الحدث بأنه "المنهج الذي يقوم على الإعلان عن معلومات جديدة تحدث تغيراً في سعر الأسهم ينعكس على تقييم المستثمرين للقيمة المستقبلية

لأسعار الأسهم من خلال تقدير العائدات الشاذة مما يمكنهم من قياس رد الفعل المستقبلي لسوق الأوراق المالية تجاه الإعلان عن هذه الأحداث".
ومما سبق يرى الباحث أن منهج دراسات الحدث هو المنهج الذي يقيس رد الفعل المستقبلي لأسعار الأسهم المتداولة في سوق الأوراق المالية نتيجة الإعلان عن معلومات جديدة تتعلق بأحداث معينة، ويشترط لنجاح هذا المنهج أن تكون هذه المعلومات متوافرة ومتاحة لكافة الأطراف حتى يمكن من خلالها قياس العائدات الشاذة المترتبة على هذه المعلومات واتخاذ القرار الاستثماري السليم بعد تقدير التغيرات المتوقع حدوثها في أسعار الأسهم.

خطوات منهج دراسات الحدث

يعتمد منهج دراسات الحدث على آلية معينة حتى يتمكن مستخدموه من الوصول لنتائج سليمة يمكن من خلالها التنبؤ بأسعار الأسهم خلال فترة مستقبلية وقياس رد فعلها تجاه الإعلان عن الأحداث المتعلقة بهذه الأسهم، ويمكن بيان هذه الآلية من خلال الخطوات التالية:

١- تحديد الأحداث المعلن عنها Events Identified، وتعد هذه الخطوة من أولى خطوات منهج دراسات الحدث لان تحديد هذه الأحداث بدقة يمكن من استخدام المنهج بطريقة أكثر فاعلية، كما يمكن من تحديد النموذج الإحصائي الملائم الذي ينبغي استخدامه لقياس رد فعل أسعار الأسهم داخل السوق، والأحداث هي الأخبار المالية وغير المالية التي يتم الإعلان عنها خلال مدة معينة، وقد تكون هذه الأخبار جيدة أو سيئة بحيث تنعكس في صورة عائدات شاذة ايجابية (أرباح) أو عائدات شاذة سلبية (خسائر) لأسعار الأسهم المرتبطة بهذه الأخبار، ومن أمثلة الأحداث المالية الإعلان عن توزيعات الأرباح وتجزئة الأسهم وزيادة رأس المال واندماج الشركات وغيرها [٦]، أما الأحداث غير المالية فمن أمثلتها التغير في سعر الفائدة وارتفاع أو انخفاض معدلات التضخم والتعديلات في مجالس الإدارة والقضايا المرفوعة من الشركة أو عليها، وكذلك الأحداث المتعلقة بالحروب والانتخابات والأحداث الإرهابية [٢].

٢- تحديد نافذة الحدث Event Window، وتعرف نافذة الحدث بأنها المدى الزمني الذي يتم فيه اختبار تأثير الحدث الواقع على سعر السهم [٧]، ويمكن تقسيم هذه النافذة إلى ثلاثة أنواع:

(أ) نافذة الحدث القصيرة، وعادة ما تكون يوم قبل وقوع الحدث ويوم وقوع الحدث ويوم بعد وقوع الحدث، وهذه النافذة تناسب الأسواق العالية الكفاءة حيث أن هذه الأسواق تستجيب لتأثير الحدث بسرعة وتنعكس المعلومات المتوافرة والمتاحة من الحدث على أسعار الأسهم خلال فترة وجيزة [٨]، ويفضل الباحثون استخدام هذه النافذة لأن استخدام النوافذ الطويلة يؤدي إلى تداخل المعلومات المتعلقة بالأحداث المختلفة مما يجعل النتائج غير دقيقة ومشكوك فيها، ويرى الباحث أن هذه النوافذ القصيرة لا تناسب الأسواق المالية الصاعدة المنخفضة الكفاءة والتي يشيع فيها خاصية تسريب المعلومات المتعلقة بالأحداث قبل الإعلان عن هذه المعلومات رسمياً.

(ب) نافذة الحدث المتوسطة، وعادة ما تكون هذه النافذة يومين قبل وقوع الحدث ويوم وقوع الحدث ويومين بعد وقوع الحدث أو أسبوع قبل وقوع الحدث ويوم وقوع الحدث وأسبوع بعد وقوع الحدث، ويمكن استخدام هذه النوافذ المتوسطة في الأسواق المالية المتوسطة الكفاءة.

(ج) نافذة الحدث الطويلة، وعادة ما تكون هذه النافذة أسبوعين قبل وقوع الحدث ويوم وقوع الحدث وأسبوعين بعد وقوع الحدث، وقد تكون أكبر من ذلك بحيث تصل إلى عدة شهور لأسباب تتعلق بطبيعة الأحداث [٩]، وهذه النوافذ الطويلة تعمل على تلافي المشكلات التي تواجه نافذة الحدث، كما أنها توفر بعض الإجابات حيث تعمل على تقييم اثر الإعلان عن حدث معين على سعر السهم بصورة قريبة للواقع، وتعطى الفرصة لقياس رد أفعال أسهم الشركات المنافسة للشركة صاحبة الحدث، غير أنها تعطى نتائج إحصائية ضعيفة وغير دقيقة نتيجة تداخل الأحداث المعلن عنها، كما أنها تعمل على خفض كفاءة سوق المال [١٠].

ويرى الباحث أن عملية اختيار وتحديد النافذة المناسبة تتوقف على طبيعة ونوع الحدث وأنه كلما زادت كفاءة السوق كلما كانت نافذة الحدث قصيرة.

٣- قياس العائدات الشاذة Abnormal Return، ويقصد بها الأرباح أو الخسائر غير العادية التي تتعرض لها أسعار الأسهم نتيجة وقوع حدث معين [١١]، ويتم قياس هذه العائدات الشاذة عن طريق بعض الأساليب الإحصائية المناسبة.

العلاقة بين منهج دراسات الحدث وكفاءة سوق المال

تعرف السوق الكفاء Efficient Market بأنها "السوق التي تعكس أسعار الأسهم فيها كل المعلومات الجديدة بسرعة وبدون تحيز" [١٢]، وهناك مجموعة من الشروط يجب توافرها في السوق الكفاء أهمها:

١- وضوح القواعد والمبادئ المحاسبية المستخدمة.
٢- أن تكون جميع معلومات السوق متاحة لكافة الأطراف بدون تكلفة.

٣- أن تستجيب أسعار الأسهم للمعلومات المعلن عنها بشكل فوري.

٤- أن يكون المستثمرون لديهم القدرة على قراءة واستخدام المعلومات المعلن عنها.

٥- توافر السيولة بالسوق وإزالة القيود المتعلقة بالتدخل الحكومي.

٦- أن يكون كل المتعاملين في السوق لديهم توقعات مماثلة لاستخدام المعلومات الجديدة.

ويمكن تصنيف كفاءة السوق إلى ثلاثة أنواع:

١- أسواق الأوراق المالية ذات الكفاءة الضعيفة Weak Form of Market Efficiency: وهي الأسواق التي تعكس أسعار الأسهم فيها المعلومات التاريخية Historical Information فقط حيث يعتمد المستثمرون في هذه الأسواق على هذه الأسعار التاريخية في اتخاذ قراراتهم الاستثمارية، وفي هذه الأسواق تتم التغيرات في أسعار الأسهم بشكل عشوائي، كما أنها تعاني من مشاكل أخرى أهمها تدنى السيولة Liquidity وزيادة حدة التدخل الحكومي، وعدم وجود مستثمرين لديهم الوعي الاستثماري الكافي [١٣].

٢- أسواق الأوراق المالية ذات الكفاءة المتوسطة Semi - Strong Form Market Efficiency: وهي الأسواق التي تعكس المعلومات المتوافرة

بشكل علني، ويمكن تحليل العائدات الشاذة التي تحدثها هذه المعلومات في أسعار الأسهم من خلال التقارير السنوية أو البيانات المنشورة [١٢]، ويمكن من خلال هذه المعلومات قياس رد فعل أسعار الأسهم تجاه الأحداث المعلن عنها.

٣- أسواق الأوراق المالية ذات الكفاءة العالية Strong Form of Market Efficiency: وهى الأسواق التي يعكس سعر السهم فيها كافة المعلومات سواء كانت معلومات عامة أو خاصة، وهذه المعلومات الخاصة هي المعلومات السرية أو الجانبية Secret or Inside Information ويعد تحقيق هذا الشكل من الكفاءة من الأمور الصعبة الوجود في الحياة العملية [١٣]، وعليه فلا يمكننا أن نقول أن سوق نيويورك للأوراق المالية SEC - مثلاً - سوق ذات كفاءة عالية وأن الأسواق المالية الصاعدة أسواق ذات كفاءة منخفضة ولكن الأفضل أن نقول أن سوق نيويورك أكثر كفاءة من الأسواق المالية الصاعدة.

ومما سبق تتضح العلاقة بين منهج دراسات الحدث وكفاءة أسواق المال حيث أن الأسواق الأكثر كفاءة توفر المعلومات بسرعة وبشكل علني مما يحدث تغيراً في أسعار الأسهم داخل السوق، وهنا يكون قياس التغيرات في أسعار الأسهم الناتجة عن المعلومات المتوافرة باستخدام منهج دراسات الحدث أكثر سهولة وأكثر دقة. ولقد زادت أهمية منهج دراسات الحدث في السنوات الأخيرة نتيجة لأسباب عديدة أهمها ما يلي [١٢]:

- ١- تطور الأسواق المالية وارتفاع كفاءتها مما أدى إلى توفير المعلومات بشكل فوري وبدون تحيز.
- ٢- تطور القطاع المالي والمصرفي وارتفاع معدلات السيولة في معظم الأسواق المالية العالمية.
- ٣- زيادة أوجه ومجالات الاستثمار في الأسواق المالية نتيجة لزيادة عدد الشركات المقيدة.
- ٤- زيادة الوعي الاستثماري لدى المستثمرين وزيادة فئة المستثمرين طويلي ومتوسطي الأجل.

- ٥- زيادة التفاعل والترابط بين الأسواق المالية العالمية نتيجة للتطور التكنولوجي وظهور شبكة الانترنت وشبكة الاكسترانت [١٤].
- ٦- تطور الفروض والأساليب الإحصائية التي تعد أداة مهمة لمنهج دراسات الحدث.
- نماذج منهج دراسات الحدث

يعتمد تصنيف منهج دراسات الحدث على الأساليب الإحصائية المستخدمة والتي تنقسم إلى طرق معلمية Parametric Methods وطرق غير معلمية Non - Parametric Methods ويمكن توضيح أهم الفروق بينهما على النحو التالي:

- ١- تستخدم الطرق المعلمية لاختبار معنوية الفروق بين المتوسطات لعينات تم أخذها من مجتمع أو مجتمعات لها توزيع إحصائي معروف بمعنى أن تكون معالم مجتمع الدراسة معروفة، أما الطرق غير المعلمية فتستخدم في جميع الأحوال وخاصة في حالة عدم معرفة التوزيع الإحصائي لمجتمع الدراسة.
- ٢- تستخدم الطرق المعلمية في حالة الاعتماد على القيم العددية للمتغيرات المتعلقة بمجتمع الدراسة، أما الطرق غير المعلمية فتستخدم في حالة الاعتماد على رتب أو ترتيب هذه المتغيرات.
- ٣- الطرق غير المعلمية تمتاز بالبساطة وسهولة عملياتها الحسابية وتصبح هي البديل الوحيد المتاح في حالة العينات الصغيرة جداً (التي تقل عن ١٠ متغيرات) كما أنها تعطي نتائج أكثر دقة في حالة العينات الصغيرة (التي تتراوح بين ١٠، ٣٠ متغير)، ولكن لا يفضل استخدامها في حالة العينات الكبيرة.
- ٤- في حالة الباحثين الذين يقومون بدراسات استطلاعية تعتمد على مقياس ليكرت Likert Scale والذي لا يتوافر له الافتراضات الخاصة بالتوزيع الإحصائي للمجتمع، فإنه من غير الملائم استخدام أسلوب الاختبارات المعلمية ويكون أسلوب الاختبارات غير المعلمية هو الأسلوب الأكثر ملائمة.

٥- من أمثلة الطرق المعلمية مقاييس النزعة المركزية Measures Of Central Tendency كالوسط الحسابي والوسيط والمنوال، ومقاييس التشتت Measures of Dispersions كالتباين والانحراف المعياري، أما الطرق غير المعلمية فمن أمثلتها اختبار مربع كاي (χ^2) واختبار كروسكال- والس واختبار مان وتني واختبار كولمجروف سميرونوف واختبار معامل ارتباط سبيرمان واختبار معامل اتفاق كندال وغيرها. ويعتمد تصنيف نماذج منهج دراسات الحدث على الأساليب الإحصائية المستخدمة، ويمكن تصنيف هذه النماذج إلى نوعين: نماذج منهج الحدث القياسي ونماذج منهج دراسات الحدث الشرطي وذلك على النحو التالي:

١- نماذج دراسات الحدث القياسي Standard Event Studies وهي النماذج التي تعتمد على البيانات الوصفية لإثبات صحة أو عدم صحة الفروض التي يستخدمها الباحثون، وتعتمد هذه النماذج على الأساليب الإحصائية غير المعلمية، ويعد نموذج السوق The Market Model ونموذج التسعير الرأسمالي من أشهر النماذج التي يستخدمها منهج دراسات الحدث القياسي [١٥]، ويرى الباحث أن معظم الدراسات التي استخدمت منهج دراسات الحدث في قياس رد فعل أسعار الأسهم تجاه الأحداث المعلن عنها قد اعتمدت على هذه النماذج القياسية للأسباب التالية [١٥]:

(أ) تمكن من الوصول لاستدلالات إحصائية موثوق بها إلى حد ما.

(ب) تمكن من التغلب على مشكلة قلة البيانات التي تواجه الباحثين في أغلب الأحيان حيث يمكن استخدامها مع العينات صغيرة الحجم.

(ج) تمكن من تجنب فقدان الثقة في الاختبارات الإحصائية المعلمية التي لا يمكن قبول نتائجها بشكل قاطع موثوق فيه.

(د) يمكن استخدامها في الدراسات التجريبية أو الاختبارية غير الخاضعة لشروط معينة لقياس العائدات الشاذة المتوقعة وغير المشروطة.

(هـ) تمكن من استخدام فرض العدم لقياس العائدات الشاذة التي تحدث في أسعار الأسهم نتيجة للإعلان عن أحداث معينة.

٢- نماذج دراسات الحدث الشرطي Conditional Event Studies وهي النماذج التي تعتمد على البيانات الكمية لإثبات صحة أو عدم صحة الفروض التي يستخدمها الباحثون، وتعتمد هذه النماذج على الأساليب الإحصائية المعلمية وهي الأساليب التي تتطلب افتراضات معينة حول مجتمع الدراسة أهمها أن يكون توزيع المجتمع توزيعاً طبيعياً أو متجانس التباين وهذه النماذج تصلح للعينات الكبيرة كما أنها تناسب البيانات الفئوية أو النسبية ولكن يعاب عليها أنها تستغرق وقتاً طويلاً وتحتاج إلى عمليات حسابية معقدة، ويتم تطبيق النموذج الشرطي في دراسات الحدث في الواقع العملي وفقاً للخطوات التالية [١٦]:

(أ) تحديد الشروط الإحصائية الواجب توافرها في البيانات المراد تحليلها والمتعلقة بالأحداث المعلن عنها.

(ب) جمع البيانات والمعلومات المتوافرة عن الأحداث موضع الدراسة والتحليل.

(ج) حساب الارتباط بين المعلومات والعوائد الشاذة لمعرفة مدى التأثير على سعر السهم في ضوء الشروط الإحصائية المحددة.

ويرى الباحث أن اختيار أحد النموذجين (النموذج القياسي أو النموذج الشرطي) يتوقف على عدة عوامل أهمها ما يلي:

١- طبيعة الأحداث المستخدمة ومدى توافر البيانات اللازمة.

٢- طبيعة المعلومات المتوافرة عن الأحداث المعلن عنها.

٣- حجم العينة المستخدمة في الدراسة.

٤- طبيعة الفروض التي تقوم عليها الدراسة.

وسوف يقوم الباحث باستخدام النموذج الشرطي لمنهج دراسات الحدث في هذا البحث لقياس رد فعل أسعار بعض الأسهم المتداولة في سوق الأسهم السعودي تجاه الأحداث المعلن عنها والتي سوف يتم تحديدها في الجزء التطبيقي من خلال استخدام الأساليب الإحصائية المعلمية التي تعتمد على السلاسل الزمنية Time Series باستخدام نماذج الانحدار Regression Model والمتوسطات المتحركة التكاملية Regressive Integrated Moving Average المعروف باسم ARIMA حيث أن تلك الأساليب تناسب البيانات الكبيرة التي سوف يستخدمها الباحث لقياس تأثير

مجموعة مختلفة من الأحداث على أسعار بعض الأسهم المتداولة داخل سوق الأسهم السعودي خلال مدة معينة (نافذة الحدث) كما أنها تناسب طبيعة المعلومات المتعلقة بأسعار إقبال الأسهم اليومية بحيث يتم التعبير عنها في شكل سلسلة زمنية خلال نافذة الحدث المستخدمة لقياس رد فعل الأحداث المعلن عنها على أسعار الأسهم، وتعرف السلاسل الزمنية بأنها مجموعة من المشاهدات أو القياسات التي تؤخذ على إحدى الظواهر خلال فترة زمنية متتابعة، وهذه المشاهدات أو القياسات عادة ما تكون غير مستقلة وتعتمد على بعضها البعض مما يمكن من التوصل إلى تنبؤات مستقلة موثوق بها إلى حد كبير [١٧].

المبحث الثاني: نتائج الدراسات السابقة المرتبطة بمهدف البحث

يتناول الباحث في هذا المبحث أهم الدراسات السابقة المتعلقة بمنهج دراسات الحدث وكيفية استخدامه في قياس رد فعل أسعار الأسهم في الأسواق المالية تجاه الأحداث المالية والأحداث غير المالية سواء كانت هذه الأسواق من الأسواق المالية المتقدمة المرتفعة الكفاءة أم من الأسواق المالية الصاعدة المتوسطة أو المنخفضة الكفاءة.

قام Machinaly [١٨] بدراسة لتوضيح العلاقة بين كل من نافذة الحدث وحجم العينة من ناحية ومستوى الأرباح غير العادية التي تحققها المنظمة من ناحية أخرى حيث أثبتت أن هناك علاقة طردية بينهما بمعنى أنه كلما زادت نافذة الحدث وحجم العينة كلما زادت احتمالات تحقق الأرباح غير العادية، وقد توصلت الاختبارات الإحصائية التي استخدمها الباحث إلى النتائج التالية:

١- إذا كانت نافذة الحدث يوماً واحداً وكان حجم العينة ٢٥ شركة ومستوى الثقة ٩٥٪ ومستوى الأرباح غير العادية ٥٪، ١٪، ٢٪ على التوالي فإن احتمالات تحقق مستويات الأرباح غير العادية يكون ٢٤٪، ٧١٪، ١٠٠٪ على التوالي.

٢- إذا زاد حجم العينة إلى ٥٠ شركة فإن احتمالات تحقق مستويات الأرباح غير العادية هي ٤٢٪، ٦٤٪، ١٠٠٪ على التوالي.

٣- إذا زاد حجم العينة إلى ١٠٠ شركة فإن احتمالات تحقق مستويات الأرباح غير العادية هي ٧١٪، ١٠٠٪، ١٠٠٪ على التوالي.

٤- إذا زاد المدى الزمني لنافذة الحدث إلى يومين وكان حجم العينة ٢٥ شركة فإن احتمالات تحقق مستويات الأرباح غير العادية هي ١٠٪، ٢٤٪، ٧١٪ على التوالي.

٥- إذا زاد المدى الزمني لنافذة الحدث إلى يومين وكان حجم العينة ٥٠ شركة فإن احتمالات تحقق مستويات الأرباح غير العادية هي ١٤٪، ٤٢٪، ٩٤٪ على التوالي.

٦- إذا زاد المدى الزمني لنافذة الحدث إلى يومين وكان حجم العينة ١٠٠ شركة فإن احتمالات تحقق مستويات الأرباح غير العادية هي ٢٤٪، ٧١٪، ١٠٠٪ على التوالي.

قام Kenneth [١٩] بدراسة تناولت التحليل التخطيطي لمنهج دراسات الحدث باستخدام عينة مكونة من ٣٠ حدثاً للإعلان عن توزيعات الأرباح وكانت النافذة المستخدمة + ١٥ يوم، ولقد اعتمدت هذه الدراسة على متغيرين أساسيين أحدهما المتغير المستقل وهو فترة الإعلان عن الحدث. وثانيهما المتغير التابع وهو المحتوى المعلوماتي للحدث، ومن خلال المنهج التجريبي أثبتت الدراسة أن القدرة على تحديد تاريخ الحدث والحد من تسرب المعلومات يتناسب طردياً مع القدرة على تصميم اختبارات تساعد على قياس العائدات الشاذة المرتبطة بالحدث وبيان مدى تأثير أسعار الأسهم بتلك الأحداث. ولقد أكدت الدراسة أن تحديد نافذة الحدث المستخدمة يعد من أهم المتغيرات التي تؤثر على قياس العائدات الشاذة لسعر السهم تجاه الإعلان عن توزيعات الأرباح، وأن قوة الاختبارات الإحصائية المستخدمة يتناسب عكسياً مع طول نافذة الحدث المستخدمة، ويعاب على هذه الدراسة أنها استخدمت المنهج التخطيطي ولم تستخدم الأساليب الإحصائية ولذلك فإنها لم تقدم دلالات إحصائية للنتائج التي توصلت إليها.

قام Seiler [٢٠] بدراسة أوضحت أن منهج دراسات الحدث أصبح منهجاً أساسياً لمعرفة وقياس تأثير الأحداث على عائدات الأسهم وحساب العائدات الشاذة الناتجة عن هذه الأحداث وأنه من خلال استخدام فرض

العدم والفرض البديل يكون لدى الباحثين القدرة على اختيار المنهج الأكثر ملائمة للعينة المستخدمة في الدراسة إلا أنها لم توضح متى يتم استخدام الفرض العدم ومتى يتم استخدام الفرض البديل والآثار السلبية المترتبة على استخدام الفرض البديل بل أنها وجهت النقد للدراسات التي استخدمت الفرض البديل عند استخدام منهج دراسات الحدث في قياس العائدات الشاذة ولكنها لم تقدم دليلاً يمكن من خلاله تفضيل استخدام فرض العدم.

قام كل من Bhagat & Ramano [٢] بدراسة تكونت من جزئين، تناول الجزء الأول منها مفهوم منهج دراسات الحدث وأهميته وخطواته وعلاقته بفرض كفاءة السوق وكيفية استخدامه في قياس رد فعل أسعار الأسهم تجاه الأحداث المتعلقة بالشركات من الناحية القانونية، وانتهى هذا الجزء من الدراسة إلى أن منهج دراسات الحدث قد أصبح من أكثر المناهج المستخدمة في اختبار فرضية كفاءة الأسواق المالية وتوضيح مدى تأثير أسعار الأسهم بالمعلومات المتاحة التي يستطيع المستخدم من خلالها تحقيق أرباح غير عادية، ودلت على ذلك بكثرة استخدام هذا المنهج في الدراسات المحاسبية الأكاديمية وفي تحليل الأحداث المالية المتعلقة بالشركات مثل إعادة شراء الأسهم (أسهم الخزينة) وتجزئة الأسهم وتوزيعات الأرباح وتغيير مجالس الإدارات.

أما الجزء الثاني [٢] فقد تناول فيه الباحثان كيفية استخدام منهج دراسات الحدث في مجال القانون المتعلق بالشركات حيث أن منهج دراسات الحدث يقيس التغير غير المتوقع في سعر السهم بسبب الأحداث أو المعلومات الجديدة وقد تكون هذه الأحداث أو المعلومات تتعلق بالتعديلات في قوانين الشركات، أي أنه يعمل على قياس التغير في أسعار الأسهم نتيجة التغير الذي يحدث في النظام القانوني المتعلق بالأسواق المالية، وعلى الرغم من أن هذه الدراسة قد تناولت منهج دراسات الحدث من الناحية القانونية إلا أنها تعتبر من أهم الدراسات التي تعرضت لهذا المنهج.

قام كل من Graciela & Sergio [٢١] بدراسة تناولت مشكلة عدم استقرار أسواق المال الصاعدة ومدى تأثير التغيرات السيادية على

عائدات تلك الأسواق، ومن خلال استخدام منهج دراسات الحدث تم قياس تأثير التغيرات الاقتصادية العالمية – المتمثلة في أزمة العملة العالمية التي حدثت بتركيا في فبراير عام ٢٠٠١ – على عدم استقرار الأسواق المالية الصاعدة من خلال نافذة حدث قصيرة ± 10 أيام، وتكونت عينة الدراسة من ستة عشر سوقاً صاعداً للأوراق المالية موزعة على أوروبا وآسيا وأمريكا اللاتينية، وقد بلغ إجمالي الأحداث في هذه الأسواق ثلاثة وسبعين حدثاً، وأظهرت النتائج الإحصائية للدراسة أن التغيرات الاقتصادية العالمية قد أثرت على تقديرات وتوقعات أسواق العينة الستة عشر بما يزيد عن ٥٠٪، كما أظهرت النتائج أيضاً أن أزمة العملة العالمية لم تكن هي السبب الوحيد في عدم استقرار أسواق المال الصاعدة بل أن هناك أسباباً أخرى أهمها أن غالبية المستثمرين في هذه الأسواق يقومون باستثمار أموالهم دون النظر إلى السياسات الاقتصادية والمالية المستخدمة متبعين "سياسة القطيع" وغياب الشفافية نتيجة لقيام بعض المستثمرين باستخدام سياسات غير أخلاقية للحصول على بعض المعلومات الهامة التي لا تتوافر لكل الأطراف، فضلاً عن الضعف الاقتصادي لبعض بلدان هذه الأسواق الصاعدة الذي يعمل على زيادة رد فعل هذه الأسواق تجاه الأحداث الدولية، فزيادة أسعار الفائدة العالمية يكون تأثيره أكبر على الأسواق المالية ذات الاقتصاديات الضعيفة نتيجة لانخفاض السيولة وضعف القطاع المصرفي بها.

قام كل من Subramani & Walden [22] بدراسة تناولت الأحداث المتعلقة بالتجارة الالكترونية باستخدام ١٥٠٠ حدث للنوافذ القصيرة ($\pm$ يوم، ± 5 أيام، $\pm$ عشرة أيام)، ٣٥٠ حدث للنوافذ الطويلة (± 6 شهور، ± 9 شهور، $\pm$ سنة) خلال الفترة من عام ١٩٩٩ حتى عام ٢٠٠٠ بالتطبيق على الأسواق المالية الأمريكية (نيويورك، ناسداك، امكس)، ولقد كانت العائدات الشاذة غير واضحة عند استخدام النوافذ القصيرة في حين كانت أكثر وضوحاً عند استخدام النوافذ الطويلة وكانت هذه العائدات تتشابه مع تقلبات السوق إلى حد كبير، ولقد توصلت الدراسة إلى النتائج التالية:

١- أن أسواق المال المرتفعة الكفاءة أسرع تأثراً بالأخبار المعلنة من أسواق المال المنخفضة الكفاءة وأن تأثير الإعلان عن المعلومات المتعلقة بأسعار الأسهم يتأثر بعدة عوامل أهمها مدى الغموض الذي تتعرض له تلك المعلومات ومدى تأثير تلك المعلومات على قطاعات معينة أو شركات معينة ومدى توافر تلك المعلومات للأطراف ذوي العلاقة.

٢- يفضل استخدام نوافذ الحدث الطويلة لقياس العائدات الشاذة المرتبطة بالأحداث المتعلقة بالتقنيات المبتكرة مثل التجارة الإلكترونية، أما نوافذ الحدث القصيرة فيفضل استخدامها مع الأحداث التقليدية المتكررة مثل الإعلان عن توزيعات الأرباح وتجزئة الأسهم وزيادة رأس المال وغيرها.

قام كل من Sandy & Etienne [23] بدراسة لقياس رد فعل أسعار الأسهم تجاه الإعلان عن اندماج الشركات Business Combinations، وتكونت عينتهما من ٢٣٧ حدثاً تعرضت له بعض شركات الأدوية خلال الفترة من عام ١٩٩٥ حتى عام ٢٠٠٠، وبلغت نافذة الحدث المستخدمة + ٣ أيام بالتطبيق على سوقي نيويورك وناسداك للأوراق المالية، ولقد قامت الدراسة على الفروض التالية:

١- أن هناك علاقة ارتباط بين العائدات الشاذة التي تحدث في أسعار الأسهم وبين الاندماجات التي تحدث بين شركات قطاع الأدوية.

٢- أن هناك علاقة طردية بين الأرباح المحققة ودرجة الاندماج.

٣- أن هناك علاقة عكسية بين حجم الشركة وقيمة الاندماج. وتوصلت الدراسة إلى أن تأثير أسعار الأسهم يعتمد على نسبة السيطرة بين الشركات المتحالفة أو المندمجة وطبيعة التحالف أو الاندماج والأرباح المتوقعة تحقيقها بعد الاندماج والقدرة على السيطرة بعد الاندماج.

قام كل من Gao & Tse [٢٤] بدراسة لاستخدام منهج دراسات الحدث في قياس رد فعل أسعار الأسهم المتداولة في سوق الأوراق المالية الصيني تجاه الإعلان عن توزيعات الأرباح، ولقد تم قياس ذلك وفقاً لمجموعتين من المعايير المحاسبية، المعايير المحاسبية الدولية والمعايير

المحاسبية الصينية، ولقد أثبتت الدراسة أن الزيادة في توزيعات الأرباح تؤدي إلى تحقيق عائدات شاذة إيجابية، أما النقص في توزيعات الأرباح فيؤدي إلى تحقيق عائدات شاذة سلبية، كما أن المستثمرين الصينيين يثقون في المعلومات المحاسبية التي يتم إعدادها وفقاً للمعايير المحاسبية الدولية بدرجة تفوق ثقتهم في المعلومات المحاسبية التي يتم إعدادها وفقاً للمعايير المحاسبية الصينية وأن الكثير منهم يطالبون بتحقيق نوع من التوافق بين المعايير الدولية والمعايير الصينية بهدف جذب المزيد من الاستثمارات الأجنبية وتطوير سوق الأوراق المالية الصيني وتحقيق الاندماج مع الأسواق المالية العالمية.

قام كل من Bredin & Gavin & Reilly [٢٥] بدراسة تناولت أثر التغيرات في السياسات النقدية المتمثلة في تغير أسعار الفائدة الدولية والمحلية على أسعار الأسهم في سوق الأوراق المالية الأيرلندي باستخدام منهج دراسات الحدث من خلال نافذتين للحدث، نافذة قصيرة $\pm$ يوم، $\pm$ ٣ أيام، نافذة طويلة $\pm$ شهر، $\pm$ ٣ شهور، ولقد توصلت الدراسة إلى النتائج التالية:

- ١- أن التغيرات غير المتوقعة في السياسات النقدية تؤثر على أسعار الأسهم بشكل سريع.
- ٢- أن التغير في سعر الفائدة الدولية كان له تأثير هام على سوق الأوراق المالية في إيرلندا مما يعنى تأثر الأسواق المالية المختلفة بالتغيرات في السياسات النقدية الدولية.
- ٣- أن سوق الأوراق المالية في إيرلندا يتأثر بالسياسات النقدية الأمريكية بطريقة تزيد عن تأثيره بالسياسات النقدية الأوروبية، ويرجع السبب في ذلك - كما ذكرت الدراسة - أن أغلب الشركات العاملة في إيرلندا شركات أمريكية وأن معظم المستثمرين في إيرلندا يستثمرون أموالهم في الأسواق الأمريكية.

قامت New Orleans University [٢٦] بدراسة استهدفت رد فعل أسواق المال تجاه التغيرات في مجالس إدارات الشركات باستخدام عينة مكونة من ٨٧٠ حدثاً يتعلق بعضها بتعيين مجالس إدارات جديدة ويتعلق بعضها الآخر بإجراء تعديلات في مجالس الإدارات القائمة، وتم التطبيق على

سوق الأوراق المالية في سنغافورة خلال الفترة من عام ١٩٩٦ حتى عام ٢٠٠٢ باستخدام نافذة حدث مقدارها ١٧٠ يوماً قبل الإعلان عن التغيير أو التعديل، ويوم وقوع الحدث، ٢٠ يوماً بعد الإعلان عن الحدث. وقامت الدراسة على الافتراضات الأربعة التالية:

١- أن التغيير في مجالس إدارات الشركات من خلال تعيين مديرين غير تنفيذيين يحدث عائدات شاذة إيجابية في أسعار الأسهم.
٢- أن الإدارات المتعددة لها تأثير سلبي على أداء المدير المعين بما يحقق عائدات شاذة سلبية.

٣- أن مجالس الإدارات العائلية والتغيرات التي تحدث فيها يتوقف تأثيرها على مدى الكفاءة والقدرة على اتخاذ القرار وحسن العلاقة بين مجلس الإدارة العائلي ومدى تعارض مصلحة مجالس الإدارة مع مصلحة المساهمين.

٤- أن المديرين العائليين معينون لمصالح عائلية وليس للخبرة والكفاءة التي تعمل على حماية مصالح وحقوق المساهمين.

ولقد توصلت الدراسة إلى عدة نتائج هامة أهمها ما يلي:

١- وجود علاقة ايجابية بين التغيرات في مجالس الإدارة والعائدات الشاذة المحققة.

٢- وجود عائدات شاذة سلبية عند إسناد أكثر من مهمة لأحد المديرين لاعتقاد المستثمرين أن هؤلاء المديرين ليس لديهم الوقت الكافي للقيام بالأعمال المتعددة المسندة إليهم.

٣- أن التغيرات التي تحدث في مجالس الإدارات من خلال تعيين مديرين غير تنفيذيين قد يضيف إلى قيمة الشركة من خلال المعلومات والأفكار الجديدة.

٤- يؤدي التغيير في مجالس الإدارات إلى حدوث عائدات شاذة في أسعار الأسهم إذا قام المدبرون الجدد بوضع استراتيجيات للشركة والعمل على حل مشاكلها وتطوير أعمالها وخاصة إذا كانوا يتمتعون بالخبرة والكفاءة.

٥- توصلت الدراسة إلى مجموعة من النتائج الإحصائية تتمثل في حدوث عائدات شاذة سلبية لتعيين المديرين المعينين في إدارات متعددة

بمقدار (٠,٣٤٥٪) وحوادث عائدات شاذة إيجابية عند تعيين مدير غير تنفيذي لشغل إدارة واحدة بالشركة بمقدار ٠,١٧٤٪ وحوادث عائدات شاذة سلبية لتعيين مديرين عائليين بمقدار (١,٩٨٤٪).

قام Nels [١١] بدراسة استخدمت منهج دراسات الحدث لقياس تأثير الأحداث غير المتوقعة على أسعار الأسهم وتحليل التطورات التي تحدث في سعر السهم وما يترتب عليها من عائدات شاذة إيجابية أو سلبية، وتم تطبيق الدراسة على سهم شركة Johnson & Johnson التي تلف أحد منتجاتها المسكن للألم (Tylenol) وتسبب في حدوث الكثير من حالات التسمم عام ١٩٨٢ وكان هذا المنتج يسيطر على حوالي ٣٧٪ من سوق الأدوية المستخدمة في تسكين الألم، واستخدمت الدراسة نافذة حدث طويلة مدتها ٢٥٢ يوم بدأت في ٢٨ ديسمبر ١٩٨١ وانتهت في ٢٨ سبتمبر ١٩٨٢ وأظهرت النتائج انخفاض سعر السهم يومي ٢٨، ٢٩ ديسمبر ١٩٨١ بمقدار ١٠ دولار، أما متوسط الانخفاض في سعر السهم خلال كامل المدة فبلغ ١,٤٤ دولار، ويرى الباحث أن هذه الدراسة تعد من الدراسات التطبيقية الجيدة إلا أنها استخدمت نافذة حدث طويلة جداً، كما أنها قامت بدراسة رد فعل السوق تجاه سهم الشركة صاحبة الحدث فقط دون معرفة أثر الحدث على باقي أسهم الشركات المنافسة أو التي تنتمي إلى نفس قطاع الأدوية، وهل حققت هذه الشركات عائدات شاذة إيجابية على حساب شركة Johnson & Johnson؟ أم أنها حققت عائدات شاذة سلبية مثلها؟

قام كل من Kothari & Warner [٢٧] بدراسة أكدت أن منهج دراسات الحدث لم يعد منهجاً مهماً ومتكاملاً إلا بعد أن اكتملت ملامحه كمنهج من خلال الكتابات العديدة التي تمت في العقود الماضية وأنه أصبح أداة مهمة في التحليل الاقتصادي والمحاسبي والإداري، كما تناولت أهمية وفوائد استخدام هذا المنهج في تحليل المعلومات المتعلقة بأسعار أسهم الشركات في الأسواق المالية، كما توصلت إلى مجموعة من النتائج أهمها ما يلي:

١- يمكن استخدام منهج دراسات الحدث في تقدير الأداء الشاذ للسهم وقت وقوع الحدث أي أنه يعد دليلاً ومقياساً لتأثير الحدث على ثروة المستثمر المتمثلة في الأسهم التي يمتلكها.

٢- يعد منهج دراسات الحدث أداة هامة يمكن من خلالها اختبار كفاءة سوق المال فمن خلال النتائج التي يمكن التوصل إليها يمكن معرفة مدى كفاءة السوق.

٣- استخدام منهج دراسات الحدث يؤدي إلى تطوير العديد من العلوم كالمحاسبة والاقتصاد والإدارة، والدليل على ذلك تزايد الأبحاث المنشورة في المجالات والدوريات العلمية والأكاديمية التي تناولت منهج دراسات الحدث منذ عام ١٩٧٤ حتى عام ٢٠٠٠.

٤- أن منهج دراسات الحدث أصبح مستقراً ومعروفاً رغم اختلاف الباحثين في النماذج التي يمكن أن يستخدمها هذا المنهج كنماذج المحاكاة ونموذج السوق.

قام كل من Robert & Andrew & Jennings [٢٨] بدراسة استخدمت منهج دراسات الحدث لقياس رد فعل أسعار الأسهم نتيجة لاستخدام التجارة الالكترونية بالتطبيق على سوق نيويورك للأوراق المالية خلال الفترة من يوليو ١٩٩٩ حتى أبريل ٢٠٠٣ مستخدمة نافذة حدث مدتها ١٢٠ يوماً قبل تعديل المعلومات على مواقع الشركات المدرجة على شبكة الانترنت الدولية، ١٠٠ يوم بعد إجراء هذا التعديل، ولقد توصلت الدراسة إلى النتائج التالية:

١- أصبحت التجارة الالكترونية تلعب دوراً هاماً في سوق نيويورك للأوراق المالية.

٢- وجود عائدات شاذة ايجابية نتيجة تطبيق أساليب التجارة الالكترونية في الشركات المقيدة بسوق نيويورك للأوراق المالية.

٣- أن التغيرات التي تحدث في مواقع الشركات على شبكة الانترنت الدولية تؤثر على أسعار أسهم تلك الشركات بشكل فوري.

قام Knight [٢٩] بدراسة استخدمت منهج دراسات الحدث لقياس تأثير بعض الأحداث السياسية على أسعار أسهم الأسواق المالية الأمريكية وكان الحدث المستخدم هو حدث الانتخابات الأمريكية عام ٢٠٠٠ واستخدمت الدراسة عينة من ٧٠ شركة منها ٤١ شركة كانت تدعم المرشح الجمهوري جورج بوش الابن، ٢٩ شركة كانت تدعم المرشح الديمقراطي آل جور، ولقد استخدمت الدراسة نافذة حدث قصيرة

وهي يوم إعلان النتيجة النهائية للانتخابات ونافذة أخرى طويلة تعتمد على الأحداث المعلن عنها قبل إعلان النتائج النهائية بستة أشهر، ولقد توصلت الدراسة إلى النتائج التالية:

١- ارتفاع أسعار أسهم الشركات التي كانت تدعم حملة جورج بوش بمتوسط عائدات إيجابية مقدارها ٣٪، ومن أشهر هذه الشركات شركة Pfizer التي ارتفعت أسعارها بنسبة ٤,١٪ وشركة Exxon التي ارتفعت أسعارها بنسبة ١,٣٪ وشركة Philip Morris التي ارتفعت أسعارها بنسبة ٦,٥٪.

٢- انخفاض أسعار أسهم الشركات التي كانت تدعم حملة آل جور بمتوسط عائدات سلبية مقدارها ٦٪، ومن أشهر هذه الشركات شركة Microsoft التي انخفضت أسعارها بنسبة ١٥٪ وشركة الطاقة التي انخفضت أسعارها بنسبة ١٦٪.

ويرى الباحث أن هذه الدراسة تعد من الدراسات القليلة التي أوضحت أثر الأحداث السياسية على أسعار الأسهم في سوق الأوراق المالية إلا أنها لم تقم بقياس رد فعل السوق بعد إعلان نتيجة الانتخابات بفترة من الوقت حيث اكتفت بيوم إعلان النتيجة النهائية للانتخابات وبفترة الستة أشهر السابقة لهذا اليوم.

قام كل من Otovio & Alberto [٣٠] بدراسة استخدمت منهج دراسات الحدث لقياس رد فعل سوق ساو باولو البرازيلي Sao Paulo Stock Market تجاه القضايا المرفوعة ضد بعض الشركات التي تتداول أسهمها بالسوق خلال الفترة من عام ١٩٩٢ حتى عام ٢٠٠٣، واستخدمت عينة مكونة من ٨٠ حدثاً وكانت نافذة الحدث المستخدمة ١٥ يوماً قبل الإعلان عن القضية ويوم الإعلان وسنة بعد الإعلان عنها، وقامت الدراسة على فرض أساسي مضمونه "أن الإعلان عن الأحداث المتعلقة بالقضايا المرفوعة ضد إحدى الشركات لا يترتب عليه وجود عائدات شاذة في أسعار أسهم هذه الشركة"، ولقد قسمت الدراسة ردود أفعال السوق إلى ثلاثة أقسام:

١- أحداث ليس لها تأثير على أسعار الأسهم.

٢- أحداث لها آثار سلبية على أسعار الأسهم.

٣- أحداث لها آثار ايجابية على أسعار الأسهم.

ولقد أظهرت النتائج الإحصائية للدراسة وجود عائدات شاذة سلبية في الفترة التي سبقت الإعلان عن الحدث مقدارها (٤,٦٪) ووجود عائدات شاذة سلبية قوية يوم الإعلان عن الحدث مقدارها (١١,٣٪)، أما الفترة التالية للحدث (فترة السنة) فلم تظهر أي عائدات شاذة في أسعار الأسهم، ويرى الباحث أن ظهور العائدات الشاذة السلبية في الفترة السابقة للإعلان عن الحدث تشير إلى حدوث تسريب للمعلومات المتعلقة بالحدث قبل الإعلان عنها، كما أن استخدام نافذة مدتها سنة بعد الإعلان عن القضية والحكم فيها لا يعد منطقياً حيث أنها فترة كافية جداً لمعالجة نتائج العائدات الشاذة التي ظهرت نتيجة للحدث، وكان يجب أن تكون هذه النافذة مدتها ١٥ يوماً أو شهر على الأكثر.

قام كل من Andrew & Thomas [١٠] بدراسة استخدمت منهج دراسات الحدث لتوضيح تأثير العمليات الإرهابية على أسواق المال العالمية، وقامت الدراسة على افتراض رئيسي مضمونه أن مثل هذه الأحداث الإرهابية تؤدي إلى بث الرعب المالي داخل الأسواق مما يؤدي إلى الفوضى وهبوط الأسعار بشدة لأن أسعار الأسهم ما هي إلا انعكاس لآمال أو مخاوف المستثمرين حول المستقبل، واستخدمت الدراسة أحداث الحادي عشر من سبتمبر ٢٠٠١ لقياس رد فعل الأسواق الأمريكية وبعض الأسواق المالية الأخرى العالية الكفاءة وبعض الأسواق المالية الأخرى الصاعدة المتوسطة الكفاءة، ولقد تم استخدام ثلاث نوافذ للحدث، يوم الحدث، بعد الحدث بخمسة أيام، بعد الحدث بعشرة أيام، ويوضح الجدول رقم (١) ردود أفعال الأسواق الأمريكية والأسواق الأخرى.

الجدول رقم (١). ردود أفعال الأسواق الأمريكية وبعض الأسواق الأخرى إزاء أحداث الحادي عشر من

سبتمبر ٢٠٠١.

الأسواق	مقدار التغير يوم الحدث	مقدار التغير بعد الحدث بخمسة أيام	مقدار التغير بعد الحدث بعشرة أيام
الأسواق الأمريكية			

مؤشر Dow Jones	(%٤,٤٨)	(%٨,٠٩)	(%٣,٩٨)
مؤشر NASDAQ	(%٦,٥٦)	(%١٠,١٤)	(%٩,٩٩)
مؤشر S & P 500	(%٤,٠٥)	(%٩,٢١)	(%٩,٨٧)
الأسواق العالمية العالية الكفاءة			
مؤشر سوق لندن (فوتسي ١٠٠)	(%٥,٢٩)	(%٤,٧٧)	(%٩,٠٤)
مؤشر السوق الفرنسي (كاك ٤٠)	(%٧,٠٧)	(%٩,٨٠)	(%١٠,٨٢)
مؤشر سوق سويسرا	(%٧,٠٣)	(%٥,٩٧)	(%٧,٢٩)
مؤشر سوق إيطاليا	(%٧,٧١)	(%١٣,٥١)	(%١٤,١٩)
مؤشر سوق طوكيو (ني كاي ٢٢٥)	(%٦,٢٠)	(%٠,٥٦)	(%٣,٠٥)
الأسواق المالية الصاعدة			
مؤشر السوق السعودي	(%٤,١٠)	(%٨,١٩)	(%١٣,٨٢)
مؤشر سوق كوريا الجنوبية	(%١٢,٤٢)	(%١١,٨٢)	(%١٦,٦٥)
مؤشر سوق الهند	(%٥,٤٥)	(%١٣,١٧)	(%١٦,٥٤)
مؤشر سوق سنغافورة	(%٤,٦٩)	(%١٢,٠٧)	(%١٦,٠٠)

ومن ردود الأفعال السابقة توصلت الدراسة إلى مجموعة من النتائج أهمها أن الأحداث الإرهابية تؤثر على أسعار الأسهم بصورة أكبر من الأحداث الأخرى، كما أنها تؤثر على كافة الأسواق العالمية وليس السوق صاحب الحدث فقط، وأن الأسواق الأمريكية (صاحبة الحدث) كانت أكثر مرونة من باقي الأسواق الأخرى لأن القطاع المصرفي الأمريكي (حينذاك) كان أكثر استقراراً من غيره مما أدى إلى زيادة السيولة وامتصاص الحدث وتقليل التقلبات التي يتعرض لها السوق.

ويرى الباحث أن هذه الدراسة استخدمت نافذة حدث قصيرة جداً لا تتفق مع ضخامة الحدث وكان يجب أن تتنوع النوافذ لتكون بعضها قصيرة الأجل وبعضها متوسطة الأجل وبعضها طويلة الأجل حتى يمكن معرفة الفترة التي استغرقتها الأسواق للعودة إلى الاستقرار مرة أخرى.

قام جلال العبد [٧] بدراسة لاختبار مدى سرعة استجابة سوق الأسهم السعودي للمعلومات المالية المنشورة المرتبطة بأحداث معينة حيث قام الباحث بوضع فرض مؤداه أن المعلومات المالية المنشورة عن أحداث معينة لا تؤثر على تحركات أسعار الأسهم بصورة تؤدي إلى

تحقيق أرباح غير عادية، واختبار هذا الفرض قام الباحث برصد ٤٥ حدث خلال النصف الثاني من عام ٢٠٠٤ ترتبط باثنين وعشرين شركة من الشركات المسجلة في سوق الأسهم السعودي من خلال نافذتين للحدث $\pm$ يوم، ± 2 يوم، وقد توصلت نتائج اختبار (z) الذي قام الباحث باستخدامه إلى النتائج التالية:

١- سرعة استجابة سوق الأسهم السعودي للمعلومات المالية المنشورة.

٢- وجود عائدات شاذة (إيجابية وسلبية) بعد الإعلان عن الأحداث داخل السوق.

٣- أن عمليات الإفصاح عن الأحداث المالية قد أثرت تأثيراً كبيراً على سلوك المتعاملين داخل السوق السعودي.

قامت شركة Microsoft [٣] بدراسة لتوضيح كيفية استخدام منهج دراسات الحدث لقياس رد فعل أسعار أسهم الشركة والشركات المتعاملة معها وهي شركات Hewlett Packard، IBM، Dell، Sun Micro Systems خلال الفترة من عام ١٩٩٤ حتى عام ١٩٩٩ باستخدام نافذة حدث مدتها ٣٠ يوماً تم تقسيمها إلى ٩ أيام قبل وقوع الحدث، يوم وقوع الحدث، ٢٠ يوماً بعد وقوع الحدث حيث أن فترة ما قبل الحدث تعمل على تفادي أي تسريب يكون قد حدث للمعلومات قبل الإعلان عن الحدث، أما فترة ما بعد الحدث فلمعرفة مدى تأثير أسعار أسهم شركات العينة بالأحداث المعلن عنها، ولقد أظهرت النتائج الإحصائية للدراسة حدوث بعض التغيرات في أسعار أسهم شركة Microsoft وحدثت تغيرات أكثر حدة في أسعار أسهم باقي شركات العينة، وكانت هذه التغيرات تتناسب طردياً مع مقدار علاقة كل شركة بشركة Microsoft، ولقد انتهت الدراسة إلى اقتراح هام يقضي بتقسيم شركة Microsoft إلى شركتين أحدهما لصناعة أنظمة التشغيل والأخرى لصناعة البرامج والتطبيقات المختلفة لتخفيف شبهة الاحتكار الموجهة للشركة.

قام سعيد الإمام [٣٢] بدراسة لاختبار فرض كفاءة سوق الأسهم السعودي من خلال دراسة تأثير حدث الإعلان عن توزيعات الأرباح على أسعار تداول الأسهم خلال الفترة من عام ٢٠٠٢ حتى عام ٢٠٠٦،

ولقد استخدمت الدراسة عينة مكونة من ٢٠٧ حدثاً تم تقسيمها إلى ثلاث مجموعات:

- المجموعة الأولى تضم ٨٦ حدثاً تتضمن الإعلان عن زيادة التوزيعات.

- المجموعة الثانية تضم ٦١ حدثاً تتضمن الإعلان عن عدم تغيير التوزيعات.

- المجموعة الثالثة تضم ٦٠ حدثاً تتضمن الإعلان عن نقص التوزيعات.

ولقد استخدمت الدراسة نوعين من نوافذ الحدث تحسباً لعملية تسرب المعلومات المتعلقة بالأحداث المعلن عنها، كما استخدمت نموذج السوق لقياس رد الفعل الحادث في أسعار تداول الأسهم، ولقد توصلت الدراسة إلى نتيجة هامة وهي أن الإعلان عن التوزيعات في سوق الأسهم السعودي لم يحدث أي عائدات شاذة (إيجابية أو سلبية) في جميع مجموعات الدراسة الثلاث وأن هذا يدل على كفاءة سوق الأسهم السعودي.

تعليق للباحث على الدراسات السابقة

من الدراسات السابقة التي استعرضها الباحث يمكن التوصل للنتائج التالية:

١- يعتبر منهج دراسات الحدث أحد المناهج الهامة المستخدمة في تحليل وقياس رد فعل أسعار الأسهم تجاه الأحداث المعلن عنها سواء كانت هذه الأحداث أحداثاً مالية أم أحداثاً غير مالية.

٢- يعمل منهج دراسات الحدث على تطوير أسواق المال لوجود علاقة بينه وبين كفاءة هذه الأسواق، كما يمكن من خلاله معرفة درجة الارتباط بين الأسواق المالية المختلفة إزاء بعض الأحداث العالمية مثل الأحداث المتعلقة بالتغيرات في السياسات النقدية الدولية والأزمات المالية الدولية والأحداث المتعلقة بالحروب والإرهاب والكوارث الطبيعية.

٣- أثبت استخدام منهج دراسات الحدث أن الأسواق المالية المتقدمة أكثر قدرة من الأسواق المالية الصاعدة على امتصاص آثار الأحداث السيئة وتفاديها نتيجة لقوة قطاعها المصرفي وتوافر السيولة

لديها، كما أن هذه الأسواق أكثر تأثراً بالأحداث والتغيرات والتقلبات التي تحدث في الأسواق الأخرى لزيادة الشفافية، بعكس الأسواق المالية الصاعدة التي تعاني من نقص المعلومات أو تسريبها قبل الإعلان عنها.

٤- اهتمت الكثير من الدراسات السابقة بنافذة الحدث المستخدمة كأحدى خطوات أو آليات تطبيق منهج دراسات الحدث وأوضحت أن النجاح أو الفشل في استخدام هذا المنهج يتوقف - إلى حد كبير - على مدى النجاح في تحديد نافذة الحدث المناسبة.

٥- على الرغم من قدم منهج دراسات الحدث إلا أنه لم يتم استخدامه كأداة تحليلية لقياس رد فعل أسعار الأسهم تجاه الأحداث المعلن عنها إلا في أوائل القرن الحالي، وهذا الاستخدام تم تطبيقه في الدول التي تملك أسواقاً مالية متقدمة في حين أن الأسواق المالية الصاعدة كانت أقل حظاً في تطبيق هذا المنهج.

المبحث الثالث: الدراسة التطبيقية على بعض الشركات المساهمة

المسجلة في سوق الأسهم السعودي

يتناول الباحث في هذا المبحث الدراسة التطبيقية التي تمت على بعض الشركات المساهمة التي تتداول أسهمها في سوق الأسهم السعودي والتي بلغ عددها ٥٢ شركة مع رصد الأحداث التي تعرضت لها هذه الشركات خلال الفترة من ٢٠٠٦/١/١ حتى ٢٠٠٨/٦/٣٠ والتي بلغت ١٠٧ حدث.

الفروض التي قامت عليها الدراسة التطبيقية

قامت هذه الدراسة التطبيقية على فروض ثلاثة:

الفرض الأول H1: توجد علاقة جوهرية بين المعلومات المنشورة عن وقوع أحداث معينة والأسعار المستقبلية للأسهم.

الفرض الثاني H2: توجد علاقة جوهرية بين كفاءة السوق ومقدار تأثير الحدث على الأسعار المستقبلية للأسهم داخل سوق الأسهم السعودي.

الفرض الثالث H3: يمكن قياس رد الفعل المستقبلي لأسعار الأسهم تجاه وقوع أحداث معينة من خلال قياس العائدات الشاذة الإيجابية أو السلبية.

تصنيف الأحداث التي قامت عليها الدراسة التطبيقية

قام الباحث بتجميع الأحداث التي أعلنت عنها الشركات التي تم اختيارها خلال فترة الدراسة، وبعد ذلك تم تصنيف هذه الأحداث إلى مجموعتين رئيسيتين: أحداث مالية Financial Transactions وأحداث غير مالية Non – Financial Transactions وتتكون الأحداث المالية من ٧٢ حدثاً موزعة على خمسة أنواع من الأحداث كالآتي:

- ١- حدث الإعلان عن توزيعات الأرباح في صورة نقدية وعددها ١٦ حدثاً.
 - ٢- حدث الإعلان عن توزيعات الأرباح في صورة أسهم مجانية وعددها ١٦ حدثاً.
 - ٣- حدث الإعلان عن تجزئة الأسهم وعددها ١٠ أحداث.
 - ٤- حدث الإعلان عن القوائم المالية وعددها ١٥ حدثاً.
 - ٥- حدث الإعلان عن زيادة رأس المال وعددها ١٥ حدثاً.
- أما الأحداث غير المالية فتتكون من ٣٥ حدثاً موزعة على نوعين من الأحداث كالآتي:
- ١- حدث الإعلان عن تعديلات مجالس الإدارة وعددها ١٥ حدثاً.
 - ٢- حدث الأخبار غير الرسمية المتداولة في السوق وعددها ٢٠ حدثاً.

تحديد نافذة الحدث المستخدمة في الدراسة التطبيقية

يعتمد الباحث على استخدام نافذتي حدث إحداها قصيرة (-١، صفر، +١) والأخرى متوسطة (-١٠، صفر، +١٠)، ولقد تم استخدام هاتين النافذتين لتحقيق بعض الاعتبارات التي يجب مراعاتها عند تطبيق منهج دراسات الحدث على الأسواق الصاعدة ومن أهم هذه الاعتبارات:

- ١- محاولة علاج مشكلة تسرب المعلومات قبل الإعلان عنها.

- ٢- محاولة علاج مشكلة عدم قدرة بعض الأطراف ذوى العلاقة في الحصول على المعلومات في نفس التوقيت.
- ٣- محاولة علاج مشكلة الأحداث المتداخلة وهى الأحداث التي تقع في توقيت واحد.
- ٤- مقارنة متوسط العائدات الشاذة المحققة في كل نافذة من النافذتين.

وسوف يقوم الباحث بعرض أسعار إقفال الأسهم خلال أيام نافذة الحدث المتوسطة ومدتها ٢١ يوما، ويتمثل ذلك في سعر الإقفال ليوم وقوع الحدث وأسعار الإقفال للعشرة أيام التالية لوقوع الحدث وأسعار الإقفال للعشرة أيام التالية لوقوع الحدث لتكوين سلسلة زمنية بأسعار الإقفال، وهى السلسلة التي سيتم الاعتماد عليها في التنبؤ بالعائدات الشاذة المستقبلية مع ملاحظة أن سعر الإقفال ليوم وقوع الحدث هو سعر إقفال السهم في نهاية تعاملات يوم الإعلان عن الحدث، وفي حالة الإعلان عن الحدث بعد انتهاء التداول أو إعلانه أثناء إغلاق السوق فإن سعر الإقفال ليوم وقوع الحدث يعتبر هو سعر الإقفال في نهاية تعاملات اليوم التالي لوقوع الحدث.

النموذج الرياضي المستخدم في قياس العائدات الشاذة

قام الباحث بقياس العائدات الشاذة باتباع الخطوات التالية:

- ١- تحديد أسعار إقفال الأسهم يوم وقوع الحدث (صفر) من خلال نافذتي الحدث المستخدمتين $(-1, 1)$ ، $(-10, 10)$.

- ٢- التنبؤ بسعر السهم خلال فترة مستقبلية حددها الباحث بعشرة أيام تقع بعد انتهاء النافذة المتوسطة مباشرة ويتم ذلك باستخدام نموذج الانحدار الذاتي للمتوسطات المتحركة التكاملية Auto - Regressive Integrated Moving Average (ARIMA)، وسوف يتم ذلك بالتعرف على المواصفات الأولية للسلسلة الزمنية من خلال اختبار رتب النموذج (رتبة الانحدار الذاتي لعدد المشاهدات السابقة ويرمز لها بالرمز p ، ورتبة الفروق المتتالية لتحقيق السكون في السلسلة الزمنية ويرمز لها بالرمز d ، ورتبة المتوسطات المتحركة المتكاملة لعدد المتغيرات التي يشملها النموذج

الملائم للتنبؤ ويرمز لها بالرمز Q مع استخدام رتبتين للنموذج هما (P_1, D_0, Q_1) للسلاسل الزمنية الساكنة، (P_1, D_1, Q_1) للسلاسل الزمنية غير الساكنة.

٣- قياس العائد المتوقع Expected Return للسهم خلال فترة التنبؤ المحددة بعشرة أيام ويتم ذلك بالمعادلة التالية:

$$\text{العائد المتوقع } ER_{it} = \text{السعر المتوقع للسهم} - \text{سعر إقفال السهم خلال النافذة}$$

حيث (i) هي العائد المتوقع للسهم في اليوم (t) .

٤- تحديد العائد الفعلي للسهم Actual Return خلال نافذتي الحدث $(1+)$ ، $(10+)$ ، ويتم ذلك بالمعادلة التالية:

$$\text{العائد الفعلي للسهم } AR_{it} = \text{سعر إقفال السهم بعد وقوع الحدث} - \text{سعر الإقفال يوم وقوع الحدث}$$

حيث (i) هي العائد الفعلي للسهم في اليوم (t) .

٥- تحديد العائدات الشاذة Abnormal Return (الأرباح أو الخسائر غير العادية) ويتم ذلك بالمعادلة الآتية:

$$\text{العائدات الشاذة } ABR_{it} = \text{العائد المتوقع } ER_{it} - \text{العائد الفعلي } AR_{it}$$

حيث (i) هي العائد الشاذ للسهم في اليوم (t) .

٦- تحديد العائدات الشاذة المتراكمة للحدث Cumulative Abnormal Return (CABR_{it}) وهو يساوى مجموع العائدات الشاذة خلال نافذة الحدث ويمكن حسابها باستخدام المعادلة الآتية:

$$CABR_{it} = \sum_{i=1}^{t=10} ABR_{it}$$

حيث (i) هي العائدات الشاذة للسهم خلال أيام النافذة (t) والتي تساوى عشرة أيام.

٧- استخدام إحصائية (z) لاختبار ما إذا كانت العائدات الشاذة تختلف عن الصفر أم لا وتحليل نتائجها لكل نافذة على حدة وبيان أثرها على سوق الأسهم السعودي من خلال مستويين للثقة (مستوى ثقة ٩٥٪، ومستوى ثقة ٩٩٪).

تحليل نتائج حدث الإعلان عن توزيعات الأرباح في صورة نقدية

٨- يعد حدث الإعلان عن توزيعات الأرباح في صورة نقدية Cash Dividends من أكثر الأحداث التي تناولتها معظم دراسات الحدث في الأسواق المالية المختلفة لأنه من الأحداث الهامة التي تؤثر على أسعار تداول الأسهم في هذه الأسواق، ويوضح الجدول رقم (٢) العائدات الشاذة (الأرباح أو الخسائر غير العادية) لكل حدث من الأحداث الستة عشر المتعلقة بالإعلان عن توزيعات الأرباح في صورة نقدية خلال الأيام العشرة لنافذة الحدث المتوسطة والقيمة التراكمية لهذه العائدات الشاذة في نهاية هذه النافذة، كما يوضح الوسط الحسابي للعائدات الشاذة لجميع الأحداث الستة عشر خلال نافذة الحدث القصيرة، أي بعد يوم واحد من وقوع الحدث، وخلال نافذة الحدث المتوسطة، أي بعد عشرة أيام من وقوع الحدث.

الجدول رقم (٢) الوسط الحسابي لنافذتي حدث الإعلان عن توزيعات الأرباح في صورة نقدية

CAR _{it}	العائدات الشاذة (الأرباح أو الخسائر غير العادية) خلال الأيام المختلفة لنافذته الحدث										الحدث
	١٠	٩	٨	٧	٦	٥	٤	٣	٢	١	
٢,٨٣٩٩	١,٧٦٠,٨	٠,٨٧٥,٦	(٠,١٧١,٠)	٠,٨٢٠,٥	٠,٨٠٩,٧	٠,١٥٥,٨	(٠,٤٦٢,٠)	(٠,١٢٤,٧)	(١,٢٣٣,٨)	٠,٥٠٩,٠	الحدث الأول
٣,٦٤٠,٦١	٣,١٠٧,٤	٣,٢٦٩,٤	٦,٩٠٤,٨	٧,٩٣٣,١	٧,٠١٣,٧	٥,٩٢٥,٩	٢,٥٦٩,٠	٠,٧٢٢,٢	(١,٤٥٥,٢)	٠,٤١٥,٨	الحدث الثاني
١١,٥١٣,٨	٥,٠٤٧,٨	٣,٢١٢,٣	١,٢١١,٧	٠,٥٢٤,١	(١,٥٧٢,٨)	٢,٠١٨,٠	١,٤١٢,٢	٠,٨٨٤,٢	(٠,١٣٣,٣)	(١,٠٩٠,٤)	الحدث الثالث
٢١,٩٩٨,٧	(٠,٩١٥,٤)	٢,٥٤٥,٤	٣,١٤٦,٢	١,٣٠٧,٨	٢,٧٦٧,٨	٣,٣٨٨,٦	٣,٦٦٩,٥	٢,٨٩١,٢	٢,٥٠١,٠	٠,٦٩٦,٦	الحدث الرابع
(٢٧٧,٠٣٦)	(٥,٨٩٧,٦)	(٢,٩٨٧,٨)	(٨,٧١٤,٤)	(٥,٤٩٧,٦)	(٥,٣١٥,٤)	(٤,٨٨٩,٤)	(٢,٨١٨,٨)	٠,٩٥٦,٧	٥,٥٩٧,٣	١,٨٦٣,٣	الحدث الخامس
(٣,٦٦٦,٢)	(١,٨٨٣,٣)	(١,٢٤٢,٣)	(٠,٦٩٧,٧)	(٠,٥٢٢,٣)	(١,٤٤٢,٢)	٠,٦٩٨,٠	٠,١٧٩,٣	٢,٠٦٦,٥	٢,٧٨٧,٩	١,٦٢٥,٩	الحدث السادس
٦,٢٠٨,٧١	٨,٩٣٦,٢	٨,٥٤٢,١	٨,٧٥٠,٢	٨,٤٥٤,٤	٧,٢١٥,٢	٨,٠٢٠,٣	٦,٧٢٣,٣	٤,١٣٤,٤	٦,٤٢١,١	(٥,١١٢,١)	الحدث السابع
٤٤,٥٨٩,٠	٨,٤٠٩,٤	١٠,١٧٩,٣	١١,٩٤٣,٠	٧,٧٢٣,٨	٤,٥١٣,٨	٣,٤٤٤,٤	٣,٦٩١,٩	٠,٥٠٣,٦	(٥,٠٢٥,٩)	(٠,٨٠٤,٨)	الحدث الثامن
(٢٩,٧٤١,٠)	(٤,٩٤١,٧)	(٥,٦٠٩,٨)	(٨,٣٩١,١)	(١٠,٣٨٩,٠)	(٥,٦٠٢,٤)	(١,٩١٦,٨)	١,٤٦٦,٦	(٠,٣٣٢,٦)	٠,٥٦٥,٢	٥,٢٥٩,٦	الحدث التاسع
١,٠٣٥,٩	٠,٢١٩,٩	٠,١٥٩,٩	٠,١٣٩,٨	٠,١٣٩,٥	٠,١١٩,٠	٠,٠٩٨,١	٠,٠٩٦,٠	٠,١١٢,٠	٠,٠٤٤,٠	(٠,٠٩٢,١)	الحدث العاشر
٤,٣٦٧,٨	٠,٧٧٥,٢	٠,٧٨٧,٦	٠,٤١٥,٨	٠,٣٣٥,٥	٠,٦٨٩,١	٠,٦٦٤,٩	٠,٣٥٦,٤	٠,٣٦٩,٩	(٠,٣١٥,٦)	(٠,٧١٢,٥)	الحدث الحادي عشر
٠,٢٧٠,٤	(٠,١١٩,٤)	(٠,٠٣٩,١)	(٠,٠٣٨,٤)	٠,٠٤٢,٥	٠,٠٠٤,٠	٠,٠٢٦,٥	٠,٠٧٠,٤	٠,٠٩٦,٥	٠,١٤٦,٢	٠,٠٨١,٦	الحدث الثاني عشر
١,٣٨٨,٣	(٠,٤٩٧,٣)	(٠,٢٨٣,١)	٠,٠١١,٦	٠,٣٦٦,٨	٠,٤٠٢,٦	٠,٣١٨,٨	٠,٠٣٥,٦	٠,٠٥٣,٠	٠,٤١١,٠	٠,٥٦٩,٦	الحدث الثالث عشر
٤٩,٨٩٤,٢	٩,٠٧٦,٢	٨,٩٤٣,٨	٨,٩٥١,٥	٥,١٥٩,٤	٢,٥٤٧,٩	١,٤٩٧,٩	٣,٥٣١,٦	٥,٣١٤,٨	٦,٠٠١,٨	(١,٣٠٧,١)	الحدث الرابع عشر
(٠,٢١٨,٨)	(١,٠٢١,٢)	(٠,٧١٨,٢)	٠,٠٦٤,٨	٠,٢٢٧,٨	٠,٣٥٠,٨	٠,٣٥٣,٩	٠,٢٣٦,٩	(٠,١١٩,٩)	(٠,٠١٥,٦)	٠,٤١٨,٩	الحدث الخامس عشر
(١٧٨٣٧,٠)	(١٢,٥٦٩,٠)	(٧,٣٥٤,٠)	(١,٠١٥,٣)	(١,٣٣٢,٠)	(٢,٤١٩,٠)	(١٧,٣٠٦,٠)	(٢٥,٦٨,٠)	(٣,٨٣٩,٩)	(٢٢,٣٨٢,٠)	(٨,٤٤٤,٨)	الحدث السادس عشر
٠,٢٥٧,٦	-	-	-	-	-	-	-	-	-	(٠,٣٧١,٧)	الوسط الحسابي

ومن الجدول رقم (٣) يمكن عرض نتائج إحصائية (Z) خلال نافذتي الحدث المستخدمتين، وتكشف هذه النتائج عن تحقيق عائدات شاذة سلبية قيمتها (٠,٣٧١٧) بعد يوم واحد من وقوع الحدث، وهذه العائدات ذات دلالة إحصائية عند مستوى ثقة ٩٥٪ ومستوى ثقة ٩٩٪، كما تكشف النتائج الإحصائية - كذلك - عن تحقيق متوسط عائدات شاذة إيجابية قيمتها (٠,٢٥٧٦) بعد عشرة أيام من وقوع الحدث، وهذه العائدات ذات دلالة إحصائية عند مستوى ثقة ٩٥٪ ومستوى ثقة ٩٩٪.

الجدول رقم (٣). نتائج إحصائية (Z) خلال نافذتي حدث الإعلان عن توزيعات الأرباح في صورة نقدية.

الحدث	عدد الأحداث	بيان	نافذة الحدث القصيرة (١+)		نافذة الحدث المتوسطة (١٠+)	
			مستوى ثقة ٩٥٪	مستوى ثقة ٩٩٪	مستوى ثقة ٩٥٪	مستوى ثقة ٩٩٪
الإعلان عن توزيعات الأرباح في صورة	١٦	الوسط الحسابي	(٠,٣٧١٧)	(٠,٣٧١٧)	٠,٢٥٧٦	٠,٢٥٧٦
		قيمة معامل (Z)	(٣٠,٦٥)	(١٧,٠٣)	٢٠,٦١	١٠,٣٠٥

نقدية	قيمة الخطأ المعياري	٠,٠١٢١	٠,٠٢١٨	٠,٠١٢٥	٠,٠٠٢٥
-------	---------------------	--------	--------	--------	--------

ومن هذه النتائج الإحصائية يتضح ضعف استجابة السوق وعدم تأثرها بأحداث الإعلان عن توزيعات الأرباح في كل من الأجل القصير و المتوسط حيث أدت هذه الأحداث إلى تحقيق متوسط عائدات شاذة سلبية ضعيفة في الأجل القصير وإلى تحقيق متوسط عائدات شاذة ايجابية تكاد تقترب من الصفر في الأجل المتوسط، وهذا الأمر يدل على أن المستثمر السعودي لا يهتم بالربح النقدي الموزع قدر اهتمامه بالتراكم الرأسمالي لقيمة أسهمه، وأن نصيب السهم في الأرباح الموزعة ليس هو العامل المؤثر على شراء الأسهم في السوق السعودي.

تحليل نتائج حدث الإعلان عن توزيعات الأرباح في صورة أسهم مجانية

يعتبر حدث الإعلان عن توزيعات الأرباح في صورة أسهم مجانية Stock Dividends من الأحداث المالية الهامة التي يترتب عليها حدوث تغيرات في سعر السهم عقب الإعلان عنها، ولقد قام الباحث برصد عدد من أحداث الإعلان عن توزيع هذه الأسهم المجانية خلال فترة الدراسة لبيان أثرها على سوق الأسهم السعودي من خلال معرفة ما إذا كانت العائدات الشاذة المحققة تختلف عن الصفر أم لا باستخدام إحصائية (z).

ويوضح الجدول رقم (٤) العائدات الشاذة (الأرباح أو الخسائر غير العادية) لكل حدث من الأحداث الستة عشر المتعلقة بالإعلان عن توزيعات الأرباح في صورة أسهم مجانية خلال الأيام العشرة لنافذة الحدث المتوسطة والقيمة التراكمية لهذه العائدات الشاذة في نهاية هذه النافذة، كما يوضح الوسط الحسابي للعائدات الشاذة لجميع الأحداث الستة عشر خلال نافذة الحدث الصغيرة أي بعد يوم واحد من وقوع الحدث، وخلال نافذة الحدث المتوسطة أي بعد عشرة أيام من وقوع الحدث.

الجدول رقم (٤) الوسط الحسابي لنافذتي حدث الإعلان عن توزيعات الأرباح في صورة أسهم مجانية

CAR _{it}	العائدات الشاذة (الأرباح أو الخسائر غير العادية) خلال الأيام المختلفة نافذة الحدث										الحدث
	١٠	٩	٨	٧	٦	٥	٤	٣	٢	١	
٧١,٠٣٥١	١٢,٢٥٨٠	١٤,٣٢٩٣	١١,٢٥٠٣	٩,٦٥٧٥	٧,٧٨١٥	٧,٠٦٥١	٥,٨٤١٨	١,٢١٢٥	٠,١٦٣٣	١,٤٧٥٨	الحدث الأول
(٦,٣٦٢٢)	(٣,٨٢٠٧)	(٢,٧٣٦٠)	(١,٧٨٧٨)	(٠,٢٨٦٥)	(٣,١١١٣)	(٠,٦٣٤٦)	(٠,٦٤٩٩)	(٢,٧٢١١)	(٥,٨٤٩٥)	(١,٤٥٣٨)	الحدث الثاني
١٨,٩٤٦٠	(٢,١٢١٠)	٠,١٩٧٠	٣,٢١٥٠	٤,٤٩٣٠	٢,٦١١٠	٣,٩١٠٠	٤,١٨٧٠	١,١٨٩٠	٠,٧١٧٠	(٠,٥٤٨٠)	الحدث الثالث
١,٠٦٩١	٠,٠٩٨٩	٠,٠٩٨١	٠,١٧٧١	٠,١٥٥٨	٠,١٧٤١	٠,١٩٢١	٠,١٠٩٤	(٠,٠١٤٠)	٠,٠٤١٦	٠,٠٣٦١	الحدث الرابع
(٧,٨٦٩٢)	(٢,٣٥٥٤)	(٢,٠٩٥٢)	(٢,١٥٤٩)	(٠,٢١٣٩)	(١,٤٣١٥)	(٢,٣٤٥٣)	(٠,١٨٩٣)	(٠,٦٦٨٢)	١,٣١٧١	٢,٢٦٧٤	الحدث الخامس
٦,٦٥٨١٦	٢,٩٣٧٧	٦,٣٢٨٥	٤,٥٣٧٦	٥,٤٤٤٩	١٠,١٥٠١	٩,٨٩٢٧	١٢,٠٧٢٤	٩,٦٦٨٦	٥,٣٠٠٨	٠,٢٤٨٣	الحدث السادس
(٤٣,١٧١٦)	(٤,٧٢٠٢)	(٤,٨٩١٢)	(٤,٠٨٠٥)	(٤,٩٥٣٠)	(٣,٦١٩٣)	(٦,١١٧٤)	(٦,١١٣٥)	(٢,١٧٠٦)	(٣,٧٥٠٩)	(٢,٢٥٥٠)	الحدث السابع
٤,٦٦٧٨	١,٧٧٥١	٠,٨٧٧٦	٠,٤١٥٨	٠,٣٣٧٥	٠,٦٨٩١	٠,٦٦٤٩	٠,٣٥٦٣	٠,٣٦٩٨	(٠,٣١٥٢)	(٠,٧١٢٦)	الحدث الثامن
٠,٨١٨٨	(٠,٤٩٧٣)	(٠,٢٨٣١)	٠,١١٦٦	٠,٣٦٦٨	٠,٤٠٢٥	٠,٣١٨٨	٠,٠٣٥٦	٠,٠٥٣٠	٠,٤١١٠	٠,٥٦٩٦	الحدث التاسع
٤,٩٨,٩٤٢	٩,٠٧٦٢	٨,٩٤٣٨	٨,٩٥١٥	٥,١٥٩٤	٢,٥٤٧٩	١,٤٩٧٩	٣,٥٣١٦	٥,٣١٤٨	٦,٠٠١٨	(١,١٣٠٧)	الحدث العاشر
(٣,٥١٩٧)	٢,٤٦١١	٣,٦٧٣٢	٢,٥٦٥٣	٠,٦٥٧٢	(١,٠٩١٢)	(٢,٨٤٠٢)	(٠,٩٧٠٥)	(٣,٥٤٣٣)	(٣,٣٠١٤)	(١,١٢٩٩)	الحدث الحادي عشر
١,٨٧٦٣	(٠,٨٢٢٤)	(٠,٨٨٢٤)	(٠,١٤٢٤)	٠,٢٧٧٦	٠,٦١٧٧	٠,١٧٨١	٠,٢٣٩٤	٠,٥٨٤٣	٠,٩٠١٧	٠,٩٢٤٧	الحدث الثاني عشر
٨,٦٤١٣	٠,٢٥٠٢	٠,٩٧١٣	١,١٩٢٨	١,٠٩٤٦	١,٠٧٧١	٠,٨٤٠٢	٠,٩٨٤٣	٠,٧٠٩٥	٠,٩١٦٣	٠,٦٠٥١	الحدث الثالث عشر
٧٢,٧٨١٤	٢,٣٩٢٢	(٢,١٦٧٨)	٤,٣٥٢٢	١,٠٦٧٢٢	٩,٠٣٢٣	٨,٦١٢٩	٩,٦٥٥٦	١٤,٥٨٧٨	٨,١٦٣٧	٧,٤٨٠٣	الحدث الرابع عشر
(١٨١,١٨٩٠)	(٣,٦٨١٠)	(١٤,٧٠٩٠)	(١٥,٥٢٢٠)	(١٧,٣٨٧٠)	(٣٠,١٩١٠)	(١٩,١٩٠٠)	(٢٨,٤٩٤٠)	(١٩,٠٥٥٠)	(١٠,٢٤٥٠)	(٢٢,٦٧٥٠)	الحدث الخامس عشر
٥,٥٤١٠	(٢,٨٠٣٦)	(٣,٨٦١٦)	(٢,٨٧٨٤)	(٠,٥٧٣٠)	٢,٤٩٦١	١,٨١٤٨	٣,١١٧٣	٢,٩٤٠٨	١,٩١٤٢	٣,٣٧٤٤	الحدث السادس عشر
٣,٧١٥١	-	-	-	-	-	-	-	-	-	(٠,٨٠٧٧)	الوسط الحسابي

أما الجدول رقم (٥) فيوضح نتائج إحصائية (Z) خلال نافذتي الحدث المستخدمين وتكشف هذه النتائج عن تحقيق متوسط عائدات شاذة سلبية قيمتها (0.8077) بعد يوم واحد من وقوع الحدث وهي ذات دلالة إحصائية عند مستوى ثقة ٩٥٪ ومستوى ثقة ٩٩٪، كما تكشف النتائج الإحصائية - كذلك - عن تحقيق متوسط عائدات شاذة ايجابية قيمتها 3.7151 بعد عشرة أيام من وقوع الحدث وهي ذات دلالة إحصائية عند مستوى ثقة ٩٥٪ ومستوى ثقة ٩٩٪.

الجدول رقم (٥). نتائج إحصائية (Z) خلال نافذتي حدث الإعلان عن توزيعات الأرباح في صورة أسهم مجانية.

الحدث	عدد الأحداث	بيان	نافذة الحدث القصيرة (١٠)		نافذة الحدث المتوسطة (١٠٠)	
			مستوى ثقة ٩٥٪	مستوى ثقة ٩٩٪	مستوى ثقة ٩٥٪	مستوى ثقة ٩٩٪
الإعلان عن توزيعات الأرباح في صورة	١٦	الوسط الحسابي	(٠,٨٠٧٧)	(٠,٨٠٧٧)	٣,٧١٥١	٣,٧١٥١
		قيمة معامل (Z)	(٦٤,٦٢)	(٣٢٣,١٠)	٢٩٧,٢٠	١٤٨٦,٠٢

أسهم مجانية	قيمة الخطأ المعياري	٠,٠١٢٥	٠,٠٠٢٥	٠,٠١٢٥	٠,٠٠٢٥
-------------	---------------------	--------	--------	--------	--------

ومن هذه النتائج الإحصائية يتضح قوة استجابة سوق الأسهم السعودي للمعلومات أو الأخبار المنشورة عن توزيعات الأسهم المجانية في الأجل القصير، ويرى الباحث أن السبب في ذلك يرجع إلى أن الإعلان عن حدث توزيع الأسهم المجانية يعطى الحق لحامل السهم في الحصول على هذه الأسهم المجانية خلال مدة معينة قبل وقوع الحدث، وبالتالي يزيد الإقبال على شراء السهم، وعقب الانتهاء من توزيعات الأسهم المجانية لا يكون هناك إقبال على السهم مما يحدث متوسط للعائدات الشاذة السلبية أقل من الواحد الصحيح.

ويشير التحليل الإحصائي - كذلك - إلى قدرة السوق السعودي على امتصاص أثر النتائج السلبية المحققة بعد مرور يوم واحد من وقوع الحدث وتحويلها إلى عائدات شاذة ايجابية من خلال نافذة الحدث الطويلة، ويرى الباحث أن السبب في ذلك يرجع إلى قيام حامل السهم ببيع الأسهم المجانية وجني الأرباح المترتبة على ذلك.

تحليل نتائج حدث الإعلان عن تجزئة الأسهم

تجزئة السهم Stock Splits معناه تحويل السهم الواحد إلى عدد من الأسهم، ويتم ذلك في حالة ارتفاع القيمة السوقية للسهم ارتفاعاً كبيراً يحد من سهولة تداوله في سوق الأسهم، وهنا قد تتدخل إدارة الشركة وتتقدم بطلب لهيئة سوق المال للسماح لها بتجزئة السهم الواحد إلى عدد من الأسهم لتصبح القيمة السوقية للسهم - بعد التجزئة - في متناول قطاع أكبر من المستثمرين.

وبعد حدث تجزئة السهم من الأحداث المالية الهامة التي تتعرض لها أسواق المال، ولقد قام الباحث برصد عدد من أحداث الإعلان عن تجزئة الأسهم خلال فترة الدراسة لبيان أثرها على سوق الأسهم السعودي خلال معرفة ما إذا كانت العائدات الشاذة تختلف عن الصفر أم لا باستخدام إحصائية (z).

ويوضح الجدول رقم (٦) العائدات الشاذة (الأرباح أو الخسائر غير العادية) لكل حدث من الأحداث العشرة المتعلقة بالإعلان عن تجزئة

الأسهم خلال الأيام العشرة لنافذة الحدث المتوسطة والقيمة التراكمية لهذه العائدات الشاذة في نهاية هذه النافذة، كما يوضح الوسط الحسابي للعائدات الشاذة لجميع الأحداث العشرة خلال نافذة الحدث القصيرة وخلال نافذة الحدث المتوسطة.

الجدول رقم (٦). الوسط الحسابي لنافذتي حدث الإعلان عن تجزئة الأسهم.

CARit	العائدات الشاذة (الرياح أو الخسائر غير العادية) خلال الأيام المختلفة لنافذة الحدث										الحدث
	١٠	٩	٨	٧	٦	٥	٤	٣	٢	١	
	(٣,٣٤٠٠)	(٠,٢٧٠٠)	(٠,٥٩٠٠)	(٠,٤٧٠٠)	(٠,٧٩٠٠)	(٠,٦٥٠٠)	(٠,٥٩٠٠)	(١,١١٠٠)	(٠,٣٤٠٠)	٠,٥٨٠٠	الحدث الأول
	٢,٤٢٠٠	٠,٢٣٠٠	٠,١٩٠٠	٠,١٧٠٠	٠,١١٠٠	٠,٠٧٠٠	٠,١٦٠٠	٠,٤٤٠٠	١,٠٨٠٠	٠,٢٠٠٠	الحدث الثاني
	٥,٠٠٤٠٠	٠,٦٤٠٠	١,٩٤٠٠	٣,١١٠٠	٤,٢١٠٠	٥,١٩٠٠	٦,٠٧٠٠	٦,٨٦٠٠	٦,٧٣٠٠	٧,٩٢٠٠	الحدث الثالث
	٠,٨٣٠٠	(١,١٠٠٠)	(١,٥٢٠٠)	(١,٧٢٠٠)	(١,٣٣٠٠)	٠,٧٤٠٠	١,٧٦٠٠	١,٦٦٠٠	١,٢٥٠٠	٠,٥٦٠٠	الحدث الرابع
	(١,٢٤٠٠)	٠,٢٤٠٠	(٠,٦٦٠٠)	٠,٠٠٠٠	١,٣٤٠٠	٢,٥٤٠٠	١,١٨٠٠	(٠,٣٠٠٠)	(١,٠٩٠٠)	(٢,٦٤٠٠)	الحدث الخامس
	٢٣,٠٢٦٠٠	٣٢,٥١٠٠	٣٤,٨١٠٠	١٠,٣٣٠٠	٥,٨٧٠٠	٢٩,٦٥٠٠	٢٤,٩٣٠٠	٢,٠٥٧٠٠	٣,٠٨١٠٠	٣١,٦٥٠٠	الحدث السادس
	(٩,٦٠٠٠)	٠,٥٥٠٠	٠,٤١٠٠	١,٤٠٠٠	٠,٧١٠٠	(١,٥٥٠٠)	٠,٠٦٠٠	(٢,٨١٠٠)	(٣,٣٥٠٠)	(٤,٣٩٠٠)	الحدث السابع
	٦,٩٨٠٠	٠,١٢٠٠	٠,٩٣٠٠	٠,٧٦٠٠	٠,٩٥٠٠	٠,٨٦٠٠	٠,٣٢٠٠	٠,٣٩٠٠	٠,٧٦٠٠	٠,٩٤٠٠	الحدث الثامن
	(١٢,٤٦٠٠)	(٢,١٢٩٠٠)	(١,١٨٠٠)	(٠,٢٤٠٠)	(١,١٦٠٠)	(٠,٨٢٠٠)	(٢,٩٨٠٠)	(٤,٤٢٩٠٠)	(٠,٣٠٠٠)	(١,٧٧٠٠)	الحدث التاسع
	(٢,٩٤٠٠)	(١,٥٤٠٠)	(١,٢٤٠٠)	(٠,٩٦٠٠)	(٠,٦٩٠٠)	(٠,٤٢٠٠)	(٠,١٦٠٠)	٠,١١٠٠	٠,٣٨٠٠	٠,٦٥٠٠	الحدث العاشر
	٢٦,٠٩٥٠٠	-	-	-	-	-	-	-	-	-	الوسط الحسابي

ويوضح الجدول رقم (٧) نتائج إحصائية (Z) خلال نافذتي الحدث المستخدمتين، وتكشف هذه النتائج عن تحقيق عائدات شاذة إيجابية تزيد عن الواحد الصحيح بعد يوم واحد من وقوع الحدث (نافذة الحدث القصيرة) وبعد عشرة أيام من وقوع الحدث (نافذة الحدث المتوسطة) وهذه النتائج ذات دلالة إحصائية عند مستوى ثقة ٩٥٪ وعند مستوى ثقة ٩٩٪، ومن هذه النتائج يتضح سرعة استجابة سوق الأسهم السعودي للمعلومات أو الأخبار المنشورة عن تجزئة الأسهم وأن هذه المعلومات

تعمل على تحريك أسعارها محققة عائدات شاذة إيجابية في الأجلين القصير والمتوسط بعد الإعلان عن الحدث.

الجدول رقم (٧). نتائج إحصائية (Z) خلال نافذتي حدث الإعلان عن تجزئة الأسهم.

الحدث	عدد الأحداث	بيان	نافذة الحدث القصيرة (١٠+)		نافذة الحدث المتوسطة (١٠+)	
			مستوى ثقة ٩٥٪	مستوى ثقة ٩٩٪	مستوى ثقة ٩٥٪	مستوى ثقة ٩٩٪
الإعلان عن تجزئة الأسهم	١٠	الوسط الحسابي	١,٣٠٩٠	١,٣٠٩٠	٢٦,٠٩٥٠	٢٦,٠٩٥٠
		قيمة معامل (Z)	٨٢,٧٩	٤١٣,٩٤	١٦٥,٣٩	٨٢٥١,٩٦
		قيمة الخطأ المعياري	٠,٠١٥٨	٠,٠٠٣٢	٠,٠١٥٨	٠,٠٠٣٢

تحليل نتائج حدث الإعلان عن القوائم المالية

يعد حدث الإعلان عن القوائم المالية Financial Statements من الأحداث المالية الهامة التي تؤثر على أسواق الأسهم، ولقد استخدم الباحث عينة مكونة من ١٥ حدثًا لشركات قامت بالإعلان عن قوائمها المالية لمعرفة مدى تأثير سوق الأسهم السعودي بتلك الأحداث، ويوضح الجدول رقم (٨) العائدات الشاذة (الأرباح أو الخسائر غير العادية) لكل حدث من الأحداث الخمسة عشر المتعلقة بالإعلان عن القوائم المالية خلال الأيام العشرة لنافذة الحدث المتوسطة والقيمة التراكمية لهذه العائدات الشاذة في نهاية هذه المدة، كما يوضح الوسط الحسابي للعائدات الشاذة لجميع الأحداث الخمسة عشر خلال نافذة الحدث القصيرة وخلال نافذة الحدث المتوسطة.

الجدول رقم (٨). الوسط الحسابي لنافذتي حدث الإعلان عن القوائم المالية.

الحدث	العائدات الشاذة (الأرباح أو الخسائر غير العادية) خلال الأيام المختلفة لنافذة الحدث										CARit
	١	٢	٣	٤	٥	٦	٧	٨	٩	١٠	
الحدث الأول	(١,٦١٨٠)	(٧,١٠٠٢)	(٧,٠٩٤٢)	(٥,٢١٧٨)	(٢,٨٤٨٩)	(٣,٣٤٦٠)	(٤,٦٤٧٨)	(٢,١١٧٤)	(٢,٠٠٢٠)	٠,٣٨٧١	(٣٥,٦٠١٢)
الحدث الثاني	٠,١٦٩٠	(٠,٧٣٨٠)	(٠,٨٩٠٧)	٠,١٨٢٥	٠,٥٦١٤	١,٠٥٨٧	٠,٤٢٢٢	٠,٢٢٩٧٢	٢,٢٨٦٦	١,٣٥٢٥	٦,٨٠١٤
الحدث الثالث	٢٧٠,٩٠٠	١٤,٤٣٠٠	٩,٦٦٠٠	(٣,٠٧٠٠)	(١,٧٢٠٠)	١٥,٥٢٠٠	٠,٩٦٠٠	(١,٢٣٨٠٠)	(٢,٤٥٨٠٠)	(٢٧,١٤٠٠)	(١,٢٤٠٠)
الحدث الرابع	٢,٩٧٠٠	٢,٣٧٠٠	٢,٨٩٠٠	٣,١٧٠٠	٣,٣٧٠٠	٣,١٦٠٠	٢,١٦٠٠	(٢,٧٢٠٠)	(٨,٨٦٠٠)	(٦,٩٢٠٠)	١,٥٩٠٠
الحدث الخامس	(١,٦٨٠٠)	٠,١٨٠٠	٠,٣٦٠٠	٠,٢٣٠٠	(٠,٩٤٠٠)	(١,٢١٠٠)	١,١٥٠٠	٠,٢١٠٠	٠,٦١٠٠	١,٤٨٠٠	٠,٣٩٠٠
الحدث السادس	٢,٤٨٠٠	١,٦٤٠٠	١,٩٥٠٠	١,٣٦٠٠	١,٤٣٠٠	٣,٢٦٠٠	٢,٤٧٠٠	٠,٥٩٠٠	(١,٢١٠٠)	(٢,٥٦٠٠)	١١,٤١٠٠
الحدث السابع	(٩,٧١٣٧)	(٨,٤٤٧٨)	٠,٣٧٥٠	٨,٥٠٣٧	٧,٣٩٣٥	٧,٩٨١١	١,٠٢١٥٥	١٧,٠٤٦٠	١٤,٨٠٨٠	١٧,٩٠٦٧	٦٦,٠٦٨٠

تابع الجدول رقم (٨).

CARit	العائدات الشاذة (الأرباح أو الخسائر غير العادية) خلال الأيام المخلفة لتأفدة الحدث										الحدث
	١٠	٩	٨	٧	٦	٥	٤	٣	٢	١	
	(٢٢,٦٢٤٠)	٧,٧٨٥٠	٣,٥١٠٠	٣,٥٢٣٠	(٦,٧١٨٠)	(٧,٩٩٨٠)	(٨,٨٠١٠)	(٣,٥٧١٠)	(٣,٧٣٤٠)	(٢,٠٣٦٠)	(٤,٥٨٤٠)
	٤٥,٢٢٢٠	٢٠,١٥٤٠	٢٣,٥٨١٠	١٠,١٦٠	٦,٤٠٩٠	(٤,٣٧٦٠)	(٦,٩٣١٠)	(٤,٦٠٢٠)	٤,٠٤٥٠	(٠,١٢١٠)	(٣,٠٥٣٠)
	(٧١,٣٦٠)	(٢٠,٧٤٢٠)	(١٩,١٤٠)	(٨,٩٦٩٠)	(٦,٩١٣٠)	(٩,٣٥٣٠)	(١٠,٠٣٦٠)	(٧,٤١٧٠)	(٧,٣٨٩٠)	٥,٥٥٠٠	١٣,٠٤٩٠
	(٦٥,٨٦٦٠)	(٧,٠٦٢٠)	(١٦,٣٤١٠)	(٤,٢٣٨٠)	(١٤,٢٩٢٠)	(٢,٥٤٠٠)	١١,٦٠٤٠	٢٧,٤٤٣٠	٢٦,٢٧٠٠	٢١,٩٨٠٠	٢٣,٠٤٢٠
	(٧٢,٠٩١٠)	(٣٣,٧٤٧٠)	(٢٤,٤٩٩٠)	(٢٧,٠٥٥٠)	(٧,٧٩٥٠)	(٣,٩٠٢٠)	٧,٢٦٣٠	٢,٣٣٨٠	(٤,١٦٠٠)	١٣,٩٨٨٠	٤,٨٧٨٠
	(١٧,٠٦٣٠)	(٣,٣٧٦١)	(٣,٧٠١٧)	(٤,١٤١٧)	(٢,٤٩٤٢)	(١,٣٧٦١)	(١,٢٠٣٦)	(٢,٤٩٠٧)	(١,٣٥٠٠)	٠,٧٨٩٣	٢,٢٨١٨
	٣٥,١٤٥٢	٤,٢٣٠٠	٣,٤٤٢٥	٥,٨١٠٢	٣,٧٣٢٧	٥,٩٤٩٧	٥,٤٢٠٨	١,٠٠٥٥	٥,٠٨٣٣	١,٦٣٧٣٩	(١,٢٠٣٤)
	(٢٠,٦٦٧٣)	(١,٧٠٥٤)	١,٥٧٨٤	(٠,٨٩٧٨)	(٢,٤١٤١)	(٣,٧٥٠٣)	(٣,٥٨٦٦)	٣,٦١٧٢	(٢,٧٥٩٢)	(٨,٧١٢٦)	(٢,٠٣٦٩)
	(٠,٥٨٣٦)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	٣,٤٧١٤
											الوسط الحسابي

ومن الجدول رقم (٩) يمكن عرض نتائج إحصائية (z) خلال نافذتي الحدث المستخدمتين، وتكشف هذه النتائج عن تحقيق عائدات شاذة إيجابية بعد يوم واحد من وقوع الحدث (نافذة الحدث القصيرة) أكبر من الواحد الصحيح وذات دلالة إحصائية عند مستوى ثقة ٩٥٪ ومستوى ثقة ٩٩٪، كما تكشف النتائج - كذلك - عن تحقيق عائدات شاذة سلبية بعد عشرة أيام من وقوع الحدث (نافذة الحدث المتوسطة) أقل من الواحد الصحيح وهي نتائج ذات دلالة إحصائية عند مستوى ثقة ٩٥٪ ومستوى ثقة ٩٩٪.

ومن هذه النتائج الإحصائية يتضح استجابة سوق الأسهم السعودي لحدث الإعلان عن القوائم المالية في الأجل القصير حيث تحققت عائدات شاذة إيجابية أكبر من الواحد الصحيح، أما في الأجل المتوسط فإن العائدات الشاذة التراكمية تكون أقرب إلى الصفر مما يعنى عدم تأثر السوق السعودي كثيراً بحدث الإعلان عن القوائم المالية في الأجل المتوسط.

الجدول رقم (٩). نتائج إحصائية (Z) خلال نافذتي حدث الإعلان عن القوائم المالية.

الحدث	عدد الأحداث	بيان	نافذة الحدث القصيرة (١٠+)		نافذة الحدث المتوسطة (١٠٠+)	
			مستوى ثقة ٪٩٥	مستوى ثقة ٪٩٩	مستوى ثقة ٪٩٥	مستوى ثقة ٪٩٩
الإعلان عن القوائم المالية	١٥	الوسط الحسابي	٣,٤٧١٤	٣,٤٧١٤	(٠,٥٨٣٦)	(٠,٥٨٣٦)
		قيمة معامل (Z)	٢٦٦,٨٩	١٤٩,٣٨	(٤٥,٢٠)	(٢٢٦,٠٢)
		قيمة الخطأ المعياري	٠,٠١٢٩	٠,٠٢٣٢	٠,٠١٢٩	٠,٠٢٢٦

تحليل نتائج حدث الإعلان عن زيادة رأس المال

وفقاً لقانون الشركات السعودي فإن القرار الذي يصدر بتأسيس الشركة المساهمة يحدد رأسمالها المصرح به Authorized Capital وهو الحد الأقصى الذي لا يمكن تجاوزه، وفي بداية نشاط الشركة قد يرى مجلس الإدارة عدم حاجته إلى كل رأسمالها المصرح به فيقوم بإصدار جزء من رأس المال يقل عن رأس المال المصرح به يسمى رأس المال المصدر Issued Capital وبعد أن تتوسع الشركة في نشاطها فإنها قد تحتاج إلى زيادة رأسمالها ليصل إلى رأسمالها المصرح به، ومن جهة أخرى فإن بعض الشركات المساهمة قد تقوم بإصدار رأسمالها المصرح به بالكامل ونتيجة للتوسع في أنشطتها فإنها قد تحتاج إلى زيادة رأسمالها المصرح به وهنا لابد من موافقة هيئة سوق المال السعودي على هذه الزيادة، ويجيز قانون الشركات السعودي إصدار هذه الأسهم الإضافية إما بقيمتها الاسمية أو بقيمة أعلى من قيمتها الاسمية أي بعلاوة إصدار Additional Paid In Capital لتحقيق العدالة بين المساهمين القدامى والمساهمين الجدد الذين سيشاركونهم في أرصدة الاحتياطات والأرباح المبقاة المحققة في الماضي، وفي الحياة العملية إذا اقتصر الاكتتاب في الأسهم الإضافية على المساهمين القدامى بنسبة ما يمتلكونه من أسهم قديمة فإن أسهم

الزيادة عادة ما تصدر بقيمتها الاسمية، أما إذا عرضت أسهم الزيادة للاكتتاب العام فإنها تصدر - عادة - بعلاوة إصدار. ويعد حدث زيادة رأس المال من الأحداث المالية الهامة التي تؤثر على أسواق الأسهم، ولقد استخدم الباحث عينة مكونة من خمسة عشر حدثاً لشركات قامت بزيادة رأسمالها لمعرفة مدى تأثير سوق الأسهم السعودي بتلك الأحداث، ويوضح الجدول رقم (١٠) العائدات الشاذة (الأرباح أو الخسائر غير العادية) لكل حدث من الأحداث الخمسة عشر المتعلقة بالإعلان عن زيادة رأس المال خلال الأيام العشرة لنافذة الحدث المتوسطة والقيمة التراكمية لهذه العائدات الشاذة في نهاية هذه المدة، كما يوضح الوسط الحسابي للعائدات الشاذة لجميع الأحداث الخمسة عشر خلال نافذتي الحدث القصيرة والمتوسطة.

ومن الجدول رقم (١١) يمكن عرض نتائج إحصائية (z) خلال نافذتي الحدث المستخدمتين، وتكشف هذه النتائج عن تحقيق عائدات شاذة سلبية بعد يوم واحد من وقوع الحدث (نافذة الحدث القصيرة) أكبر من الواحد الصحيح وذات دلالة إحصائية عند مستوى ثقة ٩٥٪ ومستوى ثقة ٩٩٪، كما تكشف النتائج الإحصائية عن تحقيق عائدات شاذة سلبية أكبر من الواحد الصحيح بعد عشرة أيام من وقوع الحدث (نافذة الحدث المتوسطة) وهي نتائج ذات دلالة إحصائية عند مستوى ثقة ٩٥٪ ومستوى ثقة ٩٩٪، ومن هذه النتائج الإحصائية يتضح سرعة تأثير السوق السعودي بأحداث زيادة رأس المال، ويرى الباحث أن السبب في ذلك هو إقبال المستثمرين على بيع الأسهم الأخرى والتوجه نحو الاستثمار في الأسهم الجديدة مما يعمل على انخفاض مستوى السيولة داخل السوق وبالتالي حدوث عائدات شاذة سلبية أكبر من الواحد الصحيح سواء في الأجل القصير أو الأجل المتوسط.

الجدول رقم (١٠). الوسط الحسابي لنافذتي حدث الإعلان عن زيادة رأس المال.

CARit	العائدات الشاذة (الأرباح أو الخسائر غير العادية) خلال الأيام المختلفة لنافذة الحدث										الحدث
	١٠	٩	٨	٧	٦	٥	٤	٣	٢	١	
(٤,٧٢٤٣)	(٠,٢٥٤٣)	(٠,٣٢٩٦)	(١,١٠٩٥)	(١,٠٨٤٩)	(٠,٣٤٤٦)	(٠,٦٦٠٣)	(٠,٣٩٩٧)	(٠,٥٩٥٦)	٠,١٤٥١	(٠,٠٩٠٩)	الحدث الأول

٧,٤٧٦٩	٠,٣٣٨٠	٠,١٦٢٧	(٠,٣١٦٧)	(١,١٦١٤)	٠,٥٨٧١	٢,١٤٧١	١,٥٧٦١	٠,٤١١٣	٢,٣٤٨٨	١,٣٨٣٩	الحديث الثاني
(٢٢٧,٩٤١٠)	(٢٥,٩٧٤٠)	(٢٩,١٦٤٠)	(٢١,٩٢٨٠)	(٢٥,٠١٦٠)	(٣٦,٢٥٤٠)	(١٥,٤٢٩٠)	(٥,١٤٤٠)	(١٤,٨٤١٠)	(١٩,٥١٨٠)	(٣٤,٦٧٣٠)	الحديث الثالث
٢٢,٣٢٨٩	٣,٤٢٣٥	١,٦٤٤٩	١,٤٩٩٠	١,٩٦٢٨	٢,٥٧٢٣	٢,٨٢١٦	٢,٥٢٣٠	٢,٠٤٥٢	٣,١١٢٧	٠,٧٢٣٩	الحديث الرابع
٩,٥٠٤٣	٠,٨٦٢٧	٠,٨٨٧٥	٠,٩١٣٣	٠,٩٤٠١	٠,٩٦٨٠	٠,٩٩٧٠	١,٠٢٧٢	١,٠٩٨٥	١,١٦٥٠	٠,٦٤٥٠	الحديث الخامس
(١٣,٧٦٢٩)	(١,٠٥١٧)	(١,١٩٦١)	(١,٥٤١٧)	(٢,٥٤٨٩)	(٣,٣١٨١)	(٢,٠٨٩٩)	(٠,٨٨٤٨)	(١,٦٢٤٠)	(٠,٤٠٨٣)	٠,٩٠٠٦	الحديث السادس
٠,٥١٨٧	٠,٠١٠٣	(٠,١٨٩٦)	(٠,٢٩٠٣)	(٠,١٥٠٣)	(٠,٣٠٩٦)	٠,١١٠٣	٠,١٧٠٢	٠,٢٣٠٠	(٠,٠٥٠٦)	٠,١٠٧١	الحديث السابع
(١٨,٣٤٢٠)	(٣,٠٩٧٥)	(٣,٢٣٧٥)	(٠,٥١٧٤)	(٠,٨٧٧١)	(٢,١٧٦٤)	(٢,٦٩٤٤)	(٢,٦٠٨٨)	(٢,٨٧٣٣)	(١,٢٧٠٠)	١,٠١٠٤	الحديث الثامن
(١٦,٨٦٠١)	(٢,٠٠٥٧)	(٢,٨٢٥٦)	(٤,١١٩٥)	(١,٦٤٤١)	(٣,٣٢١٣)	(٤,٩٧٣٣)	(٢,٢٩١٣)	٠,٣٨٩٢	١,٩١٥٩	٢,٠١٥٦	الحديث التاسع
(٢١,٤٩٥١)	(٣,٧٤٤٤)	(٥,٣٢٣٢)	(٤,٩١٦٠)	(٣,٢٨١٩)	(١,٩٤٠١)	(٢,٨٦٩٣)	(١,٨٦٨٢)	(٠,٤٧٥٤)	٠,٩٥٠٩	١,٩٧٢٥	الحديث العاشر
(١,٢٤١٨)	(٠,١٦٢٣)	(٣,٣٨٤٩)	(٠,٨٩٢١)	(٠,٢٧٩٣)	٠,٥٣٣٤	٠,٣٠٦٢	٠,٨٧٩٠	٠,٢١١٧	(٠,٥٥٥٤)	(١,٢٢٢٧)	الحديث الحادي عشر
(١,٨٧٨٢)	(٠,٧٩٣١)	(٠,٥٢٧٠)	(٠,٣٦٨٤)	(٠,٩٣٠٧)	(٠,٤٧٥٦)	(٠,٠٤٦٢)	٠,٠٩٠٩	٠,١٦١٧	(٠,١٨٤٠)	(٠,٩٧١٧)	الحديث الثاني عشر
(٢٢,٦٩٢٠)	(١,٧٦٠٠)	(٧,٠٧٧٠)	(١,٦٢١٣٠)	(١,٧٩٣٠٠)	(١,١٠٠٦٠)	(٤,٤٦٠٠)	١,٧٣٣٠	٧,٦١٠٠	١٣,٣٢٢٠	٩,٥٦٩٠	الحديث الثالث عشر
(١٢,٠٠٢٩)	(٩,٠٦٧٩)	(٦,٩٦٩٤)	(١,١٣١٠)	٤,٤٨٧٤	٨,٤٤٥٧	٥,٢٢٣٦	١,٥٦٠٠	(١,٥٢٩١)	(٥,٦١٨٥)	(٧,٤٠٣٧)	الحديث الرابع عشر
(٤٣,٧٣٢٥)	(٤,٩٠٥٦)	(٧,٤٩٣٣)	(٤,٤١٧٤)	(٣,٥٩٨٢)	(٥,٠١٥٤)	(٩,٠٨٩٠)	(٦,٥١٨٨)	(٣,٢٨٤٦)	(٠,٩٢٦٤)	١,٦٦٦١	الحديث الخامس عشر
(٢٢,٩٨٩٦)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	(١,٦٢٧٩)	الوسط الحسابي

الجدول رقم (١١). نتائج إحصائية (Z) خلال نافذتي حدث زيادة رأس المال

الحديث	عدد الأحداث	بيان	نافذة الحدث القصيرة (١٠)		نافذة الحدث الموسعة (١٠٠)	
			مستوى ثقة ٩٥%	مستوى ثقة ٩٩%	مستوى ثقة ٩٥%	مستوى ثقة ٩٩%
زيادة رأس المال	١٥	الوسط الحسابي	(١,٦٢٧٩)	(١,٦٢٧٩)	(٢٢,٩٨٩٦)	(٢٢,٩٨٩٦)
		قيمة معامل (Z)	(١٢٦,٠٩)	(٦٣,٠٤٧)	(١٧٨٠,٧٧)	(٨٩٠,٣٨٥)
		قيمة الخطأ المعياري	٠,٠١٢٩	٠,٠٠٢٦	(٠,٠١٣٠)	(٠,٠٠٢٦)

تحليل نتائج حدث الإعلان عن تعديلات مجالس الإدارة

تعد تعديلات مجالس الإدارة من الأحداث غير المالية التي تؤثر على أسعار الأسهم داخل سوق الأوراق المالية لما يمثلته رأس المال الفكري Intellectual Capital من أهمية، ولقد قام الباحث برصد عدد من أحداث تعديلات مجالس الإدارة خلال فترة الدراسة لبيان أثرها على سوق الأسهم السعودي من خلال معرفة ما إذا كانت العائدات الشاذة المحققة تختلف عن الصفر أم لا باستخدام إحصائية (Z).

ويوضح الجدول رقم (١٢) العائدات الشاذة (الأرباح أو الخسائر غير العادية) لكل حدث من الأحداث الخمسة عشر المتعلقة بالإعلان عن

ويوضح الجدول رقم (١٣) نتائج إحصائية (z) خلال نافذتي الحدث المستخدمين وتكشف هذه النتائج عن تحقيق متوسط عائدات شاذة إيجابية قيمتها 0.1056 بعد يوم واحد من وقوع الحدث وهي ذات دلالة إحصائية عند مستوى ثقة ٩٥٪ ومستوى ثقة ٩٩٪، كما تكشف عن تحقيق عائدات شاذة سلبية قيمتها (10.6446) بعد عشرة أيام من وقوع الحدث وهي ذات دلالة إحصائية عند مستوى ثقة ٩٥٪، مستوى ثقة ٩٩٪، ومن هذه النتائج يستخلص الباحث أن سوق الأسهم السعودي لا يستجيب لحدث تعديلات مجالس الإدارة خلال الأجل القصير حيث إن العائدات الشاذة المحققة بعد يوم واحد من وقوع الحدث تقترب من الصفر، أما في الأجل المتوسط فإن هناك متوسط عائدات شاذة سلبية تزيد عن الواحد الصحيح مما يعنى تأثير سوق الأسهم السعودي بحدث تعديلات مجالس الإدارة في الأجل المتوسط.

CARIt	العائدات الشاذة (الأرباح أو الخسائر غير العادية) خلال الأيام المختلفة لتأدية الحدث										الحدث
	١٠	٩	٨	٧	٦	٥	٤	٣	٢	١	
(١٢٦,١٠٩.٠)	١٢,٠٠٩.٠	٢,٩١٩.٠	(٢,٢٢٤.٠)	(٢,٧٩٥.٠)	(١٢,٧٧٠.٠)	(٢١,٧٠٤.٠)	(٣٩,٩٣٩.٠)	(٣٤,٩٠٩.٠)	(٢٣,٥٠٦.٠)	(٣,١٩٦.٠)	الحدث الأول
(٤,٦٥٠.٠)	(١,٦٤٠.٠)	(١,٨٥٠.٠)	(١,١١٠.٠)	(٠,٩٠٠.٠)	(٠,٦٥٠.٠)	٠,٥٢٠.٠	٠,٥٨٠.٠	(٠,٥٢٠.٠)	(٠,٢٩٠.٠)	١,٢١٠.٠	الحدث الثاني
١٤,٥٧٠.٠	٠,١٠٠.٠	٢,٧٥٠.٠	١,٧٨٠.٠	٠,٣٦٠.٠	(٠,٥٩٠.٠)	١,٧٠٠.٠	(١,٠٢٠.٠)	١,٠٦٠.٠	٣,٢٤٠.٠	٥,٢٨٠.٠	الحدث الثالث
(٠,٤٢٠.٠)	٠,١٨٠.٠	٠,١٠٠.٠	٠,٠٤٠.٠	(٠,٠٣٠.٠)	(٠,٠١٠.٠)	(٠,٠٥٠.٠)	(٠,١١٠.٠)	(٠,١٦٠.٠)	(٠,١٨٠.٠)	(٠,٢٠٠.٠)	الحدث الرابع
١١,٢٢٠.٠	(٢,٣٢٠.٠)	(٠,٣٢٠.٠)	(١,٥٠٠.٠)	(١,٢٥٠.٠)	(١,٤٨٠.٠)	(١,٤٤٠.٠)	١,٧٧٠.٠	٤,٩٥٠.٠	٥,٧٨٠.٠	٧,٠٣٠.٠	الحدث الخامس
٣١,٩٣٠.٠	٠,٣٧٠.٠	١,١٧٠.٠	١,٩٠٠.٠	٢,٥٧٠.٠	٣,١٧٠.٠	٣,٧١٠.٠	٤,١٩٠.٠	٤,٦١٠.٠	٤,٩٧٠.٠	٥,٢٧٠.٠	الحدث السادس
(٩,٣٤٠.٠)	(٠,٨٥٠.٠)	(١,٣٠٠.٠)	(٠,٧٤٠.٠)	(٠,٨٣٠.٠)	(٠,٨٤٠.٠)	(١,١٨٠.٠)	(٢,٥٠٠.٠)	(١,٣٥٠.٠)	(٠,١٦٠.٠)	٠,٤١٠.٠	الحدث السابع
(٥,٩٧٠.٠)	٨,٩٧٠.٠	٢,٢٩٠.٠	(١,١٣٠.٠)	(١,١٦٩.٠)	(١,٨٧٠.٠)	٣,٤٨٠.٠	١,٤٣٠.٠	(١,٧٧٠.٠)	(٨,٨٧٠.٠)	(٦,٨١٠.٠)	الحدث الثامن

الحدث التاسع	(٢,٤٠٠)	(٢,٨٤٠٠)	(٤,٩٣٠٠)	(٥,١٧٠٠)	٠,٠١٠٠	٠,٠٩٠٠	٠,٢٥٠٠	٠,٦٣٠٠	(٠,٣٢٠٠)	٠,٧٨٠٠	(١٣,٤٠٠٠)
الحدث العاشر	١,٠٧٠٠	٠,٤٤٠٠	(٠,١٢٠٠)	(٠,٨٢٠٠)	(٠,٩٨٠٠)	(٠,٨٨٠٠)	(٠,٧٨٠٠)	(٠,٦٨٠٠)	(٠,٥٧٠٠)	(٠,٢٩٠٠)	(٣,٦١٠٠)
الحدث الحادي عشر	(٦,٥٢٠٠)	(٧,٠٦٠٠)	(٩,٤٨٠٠)	(٧,٠٩٠٠)	(٨,٦٧٠٠)	(٧,٠٣٠٠)	(٧,٠٣٠٠)	(٧,٠٣٠٠)	(٩,٠٢٠٠)	٠,٩٢٠٠	(٦٧,٨٤٠٠)
الحدث الثاني عشر	(٠,٢٥٠٠)	(٠,٥٥٠٠)	(٠,٧٨٠٠)	(٠,٦٩٠٠)	(٠,٦٠٠٠)	٠,٠٩٠٠	(٠,١٣٠٠)	(٠,٢٧٠٠)	(٠,١٢٠٠)	٠,٢٤٠٠	(٢,٥٢٠٠)
الحدث الثالث عشر	٠,٠٧٠٠	(٠,٢٩٠٠)	(٠,٥١٠٠)	(٠,٣٧٠٠)	٠,١٩٠٠	٠,٤٧٠٠	٠,١٣٠٠	(٠,٣١٠٠)	(٠,٣٩٠٠)	٠,٠٩٠٠	(٠,٩٢٠٠)
الحدث الرابع عشر	١,٢٦٠٠	٣,٨٨٠٠	٢,٣٧٠٠	٣,٥٥٠٠	٤,٩٥٠٠	٢,٨٣٠٠	١,٦٥٠٠	٠,٢٣٠٠	(٢,٢٣٠٠)	(٠,١٠٠٠)	١٨,٤٨٠٠
الحدث الخامس عشر	(٠,٦٤٠٠)	٠,٢٣٠٠	١,٣٦٠٠	(٠,١٠٠٠)	(٠,٠٤٠٠)	٠,٤٦٠٠	(١,٣٤٠٠)	(٢,٠٤٠٠)	(٠,٣٢٠٠)	١,٣٤٠٠	(١,٠٩٠٠)
الوسط الحسابي	٠,١٠٥٦	-	-	-	-	-	-	-	-	-	(١٠,٦٤٤٦)

الجدول رقم (١٣). نتائج إحصائية (Z) خلال نافذتي حدث الإعلان عن تعديلات مجالس الإدارة.

الحدث	عدد الأحداث	بيان	نافذة الحدث القصيرة (١٠٠)		نافذة الحدث المتوسطة (١٠٠٠)	
			مستوى ثقة ٩٥٪	مستوى ثقة ٩٩٪	مستوى ثقة ٩٥٪	مستوى ثقة ٩٩٪
الإعلان عن تعديلات مجالس الإدارة	١٥	الوسط الحسابي	٠,١٠٥٦	٠,١٠٥٦	(١٠,٦٤٤٦)	(١٠,٦٤٤٦)
		قيمة معامل (Z)	٨,١٨٠٠	٤,٥٤٠٠	(٨٢٤,٥٣)	(٤١٢٢,٦٤)
		قيمة الخطأ المعياري	٠,٠١٢٩	٠,٠٢٣٠	٠,٠١٢٩	٠,٠٠٢٦

تحليل نتائج حدث الأخبار غير الرسمية المتداولة في السوق

الأخبار غير الرسمية Informal News هي الإشاعات والأقوال التي تتعلق بشركات معينة وتتردد داخل سوق الأوراق المالية، وتلتزم هذه الشركات بالرد على هذه الأخبار غير الرسمية بالتأكيد أو النفي طبقاً لتعليمات هيئة سوق المال السعودي، ويوضح الجدول رقم (١٤) العائدات الشاذة (الأرباح أو الخسائر غير العادية) لكل حدث من الأحداث العشرين المتعلقة بالأخبار غير الرسمية المتداولة في سوق الأسهم السعودي خلال الأيام العشرة لنافذة الحدث المتوسطة، كما يوضح القيمة التراكمية للعائدات الشاذة في نهاية هذه المدة والوسط الحسابي لهذه العائدات الشاذة لجميع الأحداث العشرين خلال نافذة الحدث القصيرة وخلال نافذة الحدث المتوسطة.

الجدول رقم (١٤). الوسط الحسابي لنافذتي حدث الأخبار غير الرسمية المتداولة بالسوق.

CARit	العائدات الشاذة (الأرباح أو الخسائر غير العادية) خلال الأيام المختلفة لنافذة الحدث										الحدث
	١٠	٩	٨	٧	٦	٥	٤	٣	٢	٠.١١	
(٤,٥٥٨٥)	(٠,٣٩٤٢)	(٠,٥٠٥٦)	(٠,٥١٦٦)	(٠,٦٨٧١)	(٠,٥٧٧٠)	(٠,٥٢٦٤)	(٠,٦٣٥١)	(٠,٦٤٣٢)	(٠,٥٧٠٧)	(٠,٤٩٧٤)	الحدث الأول
٢,٨٣٩٩	١,٧٦٠٨	٠,٨٧٥٦	(٠,١٧١٠)	٠,٨٢٠٥	٠,٨٠٧٧	٠,١٥٥٨	(٠,٤٦٢٠)	(٠,١٢٤٧)	(١,٣٣٣٨)	٠,٥٠٩٠	الحدث الثاني
(٢,٠٦١٨٠)	٥,٢٧٠	١,٢١٠٨	٠,٥٢٣٠	١,١٣٣٣	(١,٥٩٨٣)	(٠,٥٧٢١)	(٣,١٨٨٠)	(٨,٤٠٦٣)	(٦,٨٦٧١)	(٨,١١٠٦)	الحدث الثالث

تابع الجدول رقم (١٤).

CARit	العائدات الشاذة (الأرباح أو الخسائر غير العادية) خلال الأيام المختلفة لنافذة الحدث										الحدث
	١٠	٩	٨	٧	٦	٥	٤	٣	٢	٠.١١	
(٠,٤٢٢١)	(٠,١٥٥٢)	(٠,١١٤٤)	(٠,٠٩٣١)	(٠,٠٧١٣)	(٠,٠٠٨٧)	٠,٠١٥٠	(٠,٠١٩٥)	٠,٠٠٨٤	٠,٠٠٠١	٠,٠١٦٦	الحدث الرابع
٨٢,٨٨٤٥	٧,٥٣٦٣	٥,٩٧٥٩	٧,٩١٤٩	١١,٢١٢٣	٨,٦٤٥٨	١١,٥٦٨٨	١١,٧٨٥٠	٧,٥١٢٢	٩,٥٤١٤	١,١٩١٩	الحدث الخامس
(٢,٩٧٩٧)	(٠,٤٩٣٤)	(٠,٦١٢٥)	(٠,٦٥١٠)	(٠,٨٨٨٧)	(٠,٨٠٥٠)	(٠,٣٣٩١)	(٠,١٢٩٨)	٠,٢٠٥٠	٠,٣٤٨٦	٠,٣٨٦٢	الحدث السادس
(٣,٨١٨٣٤)	(٩,٣٢٦٨)	(٩,٥٤٧٧)	(٨,٥٠٦٥)	(١,٩٣٥٠٠)	(١,٨٩٢١٠)	٠,٥٥٣٣	٨,٧٧٩٨	٦,٣٧٣١	٦,٦٨٩٨	٥,٠٧٢٦	الحدث السابع
(٣٢,٨٧٩٠)	١,٣٦٩١	١,٦٧٣٠	٠,٠٧٦٩	(٣,٧٧٩٢)	(٢,٨١٥٣)	(٥,١٥١٤)	(٦,١٤٧٥)	(٤,٠٦٣٥)	(٧,١٨١٣)	(٦,٨٥٩٨)	الحدث الثامن
٣,٥٧٩١	(٠,٠١٧٦)	٠,٢٤٣٢	٠,٤٨٤٧	٠,٤٠٧٦	٠,٤٧٣٢	٠,٥٢٣٩	٠,٥٨٤٢	٠,٤٨٣١	٠,٤١٧٤	٠,٤٧٩٤	الحدث التاسع
١,٤٤٠٨	(٠,٢١١٤)	٠,٢٦٩٢	٠,٣١٠٠	٠,٣١١٤	٠,٢٩٣٧	٠,٠٩٧٥	٠,٠٨٣٩	٠,١٣٤٥	٠,١٥٢٠	٠,٠٠٠٠	الحدث العاشر
٣٩,٥٥٥٠	٣,٩٧٤٦	١,٢٦٥٩	٢,٢٤٧٩	٠,٩٩٧٦	٣,٩١٠٩	٧,٢٠٢٦	٧,٦٠٥٦	٦,٢٧٠٧	٧,١٢٥٥	(١,٠٤٦٣)	الحدث الحادي عشر
(١٠٦,٠٢٢٠)	٩,٩٢١٠	٠,٣٦٥٠	(١,٥٠٧٠)	(١٣,٨٠٨٠)	(١٣,٠٢٨٠)	(١٦,٢٦١٠)	(١٩,٤٩٩٠)	(١٦,٥٦٥٠)	(١٢,٥٦٣٠)	(١٤,٠٧٧٠)	الحدث الثاني عشر
٢,٧٨٣٥	٦,٣٩٨٠	٦,٠٠٩٠	١,٩٤٤٥	٠,٥١٩٧	(٠,٤١١٨)	(٠,٥٩٨٦)	(١,٤١١٧)	(٣,٢٢٥٨)	(٣,٧٦٠٠)	(٢,٦٧٩٨)	الحدث الثالث عشر
(١٢,٤٤٥٥)	(٠,١٣٢٨)	(١,٢٩٢٤)	(٢,٧٥١٧)	(٢,٩٥٠٤)	(١,٩٦٧٧)	(١,٥٠١٩)	(٠,٧٤٩٥)	٠,٠٩٧٦	(١,٠٤٣١)	(٠,١٥٣٦)	الحدث الرابع عشر
٧٧,٢١٩٣	(٦,٨٥٥٦)	(١,٢٠٥٤)	٢,٣٤٤٥	١,٠٢١٣٥	١٥,١٦٠٣	١٢,٨٤١٢	١٤,٥٦٧٤	٧,٧٧٥٧	٧,٤٦٧١	١٤,٩١٠٦	الحدث الخامس عشر
١,٠٢٩٢٠	(٣,١٠١٠)	(٥,٨١١٤)	(٤,٣١٣٧)	(١,٥٨٩١)	٢,١٠١٣	٥,٠٥٦٢	(٠,٢٨٥٩)	٣,٧٥٣٤	٣,٩٢٩٥	١,٠٥٥٢٧	الحدث السادس عشر
٣٧,٣٤٧٩	٢,١٠٠٣	٢,٧١٥٣	٣,٠٨٩١	٣,٥٠١٤	٣,٨١١٨	٢,٤٩٩٨	٣,٣٨٥٠	٢,٤٠٦٥	٢,٦٨٣٦	١,١٥٥١	الحدث السابع عشر
(٤,٠٥٢٥)	١,٧٩٣٥	٠,٦٨١٣	٠,٢٢٨٩	(١,٥٢٣٦)	(١,٢٧٦٥)	(١,٠٣٠٧)	(٠,٧٨٨٥)	(٠,٥٥٦٣)	(٠,٣٥٢٣)	(١,٩٢٨٣)	الحدث الثامن عشر
٢,٠٠٢٦	٠,٦٠٥١	٠,٤١١٣	٠,٣٩٦٧	٠,١٦١٣	(٠,١٩٥١)	٠,٣٦٧٥	٠,١٢٩٢	(٠,٠٢٩٧)	(٠,٠٣٠٩)	٠,١٨٧٢	الحدث التاسع عشر
(١١,٨٩١٩)	(٠,٤١٥٨)	٠,٠٠٨٨	(٠,٨٤٦٦)	(٣,٠٦٢١)	(٣,٥٩٧٥)	(١,٧٧٢٩)	(١,٢٤٨٣)	(١,١٨٣٨)	(٠,١١٩٢)	٠,٣٤٥٥	الحدث العشرون

الوسط الحسابي	(٠,٠٢٧٣)	-	-	-	-	-	-	-	-	٠,٧٩٤٦
---------------	----------	---	---	---	---	---	---	---	---	--------

ومن الجدول رقم (١٥) يمكن عرض نتائج إحصائية (Z) خلال نافذتي الحدث المستخدمتين، وتكشف هذه النتائج عن تحقيق عائدات شاذة سلبية بعد يوم واحد من وقوع الحدث (نافذة الحدث القصيرة) أقل من الواحد الصحيح وذات دلالة إحصائية عند مستوى ثقة ٩٥٪ ومستوى ثقة ٩٩٪، كما تكشف عن تحقيق عائدات شاذة إيجابية أقل من الواحد الصحيح بعد عشرة أيام من وقوع الحدث (نافذة الحدث المتوسطة) وهي نتائج ذات دلالة إحصائية عند مستوى ثقة ٩٥٪، مستوى ثقة ٩٩٪، ومن هذه النتائج يرى الباحث أن الأخبار غير الرسمية المتداولة في السوق السعودي تؤثر بشدة على سهم الشركة صاحبة الحدث في الأجلين القصير والمتوسط، أما على مستوى السوق ككل فإن الاستجابة تكون ضعيفة في كل من الأجلين القصير والمتوسط.

الجدول رقم (١٥). نتائج إحصائية (Z) خلال نافذتي حدث الأخبار غير الرسمية المتداولة في السوق.

الحدث	عدد الأحداث	بيان	نافذة الحدث القصيرة (١٠+)		نافذة الحدث المتوسطة (١٠٠+)	
			مستوى ثقة ٩٥٪	مستوى ثقة ٩٩٪	مستوى ثقة ٩٥٪	مستوى ثقة ٩٩٪
الأخبار غير الرسمية المتداولة في السوق	٢٠	الوسط الحسابي	(٠,٠٢٧٣)	(٠,٠٢٧٣)	٠,٧٩٤٦	٠,٧٩٤٦
		قيمة معامل (Z)	(٢,٤٤٠٠)	(١,٣٦٠٠)	٧١,٠٧٠٠	٣٥٥,٣٦٠٠
		قيمة الخطأ المعياري	٠,٠١١٢	٠,٠٢٠١	٠,٠١١٢	٠,٠٠٢٢

تعليق عام على نتائج التحليل واختبار فروض البحث

من النتائج الإحصائية التي توصل إليها الباحث يمكن القول إن سوق الأسهم السعودي تتأثر بالأحداث التي يتم الإعلان عنها داخل السوق سواء كانت تلك الأحداث مالية أو غير مالية مع وجود تباين لرد فعل السوق تجاه الأحداث المختلفة المعلن عنها من خلال نافذتي الحدث المستخدمتين (النافذة القصيرة والنافذة المتوسطة)، ومن هذه النتائج يستطيع الباحث اختبار الفروض التي قامت عليها الدراسة كما يلي:

١ - بالنسبة للفرض الأول "توجد علاقة جوهريّة بين المعلومات المنشورة عن وقوع أحداث معينة والأسعار المستقبلية للأسهم" أثبتت النتائج الإحصائية استجابة سوق الأسهم السعودي وتأثر الأسعار المتداولة داخل السوق بالأحداث المعلن عنها بدلالة إحصائية عند مستوى ثقة ٩٥٪ ومستوى ثقة ٩٩٪ في كل من الأجل القصير والأجل المتوسط مما يعنى صحة الفرض الأول الذي قامت عليه الدراسة.

٢ - بالنسبة للفرض الثاني "توجد علاقة جوهريّة بين كفاءة السوق ومقدار تأثير الحدث على الأسعار المستقبلية للأسهم داخل سوق الأسهم السعودي" أثبتت النتائج الإحصائية أن هناك علاقة طردية بين كفاءة السوق ومقدار تأثير الحدث على الأسعار المستقبلية للأسهم حيث استجابت سوق الأسهم السعودي للأحداث المعلن عنها وإن كانت الاستجابة أكثر وضوحاً في الأجل المتوسط عن مثيلها في الأجل القصير مما يعنى صحة الفرض الثاني الذي قامت عليه الدراسة.

٣ - بالنسبة للفرض الثالث "يمكن قياس رد الفعل المستقبلي لأسعار الأسهم تجاه وقوع أحداث معينة من خلال قياس العائدات الشاذة الايجابية أو السلبية" حيث قام الباحث من خلال الدراسة التطبيقية بقياس رد الفعل المستقبلي لأسعار الأسهم وقياس العائدات الفعلية والعائدات المتوقعة والعائدات الشاذة، مما يعنى صحة الفرض الثالث الذي قامت عليه الدراسة.

خلاصة ونتائج وتوصيات البحث

قام الباحث من خلال هذا البحث بدراسة العلاقة بين منهج دراسات الحدث ورد الفعل المستقبلي لأسعار الأسهم بالتطبيق على سوق الأسهم السعودي، ولقد تم تقسيم البحث إلى ثلاثة مباحث، ويمكن عرض خلاصة ونتائج وتوصيات البحث على النحو التالي:

خلاصة ونتائج البحث

١- أصبح منهج دراسات الحدث أداة هامة ومعروفة في المحاسبة حيث يقوم بدور أساسي في قياس رد الفعل المستقبلي لأسعار الأسهم المتداولة داخل أسواق الأوراق المالية، كما يمكن استخدامه في التنبؤ بالاتجاهات المستقبلية لأسعار تلك الأسهم بما يساعد على اتخاذ القرار الاستثماري المناسب لضمان الحصول على العائد المناسب لرأس المال المستثمر وضمان تعرضه لأقل قدر من المخاطر.

٢- يحتوى منهج دراسات الحدث على ثلاث خطوات رئيسية حتى يمكن استخدامه في قياس رد الفعل المستقبلي لأسعار الأسهم داخل أسواق الأوراق المالية وتتمثل هذه الخطوات في تحديد الأحداث المعلن عنها وتحديد نافذة الحدث المستخدمة وقياس العائدات الشاذة المترتبة على الإعلان عن وقوع حدث معين سواء كانت تلك العائدات إيجابية أو سلبية.

٣- تعد خطوة تحديد نافذة الحدث المستخدمة في قياس رد الفعل المستقبلي من أهم الخطوات، وبنجاح الباحث في تحديد النافذة المستخدمة في قياس رد الفعل المستقبلي لأسعار الأسهم، فإن عملية القياس تتم بكفاءة وفاعلية، ولم يحدد الباحثون نافذة حدث بعينها بل قسموا نوافذ الحدث المستخدمة إلى ثلاثة أنواع: النافذة القصيرة والنافذة المتوسطة والنافذة الطويلة، ويتوقف اختيار نوع النافذة المستخدمة على طبيعة الحدث المراد قياس رد فعل أسعار الأسهم تجاهه.

٤- عند استخدام منهج دراسات الحدث في تحليل وقياس رد الفعل المستقبلي لأسعار الأسهم يتطلب الأمر توافر معلومات تتعلق بالماضي والحاضر عن الحدث المعلن عنه خلال نافذة الحدث المستخدمة، وهذه المعلومات تتوافر في الأسواق العالية والمتوسطة الكفاءة وبذلك يمكن قياس التغيرات في أسعار الأسهم الناتجة عن هذه المعلومات باستخدام منهج دراسات الحدث بطريقة أكثر سهولة وأكثر دقة.

٥- مر منهج دراسات الحدث بمجموعة من التطورات جعلته أداة هامة في القيام بالتحليل الفني داخل أسواق المال والتنبؤ بأسعار الأسهم المستقبلية، وتتمثل هذه التطورات في تطور الأسواق المالية وارتفاع كفاءتها وتطور القطاع المالي والمصرفي وارتفاع معدلات السيولة بها وزيادة أوجه ومجالات الاستثمار وزيادة الوعي الاستثماري لدى

المستثمرين وزيادة التفاعل والترابط بين الأسواق المالية المختلفة نتيجة للتطور التكنولوجي وتطور الفروض والأساليب الإحصائية التي تعد أداة مهمة لمنهج دراسات الحدث.

٦- يحتوى منهج دراسات الحدث على العديد من النماذج منها النماذج القياسية والنماذج الشرطية، ويمكن تحديد النموذج الأمثل لقياس رد فعل أسعار الأسهم وفقاً لطبيعة البيانات والمعلومات المتوافرة عن الأحداث المعلن عنها سواء كانت تلك المعلومات كمية أو وصفية.

٧- لم تقدم الدراسات السابقة منهج دراسات الحدث كمنهج أكاديمي متكامل من حيث التعريف والخطوات والعلاقة بينه وبين فرض كفاءة السوق كما لم تتعرض لبداية استخدامه والتطورات التي شهدتها حتى أصبح منهجاً متكاملًا وواضحاً.

٨- يعمل منهج دراسات الحدث على تطوير أسواق المال لوجود علاقة بينه وبين كفاءة هذه الأسواق، كما يمكن من خلاله معرفة درجة الارتباط بين الأسواق المالية المختلفة إزاء بعض الأحداث العالمية مثل الأحداث المتعلقة بالتغيرات في السياسات النقدية الدولية والأزمات المالية الدولية والأحداث المتعلقة بالحروب والإرهاب والكوارث الطبيعية.

٩- اثبت استخدام منهج دراسات الحدث أن الأسواق المالية المتقدمة أكثر قدرة من الأسواق المالية الصاعدة على امتصاص آثار الأحداث السيئة وتفايدها نتيجة لقوة قطاعها المصرفي وتوافر السيولة لديها، كما أن هذه الأسواق أكثر تأثراً بالأحداث والتغيرات والتقلبات التي تحدث في الأسواق الأخرى لزيادة الشفافية بعكس الأسواق المالية الصاعدة التي تعاني من نقص المعلومات أو تسريبها قبل الإعلان عنها.

١٠- اهتمت الكثير من الدراسات السابقة بنافذة الحدث المستخدمة كإحدى خطوات أو آليات تطبيق منهج دراسات الحدث وأوضحت أن النجاح أو الفشل في استخدام هذا المنهج يتوقف - إلى حد كبير - على مدى النجاح في تحديد نافذة الحدث المناسبة.

١١- على الرغم من قدم منهج دراسات الحدث إلا أنه لم يتم استخدامه كأداة تحليلية لقياس رد فعل أسعار الأسهم تجاه الأحداث المعلن عنها إلا في أوائل القرن الحالي، وهذا الاستخدام تم تطبيقه في الدول التي

تملك أسواقاً مالية متقدمة في حين أن الأسواق المالية الصاعدة كانت أقل حظاً في تطبيق هذا المنهج.

١٢- تمت الدراسة التطبيقية للبحث على بعض الشركات المساهمة التي تتداول أسهمها في سوق الأسهم السعودي والتي بلغ عددها ٥٢ شركة مع رصد الأحداث التي تعرضت لها هذه الشركات خلال الفترة من ٢٠٠٦/١/١ حتى ٢٠٠٨/٦/٣٠ والتي بلغت ١٠٧ حدثاً منها ٧٢ حدثاً مالياً، ٣٥ حدث غير مالي، وتتكون الأحداث المالية من خمسة أنواع هي حدث الإعلان عن توزيعات الأرباح في صورة نقدية وحدث الإعلان عن توزيعات الأرباح في صورة أسهم مجانية وحدث الإعلان عن تجزئة الأسهم وحدث الإعلان عن القوائم المالية وحدث الإعلان عن زيادة رأس المال، أما الأحداث غير المالية فتتكون من نوعين هما حدث الإعلان عن تعديلات مجالس الإدارة وحدث الأخبار غير الرسمية المتداولة في السوق.

١٣- قامت الدراسة على فروض ثلاثة: الفرض الأول مضمونه "أن هناك علاقة جوهرية بين المعلومات المنشورة عن وقوع أحداث معينة والأسعار المستقبلية للأسهم" والفرض الثاني مضمونه "أن هناك علاقة جوهرية بين كفاءة السوق ومقدار تأثير الحدث على الأسعار المستقبلية للأسهم داخل سوق الأسهم السعودي" أما الفرض الثالث فمضمونه "أنه يمكن قياس رد الفعل المستقبلي لأسعار الأسهم تجاه وقوع أحداث معينة من خلال قياس العائدات الشاذة الايجابية أو السلبية.

١٤- قام الباحث باستخدام نافذتي حدث إحداهما قصيرة (-١، صفر، +١) والأخرى متوسطة (-١٠، صفر، +١٠)، ولقد تم استخدام هاتين النافذتين لتحقيق بعض الاعتبارات التي يجب مراعاتها عند تطبيق منهج دراسات الحدث على الأسواق الصاعدة كمحاولة علاج مشكلة تسرب المعلومات قبل الإعلان عنها ومحاولة علاج مشكلة عدم قدرة بعض الأطراف ذوي العلاقة في الحصول على المعلومات في نفس التوقيت ومحاولة علاج مشكلة الأحداث المتداخلة ومقارنة متوسط العائدات الشاذة المحققة في كل نافذة من النافذتين.

١٥- قام الباحث بقياس العائدات الشاذة للأحداث المالية وغير المالية بتحديد أسعار إقبال الأسهم يوم وقوع الحدث من خلال نافذتي الحدث المستخدمتين والتنبؤ بسعر السهم خلال مدة مستقبلية مقدارها عشرة أيام بعد انتهاء النافذة المتوسطة مباشرة باستخدام نموذج ARIMA وقياس العائد المتوقع للسهم وتحديد العائد الفعلي وبذلك تمكن من قياس العائدات الشاذة، مع استخدام إحصائية (Z) لاختبار ما إذا كانت هذه العائدات الشاذة تختلف عن الصفر أم لا وتحليل نتائجها لكل نافذة على حدة وبيان أثرها على سوق الأسهم السعودي من خلال مستويين للثقة (مستوى ثقة ٩٥٪، مستوى ثقة ٩٩٪).

١٦- من النتائج الإحصائية التي توصل إليها الباحث يمكن القول إن سوق الأسهم السعودي يتأثر بالأحداث التي يتم الإعلان عنها داخل السوق سواء كانت تلك الأحداث مالية أو غير مالية مع وجود تباين لرد فعل السوق تجاه الأحداث المختلفة المعلن عنها من خلال نافذتي الحدث المستخدمتين، كما يمكن القول إن هناك علاقة طردية بين كفاءة السوق ومقدار تأثير الحدث على الأسعار المستقبلية للأسهم حيث استجابت سوق الأسهم السعودي للأحداث المعلن عنها وإن كانت الاستجابة أكثر وضوحاً في الأجل المتوسط عن مثيلتها في الأجل القصير، بالإضافة إلى ذلك فقد تمكن الباحث من قياس رد الفعل المستقبلي لأسعار الأسهم وقياس العائدات الشاذة الإيجابية أو السلبية مما يعنى صحة الفروض الثلاثة التي قام عليها البحث.

توصيات البحث

في نهاية البحث وفي ضوء ما توصل إليه الباحث من نتائج يمكن التوصية بما يلي:

١-زيادة الحاجة إلى دراسات أخرى تتعلق بأسواق المال الصاعدة تعتمد على تحليل معلومات الأسهم ومعلومات السوق والمعلومات المتعلقة بالمتغيرات المحلية والإقليمية والدولية.

٢-زيادة الحاجة إلى دراسات أخرى تتعلق بأسواق المال بصفة عامة والأسواق الصاعدة بصفة خاصة تعتمد على دراسة خصائص سلوك أسعار الأسهم ومدى تأثير عملية الإفصاح والشفافية ونشر المعلومات على المتعاملين في هذه الأسواق.

٣-زيادة الحاجة إلى دراسات أخرى توضح مدى تأثير سوق الأسهم السعودي بالأحداث المعلن عنها داخل أسواق المال العربية باستخدام منهج دراسات الحدث ويتم ذلك في إطار خطوة تمهد لتحقيق التكامل والاندماج بين أسواق المال العربية.

٤-زيادة الحاجة إلى دراسات أخرى توضح مدى ارتباط سوق الأسهم السعودي بالأسواق المالية الأخرى وخاصة الأسواق العالمية المرتفعة الكفاءة لتوضيح مدى تأثير سوق الأسهم السعودي بالأحداث الدولية.

٥-زيادة الحاجة إلى دراسات أخرى تعتمد على منهج دراسات الحدث لمعرفة رد فعل سوق الأسهم السعودي وكيفية استخدام النتائج المترتبة على ذلك في التنبؤ بالاتجاهات المستقبلية للأسهم مما يمكن من مواجهة الأزمات التي قد يتعرض لها السوق وتخفيف حدتها.

٦-زيادة الحاجة إلى دراسات أخرى تهتم بالتحليل الفني للأسهم إلى جانب التحليل المالي لأن التحليل الفني يساعد على رسم سلوك أسعار الأسهم خلال فترة معينة والتنبؤ بهذه الأسعار خلال فترة مستقبلية على أن يتم ذلك من خلال منهج دراسات الحدث.

- [١] Kimberly, C., & Leonard, R., Barking into being public: an exploratory analysis of revers takeovers, *Journal of Corporate Finance*, United States, 2005.
- [٢] Bhagat, S., & Romano, R., Event studies and the law: Part I – Technique and Corporate Litigation, Yale Law School, John M. Olin Center for Studies in Law, Yale International Center for Finance, April , 2001.
- [٣] Harrison, J., & Oler, D., & Allen, M., Event Studies and the importance of longer – term measures in assessing the performance outcomes of Complex Events, Cornell University Ithaca, NY, February 11, 2005.
- [٤] Michelle, L., & Shiguang, M. The Behavior of China's Stock Prices in Response to the Proposal and Approval of Bonus Issues, Chinese Stock Markets, Efficient Market Hypothesis (EMH), JEL Classification: G14, University of Adelaide School of Economics Adelaide, SA 2005, Australia, April, 2002.
- [٥] Sangphet, H., & Stewart, R., & Richards, M., An event study of the effects of partner and location cultural differences in joint ventures, *International Business Review*, No 12, 2003.
- [٦] Eppli, M., & Charles, C., An Event Study Analysis of Mall Renovation and Expansion, *Journal of Shopping Center Research*, Volume 12, Number 2, 2005.
- [٧] جلال إبراهيم العبد: "تأثير المعلومات المالية المنشورة على أسعار الأسهم بالتطبيق على سوق الأسهم السعودي"، *مجلة كلية التجارة للبحوث العلمية، كلية التجارة، جامعة الإسكندرية، العدد الأول، المجلد الثاني والأربعون، مارس ٢٠٠٥*.
- [٨] Nelson, J., The CAIPERS effect, revisited, Florida State University, *Journal of Corporate Finance*, volume 12, 2006.
- [٩] Cristina, B., Pilar Corridor, Technological alliances and the market valuation of new economy firms, Public University of Navarre, Spain, *Technovation*, Elsevier, N. 26, 2006.
- [١٠] Andrew, H., & Thomas, F., The Effects of terrorism on global capital markets, Southern Methodist University, Dallas, *European Journal of Political Economy*, Vol. 20, 2004.
- [١١] Nels, A., Use of Event Studies to Estimate Brand Value: A Comparison of Methodologies, Master of Arts in Economics, the Faculty of Virginia Polytechnic Institute and University, May, 2002.
- [١٢] Mahdi, M., Review of Capital Market Efficiency: Some Evidence from

Jordanian Market, International Research Journal of Finance and Economics, ISSN, Issue 3, 2006.

[١٣] محمد عبده محمد مصطفى: "دراسة اختبارية لكفاءة سوق الأسهم في دولة الإمارات العربية المتحدة"، المجلة العلمية للاقتصاد والتجارة، كلية التجارة، جامعة عين شمس، العدد الثالث، ٢٠٠١.

[١٤] Kate, P. & Fabiola, R., Stock Market Linkages in Emerging Markets: Implication for International Portfolio Diversification, City University Business School London, JEL Classification, Number 36, 2006.

[١٥] Charles, J., & Cameron, T., Conducting Event Studies with Asia – Pacific, Stock Market Data, Massey University Albany Auckland, New Zealand, January, 2002.

[١٦] Kai, L., & William, M., The Information Content of Canadian Open Market Repurchase Announcements, University of British Columbia, March, 2005.

[١٧] سمير مصطفى شعراوي: مقدمة في التحليل الحديث للسلاسل الزمنية، مركز النشر العلمي، جامعة الملك عبدالعزيز، جدة، المملكة العربية السعودية، الطبعة الأولى، ٢٠٠٥.

[١٨] Mackinaly, C., Event Studies in Economics and Finance, *Journal of Economic Literature*, 1997.

[١٩] Kenneth, H., Graphical Analysis for Event Study Design, *Journal of Financial and Strategic Decisions*, Volume 11, Number 1, Spring, 1998.

[٢٠] Seiler, M., The Efficacy of Event Study Methodologies, Measuring Eriet Abnormal Performance under Conditions of Induced Variance, *Journal of Financial and Strategic Decisions*, Volume 13, Number 1, Spring 2000.

[٢١] Graciela, K., & Sergio, S., Emerging Markets Instability: Do Sovereign Ratings Affect Country Risk and Stock Return?, George Washington University & World Bank, February, 2001.

[٢٢] Subramani, R. & Walden, E., Employing the Event Study to Asses Returns to Firms from Novel Information Technologies: An Examination of Ecommerce Initiative Announcements, Management Information Systems Research Center, Carlson School of Management, University of Minnesota, 2003.

[٢٣] Sandy, C., & Etienne, P., The Value of Interfirm Co-operation: An Event Study of New Partnership Announcements in the Pharmaceutical Industry, ESEM Conference for Helpful Suggestions, University of Nancy, 2003.

Gao, Y., & Tse, K., Market Segmentation and Information Values of Earnings Announcements: Some Empirical Evidence from an Event Study on the Chinese Stock Market, Singapore Management University, Singapore, October 2003. [٢٤]

Bredin, D., & Gavin, C., & Reilly, G., The Influence of Domestic and International Interest Rates on the ISEQ, Economic Analysis and Research Department, Central Bank, Dublin, Ireland, December 2003. [٢٥]

New Orleans University, Stock Market Reactions to Board Appointments, October 2003. [٢٦]

Kothari, S., & Warner, B., Econometrics of Event Studies, Handbook of Corporate Finance, University of Rochester, Holland, November 2004. [٢٧]

Robert, B., & Andrew, E., & Jennings, R., Reputation Effects in Trading on the New York Stock Exchange, University of Notre Dame & Indiana University, The New York Stock Exchange, U.S.A. May, 2004. [٢٨]

Knight, B., Are Policy Platforms Capitalized Into Equity Prices? Evidence from the Bush & Gore 2000 Presidential Election, Brown University and NBER, U.S.A, February 2004. [٢٩]

Otavio, R., & Alberto, M., Market Reaction and Volatility in the Brazilian Stock Market, Department of Accounting & Finance, University of Brasilia, Brazil, September, 2004. [٣٠]

Microsoft Corporation, Event Analysis, 2006 [٣١]

[٣٢] سعيد عبدالعال الأمام: "كفاءة السوق شبه القوية، دراسة حدث الإعلان عن التوزيعات في سوق الأسهم السعودي"، *المجلة العلمية لمركز صالح كامل للاقتصاد الإسلامي*، جامعة الأزهر، العدد ٣٦، ٢٠٠٨.

The Relationship between Event Studies Approach and the Future Reaction of Stocks Prices An Applied Study in the Saudi Market Stocks

Dr. Mohamed El Ebaishi

*Department of Accounting, College of Business & Economics
Qassim University*

(Received 20/3/2007; accepted for publication 4/5/2008)

Abstract. This research aims to measure the relationship between event studies approach and the future reaction of stocks prices, this research depends on three hypotheses:

1. "There is a strong relationship between the issued information about a certain event and the future prices of stocks".
2. "There is a strong relationship between the market efficiency and the events which effect the future prices of stocks".
3. "We can measure the reaction of the future prices of stocks towards the event by measuring the positive or negative abnormal returns".

To achieve the purpose of the research and to test its hypotheses the researcher review 19 previous studies about event studies and how to use it in measuring the reaction of stocks prices in the strong form of market efficiency, in the semi – strong form of market efficiency and in weak form of market efficiency.

The applied study was completed on 52 corporations which their stocks alternate in the Saudi Market to determine the events of these companies during the period from January 1, 2006 to June 30, 2008 which were 107 events, 72 of them were financial transactions and 35 of them were non- financial transactions. The financial transactions divided into 5 groups, the event of announcing cash dividends, the event of announcing stock dividends, the event of announcing stock splits, the event of announcing the issuing of financial statements and the event of announcing the increase in capital. The non- financial transactions divided into 2 groups, the event of announcing the change in board of directors and the event of alternative informal news in the market.

The researcher determined the stocks closed prices in the day of occurred each event through two event windows (-1, +1), (-10, +10), and calculated the forecasting prices by using the auto – regressive integrated moving average (ARIMA) to measure the actual return, the expected return and to determine the cumulative abnormal return and use the sample (Z) to analysis the results of every window and to illustrate its effect in the Saudi Market. The statistics results emphasize the correct of the three hypotheses.