

تقييم استراتيجيَّة دراسة الحدث المالي والاقتصادي

فواز خالد الشواوره

جامعة مؤتة - الأردن

fawaz_shawawreh@yahoo.com

shawawreh@mutah.edu.jo

تقييم استراتيجيّة دراسة الحدث المالي والاقتصادي

فواز خالد الشواوره
جامعة مؤتة - الأردن

ملخص

يتناول هذا البحث القضايا الجوهرية التي تواجه الباحثين عند تطبيق منهجية (Event Study Methodology) لدراسة الآثار الاقتصادية التي تلي الأحداث المالية في الأجل الطويل، وكيفية استجابة السوق لعمليات الاندماج، والاستحواذ، وإعلانات الأرباح، أو الدين، وإعادة التنظيم للشركات، وقرارات الاستثمار وغيرها من العمليات؛ إذ إنّ العديد من الدراسات في العلوم المالية قدّمت أدلة على أنّ الشركات يمكن أن تحقق عائداً غير عادي في المدى الطويل (Long-Term Horizon) يتراوح ما بين سنة واحدة إلى خمس سنوات تليها أحداث مالية مهمّة. إنّ قياس العائد غير العادي (Abnormal Return) في الأجل الطويل يعتبر من القضايا الشائكة في الأدبيات المالية والاقتصادية، ولا تختلف المنهجية في تقدير هذا العائد في الأجل القصير (Short-Term Horizon) إلا في المدة الزمنية؛ إذ لا تتجاوز المدة في الأجل القصير أياماً معدودة بعد الحدث المالي. إنّ السبب الرئيس الذي يجعل قياس العائد غير العادي في الأجل الطويل أصعب منه في الأجل القصير هو أنّ العائد غير العادي اليومي في الأجل القصير بعد الحدث المالي سوف يقترب من الصفر، وأنّ الأنموذج المستخدم لقياس العائد غير العادي لن يكون له تأثير كبير على الاستدلال الإحصائي لهذا العائد، وهنا تظهر قضايا إحصائية عدّة، منها أنّ قياس العائد غير العادي في الأجل الطويل سوف يخضع لتحيزات إحصائية مختلفة. يقدّم هذا البحث أهمّ النماذج التي تستخدم لقياس العائد غير العادي، كما يناقش أهمّ الاختبارات الإحصائية، ويبين نقاط القوة والضعف في كل أنموذج.

الكلمات المفتاحية: منهجية دراسة الحدث، العائد غير العادي، الأداء طويل الأجل، المقياس المرجعي.

Evaluation of Event Study Methodology in Finance and Economics

Fawaz Khalid Al-Shawawreh

Mutah University - Jordan

Abstract

This paper deals with the fundamental issues faced by researchers in the application of the “event study methodology” to study the economic effects of long-term financial events and how the market responds to mergers and acquisitions, profit or debt announcements, corporate reorganization and investment decisions, and dividend announcements,..., since many studies in finance have provided evidence that companies can achieve long-term abnormal returns during a period of time between one and five years following important financial events, The long – term performance is considered a challenging area of research, than the short-horizon effect. Generally, the short-term trend is not exceeding several days after the financial event the main reason why the long-term yield is more difficult to measure is that the short-term expected daily return after the financial event will be close to zero, and the model used to measure the expected return will not have a significant impact on the statistical tests of the abnormal return. so, some statistical issues emerge, and that the measurement of the abnormal return on the long term will be subject to different statistical biasness. This research presents the most important models used to measure expected return. It also discusses the most important statistical tests showing their strengths and weaknesses in each model.

Keyword: Event study methodology, Abnormal returns, Long-Term performance, benchmark.

مقدمة :

إنّ فرضيّة كفاءة السوق مبنية على الافتراض القائل إنّ أسعار الأوراق الماليّة تعكس المعلومات المتاحة ذوات الصلة بالحدث المالي جميعها. إنّ الهدف الأساس من استراتيجية دراسة الحدث هو اختبار ردّة فعل أسعار الأوراق الماليّة في السوق عند الإعلان عن المعلومات المتعلقة ببيانات الإفصاح المالي للإصدارات الجديدة التي تطرح للتداول، أو إعادة الطرح للشركات القائمة. تعتبر دراسة الحدث من المنهجيات المهمّة المطبقة في البحوث التجريبيّة في مجالات إدارة الأعمال والاقتصاد المختلفة، وليست في مجال التمويل فحسب؛ إذ يمكن تطبيقها في اختبار فعالية الأسواق الماليّة، وفي اختبار النماذج النظرية، ومدى ملاءمتها في التنبؤ بالعوائد المستقبلية في مجالات تمويل الشركات، وأيضا يمكن تطبيقها في تقييم القرارات الإدارية التي تواجه المنشآت مثل: تقييم عمليات الاستحواذ، والاندماج، وإعادة الهيكلة، بالإضافة الى معرفة أثر هذه الأحداث على القيمة السوقية للمنشأة في المدى القصير و الطويل الأجل. ولكن هناك عددٌ من القضايا الشائكة المتعلقة بمنهجية دراسة الحدث في المدى الطويل الأجل. وقد ركّز العديد من الدراسات المختصة في الشأن الاقتصادي والمالي على أهمّ المشكلات الإحصائية التي يمكن أن تواجه الباحثين في كيفية التعامل مع هذه القضايا عند قياس أو تقدير العوائد في الأجل الطويل. ومن أهمّ الباحثين في هذا المجال (Kothari & Warner, 1997)، (Barber & Lyon, 1997) وكذلك (Barber & Tsai, 1999)؛ حيث قدّم هؤلاء الباحثون نقاشات مستفيضة تتعلق بطرق الإستدلال الإحصائي التي يمكن اتباعها للوصول إلى نتائج دقيقة عند تنفيذ اختبارات قياس العائد في المدى الطويل، مستخدمين: أساليب متنوعة، ومنهجيات مختلفة، ومن خلال مراجعة الدراسات التي تناولت المنهجيات التي تقيس الأداء المالي في المدى الطويل بعد أحداث مالية مهمّة، نجد أنّ هذه الدراسات تقدّم أدلّة على أنّ الشركات تكتسب عائدا غير متوقع أو غير عادي خلال الأجل الطويل (سنة إلى ثلاث أو خمس سنوات). ويقصد بالعائد غير العادي بأنّه الفرق بين العائد الحقيقي للورقة المالية أو الأصل المالي والعائد المتوقع للسوق المالي ممثلاً بالأداء المالي لمؤشر السوق. وهذا العائد ينجم عن أحداث مالية تختص بالسوق المالي وتؤثر في سعر الأصول المالية المتداولة، ويمكن أن تشمل الأحداث عمليات: الاندماج، وإعلانات توزيع الأرباح، وإعلانات الأرباح للشركة، وزيادة سعر الفائدة، والدعاوى القضائية وغيرها، حيث إنّ هذه الأمور جميعها

يمكن أن تساهم في تكوين هذا العائد غير العادي. ولكن توفر الأدلة على وجود هذا الأداء في الأجل الطويل (Long-Term Abnormal Returns) يتناقض مع فرضية السوق الفعال في أن أسعار الأسهم أو الأوراق المالية المعروضة في السوق سوف تعكس المعلومات المتوفرة بالسوق في غضون فترة قصيرة لا تتعدى اليوم أو بضعة أيام، ولحل هذه الإشكالية قدّم (Fama, 1998) تفسيراً بأن السبب الرئيس لهذه الظاهرة يعزى إلى المنهجية المتبعة في تقدير العائد غير العادي في الأجل الطويل، وبيّن أن تقدير هذا العائد سوف يختلف عند تغير طريقة حسابه، أو أنه سوف يختفي في حالة إحداث تغييرات في المنهجية المتبعة. كما أشار كل من (Barber & Lyon (1997) و(Kothari & Warner, 1997) إلى أن الاستدلال الإحصائي في الأجل الطويل في دراسات الحدث يتأثر باختيار المنهجية المناسبة للقياس؛ لذلك يجد الباحث أنه من الضروري إلقاء المزيد من الضوء على أهم المنهجيات المستخدمة لدراسة الحدث في الأدبيات المالية؛ لفهم خصائصها، ومحدداتها، من أجل التوصية بأفضل هذه المنهجيات التي تناسب تقدير العوائد غير العادية للشركات خلال أية فترة اختبار مقترحة للتقييم .

إن دراسة الحدث هي تحليل تجريبي يتم إجراؤه على ورقة مالية شهدت حدوث حدث أدى للتأثير على سعر الورقة المالية، ويمكن أن تكشف عن معلومات مهمة حول كيفية استجابة الورقة المالية لحدث معين، كما يمكن أن تساعد في التنبؤ بكيفية احتمال تفاعل الأوراق المالية الأخرى مع الأحداث المختلفة، كما تعدّ تحليلاً لتأثير خبر أو حدث معين. بشكل مباشر أو غير مباشر. فيما يتعلق بالتأثير على سعر سهم الشركة. ويمكن استخدام هذه الدراسة كأداة للاقتصاد الكلي؛ لتقييم وتحليل ما إذا كان لحدث معين تأثيراً في الأداء المالي للأعمال، أو الاقتصاد في صناعة معينة، أو قطاع معين، أو في أداء السوق ككل؛ كتأثيرات التغير في العرض والطلب.

إن دراسة الحدث هي دراسة تطبيقية تستخدم عادة لقياس أثر الحدث المالي على أسعار الأسهم أو العوائد. وعلى الرغم من أن غالبية الدراسات السابقة في هذا الشأن تتبع حركة أسعار الأسهم، فإنّ هناك دراسات عديدة تركّز على دراسة حجم التداول، أو على درجة تقلب العوائد: اليومية، أو الشهرية للأسهم. إن التركيز على دراسة الحدث ينبع من أهميتها في تقييم أثر السياسات المتبعة من قبل الشركة على قيمتها السوقية؛ إذ أنّ معظم الدراسات التطبيقية المختصة بدراسة الحدث المالي تستند إلى الافتراضات الآتية:

• بناء على فرضية كفاءة السوق فإن تأثير الحدث سوف ينعكس تلقائياً على أسعار الأسهم؛ لذلك فإن ردة فعل السوق على هذا الحدث يمكن قياسه من خلال عوائد الأسهم في مدى الفترة الزمنية المحددة للدراسة.

• الحدث بشكل عام هو حدث غير منظور؛ لذلك فإن العائد غير العادي يشير إلى ردة فعل السوق على حدث غير متوقع.

• خلال مدة الحدث المالي لا يوجد تأثيرات أخرى (Confounding effects) يمكن أن تؤثر في عوائد الأسهم محل الدراسة؛ مما يعني أن تأثير الحوادث الأخرى يبقى معزولاً.

تناقش هذه الورقة مقاصد وأهداف دراسة الحدث، وتعطي أمثلة من دراسات سابقة، وتقدم توضيحاً مفصلاً لتطبيق دراسة الحدث، وتعطي دليلاً لأهم الإجراءات التي يجب اتباعها في حالة استخدام هذه المنهجية في الدراسات الإستقصائية. ويصف الجزء الأخير من الورقة القيود المفروضة على طريقة دراسة الحدث. وبما أن منهجية دراسة الحدث المالي قد تم تطويرها؛ لمحاولة قياس تأثير حدث غير منظور على أسعار الأسهم، وتحديد اتجاه هذا التأثير، ومعرفة حجم الآثار المدركة على أسعار الأسهم محل الدراسة، لذا فإنه يمكن تطبيق هذه المنهجية في عدة مجالات بحثية، مثل: المالية، والمحاسبة، والإدارة، والاقتصاد، والتسويق، وغيرها من المجالات. ومن خلال مراجعة أدبيات الدراسات السابقة المتعلقة بتحليل تأثيرات الحدث المالي وجد الباحث أن من أوائل هذه الدراسات دراسة (Ball and Brown, 1968) التي تناولت تأثير إعلان توزيع الأرباح السنوية على أسعار الأسهم، ودراسة (Fama et. Al., 1968) التي بحثت في تأثير إعلان تجزئة الأسهم على عوائد الأسهم الدورية. ودراسة (Ball and Brown, 1968) التي خلصت إلى أن بيانات الدخل المحاسبي السنوي تحتوي على معلومات تتعلق بأسعار الأسهم. وأن أخطاء توقعات الدخل، التي تقاس بالفرق بين الأرباح المحاسبية المعلنة والمتوقعة، لها تأثير إيجابي على مؤشر الأداء غير العادي حول تاريخ إعلان التقرير السنوي. وفي دراسة (Fama et al., 1969) أشار الباحثون إلى أن أسعار الأسهم تبدو كأنها تتكيف مع المعلومات الجديدة، وأن تجزئة الأسهم تحدث عادة بعد الفترات التي تزيد فيها أسعار الأسهم بشكل ملحوظ بالنسبة للسوق، ووجدوا أنه بعد إعلان التجزئة، يبدو أن أسعار الأسهم تعكس بسرعة المعلومات المتاحة جميعها، ولا تحقق أية عوائد غير عادية؛ وهذا يؤكد كفاءة سوق رأس المال.

يمكن تصميم منهجيّة دراسات الحدث بطرق مختلفة؛ لتعكس أهدافاً محدّدة؛ لتقديم إجابة واضحة عن أسئلة البحث. كما يمكن استخدام هذه المنهجية لتحليل أثر الحدث على عيّنة واحدة، مثل دراسة أثر الإعلان عن الاستحواذ؛ لمراقبة ردّة فعل السوق؛ حيث يركّز التحليل على الشركة التي قامت بالاستحواذ، أو على الشركة التي تمّ الاستحواذ عليها (Lys and Vincent, 1995; Bruner, 1999). كما يمكن استخدام هذه المنهجية في الدراسات التي تحتوي على عينات كبيرة، إذ تختبر أثر الحدث في الأسعار لعينات مختلفة من الأسهم، ومن الأمثلة على هذا النوع من دراسات الحدث، دراسة تأثير تنفيذ سياسة الشركة في عيّنة كبيرة من الشركات المدرجة، مثل: سياسة تقسيم الأسهم، وسياسة تعويضات الإدارة العليا، أو سياسة تعيين المدراء (Yermack, 1997; Fama et al., 1969).

إضافة إلى دراسة تأثير الحدث على عوائد الأسهم؛ فقد بيّنت الدراسات السابقة جوانب عدّة من دراسات الحدث؛ كدراسة أثر الحدث على تقلبات الأسهم (De Fusco et al., 1990) and NG. 1993) وأثره على حجم التداول (Karafiath, 2009; Benkraiem et al., 2009)، أو أثره على الأداء المحاسبي للشركات (Barber and Lyon, 1996). وعلاوة على ذلك، فهناك دراسات أخرى قامت باختبار تأثير إعلان الحدث ليس فقط على الأسهم العامّة للشركات، وإنّما على العوائد غير العادية للسندات (Gugler et al., 2004; Steiner and Heinke, 2001).

أهداف البحث:

يهدف هذه البحث إلى مراجعة وتلخيص أهم النماذج المتعلقة بموضوع دراسات الحدث، كما يهدف إلى مناقشة الخطوات اللازمة لتطبيق المنهجية المستخدمة في هذه الدراسات، وسيتطرق البحث إلى مناقشة المنهجية المعروفة بمنهجية الشراء والاحتفاظ (Buy-and-Hold) (BHAR) (Abnormal Returns)، وكذلك منهجية العائد التجميعي أو التراكمي (Cumulative Abnormal Returns) (CAR)، وسيتطرق البحث أيضاً إلى تطبيق فروض الاستدلال الإحصائي لكلا الأسلوبين، وبيان نقاط الضعف والقوة لكل منهما من منظور إحصائي.

كما يتطرق البحث الى تطبيق هذه المنهجية على السوق الأردني لتقييم الأداء على المدى الطويل لعينة من الشركات التي أدرجت في السوق وطرحت أسهمها للاكتتاب العام الأولي

في بورصة عمان خلال فترة زمنية معينة كمثال على حدث مالي له أهمية وتأثير على أداء البورصة بشكل عام.

تصميم البحث واجراءات منهجية دراسة الحدث:

عند تصميم دراسة الحدث المالي أو الاقتصادي، فإن طول فترة الحدث، وتوفر البيانات اللازمة، سوف تؤخذ بالاعتبار عند تحديد عوائد الفترة الزمنية؛ إذ أن فترة الاختبار يمكن أن تكون: يومية، أو أسبوعية، أو شهرية، أو سنوية. بيد أن معظم الدراسات السابقة تركّز على البيانات اليومية، أو البيانات الشهرية؛ إذ أن البيانات اليومية تستخدم في الدراسات قصيرة الأجل (Small et al., 2007)، بينما تستخدم البيانات الشهرية عادة مع الدراسات طويلة الأجل (Ritter, 1991; Teoh et al., 1998b). إن تحديد مدة الاختبار لتأثيرات الحدث المالي يعتمد كثيرا على الموضوع الذي يراد تحليله؛ فأحيانا يمكن تمديد مدة الاختبار لتحتوي على الفترة الزمنية التي سبقت أو تلت الحدث محل الدراسة لمعرفة مدى تأثير الإعلان على الحدث، وأثره على عوائد الأسهم في الأجلين: القريب، والبعيد. كذلك إن إطالة فترة الاختبار بعد حدوث الأثر الاقتصادي يسمح بمراقبة ردّة الفعل المتأخرة في السوق عن الإعلان عن معلومات الحدث المالي. من جانب آخر فإن استخدام نافذة زمنية طويلة جداً ما بعد الحدث يمكن أن تؤثر سلباً على قوة الاختبارات المستخدمة للتحقق من مستوى الدلالة الإحصائية للعائد غير العادي.

الإجراءات المتبعة في دراسة الحدث:

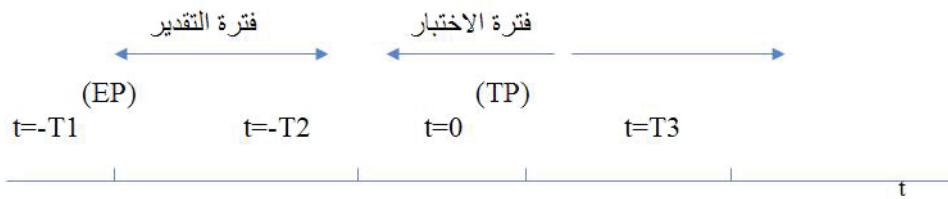
الخطوة الأولى: تتطلب هذه الخطوة من الباحث أن يحدد نوع الحدث محل الدراسة، وكذلك تحديد تاريخ بداية الحدث، حيث يكون موعد الإعلان عن الحدث هو الزمن صفر. وباستخدام التاريخ المحدد للحدث المالي فإن اختيار عينة الشركات يجب أن يتناسب مع طبيعة الحدث، بحيث يمكن تصنيف الشركات إلى مجموعات مختلفة، فإذا كان الحدث يخص شركات ذات خصائص مشتركة، فإن اختيارها يجب أن يراعي طبيعة الحدث: المالي، أو الاقتصادي، أو الإداري لملاحظة الأثر على أداء هذه الشركات.

إن تاريخ بداية الحدث يمكن أن يختلف من شركة إلى أخرى في عينة الدراسة، وحسب

ورود الحدث المالي المتعلق بها. وكذلك يجب تحديد حجم العينة من الشركات التي تخضع لشروط الدراسة من حيث: المدة الزمنية التي تسبق أو تلي الحدث في السوق المالي، وحسب نوع الدراسة: هل هي قصيرة الأجل، أم طويلة الأجل؟

الخطوة الثانية: يجب تحديد تاريخ الإعلان عن الحدث المالي بدقة؛ وذلك لمراقبة ردّة الفعل في انعكاس هذه المعلومة على أسعار الأوراق المالية في السوق المالي، كما يجب تحديد فترة الدراسة أو الاختبار، فعادة إذا كان الباحث يرغب بدراسة أثر الحدث المالي على الأسعار في الأجل القصير، فإنّ فترة الدراسة لا تتعدى أيام عدّة قبل وبعد الحدث المالي. أمّا إذا كان المقصود دراسة الأثر في الأجل الطويل، فإنّ فترة الدراسة سوف تمتد من اثني عشر شهراً إلى ستين شهراً بحدّها الأقصى.

إنّ تحديد الأفق الزمني عند دراسة الحدث في كل فترة زمنية له أهمية كبيرة في دراسات الحدث، بحيث أنّه يتوجب على الباحث أن يحدد فترة الاختبار (Test period TP) التي تسمى فترة الاختبار أيضاً نافذة الحدث (Event window)، وفترة التقدير (Estimation period EP). إنّ تأثير الحدث على أسعار الأسهم (العوائد) تتمّ دراسته وتحليله في فترة الاختبار (TP)، والتي يكون مداها ما بين T_2 إلى T_3 حول تاريخ الحدث (إعلان الحدث)، وهو اليوم صفر (Day 0) حسب ما هو موضح في الشكل رقم (1)



تاريخ الاعلان

شكل (1) الأفق الزمني لدراسة الحدث

يركّز عدد من الدراسات على مدى تأثير الحدث على أسعار الأسهم عبر نافذة قصيرة، وتحديدًا حول بداية الحدث؛ فعلى سبيل المثال يمكن اختيار فترة نافذة يومين (-1.0) (Lummer and McConnell, 1989 and Brunner, 1999) أو فترة نافذة لمدة ثلاثة أيام (-1.11) (Small et al.,

2007) ، بينما نجد أنّ فترة نوافذ الحدث طويلة الأجل تغطي فترة زمنية يمكن أن تمتد لأشهر أو سنوات عدّة قبل وبعد تاريخ الحدث؛ فهناك عددٌ من الدراسات وثقت فترة نافذة لتصل إلى 36 شهرا (Ritter, 1991) و (Hertzel et al., 2002)، وكذلك فترات يمكن أن تمتد إلى 60 شهرا (Gregory, 1997). أمّا فترة التقدير (Estimation period) التي يكون المدى لها من T1- إلى T2- كما يظهر في الشكل رقم (1) تغطي فترة نافذة يتم من خلالها تقدير العائد المتوقع لعينة الدراسة. وتكون هذه الفترة طويلة نسبيا إلى حد معقول؛ بحيث يكون عدد الأيام، أو الأشهر، أو السنوات التي يتم اختيارها لفترة التقدير (TP) ملائمة؛ لتبين تكرار الفترة الزمنية لبيانات العينة وتوفرها، فعلى سبيل المثال كانت فترة التقدير 150 يوما (Lummer and McConnell, 1989) و 225 يوما (Small et al., 2007) و 239 يوما (Brown and Warner, 1985) و (Defond et al., 2005)، وفي بعض الحالات عندما يكون الهدف من الحدث المالي هو الإستحواذ مثلا حيث تحدد نافذة التقدير (EP) بعد نافذة الحدث (TP).

الخطوة الثالثة: تقدير العائد المتوقع E(Rit) لكل سهم في العينة خلال فترة نافذة التقدير EP. إن العائد المتوقع يستخدم كعائد مرجعي (Benchmark return) في الوضع الطبيعي؛ حيث يتم مقارنة العائد الفعلي به خلال فترة نافذة الحدث (TP)، وهو يمثل العائد الذي ليس له علاقة بالحدث. وهناك نماذج عدّة يمكن استخدامها لتقدير العائد المتوقع منها قياس العائد العادي (Normal return) إذ أن هناك العديد من النماذج التي يمكن استخدامها لقياس العائد المتوقع أو العادي للسوق (Benchmark) لمقارنته بعائد الأصل المالي أو الورقة المالية. وقد تناولت الكثير من الدراسات هذه النماذج لمقارنة الأداء ضمن سياقات متنوعة، ومن أهم هذه النماذج ما يأتي:

1. أنموذج العوائد السوقية المعدلة (Market-adjusted returns model):

ويمكن استخدام هذا الأنموذج كما يأتي:

$$AR_{it} = r_{it} - r_{Mt}$$

حيث يمثل r_{Mt} العائد على محفظة السوق خلال الفترة t من خلال حساب العائد من المؤشر الرئيس للسوق حسب تاريخ الحدث، ولكن هذا العائد يمكن أن يتعرض إلى تحيزات إحصائية واقتصادية لا تعطي الدقة المطلوبة في قياس العائد غير المتوقع أو غير العادي؛

وبالتالي نصل إلى نتائج مضللة¹ عند تقييم عوائد الأسهم في الأجل الطويل.

إن متوسط العائد هو معدل العائد خلال فترة التقدير (EP) بحيث أن كل سهم في العينة يمكن أن يستخدم معدل العائد خلال فترة التقدير كمعاند متوقع خاص به (Brown and Warner, 1985) و (Lambertides, 2009). يكون العائد المتوقع هو عائد السوق (R_{mt}) في الفترة الزمنية نفسها بافتراض أن الأسهم جميعها في المتوسط تولد معدل العائد نفسه (Ritter, 1991; Bruner, 1991; Weber et al., 2008). إن استخدام عائد السوق المعدل لا يتطلب فترة تقدير (EP).

2. نموذج السوق (Market model):

المنهج البديل للنموذج الأول هو أن نفترض أن تتولد العائدات من نموذج ذي متغير واحد:

$$r_{it} = \alpha_i + \beta_i r_{Mt} + \varepsilon_{it}$$

حيث تمثل كل من r_{Mt} و r_{it} العائد على الورقة المالية وعائد محفظة السوق على الترتيب. ويمكن تقدير معلمتي النموذج من خلال البيانات التي تغطي فترة الاختبار. إن نموذج السوق يعتبر - على الأرجح - الخيار الأكثر استخداماً كمعيار للمقارنة بين عائد الورقة المالية والعائد المتوقع في أدبيات دراسة الحدث في الاقتصاد المالي. إن العائد المتوقع يتم احتسابه بناء على نموذج السوق ذي العامل المنفرد حيث أن معلمتي النموذج: ألفا (α)، وبيتا (β) يتم تقديرهما باستخدام معادلة الانحدار بطريقة المربعات الصغرى (OLS) في مدى فترة التقدير (EP) ويتم استخدام هذه الطريقة للتحكم في العلاقة بين عوائد الأسهم وعوائد السوق؛ إذ يسمح بالتغيير في المخاطر المرتبطة بالأسهم المختارة محل الدراسة. إن نموذج عائد السوق المعدل استخدم في دراسات عدّة سابقة للحدث مثل دراسات (Small et al., 2007) (Homan, 2006).

3. نموذج عائد تسعير الأصول الرأسمالية المعدل (CAPM):

$$AR^{CAPM} = R_{it} - [R_{Ft} + \beta(R_{mt} - R_{Ft})]$$

1. يعزى ذلك إلى عوامل عدة منها اختلاف أحجام الشركات المدرجة في السوق المالي إذ يؤثر أداء هذه الشركات بشكل ملحوظ بقيمة مؤشر السوق بينما يكون مقدار الأثر من قبل الشركات الصغيرة على المؤشر غير ملحوظ (أنظر Lyon et al. 1999).

عند استخدام أنموذج (CAPM) فإنَّ العائد المتوقع يتألف من العائد الخالي من المخاطر (R_f) ، بالإضافة إلى علاوة مخاطر السوق (Espenlaub et al., 2001)، وتقيس «بيتا» الخاصة بالأنموذج خطر السهم i على افتراض أنَّ المستثمر يتطلب عائداً أعلى للتعويض عن مخاطر أكبر. طبق عدد من الدراسات الحدث طبقت نظرية تسعير الأصول الرأسمالية (CAPM) كمعيار للمقارنة بين العائد الحقيقي للأصل المالي، والعائد المتوقع.

$$E(R_i) = R_f + \beta_i(E(R_m) - R_f)$$

حيث تمثل كل من $E(R_i)$ العائد المتوقع، R_f العائد الخالي من المخاطر و $E(R_m)$ عائد محفظة السوق المتوقع. ومن ثمَّ يتمَّ حساب العائد غير العادي كما يأتي:

$$AR_i = r_i - E(R_i)$$

4. أنموذج (Fama-French) ثلاثي العوامل (Fama-French Three factor model):

$$Abf_{i,t} = R_{it} - [R_{ft} + \beta^{ff} (R_{mt} - R_{ft}) + Sff_i SMB_t + hif^{ff} HML_t]$$

ومن النماذج التي تمَّ توظيفها في الدراسات السابقة لتقدير العائد غير العادي هذا الأنموذج، إذ يعتبر هذا الأنموذج نسخة معدلة لأنموذج (CAPM)؛ إذ أنه يشتمل على المزيد من عوامل المخاطر، مثل: عامل العائد المتعلق بالسوق ويقاس $(R_{m,t} - R_{f,t})$ ، وعامل الحجم الذي يمثل الفرق بين معدل العائد لمحفظة الأسهم الصغيرة الحجم والأخرى كبيرة الحجم (SMB)، وعامل القيمة الدفترية إلى القيمة السوقية الذي يمثل الفرق في معدل العائد بين محافظ الأسهم ذوات النسب العالية للقيمة الدفترية إلى القيم السوقية والنسب المتدنية منها (Fama and French, 1993) (HML). إنَّ هذه الطريقة تستخدم العوائد الشهرية في مدى طول الفترة الزمنية محل الدراسة، ويمكن تطبيقها بشكل مشابه لنظرية (CAPM) حيث تمَّ استخدامها بشكل واسع في أدبيات الدراسات السابقة مثل دراسات (Barber and Lyon, 1997; Loughran and Ritter, 1995; Dutta and Jog, 2009)

5. المحفظة المرجعية (Reference Portfolio):

$$AR_{i,t}^p = R_{i,t} - R_{p,t}$$

إنّ العائد المتوقع وفقا لهذا الأسلوب هو عائد المحفظة المرجعيّة التي تتألف من عدد كبير من الأسهم، تكون مصنّفة على أساس معايير: الحجم، ونسبة القيمة الدفترية إلى القيمة السوقية، أو كليهما. ولحساب هذا العائد المتوقع المرجعي ليس هناك حاجة إلى فترة التقدير (EP)، حيث يقوم يتم تصنيف الشركات جميعها إلى مجموعات مختلفة اعتمادا على خصائص معيّنّة؛ فعلى سبيل المثال، يتمّ تصنيف الشركات إلى عشرة مجموعات مختلفة الحجم، ثمّ يتمّ حساب متوسط العائد للأسهم جميعها في كلّ مجموعة؛ إذ يعتبر كعائد متوقع للمحفظة المرجعيّة (Ritter, 1991; Barber and Lyon, 1997).

6. طريقة الشركة المطابقة (Matched firm approach):

$$AR_{MF} = R_{it} - R_{MF}$$

على غرار الأسلوب المتبع في استخدام عائد المحفظة كعائد متوقع، فإنّ هذا العائد يفترض أن يكون هو العائد نفسه لشركة مماثلة خلال فترة الاختبار. إنّ إجراء عمليّة المطابقة تتمّ على أساس خصائص الخطر ذات الصلة، ومطابقتها مع أسهم غير مشمولة بالحدث، ومن الخصائص التي يمكن اعتمادها الحجم (قيمة الأسهم السوقية)، ونسبة القيمة الدفترية إلى القيمة السوقية، أو كليهما معا. يتمّ احتساب العائد غير العادي AR_{it} في هذا النموذج كفرق ما بين عائد الورقة الماليّة في العينة، وعائد الورقة الماليّة لشركة مماثلة في السوق المالي لم تتعرض إلى الحدث المالي نفسه. وحتى نصل إلى مستوى دقيق في احتساب الفرق، هناك محدّدات عدّة يجب أخذها بالاعتبار في الشركة المماثلة؛ من حيث تطابقها في مستوى الحجم وكذلك في مستوى الصناعة؛ إذ أنّه لا يمكن مقارنة عائد عينة كبيرة مع عائد عينة صغيرة ولو في القطاع نفسه أو الصناعة نفسها. وأيضا يوجد محدّد آخر يمكن أن يساعد في الوصول إلى دقة أكبر في قياس الفرق في العائد هو عمر الشركة؛ فعلى سبيل المثال، عند استخدام خاصيّة الحجم، فإنّ العائد غير العادي لسهم الحدث هو الفرق بين العائد الفعلي وعائد السهم المطابق في الخصائص ويتشابه معه في قيمته السوقية (Ritter, 1991; Loughran and Ritter, 1995; Barber and Lyon, 1997; Carlson et al., 2006).

الخطوة الرابعة: قياس الأداء غير العادي للأصول الماليّة (Abnormal Performance):

يتم في هذه المرحلة حساب العائد غير العادي (غير المتوقع) (Abnormal return) لكل سهم

في العينة وهو الفرق بين العائد الحقيقي (الفعلي في الزمن t) في نافذة الحدث وما بين العائد المتوقع للسهم $E(R_i, t)$:

Abnormal Return = Actual Return – Normal Return

$$AR_{i\tau} = R_{i\tau} - E(R_{i\tau})$$

حيث أن:

$AR_{i\tau}$ تمثل العائد غير العادي للأصل المالي أو الورقة المالية i خلال الفترة الزمنية τ

$R_{i\tau}$ تمثل العائد الحقيقي للأصل المالي أو الورقة المالية i خلال الفترة الزمنية τ

$E(R_{i\tau})$ تمثل العائد العادي للأصل المالي أو الورقة المالية i خلال الفترة الزمنية τ

بعد أن يتم حساب العائد غير المتوقع أو غير العادي (Abnormal return) حول تاريخ الحدث لعينة الشركات محل الدراسة باستخدام الأنموذج المناسب لمقارنة العائد مع عائد المؤشر العام للسوق المالي أو المرجع، يتم تجميع العائد غير المتوقع (Aggregate abnormal returns) سواء باستخدام أسلوب (BHAR) أو تطبيق منهجية العائد التراكمي غير العادي (CAR)، وسوف يتطرق البحث لكلا الأسلوبين بالتفصيل لاحقا بتطبيق عملي. بعد ذلك يتم اختبار مستوى الدلالة الإحصائية وتفسير النتائج بناء على ذلك. ويتم في هذه المرحلة حساب العائد غير العادي (غير المتوقع) (Abnormal return) لكل سهم في العينة وهو الفرق بين العائد الحقيقي (الفعلي في الزمن t) في نافذة الحدث، وما بين العائد المتوقع للسهم $E(R_i, t)$.

الخطوة الخامسة الاختبار الإحصائي: سيقوم الباحث باختبار قوة الاختبار الإحصائي وذلك حسب المؤشر المستخدم ومقارنته بالعائد غير العادي الذي تم حسابه حسب ما تم توضيحه في منهجية دراسة الحدث؛ لذلك سوف يتم توظيف صيغ معينة سوف يتطرق إليها الباحث للوصول إلى نتائج الاختبار الإحصائي.

دراسة تطبيقية منهجية دراسة الحدث المالي حول الأداء طويل الأجل للعوائد غير العادية لشركات الطرح العام الأولي (IPO):

ونظرا إلى أهمية الاختبار التطبيقي لمختلف صيغ منهجية دراسة الحدث فسوف يقوم الباحث باستخدام منهجية دراسة الحدث المالي وذلك بقياس العوائد غير العادية لشركات الطرح العام الأولي في بورصة عمان باعتبار أن عملية الإكتتاب هي بحد ذاتها حدثٌ ماليٌّ في السوق، وذلك بتتبع عائد هذه الشركات بعد الإدراج لمدة ثلاث سنوات؛ إذ أن الحدث يتكوّن من عينة من هذه الشركات، ويتمّ تحديد تاريخ الحدث، ومن ثمّ يتم قياس العائد من تاريخ الإدراج ومقارنته بمؤشرات مائيّة، بعضها يمثل المؤشر العام لسوق عمان المالي، والأخرى يتمّ إعدادها حسب منهجية دراسة الحدث والنظريات الموضوعية في الأدبيات السابقة المتعلقة بهذا الموضوع.

الأداء غير العادي في المدى الطويل للاكتتابات العامة الأردنية خلال الفترة 2010-2016:

عندما تكون الشركات بحاجة إلى زيادة رأس المال، فإنها غالباً ما تقرر كسب رأس المال من خلال عمليات الاكتتاب العامة أو ما يسمّى العروض العامة الأولية (IPOs)؛ إذ تسمح عمليات الاكتتاب الأولية العامة للشركة بالحصول على رأس المال الذي تحتاجه من خلال بيع الأسهم للجمهور لأول مرة، ويمكن استخدام الأموال المكتسبة من خلال اكتتاب عام أولي من قبل الشركة: للتوسع المستقبلي، أو لسداد الديون، أو ببساطة كرأس مال عام. (Ritter and Welch, 2002).

تبدأ معظم الشركات بزيادة رأس المال من الأسهم من عدد صغير من المستثمرين، وإذا كان هؤلاء المستثمرون يرغبون في بيع أسهمهم، وإذا كانت الشركة تحتاج إلى رأس مال إضافي في وقت ما في المستقبل، فإن الشركة تجد أنه من المستحسن - بشكل عام - أن يتم الإعلان عن بيع الأسهم إلى عدد كبير من المستثمرين المتنوعين، وبمجرد أن يتمّ تداول الأسهم بشكل علني، فإن هذه السيولة المعززة تسمح للشركة بزيادة رأس المال بشروط أكثر ملاءمة ممّا لو كان عليها تعويض المستثمرين عن نقص السيولة المرتبطة بالشركة الخاصة؛ لذا، فإنّ الاكتتاب العام هو آلية فعّالة لزيادة رأس المال، لا سيّما في الأسواق الناشئة حيث يوجد مصدر محدود للأموال، ولا يوجد أصحاب رؤوس أموال مجازفة (Levis, 1993). هناك عددٌ من الأسباب التي تجعل الأداء في المدى الطويل للعروض العامة الأولية موضع اهتمام. أولاً، من وجهة نظر المستثمر، قد يوفر وجود أنماط الأسعار فرصاً لاستراتيجيات التداول النشطة لتحقيق عوائد أعلى. وثانياً، إنّ اكتشاف إمكانية تحقيق أرباح غير عادية الأداء (غير الصفري) بعد البيع يشكك في الكفاءة المعلوماتية لسوق

الطرح الأولي العام؛ فهو يقدم دليلاً على الفرضية القائلة بأن أسواق الأسهم - بشكل عام - وسوق عروض الاكتتابات - على وجه الخصوص - تخضعان إلى الإشاعة التي تؤثر على أسعار السوق. ثالثاً، إن حجم الاكتتابات الأولية يعرض تغييرات كبيرة بمرور الوقت. (Ritter, 1991)

لكن في الأردن، كان اتجاه الاكتتاب العام الأولي هو توليد الأموال للشركات الناشئة التي لا تملك أية نشاطات سابقة، أو سجل حافل من خلال عرض الأسهم بسعر دينار أردني للسهم الواحد؛ حيث يتم تحديد سعر العرض بناء على: تقييم الشركات، وظروف السوق الحالية، وتسعير الشركات المدرجة المماثلة (Al-khas, 2007).

تأتي أهمية هذا البحث من خلالات مناقشة ماهية اتخاذ قرارات استثمارية عقلانية وفقاً لعائد الشركة المدرجة بالنسبة للمستثمرين؛ من أجل اتخاذ قرارات شراء أو بيع الأسهم. كما أنه مهم للمصدرين من خلال مناقشة الفرص والبدائل الجديدة في الأسهم، كما يعرض هذه البحث من خلال نتائجه وتوصياته معلومات مفيدة حول خصائص شركات الاكتتاب للأشخاص المعنيين، بالإضافة إلى بيان دور هيئة الأوراق المالية في عمليات التنظيم والإشراف على شركات الاكتتاب. وأخيراً، فإن هذا البحث يقدم دليلاً إضافياً وعامياً حول الأداء طويل الأجل للاكتتابات العامة الأولية. ولأهمية هذا الموضوع، فقد تناولت العديد من الدراسات هذه القضية في أسواق مختلفة، وبلدان مختلفة، وبالتالي فإن هذه الدراسة تقيس أداء الاكتتاب العام في المدى الطويل للشركات المدرجة في البورصة خلال الفترة (2010-2016) من خلال متابعة العائد من الاكتتاب العام من أول يوم تداول إلى 36 شهراً بعد الإدراج، ولهذا السبب تم تحديد فترة الدراسة منذ عام 1993 ليتمكن الباحث من متابعة الاكتتابات بعد ثلاث سنوات من الإدراج، وأيضاً بسبب توفر البيانات من بداية هذا التاريخ.

مراجعة المصادر السابقة :

هناك عددٌ من الدراسات التي تدرس الأداء للعروض العامة الأولية (IPOs) في المدى الطويل في مختلف الأسواق: المحلية، والعالمية. فقد بين (Ibbotson, 1975) وجود علاقة سلبية بين العائد الأولي للاكتتاب العام، وأداء سعر السهم في المدى الطويل لعينة مكونة من 220 اكتتاباً أمريكياً تم إصدارها خلال الفترة (1960-1969). وبين أنه كان هناك أداء إيجابياً

في السنة الأولى، وأداء سلبيا في السنوات الثلاث اللاحقة ، وأداء ايجابي عام في السنة الخامسة. أما (Ritter,1991) فقد حلّ أداء 1526 اكتتاباً أمريكياً تم إصدارها في الفترة ما بين (1975-1984) وأبلغ عن ضعف أداء المؤشرات (NASDAQ, AMEX, NYSE) بنحو- 27.39% في فترة الثلاث سنوات بعد الإصدار، كما وجد أنّ هناك علاقات مهمّة بين أعمار الشركات المدرجة، وأدائها في المدى الطويل.

قام (Loughran and Ritter, 1995) بالتحقيق في عينة من 4753 اكتتابا عاما أمريكيا تم إصدارها خلال الفترة (1970-1990)، وأفادا بأنّ أداء العروض العامّة الأولى (الاكتتابات)، أو عروض الأسهم (SEOs) أقلّ بكثير من أداء الشركات غير المصدرة بعد خمس سنوات من تاريخ العرض، حيث أنّ متوسط العائد السنوي خلال الخمس سنوات بعد الإصدار هو 5% فقط للشركات التي تجري عمليات الاكتتاب العام الأولي، و7% فقط لعروض الأسهم (SEOs). أمّا Barber and Lyon (1997) فقد حللا 1798 اكتتاباً أمريكياً صادراً خلال يوليو 1963 إلى ديسمبر 1994 باستخدام منهجية (CAR) و أسلوب (BHAR)، وباستخدام نموذج (Fama-French three-factor model). وقد بيّنا ثلاث نتائج جديرة بالاهتمام؛ أولاً، إنّ العائد غير العادي التراكمي المحسوب باستخدام إحصاءات اختبار العائد المرجعي تكون متحيّزة إيجابياً، ويزداد حجم التحيّز مع مدى العائد التراكمي، ويمكن أن يعزى هذا التحيّز الإيجابي إلى متوسط عائد غير عادي موجب، والذي ينتج عن الانحياز الناتج عن إدراج أسهم جديدة للمؤشر؛ حيث لاحظنا أنّ هذا التحيّز الإيجابي يكون أكثر وضوحاً عند استخدام مؤشر السوق الموزون بنفس القدر لحساب (CAR). وثانياً، فإنّ أساليب استخدام الشركة المطابقة كمؤشر مرجعي جميعها تحقق إحصائيات اختبار محددة بشكل جيد، وأخيراً، قام الباحثان بتوثيق أنّ أنموذج (Fama-French three factor model) ينتج عنه إحصاءات اختبار متحيّزة سلبياً في أفق 12 و 36 شهراً.

كما قام (Barber, Lyon and Tsai, 1998) بتحليل الشركات المدرجة في أسواق (NYSE, AMEX, NASDAQ) كلها خلال الفترة من منتصف عام 1973 والى نهاية سنة 1994. وقد استخدم الباحثون أساليب عدّة لتحليل الأداء للعائد المتوقع في المدى الطويل حيث خلص الباحثون إلى نتائج عدّة، منها أنّ طريقة تقدير العائد غير العادي يمكن أن تخضع إلى سوء التقدير، وقد أفادوا أنّ سوء التقدير في العائد يمكن أن يعزى إلى أسباب عدّة منها، الانحياز الناتج

عن إدراج أسهم جديدة للمؤشر، وطريقة توزيع المؤشر كل فترة زمنية، والتحكيز الناتج عن القيم المتطرفة لبعض الأسهم التي تؤثر على المؤشر المرجعي للسوق: وأخيراً، اختيار الأنموذج غير المناسب لتقدير العائد غير العادي. وتعتمد كيفية تأثير هذه العوامل على سوء التقدير في إحصاءات الاختبار، وما إذا كانت هذه العوامل تعتمد على الطريقة المستخدمة لحساب العوائد غير العادية. وفي المملكة المتحدة، قام (Levis, 1993) بالتحقيق في الأداء في المدى الطويل لعينة تتكون من 712 اكتتاباً عاماً صادراً خلال الفترة (1980-1988)، وأفاد أنّ العائد في المدى الطويل يستند إلى ثلاثة معايير بديلة هي: مؤشر الأسهم (FTAI)، ومؤشر Hoar (govett) للشركات الصغيرة (HGSCI)، ومؤشر (ASEWI). وقد أوضحت النتائج التي توصل إليها التقرير ضعف الأداء في المدى الطويل في السوق بقيم تتراوح بين 8% و23% اعتماداً على المعيار المستخدم. كما أكد Levis على النتائج التي توصل إليها (Ritter, 1990) من تدني أداء الاكتتابات العامة في المدى الطويل من الناحية الإحصائية. كذلك قام (Espanlaub et al 1986-1991) وذلك باستخدام عدد من المعايير البديلة، ووثقوا أنّ أداء أسهم شركات الاكتتابات العامة في المدى الطويل أقل من أداء السوق.

وفي دراسة أجريت على عينة من الشركات في المملكة المتحدة قام كل من (Espanlaub et al 2000) بدراسة 588 اكتتاباً عاماً أدرجت خلال الفترة (1985-1992) باستخدام مقاييس مرجعية عدّة هي: أنموذج (CAPM)، والمؤشر المرجح بالقيمة السوقية (VWMI)، وأنموذج Fama-French، والمؤشر المرجعي المكون من باقي الشركات غير المكتتبه والمصنفة حسب الحجم (size decile model). وقد أكدت النتائج التي تمّ التوصل إليها على وجود عروض عامة أولية طويلة الأجل ذوات أداء ضعيف بدلالة إحصائية عالية بغض النظر عن المؤشر المعياري. كما قام كل من (Gregory, et al 2010) بفحص 2499 اكتتاباً عاماً في المملكة المتحدة صدرت في الفترة ما بين منتصف عام 1975 ونهاية عام 2004، ووجدوا أدلة دامغة على قصور الأداء في المدى الطويل والذي يستمر لمدة 36 إلى 60 شهراً بعد الإدراج، اعتماداً على مقاييس معيارية تم إعدادها بعناية لتقدير العوائد غير العادية. درس صالح ومشعل (2008) حساسية الأنموذج المستخدم لتقدير متوسط العائد التراكمي غير العادي؛ حيث استخدموا ثلاثة نماذج

مختلفة (أنموذج CAPM ، وأنموذج Fama Fama and French factor ، وأنموذج عامل متعدد) ،
 واستخدما منهجين لاختبار النتيجة: منهج التحليل المبني على استراتيجية دراسة الحدث،
 ومنهج التحليل الذي يتبنى طريقة التقويم الزمني (Calendar-Time Approach). وقد وجد أنّ
 النماذج الثلاثة المستخدمة لتقدير متوسط العائدات غير العادية التراكميّة تنتج عوائد سلبية
 غير عاديّة كبيرة. الانتقاد الرئيس لهذه الدراسة هو استخدام مؤشر بورصة عمان (ASE)
 فقط كمؤشر وحيد لتقدير الأداء طويل الأجل للاكتتابات العامّة الأوليّة، حيث أنّ مؤشر
 السوق يتصف بالتحيز لأكبر الشركات المدرجة. أمّا دراسة (Sohn, Tsui, and Zhang, 2012)
 فقد حقق الباحثون في أداء 230 اكتتاباً صادراً في الصين خلال الفترة من يناير 1997 إلى
 ديسمبر 1998. وقد عثروا على بعض الأدلّة على تخفيض قيمة الاكتتابات العامّة من قبل جهات
 الإصدار؛ ولكنّ المبالغة في تقدير هذه الاكتتابات كان من قبل المستثمرين في يوم الإصدار، كما
 أفادوا عن الأداء الإيجابي للاكتتابات العامّة بعد عامين من الإصدار. قدم (Agarwal, 2012)
 اختباراً على ردة فعل سعر السهم للإعلان عن 205 من عروض حقوق الملكية في الهند خلال
 الفترة من أبريل 2000 إلى مارس 2011؛ وتتفق نتائج هذه الدراسة مع تلك التي لوحظت في
 البلدان النامية التي تبين أنّ العوائد غير العادية التي لوحظت في تاريخ الإعلان تحمل علاقة
 سلبية مع انخفاض الرفع المالي، وخصم السعر المعروض في إصدار الأوراق المالية. أمّا دراسة
 (Ang J.S., Zhang S., 2015) فقد وصفت القضايا الأساسيّة التي تواجه دراسة الحدث المالي
 في الأمد الطويل؛ من حيث اختيار منهجيّة البحث الأنسب لتوظيفها لاختبار منهجيّة دراسة
 الحدث. وقد ركّزت الدراسة على استخدام الأرباح غير العادية لمنهجية الشراء والاحتفاظ
 (Buy and Hold Abnormal Return) كميّار لقياس العائد غير العادي على أساس منهجيّة
 الشراء والاحتفاظ لكل عنصر من عيّنة الدراسة لاختبار الفرضيّة الصفريّة المتضمّنة أنّ
 معدل العائد غير العادي هو صفر. كذلك استخدمت الدراسة اختبارات إحصائيّة عدّة لا
 معلمية مثل (Wilcoxon signed-rank test or The Fisher` test) .

فرضيات البحث:

تمّ إعداد الفرضيات في هذا البحث للتعامل مع النماذج والمعايير المستخدمة في هذه الدراسة،
 وتأثيرها على قياس العوائد غير العادية؛ من خلال فحص ما إذا كان هناك اختلاف في العوائد

غير العاديّة (AR)، والعوائد غير العادية التراكمية (CAR)، وعوائد الشراء والاحتفاظ (BHAR) وفقاً لتطبيق معيار معين. وسيتم اختبار هذه الفرضيات كلّها من خلال استخدام اختبارات معيّنة عند مستوى معنويّة (5%) ، انظر الجدول (1) الذي لخص فرضيات البحث.

جدول (1) فرضيات البحث

المعيار المرجعي	الفرضيات العدمية	الفرضية
المعيار الأول: مؤشر بورصة عمان (ASEI)	AR H01	لا يختلف العائد غير العادي في المدى الطويل عن الصفر عندما يتمّ تطبيق (ASEI) كمقياس مرجعي.
	CAR H02	لا يختلف العائد غير العادي التراكمي في المدى الطويل عن الصفر عندما يتمّ تطبيق (ASEI) كمقياس مرجعي.
	BHAR H03	لا تختلف عوائد الشراء والاحتفاظ في المدى الطويل بشكل كبير عن الصفر عندما تستخدم (ASEI) كمعيار مرجعي.
المعيار الثاني: الشركات المطابقة (MF)	AR H04	لا يختلف العائد غير العادي في المدى الطويل عن الصفر عندما يتمّ تطبيق (MF) كمقياس مرجعي.
	CAR H05	لا يختلف العائد غير العادي التراكمي في المدى الطويل عن الصفر عندما يتمّ تطبيق (MF) كمقياس مرجعي.
	BHAR H06	لا تختلف عوائد الشراء والاحتفاظ في المدى الطويل بشكل كبير عن الصفر عندما تستخدم (MF) كمعيار مرجعي.
المعيار الثالث: أنموذج تسعير الأصول الرأسمالية (CAPM)	AR H07	لا يختلف العائد غير العادي في المدى الطويل عن الصفر عندما يتمّ تطبيق (CAPM) كمقياس مرجعي.
	CAR H08	لا يختلف العائد غير العادي التراكمي في المدى الطويل عن الصفر عندما يتمّ تطبيق (CAPM) كمقياس مرجعي.
	BHAR H09	لا تختلف عوائد الشراء والاحتفاظ في المدى الطويل بشكل كبير عن الصفر عندما تستخدم (CAPM) كمعيار مرجعي.

المنهجية والتطبيق:

يصف الباحث تصميم البحث ومنهجيته للوصول إلى الأهداف المحددة اعتماداً على

منهجية دراسة الحدث، حيث يتم تقديم طريقة تحليلية وصفية من خلال تطوير فرضيات البحث من أجل اختبار نظريات مختارة في هذا البحث. وتقدم الدراسة الوصفية وجهة نظر للجوانب ذات الصلة في سوق الاكتتابات الأولية الأردنية.

يتم اختيار منهجية دراسة الحدث على أساس أنها طريقة للتحقيق من أجل الإجابة عن أسئلة البحث، وتحديد المتغيرات المهمة المرتبطة بالمشكلة البحثية. تشير وحدة التحليل إلى المستوى الذي يتم فيه تجميع البيانات (Sekaran, 2007)، وفي هذه الدراسة يتم تمثيل وحدة التحليل بالشركات التي تنتمي إلى قائمة الإصدارات العامة الأولية (IPO). ومن حيث الأفق الزمني، تعتبر هذه الدراسة بمثابة دراسة مقطعية مستعرضة (دراسة يتم فيها جمع البيانات مرة واحدة فقط على مدار أيام أو أسابيع أو أشهر). وفي هذه المرحلة، وفي هذا البحث تم جمع البيانات التي تمثلها العائدات الشهرية لشركات الاكتتاب العام، والعوائد الشهرية للمؤشرات، وعوائد الشركات المطابقة الشهرية، والعوائد الشهرية المحسوبة باستخدام نموذج تسعير الأصول الرأسمالية خلال فترة الدراسة.

مجتمع البحث:

يتكون مجتمع الدراسة في هذا البحث من 135 شركة مدرجة في بورصة عمان خلال فترة الدراسة، لكن هذا العدد من الشركات لا يتكون من شركات الاكتتابات العامة فحسب؛ بل يشمل الشركات التي تغير وضعها القانوني من الشركات ذات المسؤولية المحدودة إلى الشركات المساهمة العامة، والتي أدرجت أسهمها أولاً ثم تنفذ عرضاً عاماً، بالإضافة إلى الشركات التي تم خصصتها، وهي ثلاث شركات حكومية تم تخصيصها من خلال عملية طرح عام خلال فترة البحث.

عينة الدراسة:

تتكون عينة الدراسة من 90 اكتتاباً عاماً. صدرت بين يناير (2010) إلى ديسمبر (2016) في بورصة عمان (ASE). ويلخص الجدول (2) العينة النهائية للدراسة بعد استبعاد: العروض الخاصة، وعروض البنوك والشركات التي تغير وضعها القانوني، والشركات التي تم خصصتها.

جدول (2)

ملخص عينة الدراسة	
145	مجموع الشركات ذات الطرح العام الأولي كعينة مبدئية أتمت مدة الدراسة
14	ما عدا الشركات التي تغيّر وضعها القانوني من الشركات ذوات المسؤولية المحدودة إلى شركات المساهمة العامة
11	ما عدا الشركات التي تم خصصتها
120	المجموع الفرعي (1)
30	ما عدا الاكتتاب الخاص
90	عينة الدراسة النهائية

طرق جمع البيانات:

تمّ جمع البيانات الأولى من مصادر عديدة مثل: التقارير السنوية لهيئة الأوراق المالية الأردنية، والتقارير السنوية لبورصة عمان، بالإضافة إلى البيانات التي تمّ جمعها من وزارة المالية والبنك المركزي ممثلة في البيانات المتعلقة بمعدّل العائد على أذونات الخزينة خلال فترة الدراسة. ويجب معالجة البيانات الأولية جميعها بما في ذلك عوائد الاكتتابات الأولية الموجودة في هيئة الأوراق المالية الأردنية (JSC) وبورصة عمان (ASE) كسعر إغلاق يومي، إلى جانب عوائد السوق التي يمثلها مؤشر بورصة عمان للأوراق المالية، الذي يوجد أيضاً كإغلاق يومي. قام الباحث بتحويل هذه العوائد اليومية إلى عوائد شهرية لحساب العائد في المدى الطويل خلال فترة الدراسة، كما أنّ عائد الشركات المطابقة والتي تمثل أحد المعايير المستخدمة في هذه الدراسة موجودة في (JSC) كسعر إغلاق يومي، ويجب تحويلها إلى عوائد شهرية من أجل تحقيق أهداف البحث.

المعايير المرجعية والأنموذج التجميعي:

استخدم الباحث في هذه الدراسة ثلاثة معايير مرجعية، وقام بمقارنة كل واحدة من هذه المعايير مع عائد الاكتتاب العام الأولي (IPOs) لحساب العائد غير العادي (AR)، ثم قام بحساب الأنموذج التجميعي لكل مقارنة لمعرفة درجة حساسية النماذج القياسية والمجمعة للعوائد غير العادية في المدى الطويل. وقد اختار الباحث هذه المعايير لأنها ملائمة، ولم يتم توظيفها من قبل في السوق الأردني، إلى جانب أنّ البيانات التي تحتاج إليها هذه المعايير

متوفرة. وفيما يأتي مناقشة هذه المعايير والنماذج المجمعّة لمزيد من التوضيح.

- أنموذج تسعير الأصول الرأسمالية (CAPM): وفقاً لهذا المعيار، سيقوم الباحث ببعض الحسابات الإحصائية قبل استخدامه بسبب طبيعة هذا المعيار التي تتطلب ذلك، لذا يجب القيام بما يأتي: أولاً حساب العائد الشهري لشركات الاكتتابات الأولية خلال فترة الدراسة (R_{it})، ثانياً: حساب معدل العائد الشهري الخالي من المخاطر (R_{ft}) الذي يمثل عوائد سندات الخزينة الموجودة في وزارة المالية والبنك المركزي بناءً على عدد من الإصدارات. ثالثاً: حساب القيمة الشهرية لـ (β) حيث أنها تختلف من شهر لآخر ويعتمد ذلك على عائد الإكتتاب العام (R_{it})، وعائد السوق (R_{mt})، حساب عائد السوق الشهري خلال فترة الدراسة (R_{mt}) ممثلة بالمؤشر العام لسوق عمان للأوراق المالية المرجح بالقيمة السوقية وأخيراً، ستكون الصيغة المناسبة لحساب العائد غير العادي (AR) وفقاً لهذا المعيار على النحو التالي:

$$AR^{CAPM} = R_{it} - [R_{ft} + \beta(R_{mt} - R_{ft})]$$

(Alan Gregorg, Susanne Espenlaub, 2000)

حيث أن :

R_{it} = تمثل العائد الشهري لكل شركة تنتمي إلى عينة الدراسة في شهر الحدث t

R_{mt} = تمثل العائد الشهري للسوق ويمكن قياسه من خلال قياس عائد مؤشر سوق عمان المالي (ASEI) في شهر الحدث t

β تمثل بيتا الأنموذج ويمكن تقديرها

- أنموذج استخدام الشركة المماثلة (Matching Firms MF) كمعيار لقياس العائد غير العادي، ووفقاً لهذا المعيار فإن كل شركة من شركات الاكتتابات العامة تتطابق مع كل شركة موجودة بالفعل في السوق ولها القيمة السوقية نفسها (بالحجم نفسه) ولها العمر نفسه، أو كلاهما ينتميان للقطاع نفسه، عندما يكون ذلك ممكناً ومن أجل توظيف هذا المعيار، سيقوم الباحث أولاً بتتبع الشركات الموجودة بالفعل في السوق التي لها حجم شركة الإكتتاب العام نفسه، خاصة إذا كان لكل منهما العمر نفسه، وتنتمي إلى نفس القطاع، ثم

سيتم إجراء المقارنة. أمّا إذا لم يتحقق الشرط الأول، فسيتم إجراء المقارنة بين شركات الاكتتاب والشركات الموجودة بالفعل في السوق التي تكون أقرب إلى حجم وعمر شركات الاكتتاب بغض النظر عن القطاع. أخيراً، ستكون الصيغة المناسبة لحساب العائد غير العادي (AR) وفقاً لهذا المعيار المرجعي كما يأتي:

$$AR^{MF} = R_{it} - R_{MF}$$

(Ritter, 1991)

حيث أنّ:

R_{it} = تمثل العائد الشهري لكل شركة تنتمي إلى عيّنة الدراسة في شهر الحدث t

R_{st} = تمثل العائد الشهري للمحفظة بحيث يتمّ بناؤها من الشركات جميعها في السوق المتقاربة في الحجم للشركة التي تنتمي إلى عيّنة الدراسة. ويتم حساب متوسط العائد الشهري للمحفظة ليتم مقارنة العائد الشهري للعيّنة محل الدراسة.

• مؤشّر سوق عمان المالي: المعيار الثالث المستخدم في هذه الدراسة هو مؤشّر بورصة عمان الذي يمثله المؤشّر العام المرجّح بالقيمة السوقية. ووفقاً لهذا المعيار، ستتمّ المقارنة بين الشركات المدرجة في البورصة ومؤشّر (ASE) نفسه. وأخيراً، ستكون الصيغة المناسبة لحساب العائد غير العادي (AR) وفقاً لهذا المعيار المرجعي كما يأتي:

$$AR^{ASEI} = R_{it} - R_{mt}$$

R_{it} : تمثل العائد الشهري لكل شركة تنتمي إلى عيّنة الدراسة في شهر الحدث t

R_{mt} تمثل عائد السوق في شهر الحدث t

النماذج التجميعية المستخدمة لحساب العائد غير العادي (The Aggregated Models):

عند تحليل العوائد في المدى الطويل، من المؤكد أنّ هناك حاجة إلى أنموذج يحدد العائد غير العادي. الأنموذج الذي تمّ استخدامه بشكل متكرر في الأبحاث الحالية المتعلقة بحساب العائد غير العادي لشركات الإكتتاب العام الأولي (IPOs) هو أنموذج العائد المعدّل للسوق.

يقيس هذا النموذج العائد غير العادي بطريقة مباشرة كما هو موضح أدناه:

$$AR_{it} = r_{it} - r_{Bt}$$

أي أنّ العائد غير العادي هو حاصل طرح العائد الشهري للسهم (rit) (IPO) من العائد على المعيار (r_{Bt}) خلال فترة معيّنة، لتوضيح ومناقشة هذه النماذج المجمعّة، يجب الأخذ بالإعتبار أنّ هذه النماذج المجمعّة سيتم استخدامها في كل مقارنة بين عائدات الاكتتابات الأولية، والمعايير المستخدمة لتقدير العائد غير العادي.

النموذج الأول: العائد غير العادي التراكمي The Cumulative Abnormal Return CAR:

وفقا لدراسة (Ritter, 1991)، فإنّ المعيار المعدّل حسب العائد للسهم (i) في شهر الحدث t يمكن حسابة بقياس الفرق في العائد بين عائد السهم للعينة، وعائد المعيار المرجعي في نفس شهر الحدث t

$$AR_{it} = r_{it} - r_{Bt}$$

(Ritter, 1991)

حيث أنّ:

AR_{it} تمثل العائد غير العادي للشركة i في شهر الحدث t

r_{it} تمثل معدل العائد للشركة i في شهر الحدث t

r_{Bt} تمثل معدّل العائد للمعيار المستخدم وحسب الفترة الزمنية المقابلة لعائد الشركة في شهر الحدث t حيث يمكن قياس معدّل العائد كما يأتي:

$$r_{it} = \frac{P_{it} - P_{it-1}}{P_{it-1}}$$

حيث أنّ:

r_{it} تمثل معدل العائد للشركة i في شهر الحدث t

P_{it} تمثل سعر الإغلاق للسهم i في شهر الحدث t

P_{it-1} تمثل سعر الإغلاق للسهم i في شهر الحدث t-1

حيث يمكن حساب العائد غير العادي كما يأتي:

$$AR_t = \frac{1}{n} \sum_{t=1}^{nt} AR_{it}$$

AR_t هو المتوسط الحسابي المرجح للعائد غير العادي في فترة الحدث

n تمثل عدد الشركات التي تنتمي إلى عينة الدراسة في شهر الحدث t

لذلك فإن العائد غير العادي التراكمي هو

$$CAR = \sum_{t=1}^t AR_t$$

(Mario levis, 1993)

حيث أن:

CAR هو العائد غير العادي التراكمي من الشهر (A) إلى الشهر (B)

إذا كانت النتيجة تظهر نتائج ايجابية؛ فذلك يعني أن أداء العينة أفضل من أداء المعيار

المرجعي.

النموذج الثاني: أنموذج إيجاد العائد غير العادي بطريقة الشراء والاحتفاظ (BHR)

عند استخدام هذه الاستراتيجية لحساب العائد غير العادي للشركة فإنه يتم حساب العائد

المركب كما يأتي:

$$BHR_{i,t} = \prod_t^T (1 + r_{it}) - 1$$

حيث:

$BRH_{i,t}$ تمثل قياس العائد بطريقة الشراء والاحتفاظ للسهم i خلال المدة الزمنية t

r_{it} تمثل العائد الشهري للشركة i في شهر الحدث t

t : تمثل الشهر الأول

T : تمثل نهاية فترة الحدث

يتمّ قياس العائد غير العادي حسب هذه الاستراتيجية بحساب الفرق بين العائد المركب للسهم i على مدى الفترة الزمنية t وبين العائد المركب للمعيار المرجعي في نفس الفترة الزمنية كما هو مبين آتيا:

$$\overline{BHAR}_{i,t} = \frac{1}{n} \left[\sum_{t=1}^n (BHAR_{i,t}) \right]$$

(Levis, 1993; Ritter, 1991)

حيث أنّ:

r_{it} تمثل عائد الشراء والاحتفاظ الشهري للشركة i في شهر الحدث t

r_{BM} تمثل عائد الشراء والاحتفاظ للمعيار المرجعي (مؤشر بورصة عمان) في شهر الحدث t

وكذلك يمكن حساب عائد الشراء والاحتفاظ غير العادي التجميعي لعدد (n) من الأسهم

كما يلي:

$$BHR_{i,t} = \left[\prod_t^T (1 + r_{it}) - 1 \right] - \left[\prod_t^T (1 + r_{BM}) - 1 \right]$$

إجراءات اختبار الفرضية :

1. اختبار مستوى المعنوية للعائد غير العادي (AR) Test of significance of abnormal return

بعد حساب العائد المتوقع (غير العادي) (AR) باستخدام (CAPM . MF . ASEI) كمعايير مرجعية، يتمّ استخدام "One sample t-test" parametric tests الإختبار إذا كان العائد غير عادي (AR) يختلف عن الصفر عند مستوى دلالة إحصائية (α = 5%) (اختبار null Hypotheses H01, H04, H07) على النحو التالي:

H01: اختبار فيما إذا كان العائد غير العادي يختلف عن الصفر في حالة استخدام مؤشر

بورصة عمان كمقياس مرجعي (AR sample, ASEI H01)

H₀₄: اختبار فيما إذا كان العائد غير العادي يختلف عن الصفر في حالة استخدام MF

كمقياس مرجعي (MF, AR sample : H04)

H07: اختبار فيما إذا كان العائد غير العادي يختلف عن الصفر في حالة استخدام CAPM

كمقياس مرجعي (CAPM, AR sample : H07)

2. اختبار مستوى المعنوية للعائد المتوقع التراكمي (CAR) وعائد الشراء والاحتفاظ غير العادي

(BHAR). (اختبار الفرضيات العدمية H₀₂, H₀₃, H₀₅, H₀₆, H₀₈, H₀₉, عند α = 5%)

بعد تحديد العائد غير العادي التراكمي (CAR)، والعائد غير العادي للشراء والاحتفاظ

(BHAR)، يتم حسابها باستخدام المعايير المرجعية (CAPM, MF, ASEI)، يتم إجراء اختبار

(Conventional T-test) لإختبار هذه الفرضيات لتحديد ما إذا كانت هناك اختلافات في

متوسط العائد غير العائد التراكمي وعائد الشراء والاحتفاظ غير العادي (CAR, BHAR)

عند استخدام معايير معينة أم لا. يتم التعامل مع صيغة اختبار t التقليدية على النحو الآتي:

$$tCAR_{it} = \frac{\overline{CAR}_{it}}{\sigma CAR_{it}/\sqrt{n}}$$

$$tBHAR_{it} = \frac{\overline{BHAR}_{it}}{\sigma BHAR_{it}/\sqrt{n}}$$

(Barber and Lyon, 1999)

حيث:

tCAR_{it} تمثل اختبار الفرضية التي تنص على أن المتوسط الشهري للعائد غير العادي

التراكمي يساوي الصفر.

tBHAR_{it} تمثل اختبار الفرضية التي تنص على أن المتوسط الشهري للعائد المتوقع للشراء

والاحتفاظ يساوي الصفر

\overline{CAR}_{it} تمثل متوسط العائد غير العادي التراكمي في الشهر t للشركة i

الشهر t للشركة i تمثل متوسط العائد غير العادي من خلال الشراء والاحتفاظ في

في الشهر t للشركة i تمثل الانحراف المعياري للعائد غير العادي التراكمي المقطعي للعينة

خلال الشراء والاحتفاظ للعينة في الشهر t للشركة i تمثل الانحراف المعياري للعائد غير العادي المقطعي من

H_{02} : اختبار فيما إذا كان العائد غير العادي التراكمي يختلف عن الصفر في حالة استخدام مؤشر بورصة عمان كمقياس مرجعي (CAR sample, ASEI H02):

H_{03} : اختبار فيما إذا كان العائد غير العادي من خلال الشراء والاحتفاظ يختلف عن الصفر في حالة استخدام مؤشر بورصة عمان كمقياس مرجعي (BHAR sample, ASEI H03):

H_{05} : اختبار فيما إذا كان العائد غير العادي التراكمي يختلف عن الصفر في حالة استخدام MF كمقياس مرجعي (CAR sample, MF H05):

H_{06} : اختبار فيما إذا كان العائد غير العادي من خلال الشراء والاحتفاظ يختلف عن الصفر في حالة استخدام MF كمقياس مرجعي (BHAR sample, MF H06):

H_{08} : اختبار فيما إذا كان العائد غير العادي التراكمي يختلف عن الصفر في حالة استخدام CAPM كمقياس مرجعي (CAR sample, CAPM H08):

H_{09} : اختبار فيما إذا كان العائد غير العادي من خلال الشراء والاحتفاظ يختلف عن الصفر في حالة استخدام CAPM كمقياس مرجعي (BHAR sample, BHAR H09):

n تمثل العينة التي تم استخدامها من الإكتتابات العامة الأولية في بورصة عمان كحدث مالي لإختبار الفرضيات.

النتائج والتحليل التطبيقي:

يتم حساب العوائد الشهرية لأسهم شركات الطرح العام الأولي (IPO) وكذلك العوائد

الشهرية لكل مؤشر مرجعي (معياري) سواء كان العائد المقدّر حسب أنموذج تسعير الأصول (CAPM) أو عائد الشركة المطابقة (MF) أو عائد أنموذج مؤشر بورصة عمان (ASEI). ومن ثم يتم حساب العائد غير العادي (AR) والعائد غير العادي التراكمي (CAR) وكذلك عائد فترة الإحتفاظ (BHAR)، وبناء على ذلك يتم تحليل أداء السهم على المدى طويل الأجل للشركات التي تنتمي إلى عينة الدراسة.

قبل البدء في تحليل الأداء طويل الأجل للاكتتاب العام الأولي الأردني، يجب علينا مراجعة بعض الإحصائيات الوصفية من خلال ثلاثة معايير مستخدمة في هذه الدراسة (BHAR, AR, CAR)، انظر الجدول (3) الذي يراجع الإحصاء الوصفي لعينة الدراسة التي تتكون من (160) شركة، لفترة كاملة من ستة وثلاثين شهراً (ثلاث سنوات) من بدء الإدراج.

جدول (3)

	N	Mean	Median	Std. Deviation	Minimum	Maximum
المعيار الأول (A): مؤشر سوق عمان						
المالي (ASEI)						
AR	36	-0.00311	-0.001	0.007005	-0.036	0.003
CAR	36	-0.05325	-0.045	0.03492	-0.114	0.003
BHAR	36	-0.29803	-0.057	0.38984	-0.988	-0.005
المعيار الثاني (B): أنموذج تسعير						
الأصول (CAPM)						
AR	36	-0.00864	-0.0105	0.009975	-0.024	0.021
CAR	36	-0.11519	-0.1125	0.111494	-0.31	0.041
BHAR	36	-0.13525	-0.054	0.120188	-0.312	-0.01
المعيار الثالث (C): الشركة المماثلة						
(MF)						
AR	36	-0.00412	-0.011	0.008004	-0.046	0.013
CAR	36	-0.06323	-0.055	0.04492	-0.124	0.013
BHAR	36	-0.39804	-0.067	0.58984	-0.888	-0.007

من الجدول (3) أعلاه ، اللوحة (A) نلاحظ أن المتوسط والوسيط لكل من (AR, CAR, BHAR) على التوالي (0.00311، -0.0001، -0.05325، -0.045، -0.29803، 0.057-) ، تنتمي إلى قيم تتراوح بين القيم الدنيا (-0.036، -0.114، -0.988) والقيم القصوى (0.003، 0.003، -0.005) لـ (AR, CAR, BHAR) على التوالي والتي تؤدي إلى انحراف معياري (0.007005، 0.03492، 0.38984) وذلك حسب المعايير التجميعية (AR, CAR, BHAR) على التوالي.

أيضا ، اللوحة (B) من نفس الجدول نلاحظ ان هذه القيم عند استخدام أنموذج تسعير الأصول الرأسمالية (CAPM) كمؤشر لقياس العائد غير العادي المستخدم في الدراسة، نجد أن المتوسط والوسيط لـ (AR, CAR, BHAR) على التوالي (-0.00864، -0.0105، -0.11519، -0.11250، 0.13525، 0.054) تنتمي إلى قيم تتراوح بين القيم الدنيا (-0.024، -0.31، -0.312) والقيم القصوى (0.021، 0.041، -0.01) مما يؤدي إلى انحراف معياري قدره (0.009975، 0.111494، 0.120188) لكل من (AR, CAR, BHAR) على التوالي.

من ناحية أخرى ، فإن اللوحة (C) في نفس الجدول تصف القيم الإحصائية الناتجة ، ولكن من خلال استخدام معيار آخر وهو الشركات المطابقة (MF)، إذ نجد أن المتوسط والوسيط لكل من (AR, CAR, BHAR) على التوالي (-0.00412، -0.011، -0.06323، -0.055، -0.39804، -0.067) وهي تنتمي إلى قيم إحصائية تتراوح بين القيم الدنيا (-0.046، 0.124، -0.888) ، والقيم القصوى (0.0032، 0.0033، -0.005) والتي تؤدي إلى انحراف معياري قدره (0.013، 0.013، 0.007 -) لـ (AR, CAR, BHAR) على التوالي.

الأداء طويل الأجل للاكتتاب العام الأردني:

إن تحليل الأداء طويل الأجل لشركات الطرح العام الأولي الأردني يعتمد على المعيار المرجعي الموظف لهذه الغاية، وسوف يستعرض الباحث هذه المعايير كما هو مبين آتيا.

المقياس المرجعي الأول: مؤشر بورصة عمان (ASEI):

من خلال هذا المعيار المرجعي، قام الباحث بحساب العائد غير العادي، والعائد غير العادي التراكمي، وكذلك عائد الشراء والاحتفاظ (AR, CAR, BHAR) باستخدام هذا المعيار. انظر الجدول (4) الذي يسلط الضوء على هذه القيم عبر نوافذ زمنية معينة باستخدام (ASEI) كأول معيار.

جدول (4) عند استخدام مؤشر سوق عمان المالي كمعيار لقياس (AR , CAR and BHAR)

month	AR	CAR	BHAR
1	0.0212	0.0212	-0.2222
6	-0.0082	0.0237	-0.2918
12	-0.0072	-0.0358	-0.2749
18	-0.0020	-0.1125	-0.0390
24	-0.0227	-0.1799	-0.0350
30	-0.0195	-0.2435	-0.0100
36	-0.0189	-0.3100	-0.0450

المقياس المرجعي الثاني: الشركات المطابقة (MF):

بعد حساب العائد الشهري للشركات المطابقة خلال فترة الدراسة، قام الباحث بحساب (AR, CAR, BHAR) لهذا المعيار، انظر الجدول (4) الذي يلقي الضوء على هذه القيم بعد سنة واحدة، وستين، وثلاث سنوات بعد الإدراج.

جدول (5) عند استخدام الشركة المماثلة كمعيار لقياس (AR, CAR, BHAR)

Month	AR%	CAR%	BHAR%
1	0.0026	0.0030	-0.0050
6	-0.0010	-0.0271	-0.0470
12	-0.0010	-0.0339	-0.0560
18	-0.0014	-0.0433	-0.0540
24	-0.0024	-0.0541	-0.0640
30	-0.0035	-0.1000	-0.9316
36	-0.0024	-0.1145	-0.7578

من الجدول (5) أعلاه ، نلاحظ أنه بعد شهر واحد من التداول كان العائد غير العادي المتراكم (0.03%)، وقفز إلى (-3.39%) في نهاية السنة الأولى من التداول، ثم ارتفع مستوى الأداء الضعيف إلى (-5.4%، -11.4%) على التوالي، في نهاية السنتين: الثانية والثالثة. في حين كانت قيمة العائد غير العادي حسب استراتيجية الشراء والاحتفاظ (BHAR) بعد 6 أشهر من التداول (-4.7%)، حيث ارتفعت إلى (-5.6%) في نهاية السنة الأولى للتداول، ومن ثم

ارتفع مستوى ضعف الأداء مرّة أخرى إلى (-6.4%، -75.8%) في نهاية السنة الثانية والسنة الثالثة على التوالي. وبالإجمال، يمكن القول أنه باستخدام هذا المعيار وبعد ثلاث سنوات من الاكتتاب العام، كان أداء الشركات الأردنيّة (IPO) أقلّ من الشركات المطابقة بنحو (CAR -75.78%، BHAR -11.45%). كما يعطي هذا دليلاً آخر على نتائج دراسات الاكتتاب الأولى في المدى الطويل تمّ توثيقها في الدراسات السابقة.

المقياس المرجعي الثالث: نموذج تسعير الأصول (CAPM):

المؤشر الأخير المستخدم في هذه الدراسة لقياس الأداء طويل الأجل للاكتتاب العام في الأردن (IPOs) هو أنموذج تسعير الأصول الرأسماليّة. (CAPM) انظر الجدول (6) الذي يوثق نتائج وقيم (AR, CAR, BHAR) من خلال نوافذ زمنيّة معيّنة باستخدام هذا المعيار.

الجدول (6) عند استخدام أنموذج تسعير الأصول (CAPM) كمعيار لقياس (AR, CAR, BHAR)

Month	AR%	CAR%	BAHR%
1	0.0029	0.0030	-0.0240
6	-0.0019	-0.0594	-0.0410
12	-0.0012	-0.0690	-0.0470
18	-0.0004	-0.0801	-0.0580
24	-0.0039	-0.0913	-0.0540
30	-0.0012	-0.1018	-0.0510
36	0.0010	-0.1203	-0.0540

في الجدول (6) أعلاه، يبين الأداء العام لشركات الطرح العام الاولي (IPOs) في سوق عمان المالي بعد شهر من التداول العام بحيث يظهر بأقل من المؤشر القياسي بحوالي (0.03%) وهو ما يمثل قيمة العائد التراكمي غير العادي بعد شهر من التداول، ويلاحظ أنّ ضعف الأداء استمر في نهاية السنة الأولى، والسنة الثانية، والسنة الثالثة حتى -6.9%، -9.1%، -12% على التوالي.

بينما عند مقارنة الأداء لمعيار آخر على سبيل المثال (BHAR) يلاحظ أنّ هناك أيضاً عائد غير عادي سلبي بعد الشهر الأول من التداول (-2.4%). ارتفع مستوى ضعف الأداء إلى (-4.1%، -4.7%، -5.4%) في نهاية ستة أشهر، ونهاية السنة الأولى، ونهاية السنة الثانية على التوالي. أمّا مستوى ضعف أداء الاكتتابات الأولى العامّة فقد بقي عند (-5.4%) في نهاية السنة الثالثة بعد التداول.

الاختبار المعلمي (Parametric T-test):

تجدر الإشارة إلى أن الاختبار المعلمي Parametric-test يستخدم في اختبار الفرضية العدمية التي تنص على أن متوسط العائد غير العادي يختلف بشكل كبير عن الصفر (Erikson, 2008) **One sample T-test**:

استخدم الباحث في هذه الدراسة (One sample T-test) لتحديد ما إذا كان هناك اختلاف في العائد غير العادي (AR) (اختبار الفرضيات العدمية H_{01} ، H_{02} ، H_{03}) باستخدام ثلاثة معايير قياسية، انظر الجدول (7) الذي يلخص نتائج t-test للعائد غير العادي (AR) باستخدام ثلاثة معايير قياسية.

الجدول (7) اختبار One Sample Statistics and t-test لـ (AR) باستخدام معايير قياسية مختلفة

Panel A المعيار الأول: مؤشر سوق عمان المالي						
AR	N	Mean	Std.dev	df	t-statistic	
					Value	probability
	36	-0.0086	0.00997		35-5.196	0.0000***
Panel B المعيار الثاني الشركة المماثلة						
AR	N	Mean	Std	Df	t-statistic	
					Value	probability
	36	-0.0031	0.00701	35	-2.66	0.012***
Panel C المعيار الثالث: نموذج تسعير الاصول CAPM						
AR	N	Mean	Std	Df	t-statistic	
					Value	probability
	36	-0.0034	0.00994	35	-2.045	0.048***

*** تمثل مستوى الدلالة الاحصائية عند مستوى 5%

توضح اللوحة (A) من الجدول (6) أن متوسط العائد غير العادي (AR) عند استخدام مؤشر بورصة عمان كمعيار مرجعي؛ حيث أن هذا المعيار يختلف عن الصفر (-0.008). وقد ثبت أن هذا الفرق دال إحصائياً بالنسبة إلى العائد غير العادي حيث أن قيمة P (-0.0000)، عند مستوى معنوية (5%)؛ لذا يتم رفض الفرضية العدمية (الصفريّة) حول

الفرق في متوسط العينة عن الصفر بسبب قيمة P والتي تقل عن (5%)؛ حيث أنّ الفرق كبير. وبالتالي يتم رفض الفرضية العدمية (H01). من ناحية أخرى، كما يلاحظ في اللوحة (B)، يبدو أنّ متوسط العائد غير العادي (AR) يستخدم الشركات المطابقة (MF) كمقياس ثانٍ يختلف عن الصفر (-0.0031). في الواقع، تم إثبات هذا الفرق إحصائياً بالنسبة إلى العوائد غير العادية التي لها قيمة p بقيمة (0.012) عند مستوى (5%) من الأهمية؛ لذا يتم رفض الفرضية العدمية حول الفرق في متوسط العينة من الصفر بسبب قيمة p التي تقل عن (5%) والفرق كبير. وبالتالي، يتم رفض الفرضية العدمية (H02). وأخيراً، تبين اللوحة (C) من الجدول نفسه أنّ متوسط العائد غير العادي (AR) استخدم نموذج تسعير الأصول الرأسمالية (CAPM) حيث أنّ المعيار الثالث والأخير يختلف عن الصفر (-0.0034). أيضاً، تم إثبات هذا الفرق بشكل ثابت للعائد غير العادي الذي له قيمة p بقيمة (0.048)؛ وبالتالي عند مستوى دلالة إحصائية (5%)؛ يتم رفض الفرضية العدمية حول الفرق في متوسط العينة من الصفر بسبب قيمة p التي تقل عن (5%). وبالتالي، يتم رفض الفرضية العدمية (H03).

تحليل الأداء في المدى الطويل (Long-Term Performance):

حل الباحث الأداء المالي للشركات المدرجة في بورصة عمان التي تمّ طرحها للاكتتاب ضمن الفترة الزمنية للدراسة (IPO) في المدى الطويل استناداً إلى العائد غير العادي التراكمي (CAR)، والعائد غير العادي المحسوب بطريقة الشراء والاحتفاظ (BHAR) وذلك بتطبيق المنهجية التي اتبعتها (Barber and Lyon, 1997) لتحليل العائد المتوقع بطريقتين (CAR, BHAR) واختبار (Conventional t-test) لتحديد ما إذا كانت هناك اختلافات في العائد غير العادي التراكمي (CAR)، والعائد المتوقع المركب (BHAR)، وسيتناول الباحث كلا الطريقتين في التحليل لإلقاء مزيد من الضوء على نتائج كلا الأسلوبين في دراسة الأداء طويل الأجل لشركات الاكتتاب العام الأولى.

اختبار المعنوية للعائد غير العادي التراكمي وعائد الشراء والاحتفاظ (Test

:of Significance of CAR and BHAR)

لاختبار مستوى المعنوية للعائد غير العادي لكلا الطريقتين (CAR, BHAR) وتحديد ما إذا كانت هناك اختلافات بينهما عند توظيف المعايير المرجعية (ASEI, MF, CAPM)، يجب أن يعتمد التحليل

على نتيجة كل معيار مرجعي تم استخدامه أو بناؤه لاعتماده أساسا لإجراء اختبار الفرضيات.

المقياس المرجعي الأول: مؤشر بورصة عمان (ASEI)

يوضح الجدول (8) أدناه نتائج تحليل استخدام مؤشر بورصة عمان كمؤشر مرجعي مستخدم في الدراسة لاختبار الفرضية (H02, H03) بعد حساب T-test و P-value، من خلال نوافذ زمنية مختلفة. يوضح الجدول رقم (8) أدناه نتائج تحليل استخدام مؤشر بورصة عمان كمؤشر مرجعي مستخدم في الدراسة لاختبار الفرضيتين H₀₂, H₀₃ من خلال نوافذ زمنية مختلفة بعد حساب t-test و p-value.

الجدول (8) نتائج الاختبار الإحصائي (Conventional t-test) باستخدام مؤشر بورصة عمان الشركة المطابقة (ASEI) كمعيار مرجعي لفترات زمنية مختلفة اعتمادا على أسلوب العائد غير العادي التراكمي (CAR) وطريقة الشراء والاحتفاظ (BHAR)

Panel (A): Cumulative abnormal return (CAR)

	N	Event window (month after going public)	Mean	Std.Dev	t-statistic	
					Value	probability
CAR	90	1	0.0196	0.0465	3.967	0.000***
	90	6	0.0401	0.0706	5.654	0.000***
	87	12	-0.0381	0.0595	-5.965	0.000***
	82	24	-0.0235	0.0702	-4.110	0.000***
	81	36	-0.0175	0.0612	-4.324	0.001***

Panel (B): Buy and Hold Abnormal Return (BHAR)

	N	Event window (month after going public)	Mean	Std.Dev	t-statistic	
					Value	probability
BHAR	90	1	-0.0254	0.0911	-3.234	0.004***
	90	6	-0.0312	0.0713	-3.876	0.000***
	87	12	-0.0290	0.0788	-3.088	0.000***
	82	24	-0.0304	0.0690	-3.056	0.000***
	81	36	-0.0275	0.0500	-5.348	0.000***

***, ** stands for statistical significance at the 1, 5 percent level respectively

يلقي الجدول (8) أعلاه الضوء على الإحصائيات واختبار (t) لطريقتي (CAR, BHAR) بالإضافة إلى قيمة P عند استخدام (ASEI) كمعيار رئيس للمقارنة ومن خلال نوافذ الحدث المختلفة (1، 6، 12، 24، 36) لاختبار الفرضيات التي تحدّد ماذا كان هناك اختلافات في العائد غير العادي التراكمي (CAR)، وعائد الشراء والاحتفاظ غير العادي (BHAR)، (Barber and Lyon, 1997)

توضح اللوحة (A) من الجدول (7) أن العوائد غير العادية التراكمية (CAR) خلال نوافذ الحدث المختلفة تختلف عن الصفر (0.0196، 0.0401، -0.0381، -0.0235، -0.0175). هذه الاختلافات تم إثباتها إحصائياً وفقاً لقيمة p (0.000، 0.000، 0.000، 0.000، 0.000) على التوالي عند مستوى معنويّة (5%) من الأهميّة. تمّ رفض الفرضيّة الصفرية حول اختلاف (CAR) باستخدام هذا المعيار (H_{02}) بسبب قيم p التي تقل عن مستوى قوة الاختبار الاحصائي البالغ (5%). من ناحية أخرى، يلاحظ من اللوحة (B) في الجدول نفسه، أن عوائد الشراء والاحتفاظ غير العادية (BHAR) تختلف على التوالي عن الصفر (-0.0254، -0.0312، -0.0290، -0.034، -0.0275). كما تمّ إثبات هذه الاختلافات إحصائياً من خلال قيم p (0.000، 0.000، 0.000، 0.004، 0.000) على التوالي. وعند مستوى (5%) من قوة الاختبار الإحصائي، يتمّ رفض الفرضيّة العدمية (H_{03}) حول اختلافات (BHAR)، باستخدام هذا المعيار، وتكون الاختلافات كبيرة، وذلك بسبب قيم p التي تقل عن مستوى (5%) من الأهميّة. إن السبب وراء ظهور هذه الاختلافات في العوائد غير العادية المتراكمة (CAR) والعوائد غير العادية باستخدام طريقة (BHAR) هو المعيار المستخدم؛ وهو مؤشر متحيز لأكبر الشركات المدرجة بسبب الحجم السوقي لتلك الشركات مما يؤثر بشكل كبير في قراءة قيم المؤشر (Barber and Lyon and Tasia, 1999)، وهذا التحيز موجود في معظم المؤشرات؛ ولهذا السبب يعتبر المؤشر كمعيار ضعيف لتقدير الأداء على المدى الطويل من (IPOS). في حالة السوق الأردنية، هناك عددٌ من الشركات التي يمكن أن تؤثر على المؤشر إمّا صعوداً أو هبوطاً، مثل: البنك العربي، وشركة البوتاس العربية، وشركة الفوسفات، وشركة الاتصالات الأردنية.

المقياس المرجعي الثاني: الشركة المماثلة (MF):

يوضح الجدول (9) أدناه النتائج التطبيقية لاستخدام الشركات المطابقة كمعيار ثانٍ مستخدم في الدراسة لاختبار عدد الفرضيات (H_{06} ، H_{07} ، H_{08})، بعد حساب اختبار t التقليدي، إلى جانب قيم p، ضمن فترات زمنية مختلفة.

الجدول (9) نتائج الاختبار الإحصائي (Conventional t-test) باستخدام مؤشر الشركة المطابقة MF كمعيار مرجعي لفترات زمنية مختلفة اعتماداً على أسلوب العائد غير العادي التراكمي (CAR) وطريقة الشراء والاحتفاظ (BHAR)

Panel (A) Cumulative Abnormal Return (CAR)				العائد غير العادي التراكمي	
N	Event window	Mean	Std.Dev	t-statistics	
				Value	probability
90	1	0.0255	0.6651	0.432	0.650
90	6	-0.0114	0.6453	-0.164	0.834
87	12	-0.0150	0.8134	-0.161	0.812
CAR	82	-0.0375	0.7123	-0.404	0.611
	81	-0.0388	0.5765	-0.497	0.540

Panel (B) Buy and Hold Abnormal Return (BHAR)				عائد الشراء والاحتفاظ غير العادي	
N	Event window	Mean	Std.Dev	t-statistics	
				Value	probability
90	1	-0.0680	0.6113	-1.211	0.211
90	6	-0.0601	0.4207	-1.588	0.130
87	12	-0.0442	0.2512	-1.999	0.056
BHAR	82	-0.0618	0.5019	-1.344	0.187
	81	-0.0755	0.6166	-0.377	0.198

توضح اللوحة (أ) من الجدول (9) أن معدّل العائد التراكمي غير العادي (CAR) خلال فترة الحدث تختلف عن الصفر (0.0255، -0.0114، -0.015، -0.0375، -0.0388). في الواقع، هذه الاختلافات لم تثبت إحصائياً وفقاً لقيم p (0.650، 0.843، 0.812، 0.611، 0.540) على التوالي؛ لذلك عند مستوى (5%) من الأهمية يتم قبول الفرضية العدمية حول اختلاف عوائد (CAR) باستخدام هذا المعيار (H_0) بسبب قيم p التي تزيد عن (5%) من مستوى الدلالة الإحصائية. من ناحية أخرى، وكما هو معروف في اللوحة (B)، يبدو أن معدّل العائد غير العادي للشراء والاحتفاظ (BAHR) تختلف على التوالي عن الصفر (-0.0680، -0.0601، -0.0442، -0.0618، -0.0755). كما لم يتم إثبات هذه الاختلافات إحصائياً وفقاً

لقيمة p (0.211، 0.130، 0.056، 0.198، 0.187) على التوالي؛ لذلك عند مستوى معنويّة (5%) تمّ قبول الفرضيّة العدميّة (H07) حول الاختلافات في عوائد (BHAR) باستخدام هذا المعيار بسبب قيم p التي تزيد عن (5%) .

المعيار الثالث: نموذج تسعير الأصول الرأسماليّة (CAPM):

يبين الجدول (10) أدناه النتائج العملية لاستخدام أنموذج تسعير الأصول الرأسماليّة (CAPM) كمؤشر رئيس وآخر معيار يستخدم في هذه الدراسة لاختبار الفرضيات (H07، H08، H09) بعد حساب اختبار t التقليدي وقيم P تحت نوافذ الحدث المختلفة.

جدول (10) نتائج الاختبار الإحصائي (Conventional t-test) باستخدام مؤشر الشركة المطابقة باستخدام CAPM كمعيار مرجعي لفتترات زمنية مختلفة اعتمادا على أسلوب العائد غير العادي التراكمي CAR وعائد الشراء والاحتفاظ غير العادي (BHAR)

Panel (A) Cumulative Abnormal Return (CAR) العائد غير العادي التراكمي						
	N	Mean	Std.Dev	t-statistics		
				Value	probability	
CAR	90	0.0280	0.1990	1.599	0.114*	
	90	-0.0177	0.1088	-1.869	0.069**	
	87	-0.0233	0.1520	-1.615	0.111*	
	82	-0.0374	0.2112	-1.974	0.052**	
	81	-0.0346	0.1980	-1.758	0.079**	
Panel (B) Buy and Hold Abnormal Return (BHAR) عائد الشراء والاحتفاظ غير العادي						
	N	Event windows (t)	Mean	Std.Dev	t-statistics	
					Value	probability
BHAR	90	1	-0.0950	0.7592	-1.370	0.165*
	90	6	-0.0791	0.5353	-1.610	0.112*
	87	12	-0.0596	0.3840	-1.669	0.078**
	82	24	-0.0711	0.5765	-1.710	0.081**
	81	39	-0.0882	0.6717	-1.372	0.169*

***, **, *, stands for statistical significance at the 1,5, and 10 percent level respectively.

توضح اللوحة (أ) من الجدول (10) أعلاه أنّ العوائد غير العادية التراكمية (CAR) خلال فترة الحدث تختلف عن الصفر (0.0280، -0.0177، -0.0233، -0.0374، -0.0346). لم يتم إثبات هذه الاختلافات إحصائياً حسب قيم إحصاء t وقيم p (0.114، 0.069، 0.111، 0.052، 0.079) عند مستوى معنوية (5%)، يتم قبول الفرضية العدمية حول الاختلافات في وسائل (CAR) من الصفر باستخدام هذا المعيار (H_{010}) نظراً إلى القيم p التي تزيد عن مستوى دلالة (5%). من ناحية أخرى، وكما هو معروض في اللوحة (B) يبدو أنّ عوائد الشراء والاحتفاظ غير العادية (BHAR) مختلفة على التوالي عن الصفر (-0.0950، -0.0791، -0.0596، -0.0711، -0.0882). في الواقع، لم يتم إثبات هذه الاختلافات إحصائياً وفقاً لقيم t الإحصائية وقيمها من (0.112، 0.165، 0.078، 0.081، 0.169)؛ لذلك عند مستوى معنوية (5%) تم قبول الفرضية العدمية حول اختلافات وسائل (BHAR) من القيمة صفر (H_{011}) بسبب قيم p التي تزيد عن (5%).

الجدول (11) نتائج اختبار الفرضيات

النتيجة	الفرضية		المعيار الأول: مؤشر بورصة عمان (ASEI)
رفضت	لا يختلف العائد غير العادي في المدى الطويل عن الصفر عندما تطبق (ASEI) كمقياس مرجعي	H_{01}	AR
رفضت	لا يختلف العائد غير العادي التراكمي في المدى الطويل عن الصفر عندما تطبق (ASEI) كمقياس مرجعي	H_{02}	CAR
رفضت	لا تختلف عائدات الشراء والاحتفاظ في المدى الطويل بشكل كبير عن الصفر عندما تستخدم (ASEI) كمعيار مرجعي	H_{03}	BHAR
المعيار الثاني: الشركات المطابقة (MF)			
رفضت	لا يختلف العائد غير العادي في المدى الطويل عن الصفر عندما يتم تطبيق (MF) كمقياس مرجعي	H_{04}	AR

قبلت	لا يختلف العائد غير العادي التراكمي في المدى الطويل عن الصفر عندما تطبق (MF) كمقياس مرجعي	H ₀₅	CAR
قبلت	لا تختلف عائدات الشراء والاحتفاظ في المدى الطويل بشكل كبير عن الصفر عندما تستخدم (MF) كمعيار مرجعي	H ₀₆	BHAR
المعيار الثالث: أنموذج تسعير الأصول الرأسمالية CAPM			
رفضت	لا يختلف العائد غير العادي في المدى الطويل عن الصفر عندما يتم تطبيقه (CAPM) كمقياس مرجعي	H ₀₇	AR
قبلت	لا يختلف العائد غير العادي التراكمي في المدى الطويل عن الصفر عندما تطبق (CAPM) كمقياس مرجعي	H ₀₈	CAR
قبلت	لا تختلف عائدات الشراء والاحتفاظ في المدى الطويل بشكل كبير عن الصفر عندما تستخدم (CAPM) كمعيار مرجعي	H ₀₉	BHAR

الجدول (12) ملخص نتائج اختبار الفرضيات وذلك حسب المؤشر المستخدم

النتيجة	الفرضية		المعيار الأول: مؤشر بورصة عمان (ASEI)
رفضت	لا يختلف العائد غير العادي في المدى الطويل عن الصفر عندما تطبق (ASEI) كمقياس مرجعي	H ₀₁	AR
رفضت	لا يختلف العائد غير العادي التراكمي في المدى الطويل عن الصفر عندما تطبق (ASEI) كمقياس مرجعي	H ₀₂	CAR
رفضت	لا تختلف عائدات الشراء والاحتفاظ في المدى الطويل بشكل كبير عن الصفر عندما تستخدم (ASEI) كمعيار مرجعي	H ₀₃	BHAR
المعيار الثاني: الشركات المطابقة (MF)			

رفضت	لا يختلف العائد غير العادي في المدى الطويل عن الصفر عندما يتم تطبيق (MF) كمقياس مرجعي	H ₀₄	AR
قبلت	لا يختلف العائد غير العادي التراكمي في المدى الطويل عن الصفر عندما تطبق (MF) كمقياس مرجعي	H ₀₅	CAR
قبلت	لا تختلف عائدات الشراء والاحتفاظ في المدى الطويل بشكل كبير عن الصفر عندما تستخدم (MF) كمعيار مرجعي	H ₀₆	BHAR
المعيار الثالث: نموذج تسعير الأصول الرأسمالية (CAPM)			
رفضت	لا يختلف العائد غير العادي في المدى الطويل عن الصفر عندما يتم تطبيق (CAPM) كمقياس مرجعي	H ₀₇	AR
قبلت	لا يختلف العائد غير الطبيعي التراكمي على المدى الطويل عن الصفر عندما تطبق (CAPM) كمقياس مرجعي	H ₀₈	CAR
قبلت	لا تختلف عائدات الشراء والاحتفاظ في المدى الطويل بشكل كبير عن الصفر عندما تستخدم (CAPM) كمعيار مرجعي	H ₀₉	BHAR

محددات دراسة الحدث:

تعتبر دراسة الحدث طريقة بحث بسيطة تسمح بتفسير النتائج بشكل غير معقد. وقد استخدمها الباحثون بشكل شائع لفحص كيفية تأثير الأحداث على المكاسب والخسائر في قيمة الشركة كما يراها السوق، كما أنها تستخدم لقياس الأداء القائم على السوق من حيث عوائد الأسهم غير العادية في الحالات التي يتوقع الباحثون انعدام الدقة في البيانات المالية، وقد يعطي استخدام دراسة الحدث قياساً دقيقاً لأداء الشركة.

على الرغم من أن منهجية دراسة الحدث مفيدة بعدة طرق، إلا أنه هناك بعض القيود الرئيسية. بادئ ذي بدء، لا تنطبق الافتراضات المستخدمة في منهجية دراسة الأحداث في بعض الظروف. نظراً لعدم وصول الأسواق المالية إلى درجة الكفاءة اللازمة، وقد لا تعكس

أسعار الأسهم تماماً وبشكل فوري المعلومات جميعها المتعلقة بالشركات المدرجة. علاوة على ذلك، قد تكون الأحداث متوقعة في بعض المواقف، في حين أنّ الأحداث المتزامنة غير المتوقعة يمكن أن يكون لها تأثير على أسهم العينة، ممّا قد يؤدي إلى عوائد متحيّزة للأسهم؛ وبالتالي فإنّ العوائد غير العادية قد لا تكون نتيجة لردة فعل السوق على الحدث المحدّد محلّ الاهتمام.

ثانياً: توجد اختلافات في فترات التقدير، وفترات الاختبار في دراسات الحدث؛ حيث أنّ فترات التقدير الدقيق ليست سهلة التحديد، ويخضع طول فترة التقدير للمبادلة بين دقّة التقدير المحسّنة والتحوّلات المحتملة للمعلومات. علاوة على ذلك، يصعب التحكم في فترة التقدير نتيجة للآثار المربكة الأخرى التي من المحتمل أن تظهر خصوصاً إذا قام الباحثون باختيار فترات اختبار طويلة، أو نوافذ حدث طويلة.

ثالثاً: سيكون لاختيار نموذج لتقدير العوائد المتوقعة تأثيرٌ على النتائج في حجم وأهميّة العوائد غير العادية، على سبيل المثال، يعتبر استخدام طريقة معدل العائد أمراً بسيطاً، ولكنّه ينتج عوائد متحيّزة صعوداً أو هبوطاً عندما تكون الأسواق منتعشة أو راكدة على التوالي. كما يوثق (Ritter, 1991) حيث استخدم مؤشرات مختلفة تبين أداء السوق حسب أنموذج عائد السوق المعدّل (Market-Adjusted Return) حيث يمكن أن يظهر اختلافات في نتائج الأداء في المدى البعيد. الأهمّ من ذلك، أنّه إذا تمّ تقدير العائد المتوقع بشكل غير صحيح فإنّ عوامل أخرى لا يتمّ التحكم فيها بشكل صحيح يمكن أن تؤدي إلى معلومات متحيّزة تؤثر في نتائج دراسة الحدث.

رابعاً: قد لا تكون الأسهم جميعها - على الإجمال - مدرجة للتداول بشكل منتظم، ويعتبر التداول الخفيف خلال فترة التقييم والاختبار من أهمّ المعضلات التي تواجه دراسات الحدث. على سبيل المثال، قد لا تكون الأسهم وعوائد السوق متاحة في الأيام المختارة طوال فترة التقدير إذا طبق الباحثون أنموذج السوق (Market model) أو أنموذج (Fama-French three factor model)

خامساً: عندما يكون هناك أكثر من حدث مالي أو اقتصادي متزامن في فترة الاختبار نفسها تنشأ مشكلة تسمى (Cross-sectional Dependence) أي أنّ الفترة الزمنية المشمولة

بدراسة الحدث متداخلة، وتكون العوائد متجمعة في فترات زمنية أكثر من غيرها (Calendar Time Clustering) إذا تمّ تجميع فترات الاختبار، أو تاريخ الأحداث المالية أو الاقتصادية لأسهم العينة تركّزت في فترة الاختبار نفسها (Brown and Warner, 1980). وعندما تتداخل فترات الاختبار لتلك الأسهم في وقت التقييم، يمكن أن توجد مشكلة الارتباط المتبادل في العوائد غير العادية. ومع ذلك، في دراسات العينات التقليدية الكبيرة يفترض أن يكون الحدث محل الاهتمام بمعزل عن التأثيرات الأخرى. لا يتوقع أن يشكّل وقت التقييم مشكلة؛ لأنّ من المفترض أن يتمّ إلغاء تأثيرات الأحداث الأخرى عبر عينة كبيرة من الشركات.

النتيجة:

بحث هذه الدراسة في الأداء غير العادي على المدى الطويل الأجل للاكتتابات العامة التي أدرجت في بورصة عمان خلال الفترة الممتدة من الأول من يناير 2010، إلى 31 ديسمبر 2016، وذلك باستخدام المنهج الأكثر شيوعاً في الأدبيات التي تتطرق إلى دراسة الحدث المالي أو الاقتصادي، وباستخدام ثلاثة معايير هي مؤشر بورصة عمان (ASEI)، والشركات المطابقة (MF)، وأنموذج تسعير الأصول الرأسمالية (CAPM)، بجانب استخدام نموذجين تجميعيين لتقدير الأداء في المدى الطويل للاكتتابات العامة الأولية عند تطبيق كل معيار قياسي، العائد غير العادي التراكمي (CAR)، وعائد الشراء والاحتفاظ غير العادي (BHAR).

تتفق نتائج هذه الدراسة مع نتائج العديد من الدراسات السابقة، فيما يتعلق بضعف الأداء في المدى الطويل للاكتتابات العامة الأولية. مثل دراسات (Ritter, 1991)، (Levis, 1993)، (Loughran and Ritter, 1995) و (Drobetz et al, 2005) والعديد من الدراسات التي ناقشت أداء (IPOs) في المدى الطويل. قدّمت الدراسة المزيد من الأدلة على ضعف الأداء في المدى الطويل لظاهرة الاكتتابات العامة. مع العلم أنّ مستوى أداء الاكتتاب الأولي يختلف باختلاف المؤشر المعياري (Espanlaub and Gregory, 2000). (Brave and Compers, 1997).

وبناءً على هذه الدراسة التي أجريت على عينة تمثل 90 شركة تمثل الاكتتابات العامة الأولية في سوق عمان المالي خلال الفترة الزمنية المذكورة اعلاه، أظهرت نتائجها أداء متدنياً مقارنة بأداء مؤشر سوق عمان المالي (ASEI) خلال مدى فترة زمنية تمتدّ لأكثر من 36 شهراً بعد الإدراج،

حيث بيّنت النتائج أنّ ضعف الأداء كان بمقدار -5.03% عند استخدام النموذج التجميعي CAR، واداء بمقدار -29.8% عند توظيف المعيار التجميعي BHAR. بينما عند استخدام الشركات المماثلة كمعيار مرجعي فإن ضعف الأداء وصل إلى $(BHAR 39.8\%, CAR -6.3\%)$ بعد 36 شهرا من الإدراج. وكذلك عند استخدام أنموذج تسعير الأصول (CAPM) كمعيار مرجعي فإن ضعف الأداء قدر بنسب $BHAR -13.5\%, CAR -11.5\%$ بعد 36 شهرا من الإدراج.

في الختام، قدمت هذه الدراسة مفهوم منهجية دراسة الحدث المالي والاقتصادي وأهميتها في تقييم أداء الشركات على فترات زمنية مختلفة. بيّنت هذه الدراسة الجانب النظري من خلال استعراض النماذج والأدوات المالية والاقتصادية القياسية التي يمكن توظيفها للوصول إلى تقييم عادل لأداء عينة من الشركات في السوق، وكذلك تم اختبار قوة هذه النماذج إحصائياً لبيان مدى قدرة هذه النماذج على تقديم تفسيراً مقبولاً عن أداء هذه الشركات. تعتبر منهجية دراسة الحدث من أبرز التطبيقات نجاحاً في مجال تمويل الشركات. حيث تهيمن على البحوث التجريبية في هذا الشأن. وتشتمل التطبيقات على الأمثلة المالية المهمة مثل إصدارات الاكتتاب العام والاندماج والاستحواذ، والآثار السعرية لقرارات التمويل التي تتخذها الشركات وغيرها من القرارات المالية والاقتصادية حسب حدوثها. تركز دراسات هذه الأحداث المالية عادةً على العوائد غير الطبيعية لأسعار أسهم الشركات حول تاريخ الإعلان عن الحدث المالي.

بينت هذه الدراسة من خلال منهجية دراسة الحدث إلى أنه قد يكون الاستثمار في الاكتتابات العامة مربحاً على المدى القصير، لكنه على المدى الطويل يشكل خطراً على ثروة المستثمر.

تلقت هذه الدراسة الانتباه إلى أهمية توقيت الحدث المالي ومدى انعكاسه إيجابياً أو سلبياً على أداء السوق. حيث تلقي مزيداً من الأعباء والمسؤوليات على المدراء الماليين إلى توخي الحذر ودراسة السوق بشكل معمق قبل تحديد توقيت الحدث المالي لإحداث ردود الفعل المرغوبة من الحدث وتحصيل أكبر نتائج ممكنة نتيجة هذا القرار. حيث أنه من المعروف أن الأسواق المالية تمر بمراحل قوة أو إزدهار وأخرى ركود. فيجب استغلال أوقات الذروة في السوق المالي في حالة طرح الإكتتابات والاستفادة من حالة الركود عند التخطيط للاستحواذ.

بشكل عام ، إن دراسات الحدث المالي والإقتصادي تبين لنا أنه في الأسواق الناضجة، تبدي أسعار الأسهم تجاوبا مع المعلومات الجديدة التي يتم الإفصاح عنها ، فكلما كانت هذه المعلومات أقرب للدقة وتعبّر عن الواقع الحقيقي للشركات كلما كانت نتائج دراسة الحدث المالي تعكس بشكل فعّال أداء هذه الشركات على المدى الطويل والقصير الأجل. نتوقع أن تستمر منهجية دراسة الحدث المالي والإقتصادي لتكون أداة قيمة تستخدم على نطاق واسع في الاقتصاد والتمويل.

المراجع:

- A. Brav (2000), Inference in long-horizon event studies: A Bayesian approach with application to initial public offerings, *Journal of Finance* 55, 1979-2016.
- Agrawal, A. & Mandelker, G. N. (1990) Large shareholders and the monitoring of managers: The case of antitakeover charter amendments. *Journal of Financial & Quantitative Analysis*, 25, 143-161.
- Ang J.S., Zhang S. (2015) Evaluating long-horizon event study methodology. In: Lee CF., Lee J. (eds) *Handbook of financial econometrics and statistics*. Springer, New York, NY.
- Asquith, P. & Wizman, T. A. (1990) Event risk, covenants, and bondholder returns in leveraged buyouts. *Journal of Financial Economics*, 27, 195-213.
- Baek, J. S., Kang, J. K. & Suh Park, K. (2004) Corporate governance and firm value: evidence from the Korean financial crisis. *Journal of Financial Economics*, 71, 265-313.
- Ball, R. & Brown, P. (1968) An Empirical evaluation of accounting income numbers. *Journal of Accounting Research*, 6, 159-178
- Barber, B. M. & Lyon, J. D. (1997) Detecting long-run abnormal stock returns: The empirical power and specification of test statistics. *Journal of Financial Economics*, 43, 341-372.
- Benco, D. & Prather, L. (2008) Market reaction to announcements to invest in ERP systems. *Quarterly Journal of Finance and Accounting*, 47, 145-169.
- Benkraiem, R., Louhichi, W. & Marques, P. (2009) Market reaction to sporting results. *Management Decision*, 47, 100-109.
- B. M. Barber and J.D. Lyon (1997). Detecting long-run abnormal stock returns: Empirical power and specification of test statistics, *Journal of Financial Economics* 43, 341-372.

- Bonnier, K.-A. & Bruner, R. F. (1989) An analysis of stock price reaction to management change in distressed firms. *Journal of Accounting and Economics*, 11, 95-106.
- Brown, S. J. & Warner, J. B. (1980) Measuring security price performance. *Journal of Financial Economics*, 8, 205-258.
- Brown, S. J. & Warner, J. B. (1985) Using daily stock returns: The case of event studies. *Journal of Financial Economics*, 14, 3-31.
- Bruner, R. F. (1999) An analysis of value destruction and recovery in the alliance and proposed merger of Volvo and Renault. *Journal of Financial Economics*, 51, 125-166.
- Carlson, M., Fisher, A. & Giammarino, R. O. N. (2006) Corporate investment and asset price dynamics: Implications for SEO event studies and long run performance. *Journal of Finance*, 61, 1009-1034.
- Choong, P., Filbeck, G. & Tompkins, D. (2007) Advertising strategy and returns on advertising: A market value approach. *The Business Review, Cambridge*, 8, 17-23.
- Dahya, J., Lonie, A. A. & Power, D. M. (1998) Ownership structure, firm performance and top executive change: An analysis of UK firms. *Journal of Business Finance & Accounting*, 25, 1089-1118.
- Defond, M. L., Hann, R. N. & Hu, X. (2005) Does the market value financial expertise on audit committees of boards of directors? *Journal of Accounting Research*, 43, 153-193.
- Defusco, R. A., Johnson, R. R. & Zorn, T. S. (1990) The effect of executive stock option plans on stockholders and bondholders. *Journal of Finance*, 45, 617-627.
- Dutta, S. & Jog, V. (2009) The long-term performance of acquiring firms: A reexamination of an anomaly. *Journal of Banking & Finance*, 33, 1400-1412.
- E. F. Fama (1998), Market efficiency, long-term returns and behavioral finance, *Journal of Financial Economics* 49, 283-306.
- Engle, R. F. & NG, V. K. (1993) Measuring and testing the impact of news on volatility. *Journal of Finance*, 48, 1749-1778.
- Espenlaub, S., Goergen, M. & Khurshed, A. (2001) IPO lock-in agreements in the UK. *Journal of Business Finance & Accounting*, 28, 1235-1278.
- Fama, E. F., Fisher, L., Jensen, M. C. & ROLL, R. (1969) The adjustment of stock Price to New information. *International Economic Review*, 10, 1-21.
- Fama, E. F. & French, K. R. (1993) Common risk factors in the returns on stocks and bonds. *Journal of Financial Economics*, 33, 3-56.

- Gregory, A. (1997) An Examination of the long run performance of UK acquiring firms. *Journal of Business Finance & Accounting*, 24, 971-1002.
- Gugler, K., Mueller, D. C. & Yurtoglu, B. B. (2004) Marginal q, Tobin's q, cash flow, and investment. *Southern Economic Journal*, 70, 512-531.
- Hertzfel, M., Lemmon, M., Linck, J. S. & Rees, L. (2002) Long-run performance following private placements of equity. *Journal of Finance*, 57, 2595-2617.
- Homan, A. C. (2006) The Impact of 9/11 on financial risk, volatility and returns of marine firms. *Maritime Economics & Logistics*, 8, 387-401.
- J. Y. Campbell, A. W. Lo and A. C. Mckinley (1997), *The econometrics of financial markets*, University Press: Princeton, NJ, Chapter 4 (pp.149-180).
- Jayaraman, N. & Shastri, K. (1993) The effects of the announcements of dividend increases on stock return volatility: The evidence from the options market. *Journal of Business Finance & Accounting*, 20, 673-685
- Karafiath, I. (2009) Detecting cumulative abnormal volume: a comparison of event study methods. *Applied Economics Letters*, 16, 797-802.
- Kim, J. & Morris, J. D. (2003) The effect of advertising on the market value of firms: Empirical evidence from the Super Bowl ads. *Journal of Targeting, Measurement and Analysis for Marketing*, 12, 53-65.
- Lambertides, N. (2009) Sudden CEO vacancy and the long-run economic consequences. *Managerial Finance*, 35, 645-661.
- Loughran, T. & Ritter, J. R. (1995) The new issues puzzle. *Journal of Finance*, 50, 23-51.
- Lummer, S. L. & McConnell, J. J. (1989) Further evidence on the bank lending process and the capital-market response to a bank loan agreement. *Journal of Financial Economics*, 25, 99-122.
- Lys, T. & Vincent, L. (1995) An analysis of value destruction in AT&T's acquisition of NCR. *Journal of Financial Economics*, 39, 353-378.
- Lyon, J.D., B.M. Barber, and C. Tsai, 1999, "Improved methods for tests of abnormal stock returns," *Journal of Finance*, 54, 165-201
- Mase, B. (2009) The impact of name changes on company value. *Managerial Finance*, 35, 316-324.
- Mitchell, M., and E. Stafford, (2000), "Managerial decisions and long-term stock price performance," *Journal of Business*, 73, 287-329.
- Ritter, J. R. (1991) The long run performance of initial public offerings. *Journal of Finance*, 46, 3-27.

- Schipper, K. & Thompson, R. E. X. (1983) The impact of merger-related regulations on the shareholders of acquiring firms. *Journal of Accounting Research*, 21, 184-221.
- Schumann, L. (1988) State regulation of takeovers and shareholder wealth: The case of New York's 1985 takeover statutes. *The Rand Journal of Economics*, 19, 557-567.
- Small, K., Ionici, O. & Zhu, H. (2007) Size does matter: An Examination of the economic impact of sarbanes-oxley. *Review of Business*, 27, 47-55.
- Steiner, M. & Heinke, V. G. (2001) Event study concerning international bond price effects of credit rating actions. *International Journal of Finance & Economics*, 6, 139-157.
- Sefcik, S. E. and R. Thompson, (1986), "An Approach to statistical inference in cross-sectional models with security abnormal returns as dependent variable, *Journal of Accounting Research* 24, 316 – 334
- S.P. Kothari and B. Warner (1997), Measuring long-horizon security price performance, *Journal of Financial Economics* 43, 301-339.
- S. P. Kothari (2000), Capital market research in accounting, *Journal of Accounting and Economics* 31, 105-231.
- S.P. Kothari and B. Warner (2007), *Econometrics of events studies*, hand book of corporate finance: Empirical Corporate Finance, Vol. 1, Elsevier North Holland, Amsterdam, PP.3-36.
- T. Loughran and J. R. Ritter (2000), Uniformly least powerful test of market efficiency, *Journal of Financial Economics* 55, 361-389.
- Teoh, S. H., Welch, I. & Wong, T. J. (1998a) Earnings management and the long-run market performance of initial public offerings. *Journal of Finance*, 53, 1935-1974
- Teoh, S. H., Welch, I. & Wong, T. J. (1998b) Earnings management and the underperformance of seasoned equity offerings. *Journal of Financial Economics*, 50, 63-99.
- Weber, J., Willenborg, M. & Zhang, J. (2008) Does auditor reputation matter? The case of KPMG Germany and ComROAD AG. *Journal of Accounting Research*, 46, 941-972.
- Yeo, G. H. H., Chen, S., Ho, K. W. & Lee, C. (1999) Effects of executive share option plans on shareholder wealth and firm performance: The Singapore evidence. *The Financial Review*, 34, 1-20.
- Yermack, D. (1997) Good Timing: CEO Stock Option Awards and Company New announcement. *Journal of Finance*, 52, 449-476.