



دراسة ردة فعل السوق اتجاه تغيير المدير المفوض وجنس المدير المفوض للشركات المدرجة في سوق العراق للاوراق المالية

A Study of the Market Reaction to CEO Change & CEO Gender Change for Companies Listed on the Iraq Stock Exchange

د. رضا نوار كحيط

ديوان الرقابة المالية الاتحادي

redha_nawar@yahoo.com

د. هدى ناظم خلصاص

ديوان الرقابة المالية الاتحادي

hudanathem4@gmail.com

د. حسين فلاح حسن

ديوان الرقابة المالية الاتحادي

hussein.hasan198713@gmail.com

المستخلص:

الهدف من الدراسة الحالية هو التعرف على ردة فعل السوق من خلال تغيير المدير المفوض وجنس المدير المفوض وكيفية تأثير هذا التغيير على العوائد غير الطبيعية للأسهم. تستند الدراسة إلى المعلومات التي نشرتها الشركات المدرجة في سوق العراق للاوراق المالية، وقد تم اختيار (35) شركة للفترة من عام (2010) إلى عام (2021). توصلت نتائج الدراسة إلى وجود علاقة عكسية (سلبية) ذات دلالة معنوية بين تغيير المدير المفوض وعوائد الاسهم غير الطبيعية. من جهة أخرى، إن المستثمرين يقللون من قيمة أسعار الأسهم عند تغيير المدراء التنفيذيين، وبالنتيجة تكون عوائد الأسهم أقل من المتوقع، كذلك توصلت الى عدم وجود علاقة ذات دلالة معنوية بين جنس المدير المفوض وعوائد الاسهم غير الطبيعية. الكلمات المفتاحية: تغيير الرئيس التنفيذي، جنس الرئيس التنفيذي، العوائد غير الطبيعية للأسهم , ردة فعل السوق.

Abstract :

The current study aims to determine how the market will respond to changing the managing director's sex and how this move will impact the anomalous returns of companies. 35 companies were chosen for the period from (2010) to (2021) based on information published by companies registered on the Iraq Stock Exchange. The study's findings showed that there is a substantial inverse (negative) association between aberrant stock returns and managing director changes. The value of stock prices is diminished by investors when executive directors are replaced, which causes stock returns to be less than anticipated. I also found that there is no significant relationship between the gender of the managing director and abnormal stock returns.

Keywords: CEO change, CEO Gender change, abnormal stock returns, market reaction.

1-المقدمة:

تاريخياً، كان التداول في سوق الأوراق المالية متاحاً فقط للأشخاص العاملين في السوق، ولكن في السنوات الأخيرة، مكن تطوير تكنولوجيا المعلومات الشركات من تحسين عملياتها بينما يمكن للمستثمرين التداول بسهولة أكبر في سوق الأوراق المالية (Ekonomifakta, 2022). على مدار سنوات طور سوق الأوراق المالية العديد من تقنيات التحليل والنظريات لتكون قادرة على التنبؤ بكيفية أداء الأسهم المختلفة في السوق، من أجل اتخاذ قرارات الاستثمار الأكثر استنارة. من جهة أخرى، تم تطوير التحليل الفني حيث يتم تحليل التطور التاريخي للسهم للعثور على أنماط قد تشير إلى تطور مستقبلي معين لقيمة السهم. يعتقد (Schwager, 2012) أيضاً أن التحليل الأساسي يستخدم لفحص السجلات والخصائص المالية للشركات، في محاولة لتحديد ما إذا كان يمكن تقييم ارتفاع قيمة الأسهم في المستقبل أم لا. يتضمن جزء من التحليل الأساسي أيضاً كيفية إدارة الأعمال والتأثير الذي يمكن أن يحدثه المدير على أداء الشركة وقيمتها. إدارة الشركة هي حجر الزاوية الأساسي في جميع الأعمال التجارية حيث تضع الأهداف والمبادئ التوجيهية المختلفة لعمل الشركة. لذلك يجد المستثمرون اهتماماً كبيراً بالتحقيق في من يتحكم في

الشركة، من أجل تحديد ما إذا كان الاستثمار لديه القدرة على أن يكون مربحاً (Schwager, 2012). يتحمل الرؤساء التنفيذيون المسؤولية الأكبر عن توزيع موارد الشركة والتأكد من استخدامها لتعظيم قيمة الشركة بمرور الوقت (Kontes, 2011). من بين المعلومات التي يهتم بها مستخدمين البيانات المالية في اتخاذ قراراتهم، عوائد الأسهم. من خلال ذلك، فإن أي معلومات تتعلق بالشركة وبأداء الشركة ووضعها المالي ستؤثر على عوائد الأسهم. ولذلك، تم إجراء العديد من الدراسات حول التغيرات التي تطرأ على عوائد الأسهم للشركات من خلال دراسة سلوك عوائد الأسهم مقابل نشر المعلومات المتعلقة بالشركة بطرق مختلفة. يعتبر أحد أهم المواضيع في التمويل السلوكي هو فحص كيفية انعكاس المعلومات المنشورة على أسعار الأسهم. للتمييز بين السوق الضعيف وشبه القوي والقوي أو الكفوء، وتنقسم هذه المعلومات إلى ثلاثة أقسام: المعلومات التاريخية والمعلومات المتاحة للجمهور والمعلومات السرية (Tashchan, & Hosseini, 2008). تبين الدراسات السابقة في مجال ردة فعل السوق على الإفصاح عن المعلومات المالية حيث تغطي مجموعة واسعة من المعلومات مثل انهيار قيمة الاسهم، والتغيير في قيمة الاسهم، ونشر إعلان توزيع الأرباح، وما إلى ذلك. وفي الوقت نفسه، تعد المعلومات المرتبطة بتغيير المدراء أيضاً واحدة من أهم المعلومات التي يمكن أن تسبب ردة فعل في السوق. تغيير المدير المفوض، سواء كان اختياري أو غير اختياري، مهم لتحسين أداء الشركة. يقوم المدير المفوض الجديد بتصحيح أخطاء المدير المفوض السابق ويحاول تقديم سياسات جديدة تعكس قدراته بشكل أفضل. لا يؤثر المدير المفوض الجديد على قرارات الإدارة فحسب، بل يؤثر أيضاً على استراتيجيات الإفصاح عن معلومات الشركة، بما في ذلك المعلومات المالية وغير المالية، وبالتالي، فإن طريقة الإفصاح التي تتبعها الشركة تتوقع التغيير عند تعيين مدير مفوض جديد وتجعل من الصعب على المستثمرين تفسير المعلومات ذات الصلة. لذلك، في هذه الدراسة، نسعى للإجابة عن السؤال الآتي: هل يؤدي تغيير المدير المفوض إلى ردة فعل في السوق وتحقيق عوائد غير طبيعية للأسهم؟

2-الاطار النظري وتطوير الفرضية: مع توسع وتخصص أنشطة وحدات الأعمال، فوض المالكين مهمة الإدارة وشؤون الوحدات

الواقعة تحت ملكيتهم إلى أشخاص متخصصين يسمون المدراء. يتعين على المدير، بصفته ممثل للمالكين، توجيه وإدارة أنشطة وحدة الأعمال لصالح المالكين. كما أنه من واجب المدير حماية وتأمين مصالح أصحاب المصلحة والمجموعات الأخرى في العقد مع وحدة الأعمال مثل الدائنين والحكومة والعملاء والموظفين والمجتمع وما شابه ذلك. ومع ذلك، تظهر الأدلة أن المدير يتصرف لمصلحته الخاصة ويعطي الأولوية لمصلحته الخاصة على مصالح الآخرين. سبب هذا السلوك من قبل المدير هو سلطة القرار الذي فوضه له المالكين. نظراً لأن المالكين لا يمكنهم التحكم في كل قرار يتخذه المدير وللمدير الحرية في متابعة مصالحه الخاصة. لذلك، قد يختار المدير خلال فترة عمله الاستراتيجيات التي توفر أكبر قدر من الفوائد لنفسه، وبالتالي يخلق مشكلة تسمى مشكلة السمسة. وهناك مشاكل أخرى في نظرية السمسة (نظرية الوكالة) بين المدراء والمساهمين هي مشكلة الأفق. تشير هذه المشكلة إلى حقيقة أن المدراء يميلون إلى الاستثمار في المشاريع حيث يعود العائد على المشروع إلى ما قبل نهاية الفترة. بسبب ان أفق اتخاذ القرار للمدراء أقل من أفق الاستثمار للمساهمين. يعتقد المدراء أن فترة عملهم محدودة بينما عمر الشركة غير محدود. ولذلك، إنهم يسعون إلى تحقيق الفوائد المرجوة خلال فترة عملهم. وتؤكد هذه الفرضية على أن المدراء في السنوات الأخيرة من فترة عملهم يتكبدون خسائر ويضخمون الأرباح أكثر من السنوات الأخرى. استناداً إلى فرضية مشكلة الأفق، يقوم سوق رأس المال بتقييم قدرة المدير على إدارة الشركة بشكل جيد خلال فترة عمله، ويمتلك المدير الدوافع للمبالغة في الأرباح للحصول على سمعة طيبة لنفسه، كذلك تؤكد هذه الفرضية أيضاً أنه في بعض الأحيان يكون المدراء الذين يتمتعون بسمعة طيبة بالسوق في الماضي أقل ميلاً إلى المبالغة في الأرباح. لذلك عندما يتغير المدراء وخصوصاً في سنة التغيير يطبق المدير الجديد التعديلات في الأرباح مما يعكس المبالغة في أرباح السنوات السابقة. تتجلى هذه الممارسة في

السوق وخصوصاً عندما يتغير المدير المفوض حيث يتوقع المساهمون عوائد غير طبيعية من جراء هذا التغيير (Kalyta, 2009).

يرى كل من Malmendier and Tate (2007) أن المدراء المشهورين يستخدمون طرقاً لزيادة الأرباح أكثر من المدراء الآخرين، وأن المدراء يسعون إلى الحفاظ على شهرتهم في سوق رأس المال. لهذا السبب استخدموا مؤشر فترة عمل المدير المفوض لقياس شهره المدير، وتوصلت نتائج الدراسة الى أن المدراء يبالغون في الأرباح خلال فترة عملهم في المنصب. كذلك وجد الباحثون Davidson et al (2007) أن مدراء الشركات القريبين من سن التقاعد لديها مستويات أعلى من إدارة الأرباح (الاستحقاقات الاختيارية) مقارنة بمدراء الشركات الأخرى. وإن المدراء الذين اقتربوا من سن التقاعد ليسوا قلقين بشأن أرباح الشركة المستقبلية (أي أن المدراء الأكبر سناً لديهم نظرة قصيرة الأجل للأرباح) ويركزون فقط على زيادة الأرباح في نهاية فترة عملهم. يرى كل من Nourayi and Mintz (2008) أن الرؤساء التنفيذيين ذوي الخبرة العملية القصيرة يكونون أكثر مشاركة في أداء الشركة من المدراء الآخرين. وأن كلاً من مؤشرات الأداء المستندة إلى الأرقام المحاسبية ومؤشرات الأداء القائمة على السوق لها علاقة إيجابية بالمكافآت النقدية. أوضح Zhang (2009) أنه من غير المرجح أن يبالغ المدير المفوض في الأرباح، في بداية فترة عمله في المنصب، ونتيجة لذلك فإن جودة الأرباح ستكون مرتفعة، وأن المدير المفوض يبحث عن الشهرة في بداية فترة عمله، فلا يبالغ في الربح. لكن في السنوات اللاحقة، بعد اكتساب الشهرة، يزداد الربح وتنخفض جودة الربح، كذلك توصل انه في السنة الاخيرة من فترة عمل المدير تتم إدارة الأرباح بشكل كبير مقارنة بالسنوات الاخرى. بعد دراسة الأدبيات المحاسبية في مجال تولي المدراء في الشركات والتغييرات التي أجريت في مجلس الإدارة تبين أن فترة عمل الإدارة مرتبطة بشكل عكسي (سلبي) بأداء الشركة (Murphy, 1986 ; Bizjak et al, 2009). يشير هذا إلى أن المدير المفوض المستقل، وفترة العمل والاداء في الماضي، والتكوين والتقارب قد تؤدي جميعها إلى انحرافات عن بيئة الأعمال. يرى كل من Kaczmarek et al (2012) أن الرؤساء التنفيذيين ذوي الفترات الطويلة قد ينشئون مجموعات فرعية، وقد تؤدي التناقضات الناتجة عنها إلى تثبيت وتدمير قيمة الشركة. عادة ما ترتبط المدة الأطول بمزيد من القدرة، مما قد يجعل الرؤساء التنفيذيين أكثر عرضة للخطر. يرى كل من (Hu & Kumar, 2004). و (Salas, 2010) في حال أدت الوفاة المفاجئة إلى القضاء على مدير ثابت في منصبه لأكثر من عشر سنوات وكان أداءه ضعيفاً خلال السنوات الثلاث الماضية، فإن قيمة السهم سترتفع.

سوق رأس المال حساس وقلق بشأن إدارة الشركة. لذلك، عندما يكون هناك تغيير في الإدارة، يمكن أن يكون أحد الأسباب أن المدراء لم يقوموا بواجبهم بشكل جيد، تجاه زيادة ثروة المساهمين. يمكن اعتبار عملية إدارة التغيير بمثابة استراتيجية يتم تنفيذها في الشركة من قبل المسؤولين والمالكين من أجل تكييفها مع التغييرات البيئية، وهذه العملية هي آلية تظهر الوجود الحالي والمستقبلي للشركة (Bizjak et al, 2009). في هذا الصدد، اقترح الباحثون أيضاً أن استخدام المدراء الخارجيين، على الرغم من كونه مفيداً وفعالاً للشركة، ضروري أيضاً لاستراتيجية تغيير إداري ناجح. قام كل من (Dianti Deilami et al, 2013) بدراسة تأثير فترة عمل الإدارة على قيمة الشركة وتكاليف الوكالة ومخاطر المعلومات. وتوصلت نتائج الدراسة الى أن فترة عمل المدير لها علاقة ذات دلالة احصائية بمخاطر المعلومات وقيمة الشركة، ولكن لا توجد علاقة ذات دلالة احصائية بين تكلفة الوكالة وفترة عمل المدير.

تهدف دراسة كل من Karlsson, & Sundström Utbys (2022) إلى قياس ردة فعل سوق الأوراق المالية للإعلان عن تغيير الرئيس التنفيذي للشركات المدرجة في البورصة السويدية وتحديد ما إذا كان جنس المدير التنفيذي يجعل ردود الفعل مختلفة. تعتمد هذه الدراسة على نموذج كمي إيجابي مع منهج استنتاجي، لتحديد ما إذا كان الإعلان عن رئيس تنفيذي جديد يتسبب في عوائد غير طبيعية في يوم الإعلان والأيام المحيطة به. تظهر نتائج الدراسة أن هناك رد فعل إيجابي كبير في يوم

إعلان الرئيس التنفيذي الجديد. علاوة على ذلك، عند إجراء مقارنة بين مدير تنفيذي جديد ومديرة تنفيذية جديدة، تظهر النتيجة أن السوق يتفاعل أكثر مع الرئيس التنفيذي الجديد أكثر من نظيره من الإناث. تملأ النتائج فجوة الدراسة في مجال ردود الفعل حول تغيير الرئيس التنفيذي في بورصة ستوكهولم السويدية وكيف يؤثر جنس الرئيس التنفيذي على ردود الفعل. تطبيق الدراسة استراتيجية يمكن للمستثمرين العمل عليها عملياً إذا كان تغيير الرئيس التنفيذي يمكن أن يؤدي إلى عوائد غير طبيعية أم لا. تساهم النتائج أيضاً في المعرفة التي تكمل تطبيق النظريات المالية القديمة والحديثة على ردود الفعل في بورصة ستوكهولم للأوراق المالية في حالة تغيير الرئيس التنفيذي.

قام كل من Jabbar et al (2021) بالتحقيق في كيفية تفاعل السوق مع تغييرات الرئيس التنفيذي وكيف يمكن أن تؤدي إلى عوائد غير طبيعية للأسهم. الدراسة ذو طابع رجعي وتستند إلى المعلومات المتاحة للجمهور والمنشورة من قبل الشركات المدرجة في بورصة طهران خلال الفترة من عام (2011) الى عام (2015)، على عينة مكونة من (102) شركة. أظهرت نتائج الدراسة أن هناك علاقة عكسية (سلبية) وذات دلالة معنوية بين تغيير الرئيس التنفيذي والعائدات غير الطبيعية للأسهم. بعبارة أخرى، يمكن القول أنه في وقت تغيير الرئيس التنفيذي يتم التقليل من قيمة الأسهم من قبل المساهمين، ونتيجة لذلك سيكون العائد المقدر للأسهم أقل من المتوقع.

قام كل من Furtado & Karan (1990) في دراسة عن التغيير الإداري في (108) شركة تصنيع صغيرة الحجم، أن الشركات التي لديها سياسة تغيير إداري محددة مسبقاً استمرت في تحقيق الأرباح بعد إجراء التغيير في الإدارة. من ناحية أخرى، في الفترة التي أعقبت التغيير الإداري، يعترض المدراء الجدد دمج الربح في خططهم. تعزز هذه الإستراتيجية الجديدة للمدراء الجدد قدرتهم على تقديم تقارير أكثر فعالية عن أداء الشركة.

قام Moore's (1973) بدراسة مقارنة حول التغيير الإداري في صحيفة وول ستريت جورنال من عام (1966) إلى عام (1969) بين مجموعتين من الشركات. ضمت المجموعة الأولى (36) شركة خضعت لتغييرات إدارية، بينما ضمت المجموعة الثانية (100) شركة لم تقم بالتغيير الإداري. وبحسب الدراسة، كان عدد الشركات التي شهدت انخفاضاً في صافي الدخل أعلى في المجموعة الأولى. كما أبلغت عدد من هذه الشركات عن ارتفاع كبير في أرباحها في السنة المالية الأولى بعد التغيير الإداري. بالنظر إلى أن كبار المسؤولين التنفيذيين مكفون بالتحكم في موارد الشركة، فإن أي تغيير في هذا الفريق من المدراء التنفيذيين قد يكون له تأثير هائل على قيمة الشركة وبالتالي على ثروة المساهمين. لذلك، من المهم فحص ردة فعل سوق الأوراق المالية على هذه التغييرات وتأثيراتها.

ومع ذلك، في الأسواق الكفوءة، تتأثر عوائد الأسهم بمجموعة من العوامل المتعلقة بالأداء الإداري. لا يعكس عائد السهم وحده الجانب المتوقع أو غير المتوقع لتغيير الإدارة، ولكن يتشكل من خلال مجموعة متنوعة من العوامل (Warner et al, 1988). على الرغم من تنوع العوامل التي تحكم عوائد الأسهم، إلا أن هناك مصادر مختلفة للمعلومات مثل (التقارير الدورية للأرباح، وزيادة رأس المال، وتقاسم الأرباح، والخ...). جميعها تمثل معايير مرتبطة ارتباطاً وثيقاً بأداء الإدارة. من الصعب في بعض الأحيان التمييز بين تأثير المعلومات المذكورة أعلاه على أداء الشركة. ونظرًا لتكامل وتزامن المعلومات المالية، من المحتمل أنه قد لا تتمكن عوائد الأسهم من عكس كل معيار بدقة على حدة. ومع ذلك، تجدر الإشارة إلى أنه عندما يكون مجلس الإدارة ملزماً باتخاذ تدابير لتغيير الرؤساء التنفيذيين للشركة، فإن المعلومات المتعلقة بهذا التغيير لن تنعكس بالكامل في عوائد الأسهم. ويرجع هذا بشكل رئيسي إلى حقيقة أن مجلس الإدارة يبحث عن عوامل غير واضحة لسوق رأس المال وأعضائه. ويشير أيضاً إلى أن مجلس الإدارة ملزم بأن يكون مسؤولاً عن أداء الإدارة، وإن هذه الأسباب لا يمكن قياسها من قبل أولئك الذين هم خارج الشركة.

نستنتج من الدراسات أعلاه أن أسواق رأس المال تتفاعل مع التغيرات في إدارة الشركات التي تعتمد على سلوك المستثمرين. لذلك، تم تطوير فرضية الدراسة على النحو التالي:

هناك تأثير كبيرة لتغيير الرئيس المفوض على العوائد غير الطبيعية للأسهم.

هناك تأثير لجنس المدير المفوض على العوائد غير الطبيعية للأسهم.

3-البيانات والمنهجية:

3-1- جمع البيانات وطريقة اختبار الفرضيات: تهدف الدراسة لمعرفة أثر تغيير المدير المفوض و جنس المدير المفوض على العوائد غير الطبيعية للأسهم للشركات المدرجة في سوق العراق للاوراق المالية عن طريق استخدام التحليل الوصفي والاستنباطي في بيان وجود الارتباط من عدمه بين المتغيرات حيث تم استخدام الانحدار الخطي المتعدد ولغرض جمع البيانات التي تخص الجانب العملي اعتمد الباحث على القوائم المالية المنشورة ضمن موقع سوق العراق للأوراق المالية ولجمع واستخراج البيانات الازمة وتنظيمها وتصنيفها ضمن برنامج (Excel) ومن ثم استخدام برنامج (Eviews 13) للتحليل واختبار الفرضيات وفيما يخص الجانب النظري تم الاعتماد على الكتب والمقالات العلمية الخارجية والداخلية والمنشورة ضمن المجالات العلمية المعتبرة.

3-2- المجتمع والعينة الإحصائية: يشمل مجتمع الدراسة جميع الشركات العراقية المساهمة المدرجة ضمن سوق العراق للأوراق

المالية للفترة من العام 2010 - 2021 على ان تتوفر فيها الشروط التالية:

ان تكون مدرجة ضمن السوق للفترة ما بين العام 2009 - 2021، بسبب بعض المتغيرات تحتاج لبيانات سنه سابقة.

ان تنتهي السنة المالية للشركات عينة الدراسة في 31/12.

ان تكون مستمرة خلال سنوات الدراسة.

ان لا تكون ضمن القطاع المصرفي والشركات المالية.

إمكانية الوصول الى البيانات المالية للشركات.

من خلال الشروط أعلاه كان عدد الشركات هي (35) شركة تقع ضمن (4) قطاعات (قطاع الخدمات، وقطاع الصناعة، وقطاع الفنادق والسياحة وقطاع الزراعة) مدرجة في سوق العراق للاوراق المالية حيث تم جمع المعلومات من الموقع الرسمي للسوق وكذلك من هيئة الأوراق المالية المسئولة عن نشر التقارير المالية الخاصة بالشركات المدرجة ضمن السوق.

3-3- نماذج ومتغيرات الدراسة: في هذه الدراسة، من أجل اختبار الفرضية، تم استخدام نموذج الانحدار الخطي المتعدد على

النحو الاتي:

$$AR_{t,i} = \beta_0 + \beta_1 CEO - Change_{i,t} + \beta_2 CEO - Gender Change_{i,t} + \beta_3 ROA_{i,t} + \beta_4 SIZE_{i,t} + \beta_5 LEV_{i,t} + \beta_6 LOSS_{i,t} + \beta_7 Age_{i,t} + \beta_8 MTB_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

في هذا النموذج تكون متغيرات الدراسة كما يلي:

المتغير التابع: المتغير التابع لهذا الدراسة هو رد فعل السوق الذي أثاره تغيير المدير المفوض (الرئيس التنفيذي)، والذي يحدث من خلال التغيير في أسعار الأسهم وبالتالي تتأثر العوائد غير الطبيعية للأسهم خلال عام تغيير المدير المفوض (الرئيس التنفيذي).

يتم حساب العائد غير الطبيعي للشركة ($AR_{t,i}$) عن طريق الفرق بين العائد على الشركة (i) في السنة (t) والعائد على السوق ككل (المؤشر العام) في السنة (t)، وعلى النحو التالي:

$$AR_{i,t} = R_{i,t} - R_{m,t}$$

$R_{i,t}$: العائد على الشركة: ((سعر سهم الشركة للسنة الحالية - سعر سهم الشركة للسنة السابقة) / سعر سهم الشركة للسنة السابقة).

$R_{m,t}$: العائد على السوق (المؤشر العام): ((سعر سهم (المؤشر العام) للسنة الحالية - سعر سهم (المؤشر العام) للسنة السابقة) / سعر سهم (المؤشر العام) للسنة السابقة).

المتغير المستقل الاول: لهذا الدراسة هو تغيير المدير المفوض ($CEO - Change_{t,i}$)، والذي تم تعريفه على أنه متغير ثنائي، يأخذ (1) إذا كان المدير المفوض قد تغير بالفعل خلال السنة خلاف ذلك يأخذ (0).

المتغير المستقل الثاني: لهذا الدراسة هو جنس المدير المفوض ($CEO - Gender Change_{t,i}$)، والذي تم تعريفه على أنه متغير ثنائي، يأخذ (1) إذا كان المدير المفوض امرأة خلاف ذلك يأخذ (0).

المتغيرات الضابطة لهذه الدراسة هي كما يلي:

$ROA_{t,i}$: العائد على الموجودات: يساوي صافي الربح قبل الضرائب / مجموع الموجودات.

$SIZE_{t,i}$: حجم الشركة: ويمثل اللوغاريتم الطبيعي لموجودات الشركة.

$LEV_{t,i}$: الرافعة المالية: تساوي إجمالي المطلوبات / إجمالي الموجودات.

$LOSS_{t,i}$: الخسائر متغير ثنائي: اذا كانت الشركة (i) في السنة (t) خاسرة تأخذ (1) خلاف ذلك تأخذ (0).

$MB_{t,i}$: القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية: تقاس القيمة السوقية من خلال سعر السهم بالسوق في عدد الاسهم.

$Age_{t,i}$: عمر الشركة: يساوي السنة الحالية - سنة التأسيس.

$\epsilon_{t,i}$: قيمة الخطأ (البواقي).

4- نتائج

4-2- التحليل الوصفي: للحصول على نظرة أعمق حول البيانات، تم أولاً إدراج بعض مؤشرات الاتجاه والتشتت المركزية. كذلك

يوضح الجدول ادناه الإحصاء الوصفي لـ 35 شركة مدرجة في سوق العراق للاوراق المالية خلال فترة الدراسة البالغة (12)

سنه من عام (2010) الى عام (2021)، وبذلك يكون عدد المشاهدات (420) مشاهدة لكل متغير من متغيرات الدراسة.

الجدول رقم (1): الإحصاء الوصفي لمتغيرات الدراسة

S.D	Min	Max	Median	Mean	Variable
2.117	-7.741	2.06	-0.004	-0.604	AR
0.369	-4.339	0.349	0.027	-0.024	ROA
1.394	19.245	27.049	22.437	22.451	Size
1.556	0.002	19.782	0.25	0.597	LEV
43.534	-8.545	561.819	2.261	9.564	MB
Frequency %		Frequency		Virtual variable	
0.177		72		CEO-Change	
0.081		33		CEO- Gender Change	
0.362		147		LOSS	

يوضح الجدول أعلاه أن (18%) من الشركات في العينة المستخدمة شهدت تغيراً في الرئيس التنفيذي خلال فترة الدراسة، وأن أكثر من (8%) من الشركات المستخدمة في الدراسة شهدت تغيراً في جنس الرئيس التنفيذي خلال فترة الدراسة. أيضاً، قد بلغ متوسط متغير العائد غير الطبيعي للاسهم (-0.604)، مما يشير إلى أن الشركات التي خضعت لتغييرات في منصب الرئيس التنفيذي قد انخفضت قيمتها بشكل عام، وهذا ما تفسره اشارة إجمالي العائد غير الطبيعي للاسهم في الشركات عينة الدراسة.

4-2- نتائج اختبار الفرضيات: اختبار الفرضيات: تأثير تغيير المدير المفوض على العوائد غير الطبيعية للاسهم وتأثير تغيير جنس المدير المفوض على العوائد غير الطبيعية للاسهم. تم استخدام نموذج الانحدار الخطي المتعدد للاختبار بين تغيير المدير المفوض و جنس المدير المفوض متغيرات مستقلة والمتغير المعتمد أو التابع العوائد غير الطبيعية للاسهم، كما موضح في الجدول رقم (2) نتائج اختبار الفرضية.

جدول رقم (2) اختبار الفرضية الاولى من الفرضية الرئيسية

VIF	Prob.	t-Statistic	Std. Error	Coefficient	Variable
-	0.004	-2.881	76.145	-219.374	C
1.058	0.045	-2.010	0.306	-0.616	CEOC
1.097	0.380	0.879	0.432	0.379	CEODC
2.629	0.501	-0.674	0.466	-0.314	ROA
1.080	0.893	0.135	0.077	0.010	SIZE
2.206	0.999	-0.001	0.100	0.000	LVE
1.342	0.143	-1.468	0.259	-0.380	LOSS
1.041	0.321	0.993	0.003	0.003	MB
1.225	0.914	0.109	0.008	0.001	AGE
0.039	Adjusted R-squared		0.068	R-squared	
0.012	Prob (F-statistic)		2.332	F-statistic	
2.302			Durbin-Watson stat		

من خلال نتائج التحليل الإحصائي في الجدول إعلاه يتبين أن النموذج معنوي، حيث بلغت القيمة الاحتمالية (Prob) لأختبار (F-statistic) أقل من (0.05) حيث بلغت (0.012) وهذا يدل على ان الانموذج صالح للاختبار ونتائجه قابلة للاعتماد. ويتبين أيضاً أن قيمة دوربين واتسون (Durbin-Watson) قد بلغت (2.302) وهي قيمة مثالية حيث تقع بين (1.5-2.5) مما يدل على عدم وجود مشكله ارتباط ذاتي وانحدار زائف في قيم السلسلة الزمنية لنموذج عينة الدراسة. كذلك يتبين أن قيمة (R-squared) بلغت (0.068) وهذا يعني أن القوة التفسيرية للمتغيرات المستقلة بالمتغير التابع هي (7%)، أما بالنسبة لقيمة (Adjusted R-squared) فقد بلغت (0.039) وهذا يدل على أن المتغير المستقل يؤثر بالمتغير التابع بنسبة (4%) اما المتبقي (96%) يعود الى عوامل أخرى خارج النموذج.

كما ينضح من النتائج اعلاه أن قيم معامل تضخم التباين (VIF) لجميع متغيرات النموذج أقل من (10)، حيث يدل على عدم وجود مشكلة العلاقة الخطية المتداخلة بين المتغيرات المستقلة لنموذج الدراسة.

تفسير نتيجة الفرضية الاولى

تبين نتائج التحليل الإحصائي أن القيمة الاحتمالية (Prob) للمتغير المستقل (تغيير المدير المفوض) هي أقل من (0.05) حيث بلغت (0.045) مما يدل على قبول الفرضية أي ان هناك علاقة بين تغيير المدير المفوض وعوائد الاسهم الغير طبيعية، وبالنظر إلى قيمة (Coefficient) والتي هي سالبة نستنتج ان هذه العلاقة هي علاقة عكسية، مما يعني إنه كل ما كثر تغيير المدير المفوض كل ما انخفضت العوائد غير الطبيعية للاسهم، كذلك نستنتج أن تغيير المدراء في الشركات المدرجة في سوق العراق للاوراق المالية يؤثر على نسبة العوائد غير الطبيعية للاسهم.

تفسير نتيجة الفرضية الثانية

تبين نتائج التحليل الإحصائي أن القيمة الاحتمالية (Prob) للمتغير المستقل (جنس المدير المفوض) هي اعلى من (0.05) حيث بلغت (0.380) مما يدل على رفض الفرضية اي عدم وجود علاقة بين جنس المدير المفوض وعوائد الاسهم الغير طبيعية، لذلك نستنتج إن المستثمرين لا يقللون من قيمة أسعار الأسهم في الشركات التي يكون فيها المدراء التنفيذيين من النساء.



النتائج والتوصيات

في هذا الصدد، تبحث الدراسة الحالية ردة فعل السوق للشركات المدرجة في سوق العراق للاوراق المالية من تغيير المدير المفوض وكيفية تأثير هذا التغيير على العوائد غير الطبيعية للأسهم. تبين نتائج اختبار فرضيات الدراسة إلى وجود علاقة عكسية ذات دلالة معنوية بين تغيير المدير المفوض وعوائد الاسهم غير الطبيعية. من جهة أخرى، إن المستثمرين يقللون من قيمة أسعار الأسهم عند تغيير المدراء التنفيذيين، وبالنتيجة تكون عوائد الأسهم أقل من المتوقع. لذلك، لوحظ عوائد الاسهم غير الطبيعية للسنوات التي حصل فيها تغيير للمدير المفوض بشكل سلبي. تطابق نتائج الدراسة الحالية مع نتائج دراسة كل من: Jabbar et al (2021)؛ و Bizjak et al (2009)؛ و Hu & Kumar (2004)؛ و Hermalin & Weisbach (2001)؛ و Furtado & Karan (1990) وتختلف نتائج الدراسة الحالية مع نتائج دراسة Karlsson & Sundström Utbys (2022)، ويعود سبب الاختلاف الى تاريخ أجزاء الدراسة وحجم العينة المستخدمة في الدراسة والانظمة المحاسبية التي تحكم السوق (سوق العراق للاوراق المالية والسوق السويدي) كذلك الى الانظمة والتعليمات والقوانين المستخدمة في البلدين، كذلك عدم وجود علاقة ذات دلالة معنوية بين جنس المدير المفوض وعوائد الاسهم غير الطبيعية. تطابق نتائج الدراسة الحالية مع نتائج دراسة Karlsson & Sundström Utbys (2022). بناءً على النتائج التي تم الوصول إليها أثناء الدراسة، ننصح المستثمرون بعدم اعتبار تغيير المدير المفوض كحدث عادي وعند الاستثمار يجب الاهتمام بشكل خاص لفترة عمل المدير المفوض والسنوات المتبقية حتى تغييره كعامل مؤثر على العوائد غير الطبيعية للأسهم.

References:

1. Bizjak, J. M., Lemmon, M. L., & Naveen, L. (2009). Does the use of peer groups contribute to higher pay and less efficient compensation? *Journal of Financial Economics*, 90: 152–168.
2. Davidson, W.N., Xie, B., Xu, W., Ning, Y., (2007). The influences of executive age, career horizon and incentives on pre-turnover earnings management. *Journal of Management Science* 11, 45-60.
3. Deangelo, H and L.E. Deangelo. "Proxy Contest and the Governance of Publicly Hold Corporation." *Journal of Finance Economic*. 1989(23) 23-59.
4. Dianti Deilami, Zahra, Moradzadeh Fard, Mahdi and Mazaheri, Ali (2013), "The effect of a management tenure on company value, cost of representation and information risk", *Empirical Accounting Research*, No. 3, pp. 12-39.
5. Ekonomifakta. (2022). *Börutveckling i Sverige och USA* [online] Börsutveckling i Sverige och USA - Ekonomifakta [Hämtad 06 Maj 2022].
6. Furtado, E. and M. Rozeff. "The Wealth effects of company initiated management changes." *Journal of Financial Economic*. 1987 .pp147-160.
7. Ghaemi, Mohammad Hossein., Livani Ay, Jamal. Dehbozorgi, Sajjad (2008), "Earnings and returns of corporate stocks", *Accounting and Auditing Reviews*, Vol. 15, No. 52, pp. 71-88.
8. Grossman, S.J. and Stiglitz, J.E. (1980). "On The Impossibility of Informationally Efficient Markets", *American Economic Review*, Vol. 70, Pp. 393-408.
9. Hu, A. & Kumar, P. (2004). Managerial entrenchment and payout policy. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 39: 759–790.
10. Jabbar, A.K., Hasan, H.F. & Khalbas, H.N. (2021). A study of the market reaction to CEO change. *Economic Annals-XXI*, 187(1-2), s. 206–214.
11. Jensen, M. & Murphy, K. (1990). Performance pay and top management incentives. *Journal of Political Economy*, 98: 225–264.
12. Kaczmarek, S., Kimino, S., & Pye, A. (2012). Board task-related fault lines and firm performance: A decade of evidence. *Corporate Governance: An International Review*, 20: 337–351.
13. Kalyta, P. (2009) Accounting Discretion, Horizon Problem, and CEO Retirement Benefits, *The Accounting Review*, Vol. 84, No. 5, pp. 1553-1573.
14. Karlsson, F., & Sundström Utbys, S. (2022). VD-Byte på Stockholmsbörsen: Marknadens reaktion vid tillkännagivandet av en ny VD.
15. Khajavi, Shokrollah. Nazemi, Amin (2005). "Investigating the relationship between earnings quality and stock returns with emphasis on the role of accruals in Tehran Stock Exchange". *Accounting and Auditing Reviews*, Vol. 12, No. 2, pp. 37- 60.



16. Kontes, P.W. (2011). The CEO, strategy, and shareholder value: making the choices that maximize company performance. [online] Hoboken, N.J.: Chi Chester, p.s.5. Tillgänglig via: <https://www.wiley.com/en-us/The+CEO%2C+Strategy%2C+and+Shareholder+Value%3A+Making+the+Choices+That+Maximize+Company+Performance-p-9781118119037>. [Hämtad 24 Mars. 2022].
17. Malmendier, U, Tate, G., 2007.SuperstarCEOs.Working paper, NBER, University of California, University of California at Los Angeles.
18. Murphy, K. (1986). Incentives, learning and compensation: A theoretical and empirical investigation of managerial labor contracts. *Rand Journal of Economics*, 17: 59–76.
19. Nourayi, M, and Mintz S. M. (2008) Tenure firms performance, and CEOs compensation, *Managerial Finance*, Vol.34 No.8, pp.524-536.
20. Salas, J. M. (2010). Entrenchment, governance, and the stock price reaction to sudden executive deaths. *Journal of Banking & Finance*, 34: 656–666.
21. Schwager, J. D. (2012). *The new market wizards: Conversations with America's top traders* (Vol. 95). John Wiley & Sons.
22. Sohn, S., Kim, S., & Chung, K. (2010). Empirical study of the relation between timely is closure and periodic report: Focusing on unfaithful disclosure and prior error adjustment. *Korean Accounting Journal*, 19(4), 1-36. [Printed in Korean]
23. Tashchan, A., & Hosseini, V., (2008). "The relationship between accrual quality and cost of capital in Iran", *Accounting and Auditing Reviews*, Vol. 15, No. 4, pp. 67-82.
24. Warner.J.B, R.L.Watts, K.H.Wruck." Stock Price and Top Management Changes". *Journal of Financial Economic* 1988(20). 461-492
25. Zhang,W.,(2009) CEO Tenure and Earnings Quality ,Working paper, University of Texas at Dallas, school of Management,pp.1-47.