

## The impact of initial credit rating Announcement of bonds on stock prices

An analytical study in the Abu Dhabi Securities Market

جامعة كربلاء / كلية الادارة والاقتصاد

جامعة كربلاء / كلية الادارة والاقتصاد

الباحث

أ.م. د . ميثاق هاتف الفتلاوي

أ.م. د. سعدي احمد الموسوي

سعدون عباس محمد الساعدي

### المستخلص

هدف البحث هو التحقيق في استجابة أسعار أسهم الشركات التي قامت بإصدار أدوات الدين ( السندات ) ، والمدرجة في سوق ابو ظبي للأوراق المالية للمحتوى المعلوماتي من إعلانات التدرج الائتماني الأولي التي أجرتها وكالة Moody's، للفترة 2005/1/1 - 2017/5/30 . وتم استخدام منهجية دراسة الحدث للتحقق من مدى وجود هذه الاستجابة من قبل السوق ومدى كفاءة السوق بالشكل النصف القوي ، وركزت البحث على اختبار اثر الإعلان الأولي ، كما تم اختبار مدى تأثير الاعلان على اسعار أسهم الصناعات المختلفة وتأثير الاعلانات على السوق ككل .

أظهر البحث ان هناك محتوى معلوماتي مؤثر للإعلان عن التدرجات الائتمانية في اسعار الاسهم ، مع اختلاف الاستجابات بين السالبة والموجبة. كما تم التوصل الى ان القطاعات الصناعية عينة البحث بصورة منفردة تختلف في استجابتها الى الاعلان حيث كان قطاع المصارف اكثر استجابة من غيره من القطاعات الأخرى وان اغلب استجابتها كانت ايجابية بينما شهد قطاع العقارات تأثيرا سلبيا على أسعار أسهمها . كما ان التأثير على اسعار الأسهم ادى الى تحقيق عوائد غير عادية عند الاعلان عن التدرج الأولي ، مما يشير الى ان سوق ابو ظبي ليست كفوءة بالشكل نصف القوي . وتوصلت البحث الى عدد من التوصيات التي كان اهمها ضرورة تعزيز الشفافية والإفصاح بهدف تعزيز كفاءة الاسواق المالية ، كذلك تشجيع الشركات العراقية على الدخول في اصدار سندات الدين بهدف تمويل نشاطها سواء كانت شركات مالية او غير مالية ، والعمل على ادراجها في سوق العراق للأوراق المالية بما يؤدي الى تعزيز نشاط السوق والاقتصاد .

### Abstract

The purpose of the research is to investigate the response of stock prices of companies that issued debt instruments (bonds) listed on the Abu Dhabi Securities Exchange for information content from the Moody's first credit rating announcements for the period 1 January 2005 - 30 May 2017. The study methodology was used to verify the existence of this response by the market and the Market efficiency of the Semi-strong shape. The research focused on testing the impact of the initial announcement. The research showed that there is an influential information content to announce credit ratings in stock prices, with different responses between negative and positive. It was also found that the industrial sectors sample research separately differ in their response to the announcement where the banking sector was more responsive than other sectors and most of the response was positive while the Real estate sector has a negative impact on the prices of its stock, The impact on stock prices led to extraordinary returns when the initial rating was announced, indicating that the Abu Dhabi market is not as efficient as the semi-strong. The study reached a number of recommendations, the most important of which was the need to enhance transparency and disclosure in order to enhance the efficiency of the financial markets, as well as encourage Iraqi companies to enter into the issuance of debt securities in order to finance their activities, whether financial or non-financial companies, and to include them in the Iraqi market for securities.

## المبحث الاول : المنهجية العلمية للدراسة

### أولاً : مشكلة البحث

في ظل عدم كفاءة الأسواق المالية بشكلها القوي ، يواجه المستثمرون مشكلة عدم التماثل المعلوماتي ، وبالتالي يقوم جدال معرفي حول اذا ما كانت اعلانات التدرج الائتماني الأولي يمكن ان ترسل معلومات مفيدة الى السوق تساهم في معالجة عدم التماثل المعلوماتي ، لذا فإن مشكلة البحث تتمحور حول الابعاد الرئيسية الآتية :

هل ان اعلان التدرج الائتماني الاولي لسندات الشركات اثرأ في اسعار اسهمها ؟

هل يختلف تأثير المحتوى المعلوماتي لإعلانات التدرج الائتماني باختلاف الصناعة ، وبالتالي التأثير في اسعار الاسهم يختلف باختلاف الصناعة المصدرة للسندات

هل ان سوق ( ابو ظبي ) كفوءة بالشكل نصف القوي في الاستجابة للمعلومات التي ترسلها اعلانات وكالات التدرج الائتماني ؟

### ثانياً : أهمية البحث

تتمثل اهمية البحث في الآتي :

1. في ظل انفتاح الأسواق العالمية ودخول الشركات الأجنبية كمستثمرين في أسواق المال أو كشركات مصرفية عاملة في السوق المصرفي . أصبح لزاماً على المستثمر في تلك الأسواق أن يكون له إلمام واضح وإطلاع واسع على التصنيفات الائتمانية وأهميتها بما يساهم في قدرته على اتخاذ القرار الاستثماري ، كذلك إمكانية الاستفادة من هذه التصنيفات عند اتخاذ القرار الاستثماري من قبل المستثمر في الأسواق العالمية .
2. اختبار أثر الإعلان عن التصنيفات الائتمانية للسندات التي تصدرها الشركات وانعكاسها في اسعار الأسهم والعوائد غير العادية التي يمكن تحقيقها من خلال دراسة هذا الإعلان ودور الوكالات الائتمانية في تخفيض عدم التماثل المعلوماتي ، بين المتعاملين في السوق .

### ثالثاً : اهداف البحث

1. اختبار فيما اذا كان لإعلانات التدرج الائتماني لسندات الشركات اثر في اسعار اسهمها .
2. اختبار فيما اذا كان لإعلانات التدرج الائتماني محتوى معلوماتي مؤثر يؤدي الى تحقيق عوائد غير عادية اختبار وبيان فيما اذا كان الاعلان الاولي عن تدرج السندات يمكن ان يؤدي الى التأثير في اسعار اسهم الشركات .

### رابعاً : فرضيات البحث

في ضوء ابعاد المشكلة يمكن بناء الفرضيات الرئيسية الآتية :

الفرضية الرئيسية الاولى : ليس لإعلانات التدرج الائتماني لسندات الشركات أثر في اسعار اسهمها .

الفرضية الرئيسية الثانية : لا يختلف تأثير الاعلان عن التدرجات الائتمانية في اسعار اسهم الشركات باختلاف الصناعات المصدرة للسندات .

الفرضية الرئيسية الثالثة : سوق ابو ظبي للأوراق المالية كفوءة بالشكل النصف قوي في الاستجابة للمحتوى المعلوماتي لإعلان التدرج الائتماني ؟

### خامساً : مجتمع وعينة البحث

كان مجتمع البحث الشركات المدرجة في سوق ابو ظبي للأوراق المالية والتي بلغت 66 شركة وتم اختيار الشركات التي اصدرت ادوات الدين (السندات ) والتي بلغ عددها ( 13 ) شركة . ومن جانب اخر كان عدد اعلانات التدرج الاولي التي تم الحصول عليها ( 36 ) اعلان للفترة من 1/1/2005 ولغاية 30/5/2017 من موقع وكالة ( Moody's ).

وتم استخدام منهجية دراسة الحدث لأختبار فرضيات البحث ، باستخدام مدة تقدير ( 60 ) يوماً ونافاذة الحدث ( 31 ) يوماً (15) يوم قبل الأعلان و (15) يوم بعد الأعلان ويوم الحدث اليوم (0) ، علماً أنه اذا كان يوم اعلان الحدث عطلة يتم اعتماد اليوم التالي كيوم حدث . والجدول رقم ( 1 ) يوضح الصناعات عينة البحث وعدد الاعلانات لكل صناعة .

الجدول ( 1 ) يوضح الصناعات عينة البحث وعدد الاعلانات لكل صناعة

التسلسل	الصناعة	اعلان تدرج اولي
1	المصرفية	18
2	التأمين	2
3	الطاقة والصناعة	12
4	العقارات	3
5	الاتصالات	1
	المجموع	36

المصدر : اعداد الباحث استناداً الى تقارير وكالة Moody's و سوق ابو ظبي للأوراق المالية

## المبحث الثاني

### أساسيات صناعة التدرج الائتماني

أولاً :- نشأة وكالات التدرج وتطورها :

وكالات التدرج الائتماني (CRA) Credit Rating Agencies تُعرف بأنها شركات خاصة تقدر وتقيم الجدارة الائتمانية للمقرضين ، شركات و مصارف وشركات التأمين ، والولايات والحكومات ذات السيادة ، فضلاً عن الأدوات المالية ( السندات والقروض والمنتجات المالية المهيكلة مثل التزامات الدين المضمونة) . (1؛ Kruck , 2011) . كذلك عرفت بأنها مصدر مستقل ( محايد) لتزويد المشاركين في الاسواق المالية بالمعلومات عن الشركات المصدرة لأدوات الدين ، بما يساعد على التأكد من الجدارة الائتمانية لها وقدرتها على الوفاء بالتزاماتها المالية في وقتها المحدد (3؛ white,2009) . وعرفت ايضاً بأنها شركات خاصة مستقلة تقوم بتحليل احتمال التخلف عن السداد وتقديم المعلومات والاراء الى الجمهور عن ادوات الدين ( السندات) التي تصدرها الشركات او الحكومات (508؛ Fabozzi,2009) ، ويشار إلى المنظمات التي تعترف الحكومة الأمريكية بتقييماتها والتي يمكن استخدامها لأغراض الاستثمار على أنها "منظمات التدرج الإحصائي المعترف بها وطنياً" (NRSROs). وتعتبر مصدراً هاماً للمعلومات للمستثمرين حول نوعية الائتمان وجودته من السندات التي تصدرها الحكومات والشركات (2؛ Gopalan & Song, et, 2009).

ان الدور الرئيس الذي تقوم به الوكالات و المتمثل بنقل الاراء والأحكام والمعلومات عن الجدارة الائتمانية لأدوات الدين والجهات المصدرة لها تسهل عمل الاسواق المالية ومعالجة التباين في الحصول على المعلومات بين المستثمرين (1؛ Creighton, Gower, e, t, 2004) . بالإضافة الى ذلك تقيم وكالات التدرج الائتماني مدى خطورة إصدار سندات الى التداول العام ، وتستمد هذه الوكالات تدرجاتها من خلال استخدام النسب المالية والتدفقات النقدية وتحليل التقييم المحتمل لدفع الفوائد وأصل الدين (235؛ Gitman & zutter, 2010) . و تقوم وكالات التدرج بمراجعة مستمرة للآثار المترتبة على اي معلومات جديدة يمكن ان تؤثر على تقييم الشركة و تنشر كم هائل من التدرجات الائتمانية في مواقعها على الانترنت وفي وسائل الإعلام ذات الصلة وتكون متاحة للجهات الفاعلة في الأسواق المالية مجاناً (11؛ sok, 2012) . وبناء على التقييمات التي تقوم بها وكالات التدرج تقوم بنشر آراءها العالمية على شكل حروفاً أبجدية وأرقاماً للدلالة

على جودة الائتمان الى المستثمرين للإطلاع وتقييم السندات المصدرة من حيث المخاطرة و العائد ، وبالتالي تساهم وتسهل اتخاذ القرار الاستثماري (Home & Wachowicz, Jr, 2013; 529).

تؤكد وكالات التدرج الائتماني ان التقييمات التي تصدرها هي مجرد آراء حول مخاطر الائتمان و لا تصل إلى توصيات لشراء أو بيع أو الاحتفاظ بورقة مالية معينة ، ولا تتناول مدى ملائمة منتجات مالية معينة للاستثمار لمستثمر معين وتؤكد بالإصرار على أن تدرجاتها ليست سوى آراء يحميها القانون ولها الحق في حرية التعبير ، وتسعى وكالات التدرج الائتماني لنفي المسؤولية القانونية لتدرجاتها ، والتي تعتبر واحدة من أسباب "عدم المسألة" (المسألة التي تقام ضد وكالات التدرج الائتماني في المحاكم وهو ما يشكل عقبة كبيرة جدا للمدعين ضد الوكالات) (Kruck , 2011, 20). كما ان وكالات التدرج الائتماني شركات خاصة تهتم بالدرجة الاولى في تعظيم الأرباح الخاصة و المصدر الرئيسي لدخل وكالات التدرج الائتماني (حوالي 80 إلى 95 بالمائة من دخلها الإجمالي) تأتي من رسوم التدرج المدفوعة من قبل الشركات المصدرة للسندات لاستقطاب والحصول على التدرج . (SEC , 2010; 3) (Kruck, 2011; 22) .

تاريخياً نشرت وكالة Moody,s للتدرج الائتماني أول تقييم ائتماني في العام 1909 ، حيث قامت بتقييم سندات شركات السكك الحديد الأمريكية و نالت رواجاً كبيراً في تلك الفترة ( Keown & Marten , et , 2014; 224) . وبعد ذلك بدأت شركة بورز للنشر (Poor's Publishing company) عام 1916 في نشر التقارير المالية عن الشركات وتبعها في العام 1922 شركة الاحصاءات القياسية (المعيارية) (Standard Statistics company) ، ثم شركة فيتش للنشر (Fitch Publishing company) في العام 1924. كانت هذه الشركات تتبع التدرجات على المستثمرين في كتيبات صغيرة سميكة ويقوم المستثمرين بدفع الاموال مقابل الحصول على هذه الكتيبات (Timmermans, 2012; 10) (Altman, 1991, 1) . و في العام 1929 أصبحت وكالة Moody,s للتدرج الائتماني تقييم و تمنح تدرجات الى (50 حكومة) تقوم تصدر سندات الإقراض دولياً ( Sok, 2012; 2) . و انتشرت الوكالات بسرعة كبيرة في فترة التسعينات لتصل في العام 1999 إلى حوالي (150) وكالة وتعدد نطاقها أيضاً ليصبح هناك وكالات محلية و إقليمية وعالمية ، إلا أن أبرز وكالات التدرج الائتماني التي يتم اتباعها عالمياً هي ستاندرد آند بورز (Standard & Poor's) وفيتش (Fitch Rating) و Moody,s (Moody, S Credit Ratings) (Moody, S & Creghton & ) (S&P) و Gower, e, t, 2004: 1) ، (Brigham, Ehrhardt, 2012; 212) ، و في العام 2004 نشرت المنظمة الدولية لهيئات الأوراق المالية (IOSCO) (International Organization of Securities Commissions) مدونة لقواعد السلوك وقعت عليها المؤسسات المالية ومن بينها وكالات التدرج الائتماني، وكان من اهم الشروط الواردة فيها الزام هذه المؤسسات تقديم الآراء التي تقلل من عدم التماثل المعلوماتي بين المستثمرين ، وكذلك إلزام الشركات بالإعلان عن التغييرات في الوضع المالي للمصدر الذي من شأنه زيادة عدد المشاركين في السوق المالي وزيادة نسبة الشفافية في التداول (Timmermans , 2012, 11) .

#### ثانياً : مفهوم التدرج الائتماني

يساعد التدرج الائتماني في الحد من الفجوة المعرفية ، أو التباين في المعلومات بين المقترضين (المصدرين) والمقرضين (المستثمرين) حيث تنقل رموز التدرج الائتماني المعلومات المستقبلية وملخص الآراء حول المقرض أو الجدارة الائتمانية للورقة المالية، (Ekins & Calabria, 2012; 3) (Chava & Rohan , et , 2006 ; 3) . ويعبر التدرج الائتماني عن رأي طرف ثالث (مستقل) عن الجودة او الجدارة الائتمانية للشركة التي تصدر ادوات الدين ، ويعكس ذلك قدرة الشركة المصدرة على سداد التزاماتها المالية (Fabozzi, 2009, 219) ( الجدارة الائتمانية تعبر عن قدرة ورغبة

الشركة على سداد المبالغ المقترضة مع الفوائد المترتبة عليها في موعدها المحدد (6; Östlund, 2009; Hyleen), ،  
و خلال فترة اصدار الدين تقوم الوكالات بمراقبة التدرجات وتنتهي بانتهاء تأريخ الاستحقاق وتسدّد اصل الدين ، ولحين  
انتهاء فترة الاستحقاق قد تقوم الوكالة بتغيير التدرج و يمكن ان ترفع الدرجة او تقوم بخفضها (Garman & forgue, 2010, 417).

ان السندات التي تحمل اعلى تدرج ائتماني (Aaa) من قبل شركة Moody's او (AAA) من قبل (S&P او Fitch) تتميز بأن مخاطر التخلف عن السداد تكون منخفضة جداً وهي ذات جودة ائتمانية عالية ، بينما الدرجة (D) تتميز بأنها  
اقل الدرجات جودة ائتمانية وبارتفاع مخاطر التخلف عن السداد ، وتسعى الشركات للحفاظ على درجات فوق (BBB) من اجل زيادة الطلب على السندات ، وبالتالي الحفاظ على العائد المطلوب لتأريخ الاستحقاق (Ross & Westerfield, et, 2010, 573) .  
والجدول رقم (2) يبين التدرجات التي تصدرها الوكالات الرئيسية العاملة في صناعة التدرجات الائتمانية للديون طويلة الاجل و قصيرة الاجل .

جدول رقم(2) التدرجات للديون طويلة الاجل وقصيرة الاجل التي تصدرها وكالات التدرج الرئيسية في صناعة التدرج الائتماني.

الوصف	تدرجات الديون قصيرة الاجل			معدلات الخسارة عند كل درجة %	تدرجات اصدارات الديون طويلة الاجل			الوصف	مستوى المخاطرة الائتمانية
	Fitch	S&P	MOODY,S		S&P	Fitch	MOODY,S		
ديون ائتمانية وإمكانية وفاء فورية	F-1	A-1	P1	0.0016	AAA	AAA	Aaa	الاکثر امان	درجة الاستثمار
اصدارات مقبولة وإمكانية تسديد فورية حساسة للتغيرات السلبية	F-2	A-2	P2	0.0171	AA+	AA+	Aa1	جدارة ائتمانية عالية	
				0.0374	AA	AA	Aa2		
امكانية مقبولة للتسديد ونوعية مقبولة من القروض	F-3	A-3	P3	0.1436	A+	A+	A1	جدارة ائتمانية متوسطة الى عالية	
				0.2569	A	A	A2		
				0.4015	A-	A-	A3	جدارة ائتمانية متوسطة الى اقل من متوسطة	
				0.6050	BBB+	BBB+	Baa1		
قروض مضاربة				0.8690	BBB	BBB	Baa2	غير استثمارية	درجة المضاربة
				1.6755	BBB-	BBB-	Baa3		
	B	B	NP	2.9040	BB+	BB+	Ba1	مخاطرة	
				4.6265	BB	BB	Ba2		
				6.5230	BB-	BB-	Ba3		
	مخاطر عالية واحتمال توقف عن التسديد				8.8660	B+	B+	B1	مخاطرة عالية
				11.3905	B	B	B2		
				14.8775	B-	B-	B3		
C		C		19.9726	CCC	CCC+	Caa1		
				26.8125		CCC	Caa2		
توقف عن التسديد				38.4017		CCC-	Caa3	متعثرة (تخلف عن السداد)	
				55.0000			CA		
				100.0000			C		
	D	D			DDD				
					DD				
					D	D			

المصدر : من اعداد الباحث اعتماداً على ادبيات الموضوع

من الجدول(4) اعلاه يمكن ان نلاحظ ان الدرجات التي تصدرها وكالات التدرج الائتماني تقسم الى نوعين (Eun-Resnick, 2004, 166) (Howells & Bain , 2008; 35-36) (Brealey-Meyers , 2003.684) ( , ) : (Östlund Hyleen , 2009; 6)

## الاول :- سندات الدرجات الاستثمارية

يستخدم هذا المصطلح على نطاق واسع للإشارة الى مصدري السندات والسندات ذات مستويات عالية من جودة الائتمان والجدارة الائتمانية(وتتمثل في الدرجات الاربع الاولى لكل من Moody,s و s & p والتي تبدأ بالدرجة AAA وتنتهي بالدرجة BBB حيث تتميز بقدرة عالية على السداد.

**الثاني :- سندات درجات المضاربة او غير المرغوب بها او سندات العائد المرتفع :**

( أذ تتميز بارتفاع احتمالية التخلف على السداد) ، والتي تبدأ بالدرجة "BB" وتنتهي بالدرجة "D" وفقاً لتدرجات ( s&p ) ، و تتميز بانخفاض درجة الامان وارتفاع العائد وتتميز ايضاً باحتمالية عالية للتخلف عن سداد الاقساط واصل الدين (Bodie,Kane,e,t,2014;468-469)(Reilly , Brown ,2012,624). فضلاً عن الدرجات التي تصدرها وكالات التدرج فأنها تقوم ايضاً بتعيين حالة مشاهدة التدرج ، واتجاه التدرج لمراقبة درجة التقييم وبالتالي امكانية تغييرها (Kappr,Diabay,e,2008;520-523) .

كما تضيف وكالات التدرج ارقاماً او إشارات على يمين درجة التقييم للدلالة على مستوى الجدارة الائتمانية ضمن كل درجة ، حيث تضيف وكالة Moody,s ارقاماً للدرجات الائتمانية من "AA" الى "Caa" هي 1 او 2 او 3 ، فالرقم 1 يشير الى النهاية العليا ضمن درجة التقييم (الأكثر جدارة ائتمانية) ، والرقم 2 الى منتصف الدرجة والرقم 3 الى النهاية الدنيا ضمن درجة التقييم (الاقبل جدارة ائتمانية). بينما تضيف كل من S&P و Fitsh علامة ( + ) أو ( - ) الى درجات التقييم من "AA" الى "B" للتعبير عن الجدارة الائتمانية ضمن الدرجة (Eun & Resnick ,212;314) (Brigham,Ehrhardt,2014,213) (Östlund & Hyleen,2009;8) ، و ايضاً من ضمن نشاطات الوكالات ما يعرف بمراقبة (مشاهدة) الائتمان ، و تشير مشاهدة التدرج إلى قيام وكالة التدرج بمراقبة الدرجة الائتمانية ، وبالتالي هناك احتمال كبير لتغييرها في الفترة القصيرة (زعتري ، عرنوص ، 2011 ، 155) ، حيث يتم تسلط الضوء على رأي الوكالة بالاتجاه المحتمل للتدرج خلال الفترة قصيرة الاجل او طويلة الاجل .

## ثالثاً : المحتوى المعلوماتي لاعلانات التدرج الائتماني وكفاءة الأسواق المالية

تعكس اسعار الأسهم التقييم الجماعي للأداء الحالي للشركة وأفاق المستقبل للمستثمرين ، عندما يكون السوق اكثر تقاؤلاً حول الشركة ، فأن سعر سهم الشركة يرتفع ، وبالتالي ارتفاع السعر يسهل للشركة زيادة رأس المال وتشجيع الاستثمار ، وبذلك فأن اسعار الاسهم تلعب دوراً رئيساً في توزيع راس المال في اقتصاديات السوق ( Bodie , et, 2014 : 10). و تعتبر المعلومات عنصراً حاسماً من العناصر الأساسية اللازم توفرها لاتخاذ القرارات الاستثمارية ، و خاصة في سوق الاوراق المالية وعدم توافرها بالشكل المطلوب او غيابها يتحول سوق الاوراق المالية من مباراة عادلة الى لعبة يحكمها الحظ والصدفة ( Higgins,2007;187 ) . أن المعلومات التي ترد الى السوق غنية بالأحداث المفيدة وذات قيمة اقتصادية تستخدم في صياغة القرارات الاستثمارية ، و ثقة المستثمرين بالمعلومات تكمن بقنوات تدفقها المتعددة والمتنوعة ، وفي طبيعة ونوعية المعلومات ، والتي تساهم في تحسين التنبؤ والتحليل لدى عموم المستثمرين ومحلي الأوراق المالية للأحداث المستقبلية وتضييق فجوة التباين مع تنبؤات الإدارة. وبشكل يضمن استجابة السوق المتوازنة للمعلومات الجديدة ، وطبقاً لفرضية كفاءة السوق المالي فان الأسعار السوقية للأسهم يجب أن تعكس كافة المعلومات المتدفقة من قنواتها المتعددة بشكل كامل وسريع وبدون فواصل وفترات زمنية متعاقبة أي أن المستثمر يستجيب لأية معلومات جديدة بعد قراءة اشارتها بدقة وبشكل يؤدي إلى خلق سعر توازن في السوق بعيداً عن التقاؤل أو التشاؤم المفرط ( Gitman, ) (Higgins, 2001 : 1) 2003,322.

و يوصف محتوى المعلومات ( Information content ) بأنه مجموعة من الإشارات Signaling الضمنية يمكن من خلالها إرسال المعلومات بشأن نشاطات الشركة ومعدلات نموها المتوقعة إلى مختلف الأطراف من محلي الأوراق

المالية وعموم المستثمرين ، والتي يصعب تصورها في غياب هذه المعلومات في ظل الاستجابة السريعة والدقيقة لأسعار الأسهم السوقية المستقبلية . ( التيمي ، نعوم ، 2007 ) . و ينشأ المحتوى المعلوماتي بمجرد أن تصل معلومات جديدة قبل اقرارها من مصدرها الأصلي الى السوق ، و ما تحويه تلك المعلومات من قيمة اقتصادية تفيد مستخدميها من المستثمرين والمقرضين في اتخاذ قرارات اقتصادية ذات علاقة بالشركة ، لذا تعامل المعلومات المحتواة وما يرافقها من إفصاح على أنها سلعة خاصة للشركة منافعها تفوق تكاليف أعدادها ونشرها ( Christensens & Demski , 2003, 5 .

وفقاً لهذه الحقائق فإن الإعلان عن التدرج الائتماني لسندات الشركات يمكن ان يكون له محتوى معلوماتي يمثل مجموعة ملخصات تؤثر احتمالية تقلب التدفقات النقدية المتوقعة ومخاطرها ، فإذا ما أشار الإعلان عن احتمالات ارتفاع تدرج الشركة فإن الاستثمار في أسهم الشركة يجب أن يولد عائداً متوقفاً أعلى في المستقبل ، ونظراً لأهمية المعلومات المفصح عنها بالتدرجات فقد توسعت العديد من الدراسات التي اهتمت بعلاقات التدرج بأسعار الاسهم ، وكان محورها إذا ما كان الإعلان عن التدرج الائتماني للسندات يمكن ان تحتوي على معلومات تسعير ذات صلة . ( Leppänen : 2015 ) . حيث يتمثل دور وكالات التدرج الائتماني في تقليص ما يصطلح عليه الاقتصاديون بـ " تباين المعلومات " بين المقرضين والمستثمرين ، من خلال تزويد الأسواق المالية بمعلومات عن جودة الديون التي يتم إصدارها ومخاطر عدم وفاء المدينين بالتزاماتهم. وتسمح هذه المعلومات للمستثمرين باتخاذ قراراتهم بشأن الاستثمار من عدمه في سندات الديون التي تصدرها الجهات الراغبة في الاقتراض ( Archana , 2015 : 1 ) . ويتم دراسة رد فعل الاسواق المالية للإعلانات العامة عن حدث ما وإثبات كفاءة الأسواق المالية من خلال استخدام منهجية دراسة الحدث ( Fama , 1970 ) . وهي تقنية تستخدم لقياس تأثير حدث معين على سعر سهم الشركة . وتقيس استجابة سعر السهم للحدث - على سبيل المثال ، إعلان عن زيادة في توزيعات الأرباح النقدية. على فرض أن شركة تعلن عن زيادة في توزيعات الأرباح النقدية ، وارتفع سعر السهم في نفس اليوم بنسبة ٢٪ . هل هو ربح غير طبيعي؟ الجواب ليس واضحاً ، لأن العديد من الظواهر الاقتصادية الأخرى التي قد تؤثر على سعر السهم قد تحدث في نفس اليوم - إعلان عن انخفاض في سعر الفائدة ، ومعاهدة سلام جديدة ، . الهدف من منهجية دراسة الحدث هو قياس الزيادة في السعر الذي يرجع فقط إلى الحدث نفسه ( levy , 2005 : 391 ) ، كما تستخدم منهجية دراسة الحدث لقياس الأثر الكمي لحدث ما او مجموعة احداث على قيمة شركة او مجموعة شركات وقد يكون هذا الحدث الإعلان عن صفقة استحواذ او اعلان عن ارباح ريع سنوية او الاعلان عن اصدار اسهم جديدة او طرح عام اولي ( ipo ) ( Cuthbertson & Nitzsche, 2004:206 ) ، و تستند دراسة الحدث على الافتراضات التالية ( Bodie , Kane , Marcus, 2014 : 359-360 ) .

١. تحت فرضية كفاءة السوق ، اثار الحدث سوف تنعكس على الفور في اسعار الاسهم ، لذلك فإن رد فعل السوق لهذا الحدث يُمكن من قياس عوائد الأسهم خلال فترة البحث .

٢. الحدث المقصود هو حدث غير متوقع وتشير العوائد غير العادية الى رد فعل السوق لهذا الحدث غير المتوقع .

٣. خلال نافذة الحدث لا توجد اثار دمج ( بمعنى ان تأثير الاحداث الاخرى معزولة ) .

وتقوم دراسة الحدث على اختيار مدة معينة تدور حول الحدث قبله وبعده وقياس الفرق بين العائد الفعلي لعينة الأسهم المختارة في كل يوم من أيام هذه الفترة وبين العائد المتوقع ، وهذا الفرق يطلق عليه العائد غير العادي ، والذي يمثل رد فعل السوق اتجاه هذا الحدث . ( Rao & sreejith , 2014:40 ) . وبما ان المعلومات التي ترسلها وكالات التدرج الائتماني هي معلومات عامة ، فيمكن اختبار كفاءة السوق بالشكل النصف القوي والتحقق فيما اذا كان هناك عوائد غير عادية حول تأريخ الإعلان حيث ان اي اعلان عن رفع او خفض التدرج او الاعلان عن التدرج الاولي ومنح الدرجات للشركات سواء كانت الدرجات استثمارية او درجات المضاربة ، يمكن ان يمثل ادراج معلومات جديدة غير متوقعة ترد

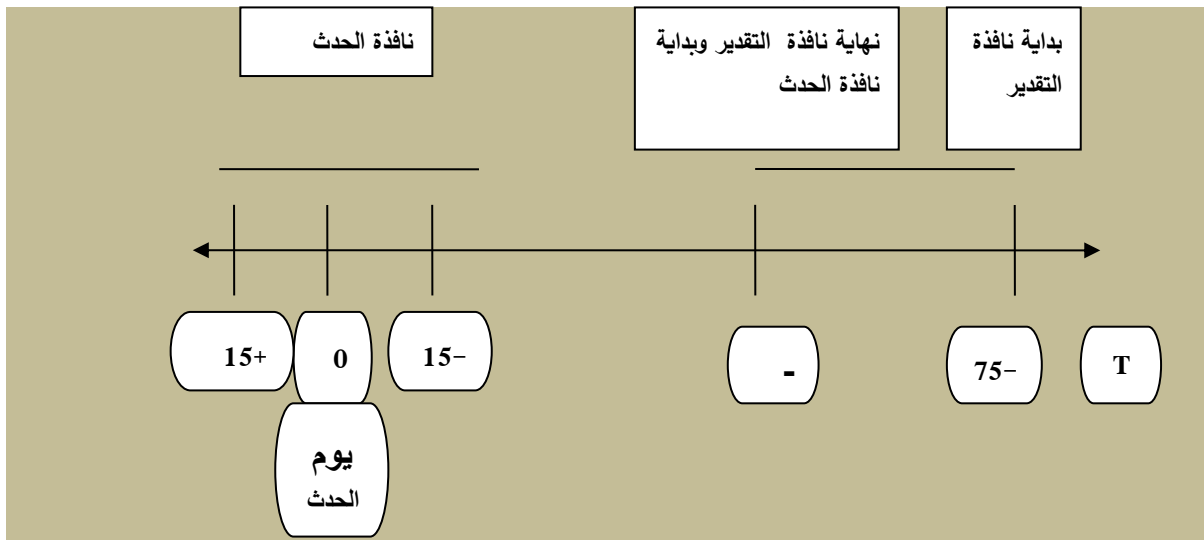
الى السوق تسبب الاستجابة السريعة لهذه المعلومات والتي يمكن ان تكون اثناء او بعد الحدث ( Taib & pilorio , 2011;7 .

ان الخطوات التي تطبق في دراسة الحدث هي خطوات معيارية يمكن ان تطبق في مختلف الدراسات ومنها الدراسات المالية لتتبع تأثير اعلان حدث ما على سعر السهم ومن هذه الاعلانات الاعلان عن التدرجات الائتمانية للسندات التي تصدرها الشركات ويمكن تطبيق منهجية دراسة الحدث في دراستنا بأنتباع الخطوات التالية :-

( Jordan & Miller ,et ,2009;213-214 ) ( Habib , et , 2015 : 71-73 ) ( Reilly &. Brown ) ( Wu & (levy , 2005 : 389-390 ) ( Bhagat & Romano, 2001,.4 ) ( ,2007:155-161 ) ( Michaildis,2014;16)

#### الخطوة الأولى : تحديد مدة الحدث ومدة التقدير :

الأولى ويطلق عليها نافذة الحدث وهي المدة التي تدور حول الحدث قبله وبعده . ولا توجد فترة حدث مثالية ولكن هناك فترة حدث مناسبة . فترة قبل حدث الإعلان (مدة التقدير ) عن التدرجات الائتمانية تستخدم لاختبار مدى تسريب المعلومات الأولية ، وفترة بعد الحدث لاختبار مدى قدرة السوق على امتصاص المعلومات الأولية الجديدة بسرعة وبالكامل ، والمدة الثانية هي نافذة الحدث وهي المدة التي تتمحور حول الحدث ، حيث المدة التي تسبق يوم الاعلان تكون بالإشارة السالبة والأيام التي تلي يوم الاعلان تكون اشارتها موجبة (Nageswara , Rao , 2014 ;44) وفي بحثنا نستخدم مدة حدث (15) يوماً قبل الاعلان و(15) يوماً بعد الاعلان واليوم (0) يوم اعلان الحدث ، أي أن إجمالي فترة الحدث في هذه البحث ( 31 ) يوماً ، والشكل (1) يوضح نافذة التقدير و نافذة الحدث للدراسة .  
(t=-15,.....,0,.....,+15).



الشكل (1) يوضح نافذة التقدير و نافذة الحدث للدراسة

SOUREC ; Samuli Leppänen The impact of credit ratings on the information content of earnings announcements: Evidence from the US stock market , 2015.

#### الخطوة الثانية : ايجاد العوائد اليومية :

باستخدام دراسة الحدث يمكن ايجاد العوائد اليومية للسهم باستخدام البيانات التي يتم الحصول عليها من بيانات الشركات التي تتداول في الاسواق المالية ، مثل سعر الاغلاق اليومي ، وهناك اكثر من طريقة لقياس العائد وليس هناك اجماع على طريقة مثلى ، ويمكن حساب العائد اليومي للسهم في اليوم (t) عن طريق لوغارتيم سعر اغلاق اليوم (t) مقسوماً على سعر اغلاق اليوم (t-1) من خلال استخدام المعادلة التالية ( marwan & Ramzi Nekhili ) (Naimat , Khan t ,Ullah , 2011: 111)( Cooke & Baily , 2015, 9 ) , (2016: 25



$$Rt = \ln \left( \frac{Pt}{Pt - 1} \right) \dots \dots \dots (1 - 1)$$

حيث :-

=Rt = عائد السهم في اليوم ( t )

Pt = سعر الاغلاق للسهم في اليوم ( t ) اليوم الحالي

Pt = سعر الاغلاق للسهم في اليوم السابق (t-1)

الخطوة الثالثة : حساب العائد اليومي لمؤشر السوق :

كذلك يمكن ايجاد العائد اليومي للسوق باستخدام البيانات الخاصة بالشركات التي تتداول في السوق ، باستخدام مؤشر القيمة السوقية (closing Value of Market Index) ويمكن ان نستخدم المعادلة التالية لحساب المؤشر ( , Chen 2006 ;30)(Chava& Rohan, et al ,2012;10)

$$Rm, t = \ln \left( \frac{Pm, t}{Pm, t - 1} \right) \dots \dots \dots (2 - 1)$$

حيث

=Pm,t = سعر الاغلاق لمؤشر السوق في اليوم (t)

=Pm,t-1 = سعر الاغلاق لمؤشر السوق في اليوم (t-1)

=Rm,t = عائد السوق

الخطوة الرابعة : قياس العلاقة الخطية بين عائد السهم وعائد السوق :

والتي تستخدم نافذة تقدير ( ٦٠ ) يوماً لحساب معامل بيتا ، وهي مهمة لأنها تعطي العوائد المتوقعة خلال مدة الحدث : ويتم حسابها باستخدام نموذج تسعير الموجودات الرأسمالية (CAPM) وباستخدام المعادلة (levy , 2005 : 389)

$$E(Rit) = Rft + \beta(Rm, t - Rft) \dots \dots \dots (3 - 1)$$

حيث

E (Rit) = العائد المتوقع للسهم

=Rft = المعدل خالي من المخاطرة

=βi = البيتا وهي تقيس العلاقة بين عائد السوق وعائد السهم .

= (Rm,t-Rft) = علاوة المخاطرة .

الخطوة الخامسة : حساب العائد غير العادي :

وهو الفرق بين العائد الفعلي للسهم والعائد المتوقع خلال مدة الحدث ويتم من خلال طرح العائد المتوقع الذي تم الوصول اليه باستخدام نموذج (CAPM) من العائد الفعلي وهو يساهم في تحديد العامل الفعلي المؤثر على سعر السهم بعد استبعاد العوامل الأخرى ، ويتم حساب العائد غير العادي باستخدام المعادلة (Ross , 2013: 447 )

$$ARt = Rt - E(Rt) \dots \dots \dots (4-1)$$

حيث

E( Ri) = العائد المتوقع للسهم (i) في اليوم ( t ) الذي تم حسابه باستخدام نموذج (CAPM) .

=ARit = العائد غير العادي اليومي للسهم i في اليوم t

=Rit = العائد المتحقق الذي تم حسابه في معادلة ( 1-1 ) اعلاه

الخطوة السادسة : حساب معدل العائد غير العادي (AAR<sub>t</sub>):

من خلال قسمة العائد غير العادي على عدد الاعلانات لكل شركة وفق المعادلة التالية (Habib , 2015 , 72 )

$$AARt = \sum_{t=1}^n ARit / N \dots \dots \dots (5 - 1)$$

حيث :

AAR : معدل العائد غير العادي للسهم ا في الزمن T

AR: العائد غير العادي للسهم ا في الزمن T

N: عدد الاعلانات لكل شركة

**الخطوة السابعة : حساب العوائد الغير عادية المتراكمة (CAR) :**

ويتم من خلال جمع العوائد اليومية غير العادية طوال نافذة الحدث للوصول الى العوائد الغير عادية المتراكمة ( وباستخدام المعادلة (Levy, 2005 : 391) (Linciano, 2004 : 11) ( Hertel , 2013 : 13 ) ( MacKinlay , 391 ) (1997 : 21)

$$CARt = \sum_{t=1}^N AARit \dots \dots \dots (6 - 1)$$

**الخطوة الثامنة : حساب متوسط العائد غير العادي المتراكم (CAAR)**

يمثل المتوسط التراكمي للعائد غير العادي متوسط التأثير الكلي للحدث في جميع الشركات عينه البحث لفترات زمنية مختلفة، ويتم حسابه من خلال قسمة العوائد الغير العادية المتراكمة (CAR) على عدد الاعلانات ( الاحداث ) (jrklund & Sepehr , 2013 : 44) ( Chandrashekar R.&. Mallikarjunappa , 2013 : 347

$$CAAR = \sum_{t=t1}^{t2} \frac{CAR}{N} \dots \dots \dots (7 - 1)$$

حيث

CAAR: متوسط العائد غير العادي المتراكم

N : عدد الاحداث

ولغرض الوصول الى اختبار الاحداث وأثرها على سعر السهم ينظر الى النتائج ، حيث اذا كانت متوسطات العائد غير العادية المتراكم موجبة ، فإن ذلك يدل على وجود تأثيرات ايجابية للحدث على سعر السهم ، وان المحتوى المعلوماتي للإعلان قد ارسل اشارات ايجابية الى السوق وأثرت ايجابياً في سعر السهم بمعنى ان الحدث ينقل اخبار جيدة الى السوق ( good news ) ، وبالعكس ذلك اذا كانت الاشارة سالبة فإن ذلك يدل على ان المحتوى المعلوماتي اثر في سعر السهم ولكن بإشارة سالبة بمعنى ان الاعلانات ترسل اخبار غير جيدة ( bad news ) ، وإذا كان الناتج هو صفر فإن ذلك دليل على ان الاعلان لم يؤثر في السوق وانه لا يوجد محتوى معلوماتي للحدث .

**المبحث الثالث :**

**اختبار أثر الاعلان عن التدرج الائتماني الأولي للسندات في اسعار الأسهم**

عندما يتم الاعلان لأول مرة عن اصدار سندات ، فإن الشركة المصدرة تحتاج الى الحصول على تقييم من احدى وكالات التدرج الائتماني لهذا الاصدار، حيث تقوم وكالات التدرج بتقييم ودراسة الاصدار والشركة المصدرة وتأثير النشاط الاقتصادي وتاريخ الاصدار والتقارير المالية والاقتصادية للشركة . ومن ثم تقوم بتحديد الدرجة الائتمانية واعلانها للأسواق المالية ، وهذا الاعلان قد يمثل معلومة او اشارة تبعث الى السوق يمكن ان يستفاد منها الجميع ، لتقرير مدى قدرة الشركة على الوفاء بالتزاماتها المالية وفي اوقاتها المحددة ، ويدرس المستثمرون مدى تأثير هذا الاعلان على سعر سهم الشركة المصدرة وماهي التوقعات المستقبلية لهذا السعر ، وترتبط تلك التوقعات بالدرجة التي تحصل عليها فيما اذا

كانت من الدرجات الاستثمارية او المضاربة وترتيب الدرجة هل هو في قمتها او من اسفلها خاصة مع تزايد التفرعات لهذه الدرجات ، ومدى تأثير اصدار ادوات الدين على حقوق اصحاب الملكية ( المساهمين )، حيث نحاول في هذا الجزء اختبار فيما اذا كان الاعلان عن التدرج الائتماني للاصدار الاولي للسندات يمكن ان يؤثر في سعر سهم الشركة المُصدرة. وعند حساب العوائد اليومية الفعلية ( $R_t$ ) والعوائد اليومية المتوقعة ( $ER_t$ ) باستخدام نموذج تسعير الموجودات الرأسمالية (CAPM) ، والعوائد غير العادية اليومية ( $AR$ ) ، من خلال الفرق بين العوائد الفعلية والعوائد المتوقعة ، تكون لدينا الجدول (3) ، الذي يتضمن العوائد غير العادية والعوائد غير العادية المتراكمة ومتوسط العوائد اليومية غير العادية المتراكمة لإعلانات التدرج الائتماني الأولي ولمدة (15) يوماً قبل الاعلان عن الحدث (التدرج الائتماني) ويوم الاعلان (اليوم 0) و(15) يوم بعد الحدث .

الجدول (3) ( $AR, CAR, CAAR$ ) لإعلانات التدرج الائتماني الأولي للشركات عينة الدراسة

الصناعة	مصارف		تأمين		الطاقة والصناعة		العقارات		اتصالات		نافذة الحدث
	CAAR	AAR	CAAR	AAR	CAR	AR	CAR	AR	CAR	AR	
-15	-0.0143	-0.0143	0.0002	0.0002	0.0010	0.0010	0.0152	0.0152	-0.0331	-0.0331	-0.0062
-14	0.0204	0.0061	0.0003	0.0002	0.0065	0.0056	0.0302	0.0150	-0.0647	-0.0316	-0.0043
-13	-0.0017	0.0044	0.0017	0.0013	-0.0032	0.0034	0.0301	-0.0001	-0.0933	-0.0285	-0.0107
-12	0.0109	0.0153	0.0021	0.0004	-0.0048	-0.0014	0.0443	0.0142	-0.1344	-0.0412	-0.0148
-11	-0.0069	0.0084	0.0019	-0.0002	-0.0095	-0.0109	0.0395	-0.0048	-0.1716	-0.0372	-0.0265
-10	0.0217	0.0301	-0.0168	-0.0188	0.0218	0.0109	0.0249	-0.0146	-0.1924	-0.0208	-0.0287
-9	0.0080	0.0381	-0.0006	-0.0175	-0.0056	0.0052	0.0218	-0.0031	-0.2010	-0.0086	-0.0307
-8	0.0105	0.0486	0.0508	0.0683	0.0045	0.0097	0.0252	0.0034	-0.2083	-0.0073	-0.0148
-7	0.0027	0.0513	0.0002	-0.0506	-0.0043	0.0054	0.0203	-0.0049	-0.2099	-0.0016	-0.0265
-6	0.0072	0.0585	0.0710	0.0708	-0.0023	0.0031	0.0353	0.0150	-0.2277	-0.0178	-0.0119
-5	-0.0206	0.0379	0.0689	0.0379	-0.0117	-0.0086	0.0329	-0.0025	-0.2463	-0.0186	-0.0088
-4	0.0118	0.0497	0.1775	0.0376	-0.0075	-0.0161	0.0364	0.0035	-0.2733	-0.0270	-0.0052
-3	-0.0080	0.0417	0.1255	-0.0520	-0.0039	-0.0200	0.0290	-0.0073	-0.3235	-0.0502	-0.0294
-2	-0.0042	0.0375	0.0735	-0.0520	0.0027	-0.0173	0.0560	0.0270	-0.3952	-0.0718	-0.0491
-1	0.0087	0.0463	0.1432	0.0697	0.0002	-0.0172	0.0536	-0.0025	-0.4675	-0.0723	-0.0483
0	-0.0056	0.0406	0.1239	-0.0194	0.0073	-0.0099	0.0597	0.0062	-0.5227	-0.0552	-0.0617
1	-0.0019	0.0388	0.1243	0.0004	-0.0040	-0.0139	0.0597	-0.0001	-0.5644	-0.0418	-0.0711
2	-0.0167	0.0221	0.1242	-0.0001	-0.0013	-0.0152	0.0777	0.0181	-0.6197	-0.0552	-0.0822
3	0.0020	0.0240	0.1244	0.0002	0.0104	-0.0048	0.0747	-0.0031	-0.6841	-0.0644	-0.0932
4	0.0011	0.0251	0.1251	0.0007	0.0039	-0.0009	0.0984	0.0238	-0.7624	-0.0783	-0.1029
5	-0.0004	0.0247	0.1244	-0.0006	0.0094	0.0084	0.0831	-0.0154	-0.8452	-0.0828	-0.1209
6	0.0126	0.0373	0.1249	0.0004	-0.0090	-0.0006	0.1178	0.0347	-0.9198	-0.0745	-0.1281
7	0.0294	0.0667	0.1251	0.0002	-0.0021	-0.0027	0.1001	-0.0177	-1.0043	-0.0845	-0.1430
8	-0.0155	0.0512	0.1247	-0.0004	-0.0199	-0.0226	0.0898	-0.0103	-1.0723	-0.0680	-0.1659
9	0.0220	0.0732	0.1259	0.0013	-0.0123	-0.0349	0.0848	-0.0050	-1.1395	-0.0672	-0.1781
10	0.0147	0.0879	0.1238	-0.0022	0.0057	-0.0292	0.0721	-0.0127	-1.1981	-0.0585	-0.1887
11	-0.0101	0.0778	0.1220	-0.0017	-0.0099	-0.0391	0.0640	-0.0081	-1.2530	-0.0550	-0.2057
12	0.0085	0.0863	0.1207	-0.0013	0.0088	-0.0304	0.0484	-0.0156	-1.3190	-0.0660	-0.2188
13	-0.0217	0.0646	0.1180	-0.0027	-0.0051	-0.0355	-0.0002	-0.0486	-1.3972	-0.0781	-0.2500
14	-0.0193	0.0453	0.1168	-0.0012	0.0027	-0.0328	-0.0098	-0.0096	-1.5062	-0.1090	-0.2773
15	-0.0126	0.0327	0.1174	0.0006	-0.0088	-0.0416	0.0066	0.0165	-1.6303	-0.1241	-0.3030

المصدر : اعداد الباحث استناداً الى تقارير سوق ابو ظبي للأوراق المالية

وفي الجدول (3) العمودان (3,2) يمثلان العوائد غير العادية ( $AR$ ) والعوائد غير العادية المتراكمة ( $CAR$ ) لاسهم الشركات المصرفية ، حيث تبين ان ( $AR$ ) يعطي عوائد سالبة لمدة (6) يوم وإيجابيه لمدة (9) أيام قبل الإعلان ، في حين أنها سالبة لمدة (9) يوم وموجبة لمدة (6) يوم بعد الإعلان عن تدرج السندات. خلال فترة الحدث البالغة

(31) يوماً كانت AR سالبة لمدة ( 15 ) يوماً وموجبة لمدة (16) يوماً . التناقض في حركة (AR) سلباً وإيجاباً بعد الإعلان يكشف عن أن تحركات سعر السهم متغيرة الاتجاه و سالبة باغليبيتها ، ترتفع تارةً وتتنخفض تارةً أخرى ، ويعتمد ذلك على نوع المعلومة التي تصل الى السوق وتفسيرها من قبل المستثمرين ، و على نوع الدرجة التي يمكن ان تحصل عليها الشركة للإصدار الاولي من السندات والذي يمكن ان يؤثر على تداول السهم . كذلك يلاحظ ان يوم الحدث تحول العائد غير العادي الى سالب بعد ان كان موجباً في اليوم الاول قبل الاعلان ، مما يشير الى وجود انعكاس سلبي للمعلومات التي تضمنها الاعلان وبالتالي اثرت سلباً في تحقيق عوائد غير عادية والتي استمرت الى اليوم الثاني بعد الاعلان ، حيث تحولت الى موجبة لتستمر متقلبة بعد ذلك بين السالبة والموجبة الى نهاية نهاية نافذة الحدث . كما تبين من الجدول بأن اكبر عائد غير عادي (AR) تحقق في اليوم العاشر (-10) للمدة التي تسبق يوم الاعلان اذ بلغ ( 0.0217 ) ، بينما كان اقل عائد غير عادي في اليوم الخامس (-5) للمدة التي تسبق يوم الاعلان اذ بلغ - ( 0.0206) اما في يوم الاعلان فقد كان العائد غير العادي سالباً وبلغ ( 0.0056 ) ومن المفترض ان يكون العائد في هذا اليوم اعلى ما يمكن ، نتيجة انخفاض عدم التماثل المعلوماتي ، واستمرت العوائد غير العادية متقلبة سالبة تارة وموجبة تارة اخرى طوال المدة التي تلت يوم الاعلان ، لتستقر سالبة في المشاهدة الاخيرة لنافذة الحدث حيث بلغت - (0.0126) مما يشير الى وجود اثر للاعلان في اسعار الأسهم ، كذلك يدل على ان الانعكاس غير صحيح لأنه من المفترض ان يكون موجباً قبل الاعلان وفي اثنائه وصفرأ بعد الاعلان ، وفي ذلك دلالة على عدم كفاءة السوق في الاستجابة للمحتوى المعلوماتي من الاعلان الاولي للتدرج الائتماني للشركات المصرفية.

كذلك يتضح من الجدول أن (CAR) سالبة لمدة يوم واحد قبل الإعلان عن تدرج السندات وهو اليوم (-15) و موجبة لجميع الأيام قبل الاعلان وكذلك بعد الإعلان عن تدرج السندات. وخلال مدة الحدث CAR هي سالبة ليوم واحد وموجبة لمدة ( 30 ) يوماً من ايام نافذة الحدث البالغة (31) يوماً ، نتيجة العوائد غير العادية الموجبة الغالبة، ويمكن ان يفسر ذلك من خلال وجود حركة شراء كبيرة على السهم نتيجة الاعلان وتحقيق عوائد غير عادية موجبة ، وهذا يكشف عن أن السوق كانت تتوقع معلومات ايجابية من وكالات التدرج الائتماني. وتم تضمينها في أسعار الأسهم قبل مدة الحدث . وبالتالي ادى الى استجابة متحيزة من جانب السوق لإعلان التدرج الاولي . ومن جانب اخر ولأن العوائد غير العادية المتراكمة (CAR) بعد الاعلان لم تستقر عند (0.0406) وهو (CAR) في يوم الاعلان ، واستمرت موجبة ترتفع تارة وتتنخفض تارة اخرى عن هذه القيمة خلال مدة ما بعد الحدث ، فأن ذلك يدل على محتوى معلوماتي مؤثر ، والدليل تحقيق عوائد غير عادية بغض النظر عن اشارتها والتي يفترض ان تكون صفرا اذا لم يكن هناك محتوى معلوماتي مؤثراً للإعلان عن التدرج وبالتالي يؤدي الى وجود مشكلة عدم تماثل معلوماتي ، وهذا يتناقض مع محتوى الفرضية اولاً من ان ( ليس لاعلانات التدرج الائتماني الاولي اثراً في اسعار الأسهم يؤدي الى تحقيق عوائد غير عادية ) . وكذلك تدل على ان استجابة السوق متحيزة نتيجة العوائد غير العادية الموجبة بعد نافذة الحدث ، وكذلك هناك استجابة بطيئة وليست تامة نتيجة تحقيق عوائد غير عادية متقلبة الى اليوم الاخير من الاعلان ، وهذا دليل على ان السوق غير كفوءة في الاستجابة للاعلان عن التدرج الائتماني الاولي .

و في العمودان (5,4) ، اللذان يمثلان العوائد غير العادية (AR) والعوائد غير العادية المتراكمة (CAR) لشركات التأمين ، تبين ان (AR) يعطي عوائد سالبة لمدة ( 6 ) ايام وإيجابيه لمدة ( 9 ) أيام قبل الإعلان ، في حين أنها كانت سالبة لمدة ( 8 ) يوم وموجبة لمدة ( 7 ) يوم بعد الإعلان عن تدرج السندات. خلال فترة الحدث البالغة (31) يوماً كانت AR سالبة لمدة ( 14 ) يوماً وموجبة لمدة (17) يوماً . التناقض في حركة (AR) سلباً وإيجاباً بعد الإعلان

يكشف عن أن تحركات سعر السهم متغيرة الاتجاه ، ترتفع تارةً وتنخفض تارةً اخرى ، ويعتمد ذلك على نوع المعلومة التي يتوقع ان تصل الى السوق وتفسيرها من قبل المستثمرين ، وعلى توقع نوع الدرجة التي يمكن ان تحصل عليها الشركة للإصدار الأولي من السندات وكيف يمكن ان يؤثر على تداول السهم . كذلك يلاحظ ان اليوم الاول قبل الحدث كان العائد غير العادي موجباً الا انه تحول الى سالب يوم الاعلان ، مما يشير الى وجود انعكاس سلبي للمعلومات التي تضمنها الاعلان وبالتالي اثرت سلباً في تحقيق عوائد غير عادية سالبة يوم الحدث ، لتستمر بعد الاعلان متقلبة بين السالبة والموجبة الى نهاية نافذة الحدث . وبالتالي فأن تحقيق عوائد غير عادية متقلبة تدل على عدم التماثل المعلوماتي بين المستثمرين ، وتبين من جدول العوائد غير العادية (AR) لأسهم صناعة التأمين ، بأن اعلى عائد غير عادي تحقق في اليوم السادس (-6) للمدة التي تسبق يوم الاعلان اذ بلغ (0.0708) ، بينما اقل عائد غير عادي كان في اليوم الثالث (-3) للمدة التي تسبق يوم الاعلان اذ بلغ (-0.0520) ، اما في يوم الاعلان فقد كان العائد غير العادي سالباً وبلغ (-0.0194) ومن المفترض ان يكون العائد في هذا اليوم اعلى ما يمكن نتيجة عدم التماثل المعلوماتي ، واستمرت العوائد غير العادية متقلبة سالبة تارةً وتارة اخرى موجبة ترتفع مرة وتنخفض مرة اخرى طوال المدة التي تلت يوم الاعلان ، حتى استقرت موجبة في المشاهدة الاخيرة لنافذة الحدث عند (0.0006) ، وهذا يعني ان الانعكاس غير صحيح لأنه من المفترض ان يكون موجبا قبل الاعلان وفي اثائه وصفرأ بعد الاعلان ، وفي ذلك دلالة على عدم كفاءة السوق في الاستجابة للمحتوى المعلوماتي من الاعلان الأولي للتدرج الائتماني فيما يخص شركات التأمين .

كذلك يتضح من الجدول أن العوائد غير العادية المتراكمة (CAR) ، كانت موجبة لكافة الايام قبل الاعلان عن حدث تدرج السندات فيما عدا اليوم العاشر (-10) واليوم التاسع (-9) ، الا انها ترتفع تارةً وتنخفض تارةً اخرى ، وأيضاً كانت موجبة لجميع الأيام بعد الإعلان عن تدرج السندات وترتفع تارةً وتنخفض تارةً اخرى ، و هذا يكشف عن أن السوق كانت تتوقع المعلومات الايجابية من وكالات التدرج الائتماني وتم تضمينها في أسعار الأسهم قبل مدة الحدث ، وان استمرار عوائد الأسهم الموجبة بعد فترة الحدث يدل على استجابة متحيزة ايجابية للمعلومات الجديدة ، ومن جانب اخر ولأن العوائد غير العادية المتراكمة بعد الاعلان لم تستقر عند (0.1239) ، وهو (CAR) في يوم الاعلان واستمرت موجبة ترتفع تارةً وتنخفض تارةً اخرى عن هذه القيمة خلال مدة ما بعد الحدث ، فأن ذلك يدل على محتوى معلوماتي مؤثر ، والدليل تحقيق عوائد غير عادية بغض النظر عن اشارتها ، والذي يدل على محتوى معلوماتي مؤثراً والدليل تحقيق عوائد غير عادية بغض النظر عن اشارتها والتي يفترض ان تكون صفراً اذا لم يكن هناك محتوى معلوماتي مؤثراً للإعلان عن التدرج وبالتالي يؤدي الى وجود مشكلة عدم تماثل معلوماتي وهذا يتناقض مع محتوى الفرضية اولاً من ان ( ليس لاعلانات التدرج الائتماني الأولي اثرأ في اسعار الأسهم يؤدي الى تحقيق عوائد غير عادية) . وكذلك تدل على ان استجابة السوق متحيزة مبالغ فيها نتيجة العوائد غير العادية المتراكمة الموجبة المستمرة وكذلك هناك استجابة بطيئة وليست تامة نتيجة تحقيق عوائد غير عادية متقلبة خلال نافذة الاعلان وهذا دليل على عدم كفاءة السوق في الاستجابة للاعلان عن التدرج الائتماني الأولي .

في العمودان (7,6) ، اللذان يمثلان العوائد غير العادية (AR) والعوائد غير العادية المتراكمة (CAR) لأسهم شركات الطاقة ، تبين ان (AR) يعطي عوائد سالبة لمدة (9) يوماً وموجبة لمدة (6) ايام قبل الإعلان ، في حين أنها سالبة لمدة (9) ايام وموجبة لمدة (6) يوم بعد الإعلان عن تدرج السندات. خلال فترة الحدث كانت AR سالبة لمدة (18) يوماً وموجبة لمدة (13) ايام . التناقض في حركة (AR) سلباً وإيجاباً بعد الإعلان ، يكشف عن أن تحركات

سعر السهم متغيرة الاتجاه نتيجة عدم التماثل المعلوماتي بين المستثمرين . وتبين من العوائد غير العادية (AR) بأن أكبر عائد غير عادي تحقق في اليوم العاشر (-10) للمدة التي تسبق يوم الاعلان اذ بلغ (0.0218) ، بينما اقل عائد غير عادي كان في اليوم الخامس (-5) للمدة التي تسبق يوم الاعلان اذ بلغ (-0.0117) اما في يوم الاعلان كان العائد غير العادي موجباً وبلغ (0.0134) ، ومن المفترض ان يكون العائد اعلى ما يمكن في هذا اليوم ، نتيجة انخفاض عدم التماثل المعلوماتي ، واستمرت العوائد غير العادية تارةً سالبة وتارةً موجبة طوال المدة التي تلت يوم الاعلان ، حتى استقرت سالبة في المشاهدة الاخيرة لنافذة الحدث عند (-0.0002) ، وهذا يدل على ان الانعكاس غير صحيح لأنه من المفترض ان يكون موجباً قبل الاعلان وفي اثنائه وصفرأ بعد الاعلان ، وفي ذلك دلالة على عدم كفاءة السوق في الاستجابة للمحتوى المعلوماتي من الاعلان الاولي للتدرج الائتماني فيما يخص شركات الطاقة .

كذلك يتضح من الجدول أن (CAR) كانت سالبة طيلة مدة نافذة الحدث البالغة (31) يوماً فيما عدا الايام الثالث عشر والثاني عشر والخامس والرابع والثالث والثاني والأول للمدة قبل الاعلان ، بينما كانت سالبة طيلة المدة التي تلي يوم الاعلان مما يشير الى ان استجابة السوق للاعلان كانت سالبة . ، وهذا يكشف عن أن السوق كان يتوقع معلومات سالبة عن اصدار الشركة من ادوات الدين والدرجة التي يمكن ان تحصل عليها من وكالات التدرج الائتماني ، وان المعلومات تم تضمينها في أسعار الأسهم قبل مدة الحدث . ومن جانب اخر ولأن العوائد غير العادية المتراكمة بعد الاعلان لم تستقر عند (-0.0099) وهو CAR يوم الحدث ، والمفروض ان تستقر خلال مدة ما بعد الحدث وتكون صفرأ إلا انه يلاحظ انها استمرت موجبة ترتفع تارةً وتنخفض تارةً اخرى، نتيجة للعوائد غير العادية السالبة والموجبة بعد الاعلان لتستقر سالبة عند (-0.0416) لليوم الاخير من نافذة الحدث ، وهذا يدل على استجابة متحيزة من جانب السوق لإعلان التدرج الاولي ، والذي يدل على محتوى معلوماتي مؤثراً والدليل تحقيق عوائد غير عادية بغض النظر عن اشارتها والتي يفترض ان تكون صفرأ اذا لم يكن هناك محتوى معلوماتي مؤثراً للإعلان عن التدرج وبالتالي يؤدي الى وجود مشكلة عدم تماثل معلوماتي وهذا يتناقض مع محتوى الفرضية اولاً من ان ( ليس لاعلانات التدرج الائتماني الاولي اثرأ في اسعار الأسهم يؤدي الى تحقيق عوائد غير عادية ) . وكذلك تدل على ان استجابة السوق متحيزة نتيجة العوائد غير العادية المتراكمة السالبة المستمرة بعد الاعلان ، وكذلك هناك استجابة بطيئة وليست تامة نتيجة تحقيق عوائد غير عادية متقلبة خلال نافذة الاعلان وهذا دليل على عدم كفاءة السوق .

في العمودان (8-9)، اللذان يمثلان العوائد غير العادية (AR) والعوائد غير العادية المتراكمة (CAR) لسهم شركات الاتصالات ، تبين ان (AR) يعطي عوائد سالبة لمدة (8) ايام وإيجابيه لمدة (7) ايام قبل الإعلان عن تدرج السندات ، في حين أنها سالبة لمدة (11) يوماً وموجبة لمدة (4) ايام بعد الإعلان عن تدرج السندات. خلال فترة الحدث كانت AR سالبة لمدة (19) ايام وموجبة لمدة (12) يوماً. التناقض في حركة (AR) سلباً وإيجاباً قبل و بعد الإعلان يكشف عن أن تحركات سعر السهم متغيرة الاتجاه ، ، كما ان العوائد غير العادية تحولت الى موجبة يوم الاعلان بعد ان كانت سالبة في اليوم (-1) ، تؤشر وجود معلومات ايجابية واستجابة كفوءة اثرت في سعر السهم يوم الاعلان . وتبين من العوائد غير العادية (AR) لشركات الاتصالات بأن أكبر عائد غير عادي تحقق في اليوم (-2) للمدة التي تسبق يوم الاعلان اذ بلغ (0.0270) ، اما اقل عائد غير عادي كان في اليوم العاشر (-10) للمدة التي تسبق يوم الاعلان وبلغ (-0.0147) ، و في يوم الاعلان كان العائد غير العادي موجباً بقيمة (0.0062) ، ومن المفترض ان يكون العائد في هذا اليوم اعلى ما يمكن ، نتيجة انخفاض عدم التماثل المعلوماتي ، واستمرت العوائد غير العادية طوال المدة التي تلت يوم الاعلان باغلبها سالبة ، حتى استقرت موجبة في المشاهدة الاخيرة لنافذة الحدث عند (0.0165) ،

وهذا يدل على ان الانعكاس غير صحيح لأنه من المفترض ان يكون موجباً قبل الاعلان وفي اثناؤه وصفرأ بعد الاعلان ، وفي ذلك دلالة على عدم كفاءة السوق في الاستجابة للمحتوى المعلوماتي من الاعلان الاول للترتيب الائتماني. كذلك يتضح من الجدول أن (CAR) كانت موجبة طيلة مدة نافذة الحدث البالغة (31) يوماً ماعدا يومان الثالث عشر (13) والرابع عشر (14) للمدة بعد الاعلان ، وذلك يعود الى العوائد غير العادية الموجبة التي تغلب على مدة نافذة الحدث ، ومن جانب اخر ولان العوائد غير العادية المتراكمة بعد الاعلان لم تستقر عند (0.0597) وهو CAR يوم الحدث ، والمفروض ان تستقر خلال مدة ما بعد الحدث وتكون صفرأ إلا انه يلاحظ انها اخذت ترتفع تارة وترتفع اخرى وبقيم موجبة نتيجة للعوائد غير العادية الموجبة بعد الاعلان لتستقر عند (0.0066) لليوم الاخير من نافذة الحدث ، وهذا يدل على استجابة متحيزة من جانب السوق لإعلان التدرج الاول ، والذي يدل على محتوى معلوماتي مؤثرا والدليل تحقيق عوائد غير عادية بغض النظر عن اشارتها والتي يفترض ان تكون صفرأ اذا لم يكن هناك محتوى معلوماتي مؤثراً للإعلان عن التدرج وبالتالي يؤدي الى وجود مشكلة عدم تماثل معلوماتي وهذا يتناقض مع محتوى الفرضية اولاً من ان ( ليس لاعلانات التدرج الائتماني الاول اثراً في اسعار الأسهم يؤدي الى تحقيق عوائد غير عادية) . وكذلك تدل على ان استجابة متحيزة للسوق نتيجة العوائد غير العادية المتراكمة الموجبة التي ترتفع تارة وتنخفض تارة اخرى ، وكذلك هناك استجابة بطيئة وليست تامة نتيجة تحقيق عوائد غير عادية متقلبة خلال نافذة الاعلان وهذا دليل على عدم كفاءة السوق .

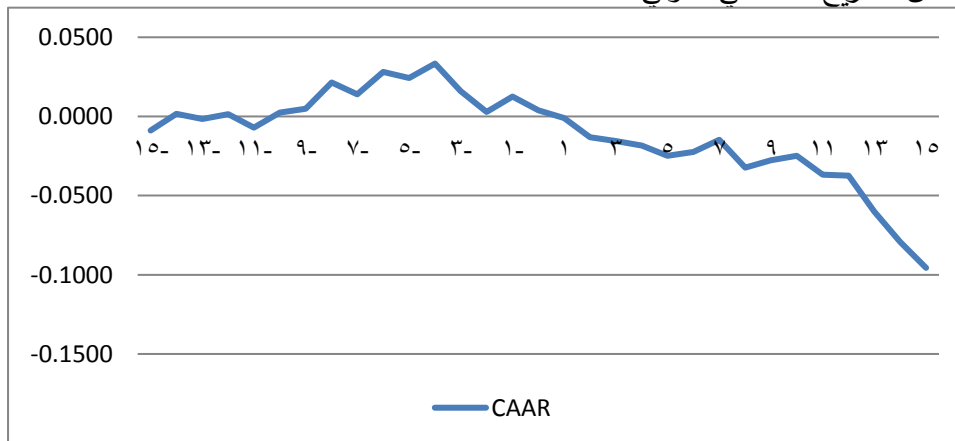
في العمودان (10,11) اللذان يمثلان العوائد غير العادية (AR) والعوائد غير العادية المتراكمة (CAR) لسهم الشركات العقارية ، تبين ان العوائد غير العادية (AR) سالبة طيلة نافذة الحدث البالغة (31) يوماً . كذلك فأن ان السوق لم يظهر أي مفاجآت لإعلانات التدرج الائتماني الاول كما يتضح من الاتجاه المستمر الذي بدأ قبل الحدث. إن غياب أي تغيير في اتجاه ردود فعل للأسهم على الاعلان يكشف أن السوق يتوقع المعلومات المقدمة من وكالات التدرج الائتماني بما في ذلك المدة قبل الحدث ، وبالتالي فأن الحدث نفسه يؤكد ان هناك محتوى معلوماتي مؤثر في اسعار الأسهم لإعلانات التدرج الاول .

وتبين من العوائد غير العادية (AR) لأسهم الشركات العقارية بأن اعلى عائد غير عادي تحقق في اليوم السابع (-7) للمدة التي تسبق يوم الاعلان اذ بلغ و (0.0016 -) ، وهي اقل خسارة يحققها السهم ، بينما اقل عائد غير عادي كان في اليوم الاول (-1) للمدة التي تسبق يوم الاعلان اذ بلغ (-0.0723) ، اما في يوم الاعلان فقد بلغ العائد غير العادي (-0.0552) ، ومن المفترض ان يكون العائد في هذا اليوم اعلى ما يمكن ، نتيجة انخفاض عدم التماثل المعلوماتي بين المستثمرين ، واستمرت العوائد غير العادية سالبة طوال المدة التي تلت يوم الاعلان ترتفع تارة وتنخفض تارة اخرى حتى استقرت سالبة في المشاهدة الاخيرة لنافذة الحدث عند (-0.01241) ، وهذا يدل على ان انعكاس المعلومات في اسعار الأسهم غير صحيح لأنه من المفترض ان يكون موجباً قبل الاعلان وفي اثناؤه وصفرأ بعد الاعلان ، وفي ذلك دلالة على عدم كفاءة السوق في الاستجابة للمحتوى المعلوماتي من الاعلان الاول للترتيب الائتماني فيما يخص الشركات العقارية .

كما يتضح من الجدول أن (CAR) سالبة طيلة نافذة الحدث البالغة (31) يوماً وهذا عائد الى العوائد غير العادية السالبة . و الذي يشير الى أن التوقعات والمعلومات التي تصل الى السوق سلبية من وكالات التدرج الائتماني. وتم تضمينها في أسعار الأسهم قبل مدة الحدث ، وان استمرار عوائد الأسهم السالبة بعد فترة الحدث لا يدل على أي معلومات جديدة ، مما كان متوقعا ولا ينقل اي اشارات إلى السوق من خلال الاعلان عن تدرج السندات . كما لوحظ ان قيم (CAR) بدأت سالبة في اليوم (-15) واستمرت سالبة متصاعدة خلال المدة المتبقية السابقة ليوم الاعلان نتيجة تحقق عوائد غير عادية (AR) سالبة. وبذلك فأنها تحقق الشرط الاول للكفاءة بانها تبدأ بقيمة موجبة وتتصاعد لتصل اعلى قيمتها في يوم الاعلان وهذا ماتحقق ولكن باستجابة سالبة حيث كان اول يوم للحدث اقل قيمة سالبة واقل خسارة ثم تصاعدت الخسارة لتصل الى يوم الحدث ، إلا ان انها لم تستقر بعد الحدث عند قيمتها في يوم الاعلان وإنما استمرت تتصاعد في قيمها

السالبة وبذلك تكون هناك استجابة متحيزة مبالغ فيها من جانب السوق لإعلان التدرج الأولي . ومن جانب آخر ولأن العوائد غير العادية المتركمة بعد الاعلان لم تستقر عند ( -0.5227 ) وهو (CAR) في يوم الاعلان واستمرت سالبة باستمرار ومتصاعدة عن هذه القيمة خلال مدة ما بعد الحدث ، فإن ذلك يدل على محتوى معلوماتي مؤثراً والدليل تحقيق عوائد غير سالبة والتي يفترض ان تكون صفراً اذا لم يكن هناك محتوى معلوماتي مؤثراً للإعلان عن التدرج وبالتالي يؤدي الى وجود مشكلة عدم تماثل معلوماتي وهذا يتناقض مع محتوى الفرضية اولاً من ان ( ليس لاعلانات التدرج الائتماني الأولي اثراً في اسعار الأسهم يؤدي الى تحقيق عوائد غير عادية) . وكذلك تدل على ان استجابة السوق متحيزة مبالغ فيها نتيجة العوائد غير العادية السالبة ، فضلاً عن وجود استجابة بطيئة وليست تامة نتيجة تحقيق عوائد غير عادية سالبة خلال نافذة الاعلان وهذا دليل على عدم كفاءة السوق في الاستجابة للمحتوى المعلوماتي من اعلان التدرج الائتماني الأولي للشركة .

ويظهر العمود الثالث عشر و الرابع عشر من الجدول رقم (3) معدل العوائد غير العادية للشركات عينه البحث و المتوسطات اليومية للعوائد غير العادية المتركمة للإعلان عن التدرج الائتماني الأولي ، لوحظ ان AAR ( معدل العائد غير العادي ) سالبة لغالبية الأيام قبل الإعلان ، وكذلك سالبة طيلة الأيام التالية للإعلان. و متوسط العوائد غير العادية التراكمية (CAAR) سالبة بنسبة 85 % خلال فترة الحدث. وعلاوة على ذلك تبدأ قيم متوسط العائد غير العادي التراكمي (CAAR) تتخفف قبل يوم الحدث وتستمر بعد يوم الحدث . كذلك فإن السوق لم يظهر أي مفاجآت لإعلانات التدرج الائتماني الأولي لسندات الشركات عينة البحث كما اتضح من الاتجاه المستمر الذي بدأ قبل الحدث. إن غياب أي تغيير في اتجاه ردود فعل للأسهم على تدرجات السندات يكشف أن السوق يتوقع المعلومات المقدمة من وكالات التدرج الائتماني بما في ذلك المدة قبل الحدث ، وبالتالي فإن الحدث نفسه يؤكد ان هناك محتوى معلوماتي مؤثر لإعلانات التدرج الأولي للشركات عينه البحث، وهذا يتعارض مع الفرضية الأولى للدراسة التي تشير الى ( ليس لاعلانات التدرج الائتماني لسندات اثراً في اسعار الاسهم ). ومن جانب آخر لم تظهر المتوسطات اليومية للعوائد غير العادية المتركمة (CAAR) سلوكاً يشير الى الاستجابة الكفوءة من اسعار اسهم الشركات عينه البحث لإعلان التدرج الائتماني الأولي .حيث ظهرت سالبة بجميع قيمها مرتفعة تارة ومنخفضة تارة أخرى وكانت بعد الاعلان ترتفع بقيمتها السالبة باستمرار مما يشير الى استجابة سالبة مبالغ فيها من السوق ، عكس ما تنص عليه فرضية الكفاءة التي تؤكد على ضرورة ان تكون موجبة في اول يوم من ايام نافذة الحدث وتستمر صعوداً قبل يوم الاعلان لتصل الى اعلى قيمها في يوم الحدث وتستقر عند قيمتها في يوم الاعلان طوال المدة المتبقية من نافذة الحدث ، وذلك دلالة على ان سوق ابو ظبي للأوراق المالية هو سوق غير كفء بالشكل النصف قوي في الاستجابة للإعلان عن التدرجات الائتمانية الأولية وهو يتعارض مع الفرضية الثالثة التي تنص على ان ( سوق ابو ظبي للأوراق المالية كفوءة بالشكل النصف قوي في الاستجابة للمحتوى المعلوماتي لإعلان التدرج الائتماني ) . ويمثل الشكل (2) متوسط العائد غير المتراكم لأسهم الصناعات عند الاعلان عن التدرج الائتماني الأولي .



الشكل (2) متوسط العائد غير العادي المتراكم لأسهم الشركات عند الاعلان عن التدرج الائتماني الأولي



ومن جانب اخر يعرض الجدول ( 4 ) مقارنة بين متوسطات العوائد غير العادية المتراكمة للشركات عينة البحث وفقاً للصناعات المختلفة عند الاعلان عن التدرج الائتماني الأولي للسندات ، حيث يلاحظ ان قيم (CAAR) للصناعة المصرفية والتأمين والاتصالات تحقق عوائد ايجابية باغلب ايام نافذة الحدث ، مقارنة مع قطاع العقارات والطاقة التي حققت متوسط عوائد متراكم سالباً ، مع ملاحظة ان قطاع الاتصالات يحقق تقريباً شرطي الكفاءة الاول والثاني وهو ان تبدأ القيم موجبة وتستمر بالتصاعد لتكون اعلى قيمها في يوم الحدث ، وصفريّة بعد الاعلان وهو الشرط الذي لم يتحقق. بينما على العكس من ذلك نلاحظ ان قطاع العقارات كان متوسط العوائد غير العادية المتراكمة سالباً قبل الاعلان واستمرت كذلك ولكن بتصاعد قيمها السالبة ، ويعني ذلك الى ان السوق توقع العوائد السالبة ولكن لم يتوقع المبالغة في رد الفعل ، مما يعني ارتفاع الخسائر التي حققها السهم بعد الاعلان والذي يدل على ان المعلومات التي كانت متوقعة لم تتحقق ولذلك فإن المستثمرين الراغبين في الاستثمار في قطاع العقارات عليهم بيع السهم قبل الاعلان واعادة شراءه بعد انتهاء نافذة الحدث . وهذا يتعارض مع الفرضية الرئيسية الثانية التي تشير الى (ان أثر الاعلان عن التدرج الأولي للسندات في اسعار الاسهم لا يختلف باختلاف الصناعة ) .

الجدول ( 4 ) مقارنة متوسطات العوائد غير العادية المتراكمة للاعلان الأولي وفقاً للصناعات المختلفة

الصناعة	العقارات	اتصالات	الطاقة والصناعة	التأمين	المصارف
نافذة الحدث	CAAR	CAAR	CAAR	CAAR	CAAR
-15	-0.0331	0.0152	0.0010	0.0002	-0.0143
-14	-0.0647	0.0302	0.0065	0.0003	0.0061
-13	-0.0933	0.0301	0.0034	0.0017	0.0044
-12	-0.1344	0.0443	-0.0014	0.0021	0.0153
-11	-0.1716	0.0395	-0.0109	0.0019	0.0084
-10	-0.1924	0.0249	0.0109	-0.0168	0.0301
-9	-0.2010	0.0218	0.0052	-0.0175	0.0381
-8	-0.2083	0.0252	0.0097	0.0508	0.0486
-7	-0.2099	0.0203	0.0054	0.0002	0.0513
-6	-0.2277	0.0353	0.0031	0.0710	0.0585
-5	-0.2463	0.0329	-0.0086	0.1399	0.0379
-4	-0.2733	0.0364	-0.0161	0.1775	0.0497
-3	-0.3235	0.0290	-0.0200	0.1255	0.0417
-2	-0.3952	0.0560	-0.0173	0.0735	0.0375
-1	-0.4675	0.0536	-0.0172	0.1432	0.0463
0	-0.5227	0.0597	-0.0099	0.1239	0.0406
1	-0.5644	0.0597	-0.0139	0.1243	0.0388
2	-0.6197	0.0777	-0.0152	0.1242	0.0221
3	-0.6841	0.0747	-0.0048	0.1244	0.0240
4	-0.7624	0.0984	-0.0009	0.1251	0.0251
5	-0.8452	0.0831	0.0084	0.1244	0.0247
6	-0.9198	0.1178	-0.0006	0.1249	0.0373
7	-1.0043	0.1001	-0.0027	0.1251	0.0667
8	-1.0723	0.0898	-0.0226	0.1247	0.0512
9	-1.1395	0.0848	-0.0349	0.1259	0.0732
10	-1.1981	0.0721	-0.0292	0.1238	0.0879
11	-1.2530	0.0640	-0.0391	0.1220	0.0778
12	-1.3190	0.0484	-0.0304	0.1207	0.0863
13	-1.3972	-0.0002	-0.0355	0.1180	0.0646
14	-1.5062	-0.0098	-0.0328	0.1168	0.0453
15	-1.6303	0.0066	-0.0416	0.1174	0.0327

المصدر : اعداد الباحث اعتماداً على تقارير سوق ابو ظبي للأوراق المالية

وتبين الاحصاءات الوصفية الظاهرة في الجدول ( 5 ) ان قيم (CAAR) تختلف اختلافاً كبيراً بين القطاعات الصناعية المختلفة عينة البحث حيث ظهر متوسط عائد إيجابي لكل الصناعة المصرفية والتأمين والاتصالات ، بينما كانت

سالبة لكل من الطاقة والعقارات وكذلك الوسيط ، مع ملاحظة ان قطاع العقارات لديه مخاطرة و تقلبات أعلى من القطاعات الأخرى (انحرافات في القيم عن وسطها الحسابي) ، وبالتالي يشير ذلك الى ان هناك فروقات معنوية بين الصناعات في الاستجابة للاعلان ، والذي يتفق مع مبدأ عدم التماثل المعلوماتي . وان هناك اثراً للاعلان الاول عن التدرج الائتماني في سعر السهم بغض النظر عن كونه عائداً سالباً او موجباً ، كذلك يلاحظ ان اختبارات (T.test) تختلف اختلافاً كبيراً عن الصفر ، وهذا يؤكد التعارض مع الفرضية ، الاولى من ان الاعلان الاول ليس اثراً في اسعار الاسهم ، والثانية التي تشير الى ان اثر الاعلان التدرج الاول للسندات في اسعار الاسهم لا يختلف باختلاف الصناعة، وهذا يرسل إشارة الى المستثمرين بأن بإمكانهم شراء اسهم المصارف والتأمين والاتصالات قبل الاعلان وبيعها بعد الاعلان ، وبيع كل من اسهم التأمين والعقارات قبل الاعلان وشرائها بعد الاعلان.

جدول ( 5 ) الاحصاءات الوصفية لعائدات الأسهم عند الاعلان عن التدرج الاول للسندات حسب الصناعات

	المصارف	التأمين	الطاقة والصناعة	الاتصالات	العقارات
Mean	0.0406	0.0877	-0.0114	0.0491	-0.6349
median	0.0388	0.1220	-0.0099	0.0443	-0.5227
std. deviation	0.024008	0.058897	0.015823	0.031514	0.485285
Varians	0.0006	0.0034	0.0002	0.0010	0.2279
max	0.0879	0.1775	0.0109	0.1178	-0.0331
min	-0.0143	-0.0175	-0.0416	-0.0098	-1.6303
T. TEST	9.41033	8.291874	-3.99551	8.671949	-7.28376

المصدر : اعداد الباحث اعتماداً على تقارير سوق ابو ظبي للأوراق المالية

#### الاستنتاجات

1. هنالك غايتان لهذه البحث الأولى : في ظل الأزمة المالية التي يعاني منها البلد وفي ظل انخفاض رؤوس اموال الشركات بكافة انواعها المالية وغير المالية في العراق نحاول الإشارة الى مصدر مهم للتمويل ومواجهة نقص السيولة . وهو التمويل عن طريق اصدار ادوات الدين ( السندات ) سواء طويلة الاجل او قصيرة الاجل . والثانية : ان اصدار ادوات الدين يتطلب وجود جهات خارجية (دولية او محلية ) تقوم بتقييم الجهات المُصدرة ومدى قدرتها على الالتزام والوفاء بسداد الاموال المقترضة في اوقاتها المحددة وتلك هي وكالات التدرج . حيث يتعين على الجهات المصدرة والجهات التنظيمية ضمان ان يكون لدى المستثمرين معلومات كاملة عن الجدارة الائتمانية لمصدري ادوات الدين .
2. تُساهم التدرجات الائتمانية في الحد من عدم التماثل المعلوماتي بين المستثمرين من خلال توجيه المستثمرين في تحديد مخاطر الائتمان المرتبطة بأدوات الدين ، ويؤدي دوراً مهماً وفريداً في تعزيز اداء اسواق رأس المال وبناء ثقة المستثمرين في النظام المالي .
3. تسيطر ثلاث وكالات عالمية على حوالي 95% من التدرجات في العالم ، ، مما يؤدي الى انخفاض درجة المنافسة بين هذه الوكالات ، وبالتالي يساهم في انعدام الثقة بالتقييمات ، وخاصة بعد الاحداث التي سببت الازمات المالية والتي كان احد اسبابها وكالات التدرج ، واعترف بذلك صانعو السياسات والمشاركون في السوق والوكالات نفسها .
4. تعيين وكالات التدرج الدرجات الائتمانية للشركات والأدوات المالية كمقياس لجودة الائتمان و قدرة هذه الشركات للوفاء بالتزاماتها المالية في اوقاتها المحددة . كما ان وكالات التدرج تقوم بتحديث التدرجات استجابة للتغيرات في الاوضاع المالية والاقتصادية للشركة تبعاً لهذه التغيرات تتغير التدرجات ارتفاعاً وانخفاضاً ، وبالتالي وجود معلومات محدثة دائماً عن الاصدار يساهم باتخاذ القرار الاستثماري المناسب .
5. من خلال التحليل لاعلانات التدرج الاول تبين ان ( CAAR ) كانت طوال نافذة الحدث تتقلب بين الارتفاع والانخفاض وتتحول من الإشارة الموجبة الى الإشارة السالبة قبل الاعلان ، وبعد الحدث كانت سالبة تصاعدياً بجميع ايامها ، وبالتالي ادى الى ظهور عوائد غير عادية متقلبة الإشارة تؤكد ان هناك اثراً لإعلانات التدرج الاول للشركات في اسعار الاسهم

الشركات عينة البحث ، مما يؤكد وجود مشكلة عدم تماثل معلوماتي بين المستثمرين . كما اظهرت النتائج المالية والإحصائية اختلاف متوسطات الصناعات عينة البحث في الاستجابة لإعلان التدرج الائتماني الاولي ، وهذا يتناقض مع الفرضية الرئيسية الثالثة التي تشير الى ان تأثير اعلانات التدرج الائتماني الاولي في اسعار الأسهم لا يختلف باختلاف الصناعة .

٦. من خلال تحليل استجابة السوق لإعلانات التدرج الائتماني للصناعات عينة البحث لوحظ وجود تأثير مباشر على اسعار اسهم الشركات عينة البحث ، وظهر ذلك بوضوح في قيم (CAR) ، غير الصفيرية في لجميع الصناعات وهذا يؤكد ان لإعلانات التدرج الائتماني للسندات اثراً في اسعار الأسهم ، وان هناك استجابة متحيزة وأحياناً مبالغ فيها من جانب اسعار الأسهم ، على الرغم من توافر المعلومات وإنها متاحة للجميع دون تمييز ، إلا انها لا تعكس المضمون الفعلي لإعلان التدرج الائتماني ، اكان ذلك الاعلان ايجابياً او سلبياً، وبالتالي فأن ذلك لا يحقق شروط الكفاءة بشكلها نصف القوي ، وهذا ما يتطابق مع الفرضية الرئيسية الثالثة التي تشير الى ان سوق ابو ظبي للأوراق المالية ليست كفوءة بالشكل نصف القوي في الاستجابة الى اعلان التدرج الائتماني).

### التوصيات

١. التوعية بأهمية قيام الشركات بإصدار ادوات الدين ( السندات ) طويلة وقصيرة الامد في السوق العراقية ، مع ايجاد الاليات القانونية لهذه الاصدارات ، بما يساهم في توفير مصادر تمويل للشركات المالية وغير المالية والذي يساهم في تمويل المشاريع الاستثمارية المختلفة ، مع العمل على ادراج هذه السندات في سوق العراق للأوراق المالية .
٢. انشاء وكالة تقييم محلية في العراق تهدف الى تقييم الشركات التي ترغب في اصدار ادوات الدين و العمل على زيادة الوعي بأهمية التدرج الائتماني للشركات في السوق العراقية بما يساهم في زيادة الإقبال على التداول في اسهم وسندات هذه الشركات التي تصدرها ، وبالتالي تفعيل دور سوق العراق للأوراق المالية. على ان تتمتع بالاستقلالية التامة ، مع العمل على اشراك العاملين فيها في دورات وورش عمل بالتعاون مع الوكالات العالمية بهدف رفع ادائهم .
٣. من أجل الوضوح و فهم افضل من المستثمرين للتدرجات الائتمانية ، يجب على وكالات التدرج وضع نماذج تقييم وتقدير عامة على ان تتضمن التدرجات التاريخية و معلومات عن حالات التخلف عن السداد السابقة للشركات المستهدفة. بالإضافة الى الوثائق والتقارير الحالية للشركة متضمنة كافة المعلومات العامة والخاصة ، حيث ان بعض المعلومات الخاصة قد لا ترغب الشركة في الإفصاح عنها .
٤. تشجيع التنافسية في صناعة التصنيف الائتماني. بهدف انهاء احتكار عملية التقييم وتدرج السندات التي تسيطر عليها وكالات ( s&p و Moody's و Fitch ) من خلال تشجيع انشاء وكالات محلية وخفض عقبات الدخول امام الوكالات الجديدة الى الاسواق المالية ، حيث ان تشجيع القدرة التنافسية لصناعة التدرج الائتماني وسيلة فعالة لتحسين اداء الوكالات بما يساهم في الوصول الى تقييمات دقيقة و حقيقية . بالإضافة الى ذلك اعادة تنظيم عمليات دفع تكاليف اجراء التقييمات بما يساهم في الحد من تضارب المصالح في ظل نموذج الزبون يدفع المتبع حالياً .
٥. من خلال نتائج التحليل والاستنتاجات التي تم التوصل اليها لوحظ ان سوق ابو ظبي للأوراق المالية غير كفوءة بالشكل النصف قوي ، والذي يؤدي الى استغلال ذلك من قبل بعض المحترفين ، لإيجاد قواعد تداول تمكنهم من تحقيق عوائد غير عادية على حساب المستثمرين الاخرين . لذلك ينبغي على ادارة سوق ابو ظبي للأوراق المالية ادراك خطورة ذلك ، والعمل على رفع كفاءة و تفعيل اداء السوق ، بما يساهم في خفض عدم التماثل المعلوماتي بين المستثمرين .
٦. ضرورة ادخال المتعاملين في سوق العراق للأوراق المالية لدورات علمية في مجال تقييم الشركات والأدوات المالية التي تصدرها وخاصة الاسهم العادية ، والية استخدام مناهج التحليل المختلفة وخاصة مدخل التحليل الفني والأساسي ، بما يساهم بالارتقاء بأداء العاملين في السوق ، والذي يعتبر اساس الارتقاء بأداء وكفاءة السوق .

المصادر

١. التميمي ، ارشد فؤاد مجيد ، المحتوى المعلوماتي للإعلان عن توزيعات اسهم المنحة ، دراسة تطبيقية على سوق عمان المالي ، جامعة الاسراء الخاصة ، ، الاردن ، 2007.
٢. زعتري ، رامي ، عرنوس ، فرح و اخرون ، المرصد الوطني للتنافسية ، التقرير الوطني الثاني لتنافسية الاقتصاد السوري . 2011
3. Brigham, Eugene. F. & C., Houston , Michael, (Financial Management : Theory & Practice) , 14<sup>th</sup> ed. south- western cengage. Learning , Inc ., 2014
4. Altman , Edward , Li Kao , Duen , Corporate Bond Rating Drift: An Examination of Credit Quality Rating Changes Over Time , 1991
5. Bhagat, S. and R. Ramano, Event Studies and The law: Technique and Corporate Litigation, Working Paper, University of Colorado, April, 2001.
6. Bodie zvi & kane Alex & Marcus alan J., investments , , new York, McGraw hill, 10<sup>th</sup> ed , 2014.
7. Brealey , Richard & Meyers , Stewart C : , Principles of Corporate , Finance, 7<sup>th</sup> ed McGraw – Hil Companies, 2003
8. Brown, Keith C. & Reilly, Frank K., " Analysis Of Investment & Management Of Portfolio , 10<sup>th</sup> Ed , 2010
9. Chandrashekar R . T. Mallikarjunappa, The Effect of Initial Bond Rating on Share , IJSR - INTERNATIONAL JOURNAL OF SCIENTIFIC RESEARCH Volume : 2 | Issue : 6 | June 2013olume : 2 | Issue : 6 | June
10. Chava , Sudheer , Ganduri , Rohan , et al , Are Credit Ratings Still Relevant? Georgia Institute of Technology , April 2012 Available at SSRN: <https://ssrn.com/>.
11. Chen. Zhou , Information Value of Credit ratings in Asia EX- Japan Markets , A Thesis Master of Science in Finance , SINGAPORE MANAGEMENT University , 2006
12. Christensen, John A., and Demski , Jel S , Accounting Theory, International Edition, McGraw-Hill. Co., Inc., U.S.A. (2003)
13. Cooke , Cydoney , Bailey , Francine , The Impact of Credit Rating Changes on Jamaica's Global Bond Prices , Research and Economic Programming Division , Bank of Jamaica ,2015.
14. Creighton , Gower ,et, the Impact of Rating Changes in Australian Financial Markets , Research Discussion Paper , Economic Research Department , Reser
15. Cuthbertson , Keith & Nietzsche , Dirk ,Quantitative Financial Economics ; stocks , bonds and Foreign Exchange , 2<sup>th</sup> ed , John WILEY & Sons ,Ltd , 2004.
16. Ehrhardt , Michael C . Brigham Eugene F, Financial Management: Theory and Practice . South-Western, a part of Cengage Learning 13<sup>th</sup> ed ,2012
17. Ekins, Emily McClintock & Calabria , Mark A, Regulation, Market Structure, and Role of the Credit Rating Agencies , 2012 , <https://www.cato.org/publications/policy-analysis/>
18. Eun. ChealS & Resnick , Bruce G , International Financial Management , 6<sup>th</sup> , The McGraw·Hill Companies ,2012.
19. Fama , Eugene F. Efficient Capital Markets: A review of Theory an Empirical Work, "Journal of Finance", Vol . 31, No(1) , 1970 .
20. Frank J. Fabozzi Pamela. Peterson , Capital Markets, Financial Management, and Investment Management, John Wiley & Sons 2009.
21. Gopalan,Song,e,t, Do Credit Agencies Underestimate Liquidity Risk? Electronic copy available at ; <http://ssrn.com/> / 1495849, 2009.
22. Garman ,fogue, Personal Finance , Houghton Mifflin Company ,USA, 10<sup>th</sup> , 2010.
23. Gitman , J. Lawrence, Principles Of Managerial Finance, 10<sup>th</sup> . Ed., Printed in the U.S.A. (2003).

24. Gitman , Lawrence J .Chad j . Zutter , Principles of Managerial Finance , 13<sup>th</sup> ed . Addison Wesley Publishing Co., 2010.
25. Habib , Yasir & Imran ,Muhammad , et , Credit Rating Announcements and Stock Returns: Evidence from the Banking Sector of Pakistan , Journal of Business Studies Quarterly , Volume 7, Number2 ISSN 2152-1034 , Pakistan, 2015 .
26. Hertel , Kayla, The Effect of Bond Rating Changes on Stock Prices in the Electric Utility Industry , A Thesis Master of Science in Applied Economics , Submitted to the Faculty of University of Minnesota ,2013 .
27. Higgins , Robert C , Analysis for financial Management , 6<sup>th</sup> ed , USA , Mc Graw –Hill Inc ,2001.
28. Higgins , Robert C. Analysis for Financial Management,10<sup>th</sup> ,McGraw-Hill ,2007.
29. HN , Archana , S. Jayanna . S , A Study on the Impact of Bond Rating Changes on the Stock Prices in India , INDIAN JOURNAL OF APPLIED RESEARCH Volume : 5 | Issue : 8 | August 2015 | ISSN - 2249-555X
30. Horne, Van , JAMES , Wachowicz, Jr, JOHN , Fundamentals of Financial Management , 13<sup>th</sup> ed, FT prentice Hall , 2013.
31. Howells ,Peter & Bain , Keith ,Financial Markets and institutions ,John Wiley & sons, Ltd , 5<sup>TH</sup>, 2008.
32. J. White, Lawrence , A Brief History of Credit Rating Agencies: How Financial Regulation Entrenched this Industry's Role in the Subprime Mortgage Debacle of 2007–2008 , [MERCATUS CENTER AT GEORGE MASON UNIVERSITY](#) , no 59 ,2009
33. Jordan,BradfordD.,&ThomasW.Miller,FUNDAMENTALS OF INVESTMENTS : VALUATION and MANAGEMENT,5<sup>th</sup> ed,N.Y:McGraw-Hill,2009.
34. jrkklund , OlleBj , Sepehr ,Sharafuddin , How Moody's Credit Ratings Impact the Swedish Stock Market , Ume School of Business and Economics ,2013.
35. Kapoor, Jack , Dlabay , les, et , Personal Finance ,McGraw- Hill Inc, 10<sup>th</sup> ed,2012.
36. Keown , Arthur J , martin , John D , et , Foundations of Finance THE Logic and practice of Financial Management .8<sup>th</sup> ed, Pearson Education ,Inc. 2014
37. Kruck, Andreas , Private Rating , Public Regulations Credit rating Agencies and Global Financial Governance, London, 1<sup>th</sup> ed 2011 .
38. Leppänen , Samuli , The impact of credit ratings on the information content of earnings announcements: Evidence from the US stock market , Finance Master's thesis , Department of Finance Aalto University School of Business , 2015
39. Levy , Haim , Post,Thierry , Investments, South-Western College Publishing , England , 1<sup>th</sup>, 2005.
40. Linciano,Nadia , the Reaction of Stock Prices to Rating Changes, 2004 [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id)
41. M.A.J, Timmermans , Credit rating Changes and the effect on Stock Prices , How Credit rating changes affect stock prices in the European market, master thesis Finance ,Tilburg University , Netherlands ,2012.
42. MacKinlay, Craig.. Event Studies in Economics and Finance , *Journal of Economic Literature* , 1997.
43. Marwan & Ramzi Nekhili 2016 : Credit Rating Changes and Stock Market Reaction in the Kingdom of Bahrain, International Journal of Economics and Finance; Vol. 8, No. 8; 2016 ISSN 1916-971X E-ISSN 1916-9728 Published by Canadian Center of Science and Education.2016
44. Naimat , Khan, Ullah , 2011, Dividend policy and the stock market reaction to dividend announcements in Pakistan, Doctor of Philosophy , University of Dundee , Pakistan 2011.
45. Östlund , Andreas , Hyleen , Mikael , The relationship between Credit Ratings and Beta , A quantitative study on the Nordic market , Master thesis , [https://www.researchgate.net/publication/277168359\\_2009](https://www.researchgate.net/publication/277168359_2009)
46. RAO , S.V.D.NAGESWARA. & SREEJITH. U, EVENT STUDY METHDOLOGY: A CRITICAL REVIEW , The Macrotheme Review 3(1)A, Spring 2014

46. Ross , Stephen & et al., Essentials of Corporate Finance , McGraw-Hill Inc., U.S.A., 9<sup>th</sup> ed 2010..
47. Ross, et , Stephen & et al., Essentials of Corporate Finance , McGraw-Hill Inc., U.S.A.10<sup>th</sup> ed , 2013.
48. SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION (SEC) Office of Investor Education and Advocacy , The ABCs of Credit Rating , 2010.
49. Sok, Chamroeun , CORPORATE CREDIT RATING ANNOUNCEMENTS: INFORMATION CONTENT OF RATING ANNOUNCEMENTS AND RATING ANNOUNCEMENTS MODELS: EVIDENCE FROM THE AUSTRALIAN FINANCIAL MARKETS , Thesis Master of Business (Finance and Economics, University of Technology, Sydney ,2012
50. Taib , Hasniza Mohd , Di Iorio , Amalia, et , al , The Stock Market Impact of Corporate Bond Rating Changes: New Evidence from the UK and Australian Stock Markets , 2011.
51. Wu, Wanlin , & Michaildis , Alexandros , Impacts of Credit Rating Announcements on Share Price in the NASDAQ Market and the Role Of the Credit Rating Agencies , Lund University School of Economics and Management , 2014