

28 APR 1999

مكتبة البنين
قسم الدوريات

المجلة العلمية لكلية الإدارة والاقتصاد

تصدر عن كلية الإدارة والاقتصاد بجامعة قطر
مجلة علمية سنوية محكمة

١٤١٩ هـ - ١٩٩٨ م

العدد التاسع

رئيس التحرير

أ. د. يوسف محمد عبيدان

أعضاء

أ. د. ميرغني عبد العال حمور أ. د. سمير أحمد أبو غابة
أ. د. حسين علي الطلافحة أ. د. خالد إبراهيم السليطي

سكرتير التحرير

د. علاء الدين حسن عواد

العنوان: جامعة قطر - كلية الإدارة والاقتصاد - الدوحة

جميع المراسلات توجه باسم رئيس التحرير - ص. ب: ٢٧١٣ الدوحة - قطر

هاتف: ٨٩٢٨٢٣ (٩٧٤)

فاكس: ٨٣٢٩٢٣ (٩٧٤)

أثر الإعلان عن الإنفاق الاستثماري على العائد وحجم التداول غير العاديين للأسهم : دراسة ميدانية في العراق*

دكتور / مؤيد محمد علي الفضل**

أستاذ مساعد بقسم المحاسبة

كلية الإدارة والاقتصاد - جامعة القادسية

الملخص

تناولت الدراسة بحث أثر ردود فعل السوق المالية للقرارات الاستثمارية المتخذة من قبل إدارة منشآت الأعمال ، وذلك عن طريق فحص العلاقة بين الإعلان عن الإنفاق الاستثماري والتغير في عوائد أسهم الشركات وحجم تداول أسهمها في السوق المالية .

ولقد أسفر الاختبار الإحصائي لفرضيات الدراسة، بأن الإعلان عن الإنفاق الاستثماري له أثر ذا دلالة إحصائية على أسعار الأسهم في السوق للفترة الممتدة أربع أسابيع ومركزها تاريخ حدوث النفقة الرأسمالية كما بينت النتائج بأن الإعلان عن القرارات الاستثمارية يترتب عليه زيادة في حجم الطلب على أسهم الشركات التي أعلنت عن تلك القرارات خلال نافذة الحدث .

ومما يجدر الإشارة إليه أن الدراسة أضافت إلى أدبيات الموضوع جانبين غاية من الأهمية ، إذ لم يتم بحثهما من قبل الدراسات السابقة وهما الجانب الأول : تناول اختبار أثر اختلاف نوع النشاط الذي تمارسه الشركة على حجم التداول والعائد غير العاديين للأسهم . وكانت نتائج هذا الاختبار غير مدعومة لفرض الدراسة ، حيث أوضحت النتائج بأن لنوع النشاط الذي تمارسه الشركة أثراً على العائد وحجم التداول غير العاديين للأسهم . أما الجانب الثاني فقد اهتم بفحص طبيعة علاقة درجة المخاطرة المصاحبة للقرارات الاستثمارية بكل من العائد وحجم التداول غير العاديين . وقد تبين من الاختبار أن هناك علاقة عكسية ذات دلالة إحصائية بين المخاطرة وكل من المتغيرين .

* تاريخ قبول البحث للنشر ١٩٩٨/٢/١٥

** يشغل حالياً منصب رئيس قسم المحاسبة - كلية الإدارة والاقتصاد - جامعة القادسية .

أولاً : المقدمة :

ساد في أوائل عقد الثمانينات اعتقاد عند عدد من الباحثين في الفكر المحاسبي ، يفيد بأنه من الممكن أن يكون لحدث الإعلان عن التوسعات الاستثمارية وما ينطوي عليها من تغير ملموس في النفقات الرأسمالية ، أثر بالغاً على أسعار وعوائد الأسهم في السوق المالية ، وذلك إما في تاريخ الإعلان عن التوسعات ، أو في تاريخ نشر التقارير المالية التي تتضمن المعلومات الخاصة بالتغير في النفقات الرأسمالية [1,2,3,4] .

وفي منتصف العقد أجريت في الولايات المتحدة الأمريكية ، على وجه الخصوص ، عدد من الدراسات الميدانية ، بدأ من دراسة [5] ، بحثت في ذلك الاعتقاد واختبرت أثر ردود فعل السوق للقرارات الاستثمارية ، وذلك عن طريق تتبع سلوك عوائد الأسهم في تاريخ الإعلان عن تلك القرارات ، أو في تاريخ نشر التقارير المالية التي تتضمن معلومات عن الإنفاق الاستثماري .

وتأتي هذه الدراسة مكتملة لمجهود الباحثين في هذا الخصوص ، حيث تهدف إلى :

- ١ - معرفة ما إذا كانت هناك علاقة بين الإعلان عن الإنفاق الاستثماري وقدرة المستثمر في تحقيق عوائد غير عادية على أسهم الشركات حول تاريخ الإعلان عن الإنفاق الاستثماري .
- ٢ - معرفة ما إذا كان هناك أثر لحجم الشركة على العلاقة بين الإعلان عن الإنفاق الاستثماري والتغير في عوائد أسهم الشركات وحجم تداول أسهمه في السوق المالية .
- ٣ - معرفة ما إذا كانت هناك علاقة بين الإعلان عن الإنفاق الاستثماري وحجم تداول أسهم الشركات في السوق المالية .
- ٤ - معرفة ما إذا كان هناك أثر لنوع النشاط الذي تمارسه الشركة على العلاقة بين الإعلان عن الإنفاق الاستثماري والتغير في عوائد أسهم الشركات وحجم تداول أسهمها في السوق المالية .
- ٥ - معرفة ما إذا كان يختلف أثر الإعلان عن القرارات الاستثمارية على عوائد أسهم الشركات وحجم تداول أسهمها في السوق المالية ، باختلاف درجة المخاطرة المصاحبة للتدفقات النقدية المتوقعة من الإنفاق الاستثماري .

أهمية الدراسة

تنبع أهمية الدراسة من حداثة الموضوع التي تتناوله بالبحث والتحليل في العالم ، عموماً ، وفي العراق ، خصوصاً ، حيث تعد هذه الدراسة الأولى في العراق التي تختبر رد فعل السوق للأحداث التي تنطوي على تغيير في الإنفاق الاستثماري في الشركات المساهمة العراقية ، ناهيك عن كون دراسة القرارات الاستثمارية وآثارها على قيمة المنشأة ، بحد ذاتها ، تعد من الأهمية بمكان لكل من الإدارة والمستثمر لكونها تنطوي على تغيير ملموس في النفقات الرأسمالية ، ولأنها قرارات يصعب إلغاء تأثيرها دون خسائر ، ولأثرها المتوقع على الأرباح والتدفقات المستقبلية .

فرضيات الدراسة

لتحقيق أهداف الدراسة ، قام الباحث بوضع وصياغة الفرضيات الآتية :

- H1 يوجد أثر ذا دلالة إحصائية للإعلان عن القرارات الاستثمارية على العائد غير العادي للأسهم حول تاريخ الإعلان عن تلك القرارات .
- H2 يوجد أثر ذا دلالة إحصائية للإعلان عن القرارات الاستثمارية على حجم التداول غير العادي للأسهم حول تاريخ الإعلان عن تلك القرارات .
- H3 لا يختلف أثر الإعلان عن القرارات الاستثمارية على العائد وحجم التداول غير العاديين للأسهم حول تاريخ الإعلان عن تلك القرارات باختلاف حجم الشركة .
- H4 لا يختلف أثر الإعلان عن القرارات الاستثمارية على العائد وحجم التداول غير العاديين للأسهم حول تاريخ الإعلان عن تلك القرارات باختلاف نوع النشاط .
- H5 أن درجة المخاطرة المرتبطة بالتدفقات النقدية الخاصة بالقرارات الاستثمارية لا تؤثر تأثيراً واضحاً على أثر الإعلان عن الإنفاق الاستثماري على العائد وحجم التداول غير العاديين للأسهم .

عينة الدراسة

شملت الدراسة (١٧) شركة مساهمة عراقية أفصحت في تقاريرها المالية للسنتين ١٩٩٥ و ١٩٩٦ عن حدوث تغيير ملموس في نفقاتها الرأسمالية نتيجة لقرارات استثمارية. وقد تم اختيار هذه الشركات على أساس المعايير الآتية : [6, 7, 8]

- ١ - أن هذه الشركات مدرجة في سوق بغداد للأوراق المالية ويتم تداول أسهمها فيه منذ تاريخ تأسيسه في ١٩٩٢/١/٢ .
 - ٢ - أن الشركات عينة الدراسة لم يتم إيقاف التداول في أسهمها بقرار من مجلس إدارة السوق خلال الفترة من ١٩٩٢/١/٢ ولغاية ١٩٩٦/١٢/٣١ .
 - ٣ - أن الشركات المختارة للدراسة لم ينقطع تداول أسهمها في السوق لمدة تزيد عن عشرين شهراً متتالياً خلال نافذة الحدث .
 - ٤ - أن هذه الشركات لم يتم تحويل نوعية ملكيتها أو دمجها خلال نافذة الحدث .
- ويوضح الجدول رقم (١) أن نسبة الشركات التي تمارس نشاط صناعي تشكل الجزء الأكبر من العينة ، ثم تليها الشركات التي تمارس النشاط الزراعي وأخيراً شركات الصيرفة.

جدول رقم (١)

توزيع الشركات عينة الدراسة حسب نوع النشاط

البيان	صناعية	زراعية	صيرفة
العدد	١٠	٥	٢
النسبة	٥٨٫٩	٢٩٫٤	١١٫٧

ونظراً لاهتمام الدراسة باختبار علاقة القرارات الاستثمارية مع العائد وحجم التداول غير العاديين لأسهم الشركات عينة الدراسة ، قام الباحث بحصر الأحداث التي أدت إلى تغيير ملموس في النفقات الرأسمالية وتواريخها في هذه الشركات وذلك بالاعتماد على تقارير المالية للشركات خلال نافذة الحدث وزيارات ميدانية للشركات موضع الدراسة

وأطلاع على السجلات المحاسبية المتعلقة بحركة الموجودات الثابتة ، وقد بلغ مجموع الأحداث التي أدت إلى تغير ملموس في حجم الإنفاق الرأسمالي في هذه الشركات (٤١) حدثاً مجمعاً وفقاً لتواريخ حدوثها . والجدول رقم (٢) يوضح توزيع الأحداث على الشركات حسب نوع نشاطها .

جدول رقم (٢)

توزيع الأحداث على الشركات

البيان	صناعية	زراعية	صيرفة
العدد	٢١	١١	٩
النسبة	٥١,٢	٢٦,٨	٢٢

تحديد متغيرات الدراسة وقياسها

يتطلب الاختبار الإحصائي لفرضيات الدراسة قياس المتغيرات التي تشملها هذه الفروض من بيانات عينة الدراسة التي تتمثل بالمتغيرات الآتية :

أولاً : متوسط العائد غير العادي المجمع

Cumulative Abnormal Return (CAR)

لحساب متوسط العائد غير العادي المجمع لأحداث القرارات الاستثمارية خلال نافذة الحدث ، يتبع الباحث الخطوات التالية :

١ - حساب العائد الفعلي على السهم لكل شركة : يستخدم الباحث لحساب هذا العائد المنهج الذي سلكه كل من [8, 9, 10] وهو :

$$R_{it} = \frac{P_{it} - P_{it-1} + Dt}{P_{it-1}} \dots\dots\dots (1)$$

حيث :

$$R_{it} = \text{العائد الفعلي}$$

$$P_{it-1} = \text{سعر الإغلاق لسهم الشركة (i) في نهاية اليوم الحالي t}$$

$$Dt = \text{توزيعات الأرباح خلال الفترة t}$$

وقد قام الباحث بحساب العائد الفعلي لسهم كل شركة في العينة لمدة أربعة أسابيع حول تاريخ الإعلان عن الحدث المؤدي إلى تغير في النفقات الرأسمالية للشركات موضع الدراسة .

٢ - تقدير العائد المتوقع على السهم لكل شركة : قدر الباحث العائد المتوقع على السهم لكل شركة بالاعتماد على البيانات المتاحة في تقارير السوق عن أسهم الشركات عينة الدراسة للفترة من ١/٢/١٩٩٢ ولغاية ٣١/١٢/١٩٩٤ وباستخدام نموذج السوق الآتي الذي تستخدمه دراسة كل من [8, 11] :

$$R_{it} = A_j + b_i R_{mt} + e_{it} \quad \dots \dots \dots (2)$$

حيث :

A_j = الحد الثابت للمعادلة وهو يمثل الجزء من العائد الذي يتحقق بغض النظر عن

العلاقة بين عائد السوق على السهم والعائد على سهم الشركة (i)

b_i = معدل ميل العلاقة الخطية بين العائد على السهم R_{it} والعائد على مخطط السوق R_{mt} .

e_{it} = الخطأ العشوائي وهو ذلك الجزء من العائد الذي يتغير بشكل عشوائي نتيجة عوامل أخرى لا يتضمنها النموذج .

٣ - تقدير العائد غير العادي لكل شركة : على ضوء نتائج المعادلتين [1,2] تم تقدير العائد غير العادي على سهم كل شركة خلال أربعة أسابيع المحيطة بتاريخ حدوث الحدث المؤدي إلى تغير في النفقات الرأسمالية وذلك على أساس النموذج الآتي الذي استخدمته دراسة كل من [5, 7, 8] وهو :

$$AL_{it} = R_{it} - E(R_{it}) \dots\dots\dots (3)$$

$$\begin{aligned} \text{العائد غير العادي للشركة (i) في اليوم t} &= AL_{it} \\ \text{العائد الفعلي} &= E(R_{it}) \\ \text{العائد المتوقع} &= R_{it} \end{aligned}$$

٤ - متوسط العائد غير العادي المجمع لكل شركة : تم حساب متوسط العائد غير العادي المجمع لكل شركة عن طريق تجميع هذا العائد لكل شركة خلال نافذة الحدث ، ومن ثم ، إيجاد متوسط العائد غير العادي لجميع الشركات الذي يوضحه الجدول رقم (١) في الملحق.

ثانياً : متوسط حجم التداول غير العادي المجمع :

Cumulative Abnormal Volume Trade (CAVT)

يتبع الباحث في تقدير حجم التداول غير العادي المجمع المنهجية التي اتفقت على اتباعها الدراسات [5, 7, 8, 12, 13] وعلى النحو الآتي :

١ - حساب حجم التداول غير العادي لكل شركة AVT : ويتم حساب حجم التداول غير العادي لكل شركة باستخدام المعادلة رقم (٤) .

$$AVT = VT_{it} - E(VT_{it}) \dots\dots\dots (4)$$

حيث :

$$VT_{it} = \text{عدد الأسهم المتداولة فعلياً للشركة (i) خلال اليوم t} .$$

$$E(VT_{it}) = \text{عدد الأسهم المتوقع التداول بها للشركة (i) خلال كل يوم من أيام السنة} .$$

والجدير بالذكر أن $E(VT_{it})$ قد تم حسابه بأخذ متوسط عدد الأسهم المتداولة بها لكل شركة خلال الأيام التي لم يتم خلالها حدوث تغيير في النفقات الرأسمالية أو الإعلان عن هذا التغيير في التقارير المالية خلال السنة ولكلا سنتي الدراسة .

٢ - حساب حجم التداول غير العادي المجمع : بعد أن تم حساب حجم التداول غير العادي لكل شركة خلال الأربعة أسابيع المحيطة بتاريخ حدوث الحدث المؤدي إلى تغيير في النفقات الرأسمالية ، فقد تم تجميع هذا الرقم لكل شركة خلال نافذة الحدث وذلك لاحتساب حجم التداول غير العادي المجمع لكل شركة .

٣ - متوسط حجم التداول غير العادي المجمع : وتم التوصل إلى متوسط حجم التداول غير العادي المجمع عن طريق قسمة إجمالي حجم التداول غير العادي المجمع لجميع الشركات في كل حدث على عدد الشركات في ذلك الحدث . ويعرض الجدول رقم (١) في الملحق نتائج حساب متوسط حجم التداول غير العادي للشركات .

ثالثاً : حجم الشركة :

يعتمد الباحث في التعبير عن حجم الشركة بالأسلوب الذي استخدمته دراسة كل من [8, 14] والذي يقوم على أساس استخدام الوسيط للقيم السوقية لأسهم الشركات للتمييز بين الشركات الكبيرة والشركات الصغيرة . فالشركات التي تكون القيمة السوقية لأسهمها أعلى من الوسيط تصنف على أنها شركات كبيرة ، بينما ينظر إلى الشركات التي تكون القيمة السوقية لأسهمها أقل من الوسيط ، أنها شركات صغيرة الحجم .

وعلى ضوء هذا المعيار صنف الباحث الشركات عينة الدراسة إلى (٩) شركات كبيرة و(٨) شركات صغيرة بواقع (٢٠) حدث لدى الشركات الكبيرة و(٢١) حدث لدى الشركات الصغيرة .

رابعاً : درجة المخاطرة المرتبطة بتدفقات القرارات الاستثمارية :

قاس الباحث درجة المخاطرة المرتبطة بالتدفقات النقدية المتوقعة للقرارات الاستثمارية باستخدام أسلوب الانحراف المعياري وعلى النحو الآتي :

$$\sigma = \sqrt{\frac{n}{i-1} \sum (Ri - \bar{R})^2}$$

حيث :

$$\bar{R} = \text{القيمة المتوقعة للتدفقات النقدية « الوسط الحسابي »}$$

$$Ri = \text{التدفقات النقدية المتوقعة .}$$

وقد استعان الباحث بالبيانات المتوفرة عن التدفقات النقدية في الدراسات الجدوى للقرارات موضع الدراسة لقياس درجة المخاطرة الخاصة بكل قرار ، وعليه فإن عدد

المشاهدات في هذا الخصوص ستكون بعدد القرارات والبالغه (٥٧) قرار وليس بعدد الأحداث ، مما يعني ذلك أن قياس تأثير درجة المخاطرة المرتبطة بالتدفقات النقدية للقرارات الاستثمارية سيكون عن طريق اختبار طبيعة علاقة درجة المخاطرة المرتبطة بكل قرار مع العائد وحجم التداول غير العاديين المتأثرين بالإعلان عن ذلك القرار .

الأساليب الإحصائية المستخدمة في الدراسة :

يستعين الباحث لاختبار فرضيات الدراسة بالأساليب الإحصائية الآتية :

- ١ - اختبار H1, H2 يستخدم الباحث t-test .
- ٢ - اختبار H3 يستخدم الباحث M-W test .
- ٣ - اختبار H4 يستخدم الباحث K-W test .
- ٤ - اختبار H5 يستخدم الباحث معامل ارتباط سبيرمان الذي يقيس العلاقة أو الارتباط بين متغيرين محولين إلى رتب .

محددات الدراسة

أجريت الدراسة في ظل المحددات الآتية :

- ١ - استخدم الباحث في تقدير عوائد الأسهم بيانات عن أسهم الشركات موضع الدراسة تغطي فترة ٣٦ شهراً وذلك بسبب عدم توفر البيانات التي تغطي مدة ٦٠ شهراً بفعل حداثة السوق .
- ٢ - ينبغي التعامل مع نتائج هذه الدراسة بنوع من الحذر وذلك لصغر حجم السوق وما يترتب عليه من صغر حجم العينة نسبياً إضافة إلى الظرف غير الطبيعي الذي يقع تحت وطئة الاقتصاد العراقي ، ناهيك عن تدني كفاءة السوق مقارنة مع الأسواق المالية المتطورة حيث تمثل كفاءة السوق أحد الأساليب التي يعتمد عليها المقياس المستخدم في هذه الدراسة لتحديد العوائد والمتمثل بنموذج السوق .

ثانياً : الدراسات السابقة

حفلت الدوريات الأجنبية منذ منتصف عقد الثمانينات بعدد من الدراسات التي هدفت إلى اختبار مضمون القرارات الاستثمارية من المعلومات على أسعار وعوائد الأسهم . وتعد دراسة [5] أولى الدراسات التي بحثت بشكل منظم في أثر الإعلان عن القرارات الاستثمارية على عوائد الأسهم للشركات في الولايات المتحدة . وقد اختبرت الدراسة فرضين يفيد الأول بأن المضمون المعلوماتي لحدث الإعلان عن القرارات الاستثمارية أثر على أسعار الأسهم . أما الفرض الثاني فينص بأن هناك علاقة ذات دلالة إحصائية بين حجم الإنفاق الرأسمالي ومستوى العائد غير العادي للسهم . أما نتائج الدراسة فقد كانت مدعمة للفرض وغير مدعمة للفرض الثاني ، حيث كشفت بأنه يمكن للمستثمر أن يحقق عوائد غير عادية في تاريخ الإعلان عن القرارات الاستثمارية ، ولكن لا توجد هناك علاقة ذات دلالة إحصائية بين مستوى العائد غير العادي للسهم الذي يمكن أن يحققه المستثمر وحجم الإنفاق الرأسمالي .

أما دراسة [15] التي فحصت علاقة الأرقام المحاسبية التي تتضمنها التقارير المالية ومن بينها التغيير في الإنفاق الرأسمالي مع العوائد غير العادية لأسهم الشركات في السنة التالية لسنة الحدث ، فقد كشفت عن وجود علاقة عكسية ذات دلالة إحصائية بين التغيير في النفقات الرأسمالية وعوائد الأسهم في السنة التالية لسنة الحدث .

وقد أكدت دراسة [16] نتائج دراسة [15] حينما أظهرت نتائجها العلاقة العكسية بين التغيير في الإنفاق الرأسمالي والتغيير في عوائد الأسهم في السنة التالية لسنة الإعلان عن الحدث .

وتوصلت دراسة [6] إلى نتائج تشير إلى وجود ارتباط سلبي بين حجم التدفقات النقدية للأنشطة الاستثمارية وعوائد الأسهم ، بذلك جاءت نتائجها متفقة تماماً مع نتائج دراسة [17] التي اهتمت ببحث رد فعل السوق تجاه تحول الشركات نحو استخدام تقنيات استثمارية جديدة ومتطورة .

وقام [18] باختبار مدى استجابة سعر السهم لكل من نمو المبيعات والزيادة في النفقات الرأسمالية مع اعتبار هذين المتغيرين دالة في مرحلة حياة الشركة . وتوصلت الدراسة إلى وجود انخفاض رتيب في معامل التأثير لنمو المبيعات وللاستثمارات الرأسمالية وذلك من مرحلة النمو مروراً بمرحلة النضوج وصولاً لمرحلة الركود . كما بينت نتائج هذه الدراسة بأن تلك العلاقة ، أي العلاقة بين سعر السهم بكل من نمو المبيعات والزيادة في النفقات الرأسمالية ، لا تتأثر بكل من حجم الشركة واختلاف المخاطرة . أن ما يميز هذه الدراسة عن سابقتها هو إدخال التغير في النفقات الرأسمالية فمن النموذج الذي تم عن طريقه احتساب العائد غير العادي المجمع للشركة . وما يجدر الإشارة إليه ، أن هذه الدراسة جاءت مشابهة في منهجيتها دراسة [19] ومعززة لنتائجها خاصة فيما يتعلق بالعلاقة ما بين أسعار الأسهم ودورة حياة المنتج .

أما دراسة [7] التي كانت تهدف فحص العلاقة بين العائد غير العادي والمعلومة عن الاستثمار الرأسمالي باستخدام نموذج Panel Regression Approach أخذة في الحسبان تأثير المعلومة عن العائد غير العادي ، فإن نتائجها تدعم وجود علاقة إيجابية بين العائد غير العادي والمعلومة الخاصة بالاستثمار الرأسمالي . كذلك تظهر النتائج أن المعلومة عن التغير في مستوى الاستثمار الرأسمالي يتم عكسها في السعر لغاية ٢٤ شهر قبل أن يحدث الاستثمار الفعلي . وعلى الرغم من أن هذه الدراسة كانت مشابهة تماماً لمنهجية دراسة [5] ، إلا أنها تميزت عنها في كونها فحصت العلاقة بين العائد غير العادي والمعلومة عن الاستثمار الرأسمالي في كل من الشركات البريطانية والأمريكية ، هذا من شأنه أن يعزز نتائجها . كما أن دراسة [5] اعتمدت على المعلومات التي نشرتها صحيفة (ول ستريت) عن القرارات الاستثمارية للشركات وليس على المعلومات الصادرة من السوق المالية كما هو الحال في دراسة [7] .

وتعد دراسة [8] التي اهتمت باختبار أثر التغير في النفقات الرأسمالية على أسعار وحركة الأسهم ، وحسب علم الباحث الأولي في الوطن العربي التي تناولت هذا الموضوع وكانت عينتها الشركات المساهمة العامة الأردنية . أظهرت نتائج هذه الدراسة أثراً سلبياً ذات دلالة إحصائية للتغير في النفقات الرأسمالية على سعر السهم حول تاريخ حدوث الحدث المؤدي لهذا التغير لدى الشركات صغيرة الحجم ، في حين لم يكن هذا الأثر ذا دلالة

إحصائية لدى الشركات الكبيرة . كما كشفت نتائج هذه الدراسة عن الأثر الإيجابي للتغير في النفقات الرأسمالية على حجم التداول في الأسهم ، إذ لوحظ زيادة في حجم التداول خلال نافذة الحدث رغم أنه لم يكن ذات دلالة إحصائية . والجدير بالذكر أن هذه الدراسة مشابهة في منهجيتها مع الدراسة التي قام بها [5] .

يظهر التحليل المقارن للدراسات السابقة أن هذا البحث مكماً لها من حيث المنهجية ومضيغة لها من الناحية الميدانية ، حيث ستختبر تأثير اختلاف طبيعة النشاط الذي تقارسه الشركات على العائد وحجم التداول غير العاديين ، وهل تؤثر درجة المخاطرة المرتبطة بالتدفقات النقدية المتوقعة للقرارات الاستثمارية على مستوى العائد وحجم التداول غير العاديين ، إذ لم يتم فحص تأثير هذين المتغيرين من قبل الدراسات السابقة .

ثالثاً : نتائج الدراسة

نتائج اختبار H1 :

تشير نتيجة اختبار t المدرجة في الجدول رقم (٣) إلى وجود أثر إيجابي ذا دلالة إحصائية للإعلان عن القرارات الاستثمارية وما ينطوي عليها من تغير ملموس في النفقات الرأسمالية ، على العوائد غير العادية لأسهم الشركات .

إن هذه النتيجة مدعومة للنتائج التي توصلت لها دراسة كل من [5, 7,8,15,16] ، إلا أنها غير مؤيدة للاعتقاد السائد بأن السوق على وجه العموم يركز بشكل كبير على آثار الأنشطة التشغيلية والاستثمارية على أرباح السنة الحالية عند تقييم السهم ولما كانت الآثار الإيجابية المتوقعة على الأرباح للقرارات الاستثمارية لا تظهر في الأجل القصير ، فإنه قد لا يظهر آثارها الإيجابية على سعر السهم في نفس الفترة التي أعلن عنها [6, 20, 21] .

جدول رقم (٣)

نتائج اختبار الفرضية الأولى والثانية

الفرضية	قيمة t المحسوبة	قاعدة القرار عند مستوى معنوية ٩٧٪
الأولى	٣٫٩٩٧٢٢	تقبل الفرضية
الثانية	٣٫١٨٨٦	تقبل الفرضية

نتائج اختبار H2 :

أظهرت نتائج اختبار أعلى متوسطات حجم التداول غير العادية أن هناك أثراً إيجابياً ذا دلالة إحصائية للإعلان عن النفقات الرأسمالية على حجم التداول خلال نافذة الحدث التي تمتد أربعة أسابيع مركزها تاريخ الإعلان عن النفقات الرأسمالية .

والجدير بالذكر أنه بالرغم من الاعتقاد أن الإعلان عن الأرقام المحاسبية قد لا يكون لها تأثير متزامن على تصرفات المستثمرين وذلك نتيجة لتسرب هذه المعلومات إلى السوق قبل الإعلان عنها بصورة رسمية [5:18] ، إلا أن النتيجة التي توصلت لها الدراسة كانت غير مدعومة لذلك الاعتقاد لاعتبارين : أولهما حالة التضخم غير الطبيعي التي تسود الاقتصاد العراقي بسبب الحصار المفروض عليه ، إذ أن في مثل هذه الظروف من المنطقي أن يتجه الفرد نحو زيادة نطاق استثمار أمواله مقابل تقليص حجم ادخاراته إلى أدنى مستوياته وبما أن حصة تداول الأسهم في سوق بغداد ، هي الأكبر ، من حصة أي ورقة مالية أخرى تتداول في السوق ، فإنه من المتوقع أن يكون الطلب عالي على أسهم الشركات التي تعلن عن توسعات رأسمالية . أما الاعتبار الثاني فيتعلق بصعوبة حصول المتعاملين في السوق على المعلومات الخاصة بتوجهات الشركات في التوسع ، حيث أن معظم المستثمرين يعتمدون على نصائح الوسطاء والشائعات [22] .

نتائج اختبار H3 :

تشير نتائج اختبار M-W إلى قبول فرضية الدراسة وبذلك تؤكد بأن الإعلان عن القرارات الاستثمارية له أثر ذا دلالة إحصائية على العائد وحجم التداول غير العاديين في كل من الشركات الكبيرة والشركات الصغيرة . مما يعني ذلك أن تأثير الحجم على العائد وحجم التداول غير العاديين متماثلين في كل من الشركات الكبيرة والشركات الصغيرة .

جدول رقم (٤)

نتائج اختبار M-W للفرضية الثالثة

قاعدة القرار عند مستوى معنوية ٩٥%	قيمة M-W المحسوبة	عدد المشاهدات		المتغيرات
		NS	NL	
تقبل الفرضية	١٤٣	٢١	٢٠	العائد غير العادي
تقبل الفرضية	١٣٩	٢١	٢٠	حجم التداول غير العادي

لا شك أن هذه النتيجة كانت متوقعة ، حيث أن الظرف الاقتصادي الذي يمر فيه القطر يفرض على المستثمر إنقاذ الكتلة النقدية التي يمتلكها من خطر انخفاض قيمتها الشرائية ، وذلك بتوجيهه نحو الاستثمار في الشركات ، وفي الغالب في الشركات التي تعلن عن استثمارات جديدة ، مما يعني ذلك أن الإعلان عن القرارات الاستثمارية يترتب عليه زيادة في حجم الطلب على أسهم الشركة التي تعلن عن توسعات رأسمالية ، قياساً بحجم الطلب على أسهم الشركات المماثلة لها في الحجم والتي لم يجر فيها توسع . واستناداً إلى نظرية السوق فإن هذه الزيادة في حجم الطلب تؤدي إلى ارتفاع أسعار أسهم تلك الشركة التي زاد الطلب على أسهمها مقارنة بأسعار أسهم مثيلاتها ، مما يوفر ذلك فرصة للمستثمر أن يحقق عوائد غير عادية على استثماراته من الأسهم . وعليه فإن أثر الإعلان عن الإنفاق الاستثماري لا يختلف تبعاً لاختلاف حجم الشركة ، إذ باستطاعت كل من الشركات الكبيرة والشركات الصغيرة أن تحقق عوائد غير عادية على أسهمها المتداولة في السوق عندما تعلن عن تغير ملموس في نفقاتها الرأسمالية .

والجدير بالذكر أن هذه النتيجة لا تدعم نتيجة دراسة [8] التي أوضحت بأن أثر الإعلان عن الإنفاق الاستثماري على العائد وحجم التداول غير العاديين في كل من الشركات الكبيرة والشركات الصغيرة ، غير متماثل ، إذ بينت أن ذلك الأثر ذا دلالة إحصائية في الشركات الصغيرة بينما لم يكن ذا دلالة إحصائية بالنسبة للشركات الكبيرة الحجم .

نتائج اختبار H4 :

يتضح من نتائج اختبار K-W المدرجة في الجدول رقم (٥) أن الفرضية ترفض لكلا المتغيرين ، مما يعني أن العائد وحجم التداول غير العاديين يتأثرا بنوع النشاط الذي تمارسه الشركة ، وبالتالي فهما يختلفان من نشاط لآخر . وعليه يمكن الاستنتاج بأن نوع النشاط يعد حافزاً للإفصاح عن المعلومات الخاصة بالقرارات الاستثمارية .

في الواقع أن هذه النتيجة جاءت متفقة تماماً مع ما تشير له أدبيات الاستثمار بالأسهم ، حيث أن أسعار الأسهم وحركة تداولها في السوق تتحدد وفقاً لدرجة مخاطرة السهم والعائد المتوقع منه ، وبما أن درجة المخاطرة والعائد للسهم يختلفان من نشاط لآخر ، فإنه من المتوقع أن يختلف سعر السهم وحجم الطلب عليه من نشاط لآخر [23] .

جدول رقم (٥)

نتائج اختبار الفرضية الرابعة

حجم التداول غير العادي	العائد غير العادي	البيان
٢١	٢١	أ - شركات صناعية
١١٣٢٧	٠.٢٠٨٩	عدد المشاهدات
		متوسط المقياس
١١	١١	ب - شركات زراعية
٩٣٩	٠.٢٣٨٥	عدد المشاهدات
		متوسط المقياس
٩	٩	ج - شركات صياغة
١١٦٨٤	٠.٢٥٥٧	عدد المشاهدات
		متوسط المقياس
		اختبار K-W
أ، ب، ج	أ، ب، ج	عينة النشاط
٦٨٩٧	٧٢٣٢	القيمة المحسوبة
٦٠٥٠	٦٠٥٠	القيمة الجدولية
ترفض H4	ترفض H4	قاعدة القرار

نتائج اختبار H5 :

يوضح الجدول رقم (٦) المدرجة فيه نتائج اختبار طبيعة علاقة درجة المخاطرة المرتبطة بكل قرار استثماري مع العائد غير العادي المجمع لسهم الشركة لفترة امتدت لأربعة أسابيع حول تاريخ الإعلان عن ذلك القرار ، أن العلاقة بين المتغيرين ، هي علاقة عكسية ذات دلالة إحصائية ، مما يعني أن درجة المخاطرة المصاحبة للتدفقات النقدية تؤثر تأثيراً سلبياً على العائد غير العادي .

كما يبين الجدول المذكور أن العلاقة ما بين درجة المخاطرة الخاصة بالتدفقات النقدية للقرار الاستثماري وحجم التداول غير العادي المجمع لسهم الشركة لفترة امتدت لأربعة أسابيع مركزها تاريخ الإعلان عن النفقة الرأسالية ، هي علاقة عكسية ذات دلالة إحصائية مما يعني أن درجة المخاطرة ، أيضاً ، تؤثر تأثيراً سلبياً على حجم التداول غير العادي .

أن هذه النتيجة تشير بشكل لا يدع مجالاً للشك أن المستثمر العراقي لا يميل نحو الاستثمارات ذات المخاطرة العالية ، وإنما يفضل الاتجاه نحو الاستثمارات المعتدلة أو المنخفضة المخاطرة . وربما يعود ذلك ، في اعتقاد الباحث ، إلى الظرف الاقتصادي غير المستقر بسبب الحصار المفروض عليه ، إذ توضع الأدبيات الاقتصادية ، أن في مثل هذه الظروف لا يمكن التنبؤ بما سيؤول عليه مستقبل المنشأة الاقتصادية وبالتالي فإنه من الحكمة عدم الولوج في مشاريع ذات مخاطرة عالية [24] .

جدول رقم (٦)

نتائج اختبار الفرضية الخامسة

المتغيرات ذات العلاقة بالمخاطرة	عدد المشاهدات	القيمة المحسوبة لاختبار سبيرمان	قاعدة القرار عند مستوى ٩٨٪
العائد غير العادي	٥٧	(٠.٣٢٦١)	ترفض H5
حجم التداول غير العادي	٥٧	(٠.٣٣٨٤)	ترفض H5

استنتاجات الدراسة وتوصياتها

يمكن تلخيص الاستنتاجات التي توصل إليها الباحث من دراسته لأثر الإعلان عن الإنفاق الاستثماري على العائد وحجم التداول غير العاديين للأسهم بالنقاط الآتية :

١ - إن إعلان الشركات عن نفقاتها الرأسمالية له أثر ذا دلالة إحصائية على أسعار الأسهم في السوق لفترة تمتد أربعة أسابيع مركزها تاريخ حدوث النفقة الرأسمالية . وبذلك تدعم هذه الدراسة نتائج الدراسات السابقة في هذا الخصوص رغم اختلاف اتجاه الدلالة الإحصائية .

٢ - أن نتائج اختبار أثر الإعلان عن النفقات الرأسمالية على حجم تداول الأسهم ، جاءت متفقة مع توقعات الباحث والباحثين السابقين حيث أشارت النتائج إلى وجود زيادة في حجم التداول خلال فترة الإعلان عن الإنفاق الاستثماري . مما يعني ذلك أن الإعلان عن القرارات الاستثمارية يترتب عليه زيادة في حجم الطلب على أسهم الشركات التي أعلنت عن تلك القرارات خلال نافذة الحدث التي تمتد على مدار أربعة أسابيع بشكل مركزها تاريخ الإعلان عن النفقات الرأسمالية .

في الواقع أن هذا الاستنتاج يفسر نتيجة الفرضية الثالثة ، إذ أن ارتفاع سعر سهم الشركة المعلنة عن تغيير ملموس في نفقاتها الرأسمالية نتيجة لزيادة الطلب عن أسهمها ، يوفر فرصة للمستثمر أن يحقق فيها عوائد غير عادية على استثماراته من الأسهم ، وعليه فإن أثر الإعلان عن الإنفاق الاستثماري لا يختلف تبعاً لاختلاف حجم الشركة .

٣ - أضافت هذه الدراسة إلى أدبيات الموضوع جانبين غاية من الأهمية حيث لم يتم بحثهما من قبل الدراسات السابقة وهما : الجانب الأول : تناول اختبار أثر اختلاف نوع النشاط الذي تمارسه الشركة على حجم التداول والعائد غير العاديين للأسهم ، وكانت نتائج هذا الاختبار غير مدعومة لغرض الدراسة حيث أوضحت النتائج بأن لنوع النشاط الذي تمارسه الشركة أثراً على العائد وحجم التداول غير العاديين للأسهم . أما الجانب الثاني فقد اهتم بفحص طبيعة علاقة درجة المخاطرة المصاحبة للقرارات الاستثمارية بكل من العائد وحجم التداول غير العاديين وقد تبين من الاختبار أن هناك علاقة عكسية ذات دلالة إحصائية بين المخاطرة وكل من المتغيرين .

توصيات الدراسة

على ضوء النتائج التي أسفرت عن الاختبار الإحصائي لفرضيات الدراسة ، يوصي الباحث بالآتي :

- ١ - تكرار إجراء مثل هذه الدراسة على شركات أخرى للتأكد من النتائج التي توصلت لها وخصوصاً فيما يتعلق بأثر اختلاف نوع النشاط الذي تمارسه الشركة ودرجة المخاطرة المصاحبة للتدفقات النقدية المرتبطة بقرار الاستثمار .
- ٢ - ضرورة تطوير آلية لتساعد في زيادة حجم الإفصاح عن القرارات الاستثمارية وغيرها من المعلومات الخاصة بالشركة التي تهتم المستثمرين في السوق ، وقد يكون ذلك عن طريق توريد هذه المعلومات عن الشركات بشكل منظم للصحف اليومية لنشرها ضمن الصفحة الاقتصادية .
- ٣ - ضرورة توسيع نطاق دراسة الجدوى الاقتصادية للمشاريع لتشمل بحث أثر هذه المشاريع على أسعار وحركة التداول وأسهم الشركة خلال فترة الإعلان عن تلك المشاريع ، وذلك لما لهذا الأثر من أهمية في تحديد قيمة المنشأة في السوق .

المراجع

- [1] Karnani, Aneel, "The Value of Market Share and the Product Life Cycle: Agame - Theoretical Model", Management Science, 30, (1984), pp.676-712.
- [2] Foster, G.C. Olsen and T. Shevlin, "Earning Releases, Anomalies and the Behavior of Security Return", Accounting Review, Oct., (1984) pp. 574-603.
- [3] Freeman, R.N., et. al., "Book Rate - Return and Prediction of Earning Changes: An Empirical Investigaton", Journal of Accounting Research, Autumn, (1982), pp. 639-653.
- [4] Kubota, K., "Information Content of Accounting Numbers: Evidence on Tokyo Stock Exchange firms", International Journal of Accounting, (1980), pp. 61-76.
- [5] McConnel, J.J. and Muscarella, C.J., "Corporate Capital Expenditure Decisions and the Market Value of the Firm", Journal of Financial Economics, Vol. 14, (1985), pp. 399-422.
- [6] Levnat, J. and dPd. Zarowin, "The Incremental in Formation Content of Cash-Flow Components", Journal of Accounting and Economics, 13, (1970), P. 25-46.
- [7] Al-Qudah, Kamel, et. al., "Preliminary Evidence on the Association Between Abnormal Return and Change in Capital Expenditure for U.S. and U.K. Companies", Al Manarah, Vol. 1, (1996), pp. 145-165.

- [٨] الخلايلة ، محمود عبد الحلیم وغدير استنبولي ، "أثر التغير في النفقات الرأسمالية على أسعار وحركة الأسهم : دراسة ميدانية على الشركات المساهمة العامة الأردنية"، مجلة دراسات ، العدد ١ ، (١٩٩٧) ص ١٤٢-١٥١ .
- [9] Board, J.L. and Walker, U., "Intertemporal and Cross-Sectional Variation in the Association Between Unexpected Accounting Rate of Return and Abnormal of Returns", Journal of Accounting Research, Vol. 28, Spring (1990), pp. 231-258.
- [10] Strong, N., (Modelling Abnormal Return: A Review Article", Journal of Business Finance and Accounting, Vol. 19, 14, (1992) pp.533-553.
- [11] Basu, S., "The Relationship Between Earnings Yield Market Value and Return for NYSE Stock: Further Evidence", Journal of Financial Economics, June, (1983), pp. 129-156.
- [12] Christic, Andrew A., "Aggregation of Test Statistics: An Evaluation of the Evidence on Contracting and Size Hypotheses", Journal of Accounting and Economics, 12 (1990), pp. 15-36.
- [13] Collins, Daniel W., et. al., "Firm Size and the Information Content of Prices With Respect to Earnings", Journal of Accounting and Economics, 9, (1987), pp. 111-138.
- [14] Freeman, Robert N., "The Association Between Accounting Earnings and Security Return for Large and Small Firms", Journal of Accounting and Economics, 9, (1987), pp. 195-228.
- [15] Ou, Jane A. and S.H. Penman, "Financial Statement Analysis and Prediction of Stock Return", Journal of Accounting Research, Vol 28, (1989), pp. 144-163.

- [16] Anthony, J. and K. Ramesh, "Association Between Accounting Numbers as Earning Prdictiors", The Journal of Accounting Research, Vol. 28, (1989). pp. 144-163.
- [17] Venkatesh, P., "The Impact of Dividend Initiation on the Information Content of Earning Announcement and Returns Volatility", Journal of Business, Vol. 28, (1989), pp. 144-163.
- [18] Anthony, J. and K. Ramesh, "Association Between Accounting Performance Measures and Stock Prices: A Test of the Life Cycle Hypothesis", Journal of Accounting and Economics, 15, (1992), pp. 203-210.
- [19] Wernerfelt, Birger, "The Dynamics of Price and Warket Shares over the Product Life Cycle" Management Science, 31, (1985), pp. 928-939.
- [20] Bernard, Victor L. and Thomast, stober, "The Nature and Amount of Information Reflected in Cash - Flows and Accruals", The Accounting Review, Vol. 64, (1989) pp. 624-625.
- [21] Ragbur, Judg, "The Association of Operating Cash - Flow and Accrual with Security Returns", Journal of Accounting Research, Vol. 24, (1986), pp. 112-138.
- [٢٢] جاسم ، كامل عامر ، "أثر المعلومات المحاسبية على أسعار الأسهم" رسالة ماجستير غير منشورة مقدمة لكلية الإدارة والاقتصاد ، جامعة بغداد ، (١٩٩٠).
- [23] Midani, W. Ayman, " Determinants of Kuwaiti Stock Price: An Empirical Investigation of Industrial Services and Food Company Share", Journal of Administrative Sciences and Economics, University of Qatar, Vol. 2, (1991). pp. 304-312.
- [٢٤] روبرت كارسون ، ماذا يعرف الاقتصاديون عن التسعينات وما بعدها ، ترجمة دانيال رزق ، مصر - كندا ، الدار الدولية للنشر والتوزيع ، ١٩٩٤ .