

المجلة العلمية لكلية الإدارة والاقتصاد

تصدر عن كلية الإدارة والاقتصاد بجامعة قطر
مجلة علمية سنوية محكمة

١٤٢٠هـ - ١٩٩٩م

العدد العاشر

رئيس التحرير

أ. د. يوسف محمد عبيدان

أعضاء

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

سكرتير التحرير

أ. 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 إصدار الأسهم الجديدة على عوائد الأسهم: دراسة ميدانية في العراق *

دكتور / مؤيد محمد علي الفضل

أستاذ مساعد بقسم المحاسبة

كلية الإدارة والاقتصاد - جامعة القادسية

ملخص

نظراً لاعتبار واقعة إصدار أسهم زيادة رأس المال من الأحداث المالية ذات الطابع التمويلي الهام في الشركة ، فإنه من المتوقع أن يكون لها أثر غير عادي على أسعار أسهمها في السوق المالية . لذا فإن الدراسة الحالية تستهدف اختبار ردود فعل السوق اتجاه قرارات الشركات بشأن زيادة رؤوس أموالها عن طريق إصدار أسهم جديدة ، وذلك من خلال تتبع سلوك عوائد الأسهم حول تاريخ الإعلان عن الإصدار . وقد أجريت الدراسة على عينة مؤلفة من ٣٩ شركة موزعة على ثلاثة قطاعات هي صناعية وزراعية وخدمية . وقد أسفر الاختبار الإحصائي لفرضيات الدراسة عن النتائج التالية :-

- ١ - تجاوز المتعاملين في سوق بغداد للأوراق المالية مع الإعلان عن الإصدار الجديد للأسهم وبشكل سريع ، وذلك على أساس أن الإعلان عن الإصدار يمثل فرصة استثمارية لتوظيف الكتلة النقدية الكبيرة التي بحوزتهم .
- ٢ - أن عدم انخفاض أسعار الأسهم في سوق بغداد للأوراق المالية نتيجة للإصدار الجديد للأسهم يدل على اختلاف نظرة المتعاملين فيه عن نظرة المتعاملين في الأسواق المالية.
- ٣ - إن حجم الإصدارات لم يؤثر على أسعار الأسهم في سوق بغداد للأوراق المالية وذلك بسبب حاجة المستثمر العراقي المتزايدة إلى أدوات استثمارية يوظف أمواله فيها ويستخدمها للمحافظة على مدخراته من انخفاض قيمتها الشرائية بفعل وتأثر التضخم .

* تاريخ قبول البحث للنشر ٢٩/٦/١٩٩٩م.

المقدمة :

منذ أن وضع Miller and Modigliani نموذجهما الذي يشرح القيمة السوقية لأسهم الشركة بأنها تتحدد في ضوء القيمة الحالية للتدفقات النقدية ودرجة المخاطرة المصاحبة لتلك التدفقات [1]، وأدبيات نظرية التمويل تسلّم بأن منحني الطلب على أسهم الشركة هو دالة أفقية، وأن سعر السهم في السوق المالية لا يتوقع أن يتأثر بكمية الأسهم المعروضة، وإنما يتحدد على أساس مخاطر التدفقات النقدية المستقبلية وعوائد الأسهم المتوقعة التي تبني على تلك التدفقات [2, p. 19; 3, p. 29]. كما أكد ذلك الباحثون في المضمون المعلوماتي للبيانات المحاسبية المبنية على أساس نظرية السوق المالية حينما أوضحوا بأن الإعلان عن الأحداث المالية للشركة يمكن أن يغير من معتقدات المتعاملين في السوق المالية بخصوص العوائد التي ستتحقق لحملة الأسهم، مما قد ينطوي على أثرٍ بالغٍ على سلوك الأسعار في السوق المالية [4].

ونظراً لاعتبار واقعة إصدار أسهم زيادة رأس المال من الأحداث المالية ذات الطابع التمويلي الهام في الشركة، فإنه من المتوقع أن يكون لها أثراً غير عادي على أسعار أسهمها في السوق المالية [3, P. 350] لذا فإن الدراسة تستهدف اختبار ردود فعل السوق لقرارات الشركات بشأن زيادة رؤوس أموالهم عن طريق إصدار أسهم جديدة، وذلك من خلال تتبع سلوك عوائد الأسهم حول تاريخ الإعلان عن الإصدار، وذلك لتحقيق الأمور الآتية :

- ١ - معرفة استجابة المتعاملين في السوق المالية لواقعة الإعلان عن إصدار أسهم زيادة رأس المال، وموقفهم تجاه ذلك. فإذا تبين أن هناك تغييراً في أسعار الأسهم، فإن ذلك يعني أن الإعلان عن إصدار هذه الأسهم الجديدة يعد حدثاً مالياً هاماً والإفصاح عنه يفيد في توجيه الاستثمارات بين الأسهم الجديدة والأسهم القديمة.
- ٢ - معرفة ما إذا كان لحجم الإصدار ونوع ملكية الشركة ولنوع القطاع الذي تنتمي إليه الشركة المصدرة للأسهم الجديدة، أثراً على طبيعة العلاقة بين إصدار الأسهم الجديدة والتغير في عوائد الأسهم حول تاريخ الإعلان عن الإصدار.

أهمية الدراسة :

تنبع أهمية الدراسة من الجوانب الآتية :-

١ - حداثة الموضوع الذي تتناوله بالبحث والتحليل في العالم العربي عموماً، والعراق خصوصاً، حيث تعد هذه الدراسة الأولى في العراق التي تختبر رد فعل السوق للأحداث التي تنطوي على تغيير في رأس مال الشركة المساهمة.

٢ - تفيد دراسة آلية إصدار الأسهم الجديدة في تقييم إدارة مديري الشركات ونظرتهم لأسعار أسهم شركاتهم في السوق المالية. إذ بات من المتفق عليه أن عملية إصدار أسهم جديدة تعد وسيلة جيدة بيد الإدارة الرشيدة التي تحاول الوصول إلى سعر عادل لأسهم شركاتهم، وذلك عن طريق اللجوء إلى الإصدار عندما تكون أسعار أسهمها في السوق المالية مقيمة بأعلى مما تستحق، وتتجنب الإصدار عندما تكون أسعار أسهمها مقيمة بأقل مما تستحق [5, p. 1].

٣ - يعد الإعلان عن الإصدار الجديد للأسهم حدثاً مالياً هاماً يعطي معلومة مالية غير متوفرة - وإن كانت غير مفضلة bad news - لدى المتعاملين في السوق المالية عن الوضع المالي للشركات، ومن ثم اختباره يعطي مؤشر عن طبيعة ردود فعل أولئك المتعاملين في السوق تجاه تلك المعلومات، وبالتالي الحكم على مدى أهمية المعلومات المحاسبية في التأثير على قرارات الاستثمار في الأسهم [2, pp. 298-9].

الدراسات السابقة :

أجمعت الدراسات السابقة على وجود أثر لعملية إصدار الأسهم الجديدة يتمثل في حدوث انخفاض هام في القيمة السوقية ولكنها اختلفت في التحليل والتبرير العلمي لهذا الانخفاض. ففي عام ١٩٦٩ قام فريق من الباحثين برئاسة الأستاذ Fama [6] بدراسة العلاقات بين قرار الشركة بتجزئة القيمة الاسمية للسهم ومنح الأسهم المجانية، من جهة وسلوك أسعار أسهمها من جهة ثانية. وقد شملت عينة الدراسة ٦٢٢ شركة وغطت الفترة الممتدة بين عام ١٩٢٧ إلى عام ١٩٦٠ وخلصت الدراسة إلى أن سعر السهم يتأثر بعمليات توزيع الأسهم المجانية بشكل أكبر من تأثره بعملية تجزئة السهم، لما لذلك الحدث من أثر

متوقع على توزيع حصص الأرباح المستقبلية للأسهم. كما تبين أيضاً، أن هذا الأثر يظهر قبل فترة الإعلان عن منح الأسهم وينتهي في الشهر التالي لشهر التوزيع. وقد دعمت دراسة [7] Foster and Vickrey دراسة Fama حينما توصلت إلى نفس النتائج.

أما Myron [8] الذي اعتمد على نظرية ضغط الأسعار والتي تشير إلى أن الزيادة في عرض الأسهم يؤدي إلى هبوط أسعارها، وبالتالي يكون منحني الطلب على الأسهم منحدرًا للأسفل، فقد توصل إلى أن الهبوط الحاصل في أسعار الأسهم للشركات المصدرة للأسهم الجديدة، غير مرتبط بالإعلان عن الإصدار الجديد وإنما له علاقة بمعلومات خاصة عن الشركة مثل حجمها ومؤشراتها المالية والتشغيلية.

ووجد Marsh [9] أن المستثمرين يرون في نسبة المديونية العالية للشركة مؤشراً على نوعية ومقدرة أكبر للشركة على توليد التدفقات النقدية، وبالتالي فإنهم يفسرون لجوء الشركة إلى إصدار أسهم جديدة لتمويل احتياجاتها من الأموال، بضعف قدرتها على الاقتراض ومحدوديتها في توليد التدفقات اللازمة بالوفاء بذلك فإن ردة فعلهم الأولية تجاه الإصدار تكون سلبية على القيمة السوقية لأسهم الشركة المصدرة. كما وجد Marsh أن الأثر السلبي للإصدار الخاص أقل من الإصدار العام، على أساس أن الإصدار الخاص لا ينتج عنه مستثمرين جدد وبالتالي لا يؤدي إلى تخفيض شديد في نصيب حملة الأسهم من توزيعات الأرباح.

وفسر Kubota [10] هبوط أسعار الأسهم أثر الإعلان عن القرارات التمويلية للشركة، بتغير توقعات المتعاملين في السوق المالية بخصوص العوائد التي ستتحقق لحملة الأسهم. كما بينت دراسته التي أجريت على ٢٩٨ شركة يابانية مدرجة في سوق طوكيو المالي خلال الفترة من ١٩٦٦ - ١٩٧٣ أن الأثر السلبي للإعلان عن القرارات التمويلية ينعكس في سعر السهم قبل الإفصاح عنها بشهرين أو ثلاثة.

وجاءت دراسة Masulis [11] لتؤكد نتائج دراسة Marsh، حينما أوضحت أن الإصدار الجديد للأسهم لا يعني انخفاض الرافعة المالية، من ثم حرمان الشركة من الوفر الضريبي الذي ينعكس أثره إيجابياً على معدل العائد على حق الملكية، مما يساعد على تعظيم ثروة المالكين فحسب، وإنما يعطي مؤشراً سلبياً على أن إدارة الشركة غير متأكدة من

التدفقات النقدية المستقبلية التي تمكنها من الالتزام بعبء الدين، لذلك من الطبيعي أن تكون ردود فعل المتعاملين في السوق المالية هي محاولة تخفيض أسعار الأسهم المتداولة.

وأظهرت دراسة Myers and Majluf [12] أن إصدار أسهم جديدة تعد وسيلة جيدة يستخدمها المديرين لتخفيض أسعار أسهم شركاتهم في السوق المالية عندما تكون مرتفعة، وذلك من خلال استغلالهم قلة المعلومات المتوفرة لدى المستثمرين عن الوضع المالي للشركة وفرصها التمويلية والاستثمارية، فيعملون على الإعلان عن إصدار أسهم جديدة لتمويل احتياجاتهم المالية بهدف إعطاء صورة غير جيدة أو معلومات غير مفضلة للمستثمرين عن المركز المالي للشركة وقدرتها الربحية. كما وجد الباحثان في هذه الدراسة أن انخفاض أسعار الأسهم عن إصدار أسهم جديدة سيكون أكبر كلما زاد حجم الإصدار وكلما زادت محدودية معلومات المستثمرين عن الشركة. ومما يجدر ذكره أن نتائج هذه الدراسة جاءت مؤكدة لنتائج دراسة Myers [13] التي افترض فيها وجود طريقة انتقائية لعملية التمويل، إذ أوضح Myers فيها أن على الشركة أن تلجأ أولاً لتمويل مشروعاتها ما أمكن عن طريق الأرباح المحتجزة والاحتياطيات، ومن ثم عن طريق التمويل الخارجي ابتداءً بالاقتراض وآخر ملاذها عملية إصدار أسهم جديدة، ذلك لما لهذه العملية من آثار سلبية على القيمة السوقية للسهم.

وأيدت دراسة Asquick and Mullins [14] ودراسة Mikkelson [15] and Partch كل على انفراد ما توصلت إليه دراسة Myers and Majluf، حينما استنتجتا أن انخفاض أسعار الأسهم ليس نتيجة مباشرة للتغير في الرافعة التمويلية، بل نتيجة لقناعة المتعاملين في السوق المالية، بأن لدى المديرين معلومات على أن أسعار أسهم شركاتهم في السوق مرتفعة، كما أكد Harris [16] تلك النتائج حينما خلص من دراسته التي كانت تستهدف معرفة رأي الإدارة بتقييم السوق المالي لأسهم شركاتهم، باستنتاج مفاده «أن السوق المالي سوق قصير النظر، بمعنى أن السوق يعتمد في عملية التقييم معايير قصيرة الأمد لتقييم أداء الشركات وتسعير أسهمها، لذا فإن الإدارة الرشيدة، هي تلك التي تراقب هذه النظرة عن كثب وتتخذ التدابير اللازمة لمواجهةها كلما اقتضى الأمر لذلك».

وفي دراسة أخرى لـ Mikkelson and Partch [17] اختبرت فيها سلوك أسعار الأسهم خلال مراحل الإصدار المختلفة «الإعلان عن الاكتتاب، والبدء في الاكتتاب،

وفترة الاكتتاب، وانتهاء الاكتتاب». توصلنا إلى أنه لا توجد دلالة إحصائية لتغير الأسعار خلال الفترة الواقعة بين الإعلان والبدء في الاكتتاب وأثناء عملية الاكتتاب. أما العائد فقد كان سالباً فقط عند مرحلة الإعلان عن الاكتتاب، مما يعني ذلك أن أسعار الأسهم في السوق المالية تتأثر في مرحلة الإعلان فقط وأن فترة الاكتتاب لا تضيف معلومات جديدة تؤثر على الأسعار.

ويرى Masulis and Korwar [18] أن الأثر السلبي لإصدارات الأسهم على أسعارها تختلف تبعاً لاختلاف القطاع ونوع الإصدار وخصيلته حيث وجد الباحثان في هذه الدراسة، أن الأثر السلبي للإصدار الجديد مرتفع في قطاع الصناعة عنه في قطاع الخدمات، وأن هناك علاقة ارتباط سلبية بين حجم الإصدار وأسعار الأسهم.

وتعد الدراسة التي قام بها الرجبي ويونس [١٩] والتي استهدفت اختبار أثر إصدار الأسهم الجديدة على عوائد الأسهم في سوق عمان المالي، وحسب علم الباحث، الأولى في الوطن العربي التي تناولت هذا الموضوع، وكانت عينتها الشركة المساهمة العامة الأردنية. وتشير نتائج هذه الدراسة إلى أن عملية الإصدار تعطي إشارة سلبية عن الشركة المصدرة للأسهم. كما بينت الدراسة بأن ليس لنوع القطاع ونوع الإصدار أي أثر على أسعار الأسهم.

ويظهر التحليل المقارن للدراسات السابقة أن هذه الدراسة مكتملة لما سبقها من حيث المنهجية ومضيفة لها من الناحية الميدانية، حيث ستختبر تأثير حجم ونوع ملكية الشركة على طبيعة العلاقة بين الإصدار الجديد للأسهم وأسعارها في سوق بغداد للأوراق المالية، إذ لم يتم فحص تأثير هذين المتغيرين من قبل الدراسات السابقة في هذا المجال الأمر الذي يضيف على الدراسة بعداً إضافياً لأهميتها.

منهجية الدراسة :

مشكلة الدراسة :

تتحدد مشكلة الدراسة في السؤالين التاليين :-

- ١ - هل تحقق أسهم الشركات التي تصدر أسهماً جديدة عوائد غير عادية سالبة خلال تاريخ الإعلان عن الإصدار وكما أوضحتها الأدبيات؟

٢ - هل يختلف أثر إصدار الأسهم الجديدة على عوائد الأسهم غير العادية خلال فترة الإعلان عن الإصدار باختلاف :-

- أ - نوع القطاع الذي تنتمي إليه الشركة المصدرة للأسهم الجديدة؟
- ب- حجم الإصدارات؟
- ج- حجم الشركة؟
- د - نوع الملكية فيما إذا كانت خاصة أم مختلطة؟

فرضيات الدراسة :

صاغ الباحث في ضوء أسئلة الدراسة، الفرضيات الآتية :-

- H1 : يؤدي الإعلان عن إصدار الأسهم الجديدة إلى هبوط أسعار الأسهم، ومن ثم يؤدي إلى وجود عائد غير عادي سلبي.
- H2 : يختلف أثر الإعلان عن إصدار الأسهم الجديدة على أسعار الأسهم في السوق المالية باختلاف نوع القطاع الذي تنتمي إليه الشركة المصدرة للأسهم.
- H3 : يؤثر حجم الإصدارات الجديدة للأسهم على أسعار الأسهم في السوق المالية وبالتالي على العوائد غير العادية لتلك الأسهم.
- H4 : يتباين أثر الإعلان عن إصدار الأسهم الجديدة على أسعار الأسهم في السوق المالية، ومن ثم على عوائدها غير العادية، تبعاً لحجم الشركة.
- H5 : يختلف أثر الإعلان عن إصدار الأسهم على أسعار الأسهم في السوق المالية، ومن ثم عوائدها غير العادية، في الشركات ذات الملكية المختلطة عن أثره في الشركات ذات الملكية الخاصة.

عينة الدراسة :

شملت الدراسة جميع الشركات المساهمة العراقية التي أصدرت أسهم خلال السنة المالية ١٩٩٥ وفق المادة ٥٦ من قانون الشركات، وبلغ عددها ٣٩ شركة.

جدول رقم (١)

توزيع عينة الدراسة على أساس نوع الملكية والقطاع

المجموع		خاص		مختلط		نوع الملكية نوع القطاع
%	عدد	%	عدد	%	عدد	
٥٣٫٨	٢١	٢٩	٦	٧١	١٥	قطاع صناعي
٣٠٫٨	١٢	٣٣٫٣	٤	٦٦٫٧	٨	قطاع خدمي
١٥٫٤	٦	٦٦٫٧	٤	٣٣٫٣	٢	قطاع زراعي
١٠٠	٣٩	٣٦	١٤	٦٤	٢٥	المجموع

يوضح الجدول رقم (١) توزيع العينة على نوع القطاع والملكية، حيث يبين أن نسبة الشركات الصناعية التي أصدرت أسهم خلال العام المالي ١٩٩٥ تبلغ حوالي ٥٣٫٨٪ بينما احتلت الشركات الزراعية المرتبة الأخيرة. وكانت نسبة الشركات ذات الملكية المختلطة التي أصدرت أسهم أكبر بحوالي الضعف من نسبة الشركات ذات الملكية الخاصة.

والجدير بالذكر أن الباحث قام بالتأكد من توفر الشروط الآتية في الشركات المختارة كعينة لمثل هذه الدراسة.

- ١ - أن هذه الشركات مدرجة في سوق بغداد للأوراق المالية ويتم تداول أسهمها فيه منذ ١٢٥ أسبوع على الأقل قبل أسبوع الإعلان عن إصدار الأسهم الجديدة وذلك للتقليل من أخطاء قياس متغيرات الدراسة التي تعتمد في تقديرها على نموذج السوق [20].
- ٢ - أن الشركات عينة الدراسة لم يتم إيقاف التداول في أسهمها بقرار من مجلس إدارة السوق خلال فترة الدراسة.
- ٣ - أن الشركات عينة الدراسة لم ينقطع تداول أسهمها في السوق لمدة تزيد عن عشرين أسبوع متتالي خلال نافذة الحدث.
- ٤ - أن هذه الشركات لم يتم تحويل ملكيتها أو دمجها خلال نافذة الحدث.

تحديد متغيرات الدراسة وقياسها :

يتطلب الاختبار الإحصائي لفرضيات الدراسة، قياس المتغيرات التي تتضمنها هذه الفروض من بيانات عينة الدراسة، وهي تتمثل بالمتغيرات الآتية :-

أولاً : متوسط العائد غير العادي المجمع CAR :

لحساب متوسط العائد غير العادي المجمع لأحداث قرارات زيادة رأس المال عن طريق الإصدار الجديد للأسهم يتبع الباحث المنهج الذي سلكه Pamela [21] والمتمثل في الخطوات الآتية :-

١ - حساب العائد الفعلي على السهم لكل شركة : ويستخدم لهذا الغرض المعادلة رقم (١) :

$$(١) \quad R_{it} = \frac{P_{it} - P_{it-1} + D_t}{P_{it-1}}$$

حيث أن :-

$$\begin{aligned} R_{it} &= \text{العائد الفعلي لسهم الشركة } i \text{ في الأسبوع } t \\ P_{it-1} &= \text{سعر الإعلان لسهم الشركة } i \text{ في نهاية الأسبوع } t \\ D_t &= \text{توزيعات الأرباح خلال الفترة } t \end{aligned}$$

٢ - تقدير العائد المتوقع على سهم كل شركة : ويستخدم لهذا الغرض نموذج السوق المبين في المعادلة رقم (٢) :

$$(٢) \quad \bar{R}_{it} = a_j + b_i R_{mt} + e_{it}$$

حيث أن :-

$$\begin{aligned} a_j &= \text{الحد الثابت للمعادلة وهو يمثل الجزء من العائد الذي يتحقق بغض النظر عن العلاقة بين عائد السوق على السهم والعائد على سهم الشركة} \\ b_i &= \text{معدل ميل العلاقة الخطية بين العائد على السهم } R_{it} \text{ والعائد على محفظة السوق} \\ e_{it} &= \text{الخطأ العشوائي وهو ذلك الجزء من العائد الذي يتغير بشكل عشوائي نتيجة عوامل أخرى لا تتضمنها النموذج} \end{aligned}$$

ويوضح الجدول رقم (٢ في الملحق) نتائج تقدير معاملات النموذج لكل شركة على حدة خلال فترة الدراسة .

٣ - تقدير العائد غير العادي لكل شركة: تم تقدير العائد غير العادي على سهم كل شركة خلال الأربعة أسابيع المحيطة بتاريخ حدوث الحدث المؤدي إلى زيادة رأس المال وذلك على أساس النموذج الآتي :

$$AR_{it} = R_{it} - \bar{R}_{it}$$

AR_{it} = العائد غير العادي لسهم الشركة i في الأسبوع t .

وبعد قياس العائد غير العادي لكل شركة خلال فترة ± ٤ أسابيع المحيطة بتاريخ الإعلان عن الإصدار (٢) قام الباحث بتحديد قيمة المتغيرات اللازمة لاختبار الفرضيات وعلى النحو الآتي :

أ - لاختبار الفرضية الأولى، تم قياس وتحديد متوسط مجمع العائد غير العادي CAR_{Nt} للشركات عينة الدراسة في كل أسبوع من الأسابيع التسعة، وذلك بقسمة مجمع العائد غير العادي للشركات CAR على عدد الشركات وبذلك تم الحصول على تسعة متوسطات وكما هو مبين في الجدول رقم (٣ في الملحق) .

ب- لاختبار الفرضيات الباقية، قام الباحث بمجمع العائد غير العادي لكل شركة حدة وذلك عن طريق قسمة مجموع العائد غير العادي للشركة AR_{it} خلال نافذة الحدث على عدد الأسابيع المحيطة بتاريخ الإعلان عن الإصدار والبالغ تسعة أسابيع . وبهذا الإجراء حصل الباحث على ٣٩ متوسط لمجمع العائد غير العادي وكما هو مبين في الجدول رقم (٤ في الملحق) .

ثانياً : حجم إصدارات الأسهم الجديدة :

قاس الباحث حجم الإصدارات الجديدة لكل شركة، بقسمة القيمة الاسمية للإصدار على القيمة الاسمية لرأس مال الشركة قبل الإصدار، ثم قام باستخراج المتوسط الحسابي لجميع الشركات .

وعلى ضوء المتوسط صنف الباحث إصدارات الشركات موضع الدراسة إلى إصدارات كبيرة وأخرى صغيرة فالشركة التي تكون نسبة إصدار أسهمها الجديدة أعلى من الوسط الحسابي تصنف على أن إصداراتها كبيرة الحجم، بينما ينظر إلى الشركات التي تكون نسبة إصداراتها أقل من الوسط على أن إصداراتها صغيرة الحجم. وعلى هذا الأساس بوّت الشركات عينة الدراسة إلى (٣١) شركة كبيرة و(٨) شركات صغيرة.

ثالثاً: حجم الشركة :

يعتمد الباحث في التعبير عن حجم الشركة الأسلوب الذي استخدمته دراسة كل من [22, 23] 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 (١٣) شركة كبيرة و(٢٦) شركة صغيرة.

الأساليب الإحصائية المستخدمة في اختبار الفرضيات :

يستعين الباحث لاختبار فرضيات الدراسة بالأساليب الإحصائية الآتية :

١ - لاختبار H_1 يستخدم الباحث اختبار t وتقبل الفرضية عندما تكون :

$$t \geq \text{tabulated value}$$

٢ - لاختبار H_2 يستخدم الباحث اختبار $K-W$ وتقبل الفرضية عندما تكون :

$$H \geq \text{tabulated value}$$

٣ - لاختبار $H_5; H_4; H_3$ يستخدم الباحث اختبار $K-S$ وتقبل الفرضية عندما تكون :

$$D \geq \text{tabulated value}$$

محددات الدراسة :

ينبغي التعامل مع نتائج هذه الدراسة بنوع من الحذر، ذلك بفعل الظرف غير الطبيعي الذي يقع تحت وطئته الاقتصاد العراقي. ناهيك عن تدني كفاءة السوق مقارنة مع الأسواق

المالية المتطورة [٢٤] حيث تمثل كفاءة السوق أحد الأساليب التي يعتمد عليها المقياس المستخدم في هذه الدراسة .

نتائج الدراسة :

نتائج اختبار H1 :

تشير نتيجة اختبار t المدرجة في الجدول رقم (٢) ، بأن للإعلان عن إصدار أسهم جديدة أثر إيجابي على العوائد غير العادية للأسهم وليس أثر سلبي ، وبذلك فهي لا تدعم نتائج الدراسات السابقة.

في الواقع أن هذه النتيجة كانت متوقعة للاعتبارات الآتية :-

جدول رقم (٢)

نتائج اختبار الفرضية الأولى

T المحسوبة*	CAR_{nt} N = 39	CAR_{it}	الأسبوع
٢٠٠٤٨	٠٠٢١٢٥	٨٠٢٨٧٥	٤-
٢٠٠٧٣	٠٠٢١٨٨	٨٠٥٣٣٢	٣-
٢٠٠٩٨	٠٠٢٥٦٢	٩٠٩٩١٨	٢-
٢٠٠٨٧	٠٠٢٥٤٢	٩٠٩١٣٨	١-
٢٠٢٦٥	٠٠٣٣٠٤	١٢٠٨٨٥٦	صفر
٢٠٢٤٣	٠٠٣١٢٥	١٢٠١٨٧٥	١
٢٠٢٣٨	٠٠٣١٢٢	١٢٠١٧٥٨	٢
٢٠١٩٦	٠٠٣٠٠٨	١٢٠٠١٢	٣
٢٠١٧٤	٠٠٢٧٠٥	١٠٠٥٤٩٥	٤

* مستوى المعنوية ٢٥٪

١ - أن المتعاملين في سوق بغداد للأوراق المالية يعلمون علم اليقين بأنه لا يوجد في الاقتصاد الوطني منافذ تمويلية يمكن للشركات اللجوء إليها لتوفير احتياجاتها المالية اللازمة لتنفيذ مشاريعها، لذلك فهم لا يمكن أن يتصورون بأن الإصدار الجديد دليل على عدم مقدرة إدارات الشركات في الحصول على مصادر تمويل خارجية بسبب عدم إمكانيتها في توليد التدفقات اللازمة لسداد ذلك الالتزام كما أوضحته دراسة Marsh، بل العكس إذ أن لجوء الشركات إلى الإصدار الجديد يعني للمتعاملين في سوق بغداد بأن الشركات بصدده تنفيذ مشاريع استثمارية جديدة، وأنها بحاجة إلى الأموال لتغطية احتياجات تلك المشاريع، الأمر الذي دفعها إلى الإصدار الجديد ولا شك أن لهذا الاعتقاد أثر إيجابياً على أسعار الأسهم، حيث يؤدي إلى رفع الأسعار في السوق المالية، ومن ثم، تحقيق عوائد غير عادية، وهذا ما أكدته دراسات السوق المعاصرة [25].

٢ - حالة التضخم غير الطبيعي التي سادت الاقتصاد العراقي بسبب الحصار المفروض عليه، والتي بلغت ذروتها في عام ١٩٩٥، دفعت بالفرد نحو زيادة نطاق استثمار أمواله مقابل تقليص حجم مدخراته إلى أدنى مستوياتها. 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 عال على أسهم الشركات، وهذا ما حدث فعلاً في عام ١٩٩٥ قياساً بالطلب على أسهم الشركات في السنوات السابقة كما يتضح من الجدول رقم (٣). واستناداً إلى نظرية السوق فإن هذه الزيادة في حجم الطلب، تؤدي إلى ارتفاع أسعار الأسهم في السوق المالية، مما يوفر ذلك فرصة للمستثمر أن يحقق عوائد غير عادية على استثماراته من الأسهم.

جدول رقم (٣)

نسبة النمو في حجم تداول الأسهم

السنة	حجم التداول	% النمو
١٩٩٢	١٤٠.٤٨	—
١٩٩٣	٥٣١.٢١٧	٢٧٨.١١
١٩٩٤	٢٢٢٨.٦٥	٣١٩.٥٧
١٩٩٥	١٢٠٧.٠٨	٤٤١.٦٢

٣ - أن نجاح الشركات عينة الدراسة في تحقيق نمو واضح في ربحية السهم لسنة ١٩٩٤ قياساً بربحية السهم في سنتي ١٩٩٢-١٩٩٣، كما يتضح من الجدول رقم « ٥ » في الملحق» لا شك قد ساهم في تحفيز الأفراد نحو زيادة نطاق استثماراتهم في أسهم الشركات في عام ١٩٩٥. حيث أن نصيب السهم من الأرباح يعد من المعايير الهامة في تقييم أداء الشركات، وأن تحقيق مستوى عال من هذا المعيار يمكن الاستدلال منه على كفاءة الإدارة في الاستخدام الأمثل لمواردها المتاحة لديها وسلامة القرارات المتعلقة بالاستثمار والتمويل، بالإضافة إلى كونه يتيح للشركة عدة بدائل تصب كلها في زيادة القيمة الاقتصادية للمنظمة وتحسين القيمة السوقية للسهم، إذا ما ارتبطت بمستوى مقبول من مخاطر الأعمال [٢٦]. وكما أوضح الباحث سلفاً أن زيادة الأفراد نطاق استثماراتهم للأسهم سيؤدي إلى زيادة الطلب على تلك الأسهم في السوق المالية، وبالتالي من شأنه أن يؤدي إلى زيادة أسعارها مما يوفر ذلك فرصة للمستثمر أن يحقق عوائد غير عادية موجبة على استثماراته من الأسهم.

نتائج اختبار H2 :

تشير نتيجة الاختبار الإحصائي المدرجة في الجدول رقم (٤) إلى قبول الفرضية عند مستوى معنوية ٥٪ في الحقيقة أن هذه النتيجة كانت متوقعة أيضاً للاعتبارات التالية :-

جدول رقم (٤)

نتائج اختبار الفرضية الثانية

القطاع	صناعي	خدمي	زراعي
البيان	أ	ب	ج
متوسط العائد غير العادي	٠.٢٧٥٥	٠.٢٧٥٤	٠.٢١٥٩
عدد المشاهدات	٢١	١٢	٦
اختبار K - W			
العينة	أ، ب، ج		
القيمة المحسوبة	٥٦٨٣		
القيمة الجدولية عند ٥٪	٥٨٠٥		
قاعدة القرار	تقبل H2		

- ١ - تبين الأدبيات أنه في حالة التضخم يبحث المستثمر عن الشركات التي تكون نسبة الموجودات الثابتة إلى مجموع موجوداتها كبيرة نسبياً، وذلك لكي يستطيع ضمان أكبر قدر ممكن من المحافظة على القوة الشرائية لاستثماراته [27]. وبما أن قطاعات عينة الدراسة متباينة في نسبة حيازتها للموجودات الثابتة حيث أن أكثر القطاعات حيازة للموجودات الثابتة هو القطاع الصناعي وذلك بسبب طبيعة أنشطته، ثم يليه القطاع الخدمي وأخيراً الزراعي فإنه من المتوقع أن يكون الطلب على أسهمها متباين، وهذا بلا شك سينعكس أثره على أسعارها ومن ثم عوائدها.
- ٢ - اختلاف معدل النمو في عائد السهم بين القطاعات الثلاثة وكما هو مبين في الجدول رقم (٥) سيؤثر بشكل أو بآخر على أسعار الأسهم، ومن ثم على عوائدها.
- ٣ - اختلاف درجة المخاطرة النظامية لشركات قطاعات عينة الدراسة وكما هو واضح من الجدول رقم « ٢ في الملحق ».

جدول رقم (٥)

متوسط معدل نمو عائد السهم

القطاع	متوسط معدل النمو
القطاع الصناعي	٩٤,١٢٣
القطاع الخدمي	٥٣,٣٦٤١
القطاع الزراعي	١٧,٢٩٨

نتائج اختبار H3 :

تشير نتيجة الاختبار الإحصائي إلى رفض الفرضية الثالثة. ولا شك أن هذه النتيجة تنسجم مع ما توصلت إليه دراسات السوق التي أوضحت بأن الأسعار في السوق المالية لا ترتبط بكمية الأسهم المتداولة في السوق وإنما تتحدد على أساس التدفقات النقدية المستقبلية وتوزيعات الأرباح ولكن الباحث لا يعتبر ذلك السبب الأساسي لهذه النتيجة، وإنما العرض النقدي الكبير الحاصل في الاقتصاد الوطني وما تترتب عليه من سيولة كبيرة

لدى المستثمر العراقي، فبموجب النظرية النقدية فأن عرض النقد يؤدي إلى زيادة السيولة، والتي من شأنها أن تؤدي إلى زيادة الشراء ، لأنه الفرد في مثل هذه الحالة لا يفضل الاحتفاظ بالنقود، وتفضيل الشراء يؤدي إلى زيادة الطلب، مما ينعكس أثر ذلك إيجابياً على أسعار الأسهم مما يتيح فرصة لتحقيق عوائد غير عادية، خصوصاً عندما يكون المعروض من هذه الأسهم لا يواجه حجم الطلب وندرة الأدوات الاستثمارية الأخرى [28]. وعلى ضوء ذلك يمكن القول أن ليس لحجم الإصدار أثر على طبيعة العلاقة ما بين إصدار الأسهم وأسعارها، وأن العوائد المتحققة على أسهم الشركات هي نتيجة تفضيل المستثمر الاستثمار على الادخار وبذلك فأن هذه النتيجة لا تدعم نتائج دراسة [18].

جدول رقم (٦)

نتائج اختبار الفرضيات H5, H4, H3

قاعدة القرار	اختبار K- S		العينة		الفرضية
	القيمة المحسوبة الجدولية*	القيمة	NS	NL	
ترفض الفرضية	١٠٤	١٣٨	٨	١	H3
ترفض الفرضية	٨١	٨٧	٢٦	١٣	H4
تقبل الفرضية	١٥٠	٧٦	١٤	٢٥	H5

* مستوى المعنوية ٥٪

نتائج اختبار H4 :

توضح نتيجة اختبار K-S المدرجة في الجدول رقم (٦) بأن أثر الإعلان عن الإصدار الجديد للأسهم لا يختلف تبعاً لاختلاف حجم الشركة. ويرى الباحث أن هذه النتيجة تدعم تفسيره لنتائج الفرضيات الثلاث السابقة. حيث أن رغبة المستثمر العراقي في المحافظة على القوة الشرائية لمخدراته من آثار التضخم الذي يعاني منه الاقتصاد بفعل الحصار المفروض عليه، يجعله يتجه نحو الاستثمار في أسهم الشركات. وفي ظل ندرة الأدوات الاستثمارية

الأخرى، فإن المحدد لهذا الاستثمار هو تحقيق عائد يفوق كلفة الفرضية البديلة ويتناسب مع المخاطر التي يتعرض لها دون الاهتمام فيما إذا كان الاستثمار في أسهم الشركات الكبيرة أم الصغيرة.

نتائج اختبار H5 :

تبين نتيجة الاختبار الإحصائي إلى قبول الفرضية الخامسة، مما يعني أن أثر الإعلان عن الإصدار الجديد للأسهم له تأثير على أسعارها في السوق المالية، ومن ثم، على عوائدها غير العادية، ويختلف ذلك في الشركات ذات الملكية المختلطة عن أثره في الشركات ذات الملكية الخاصة.

ويعتقد الباحث أن سبب اختلاف تأثير الإعلان عن الإصدار الجديد للأسهم تبعاً لاختلاف نوع الملكية، ربما يعود إلى التباين في حجم الاستثمارات الثابتة ودرجة كثافة رأس المال ودرجة الاستقرار. فالشركات ذات الملكية المختلطة تتصف بالنشاطات الضخمة ولديها استثمارات ثابتة كبيرة قياساً بما هو متوفر في الشركات ذات الملكية الخاصة. كما أن بسبب قدم تأسيس تلك الشركات جعلها تتمتع باستقرار نسبي أكبر قياساً بما تتمتع به الشركات ذات الملكية الخاصة، ناهيك عن مستوى الحماية الممنوح لتلك الشركات.

إن هذه الصفات مجتمعة جعلت المستثمر يفضل إلى حد ما الاستثمار في الشركات ذات الملكية المختلطة، مما يخلق هذا التفضيل فروقات ذات دلالة إحصائية في العوائد غير العادية المتحققة على أسهم تلك الشركات نتيجة إعلانها عن إصدار أسهم جديدة. والجدير بالذكر أن هذا التفسير ربما يكون مقبولاً خصوصاً وأن عدد من الدراسات مثل دراسة Lev ودراسة Atiast قد نسبت التغيير في العوائد غير العادية لأسهم الشركات إلى تلك الأسباب [29].

الاستنتاجات والتوصيات :

الاستنتاجات :

يمكن تلخيص ما توصلت إليه الدراسة من استنتاجات بالنقاط الآتية :

- ١ - تجاوب المتعاملين في سوق بغداد للأوراق المالية مع الإعلان عن الإصدار الجديد للأسهم وبشكل سريع، وذلك على أساس أن الإعلان عن الإصدار يمثل فرصة استثمارية لتوظيف الكتلة النقدية الكبيرة التي بحوزتهم.

- ٢ - أن عدم انخفاض أسعار الأسهم في سوق بغداد للأوراق المالية نتيجة للإصدار الجديد للأسهم يدل على اختلاف نظرة المتعاملين فيه عن نظرة المتعاملين في الأسواق العالمية وسوق عمان المالي، فالمتعاملين في سوق بغداد لا يعتبرون الإعلان عن الإصدارات الجديدة معلومة سيئة بل هي معلومة جيدة تشير إلى تطور وتوسع الشركة.
- ٣ - أن حجم الإصدارات لم تؤثر على أسعار الأسهم في سوق بغداد للأوراق المالية، وذلك بفضل حاجة المستثمر العراقي المتزايدة إلى أدوات استثمارية يوظف أمواله فيها ويستخدمها للمحافظة على مدخراته من انخفاض قيمتها الشرائية بفعل وأثر التضخم.
- ٤ - أن المتعاملين في سوق بغداد للأوراق المالية يهتمون بنوع القطاع الذي تنتمي إليه الشركة مما يعني أن أثر الإعلان عن الإصدار الجديد للأسهم يختلف تبعاً لاختلاف القطاع.
- ٥ - أظهرت نتائج الدراسة بأن ليس لحجم الشركة أية أثر على طبيعة العلاقة ما بين الإعلان عن الإصدار الجديد للأسهم وعوائدها، بينما يوجد أثر لنوع الملكية على طبيعة تلك العلاقة. مما أعطى بعداً إضافياً للدراسة حيث ينبغي الاهتمام بهذا المتغير وفحص تأثيره في الدراسات المستقبلية لهذا الموضوع.

توصيات الدراسة :

في ضوء النتائج التي أسفرت عن الاختبار الإحصائي لفرضيات الدراسة، يوصي الباحث بضرورة تكرار مثل هذه الدراسة ولكن ليس خلال فترة الإعلان عن الإصدار فحسب وإنما إضافة إلى ذلك خلال فترة الاكتتاب بالأسهم. كما يقترح الباحث بإدخال متغير آخر للدراسات المستقبلية في هذا الخصوص، وهو متغير نوع الإصدار فيما إذا كان خاصاً أم عاماً. بالإضافة إلى فحص تأثير حجم الشركة ونوع الملكية للتأكد من تأثيرهما على طبيعة العلاقة فيما بين الإصدار وعوائده الأسهم.

المراجع

- [1] Miller, M. and Modigliani, F., "Some Estimated of Cost of Capital to the Electric Utility Industry: 1954-1957" The American Review, June,1966, pp. 331-391.
- [2] Brealey, R. A. and Myers, S.C., "Principles of Corporate Finance"4th. Ed., Mc Graw-Hill, New York, 1991.
- [3] Copeland, T. E. and Weston, J. F. "Financial Theory and Corporate Policy", 2nd Ed., Addison Wesley, 1982.
- [4] Ball, R. and Brown, P., "An Empirical Evaluation of Accounting Numbers", Journal Accounting Research, 1968, pp. 159-178.
- [5] Weston, J. F. and Brigham, E. F., "Essentials of Managerial Finance" 10th Ed., The Dryden Press, Harcourt Brace Jovanovich College Publishers, 1993.
- [6] Fama, & et. al., "The Adjustment of Stock Prices to New Information", International Economic Review, 1969, pp. 1-21.
- [7] Foster, T. and Vickrey, Don, "The Information Content of Stock Dividend Announcement", The Accounting Review, April, 1978, pp. 360-370.
- [8] Myron, S. S., "The Market for Securities Substitution Versus Price Pressure and the Effects of Information on Share Prices" Journal of Business, Vol. 45, 1972, pp. 179-211.
- [9] Marsh, P. R., "Equity Rights Issues and the Efficiency of the UK Stock", Journal of Finance, Vol. 34, 1979, pp. 839-862.

- [10] Kubota, K., "Information Content of Accounting Numbers: Evidence of Tokyo Stock Firms", International Journal of Accounting, 1980, pp. 61-76.
- [11] Masulis, R. W., "The Effects of Capital Structure Change on Security Prices : A Study of Exchange Offers", Journal of Financial Economics, Vol. 8, 1980, pp. 139-178.
- [12] Myers, S. C. and Majluf, N., "Corporate Financial and Investment Decision When Firms have Information that Investor do not have" Journal of Financial Economics, Vol.13, 1984, pp. 187-221.
- [13] Myers, S. C., "The Capital Structure Puzzle", Journal of Finance, July, 1984, pp. 575-592.
- [14] Asquith, R. and Mullins, D. W., "Equity Issues and Offering Dilution", Journal of Financial Economics, Vol. 15, 1986, pp. 61-89.
- [15] Mikkeleson, W. H. and Partch, M., "Valuation Effects of Security Offerings and the Issuance Process", Journal of Financial Economics, Vol. 15, 1986, pp. 31-60.
- [16] Harris, Poll, "Business Week", October, 23, 1987.
- [17] Mikkeleson, W. H. and Partch, M., "Withdrawn Security Offerings", Journal of Financial and Quantitative Analysis, Vol. 23, 1988.
- [18] Masulis, R. W. and Korwar, A. N., "Seasoned Equity offerings, An Empirical Investigation", Journal of Financial Economics, Vol. 15, 1986, pp. 91-118.

[١٩] الرجبي، محمد ويونس بهجت، «أثر إصدار الأسهم الجديدة على عوائد الأسهم في سوق عمان المالي»، مجلة أبحاث اليرموك، جامعة اليرموك، إربد، العدد الرابع، ١٩٩٧، ص ٢٧-٤٠.

[20] Brown, D., et al., "The Incremental Information Content of Accrual Versus Cash Flow", The Accounting Review, October, 1987, pp. 723-747.

[21] Pamela, P. P., "Event Studies: A Review of Issues and Methodology", Florida State University, USA, 1989.

[22] Cheung, Y. W. and Ng., L. K., "Stock Price Dynamics and Firm Size: An Empirical Investigation", Journal of Finance, Vol. 47, 1992, pp. 85-97.

[٢٣] الفضل، مؤيد محمد علي، «أثر الإعلان عن الإنفاق الاستثماري على العائد وحجم التداول غير العاديين للأسهم : دراسة ميدانية»، بحث مقبول للنشر في المجلة العلمية لكلية الإدارة والاقتصاد-جامعة قطر، ١٩٩٨ .

[٢٤] الفضل، مؤيد محمد علي، عبدالرضا، صالح، «تقويم كفاءة الاستثمار في الأسهم المتداولة في سوق بغداد للأوراق المالية»، بحث مقبول للنشر في مجلة العلوم الاقتصادية والإدارية، كلية الإدارة والاقتصاد، جامعة بغداد، ١٩٩٨ .

[25] Mc Connel, J. and Muscarella, C., "Corporate Capital Expenditure Decisions and the Market Value of the Firm", Journal of Financial Economics, 1985, pp. 399-422.

[٢٦] عبدالله، عبدالقادر محمد أحمد، «العلاقة بين نصيب السهم من الأرباح وأسعار الأسهم في سوق الأسهم السعودية»، مجلة العلوم الاقتصادية والإدارية، جامعة الإمارات العربية المتحدة، العدد التاسع، ديسمبر، ١٩٩٣، ص ١-٢٠ .

[27] Fama, E., "Stock Returns, Real Activity, Inflation and Money", American Economic Review, Vol. 71, 1981, pp. 545-565.

- [28] Homa, Kenneth and Jaffee, D., "The Supply of Money and Common Stock Price" The Journal of Financial. No. 5, 1971, pp. 1045-1063.
- [29] A: Lev, B., "Some Economic Determination of Time Series Properties of Earnings", Journal of Accounting and Economics, No. 5, 1983.
- B: Atiase, R. K., "Predisclosure Information Asymmetries, Firm Capitalization, Financial Report and Security Price Behaviour, Journal of Accounting Research, 1985, pp. 21-36.

جدول رقم (١)
وصف عينة الدراسة

القطاع	اسم الشركة	نوع الملكية	مقدار الزيادة في رأس المال	نسبة الزيادة %	القطاع	اسم الشركة	نوع الملكية	مقدار الزيادة في رأس المال	نسبة الزيادة %
ص.م.ع.	المصور للصناعات الدوائية والمستلزمات الطبية ومواد التجميل العراقية للسجاد والمفروشات	خاص	٣٢	١٠٠	ص.م.ع.	بابل للنتاج الحيواني	خاص	٨٠	١٠٠
	الحياطة الحديثة	خاص	٢٧	١٠٠		دواجن الثرثار	خاص	٤٠	١٠٠
	المشروبات الغازية والمعدنية للمنطقة الشمالية	خاص	١٥	١٠٠		الحديثة للنتاج الحيواني والزراعي	خاص	٤٠	١٠٠
	نينوي للمشروبات الكحولية	خاص	١٩	١٠٠		الشمالي للإنتاج الزراعي والحيواني	خاص	٦٤	١٠٠
	بغداد للمشروبات الغازية	مختلط	٤٢	٤٨		العراقية للإنتاج وتسويق اللحوم	مختلط	٢٦٠	٨٦٠٦٧
	الهلال الصناعية	مختلط	٤٦٥	١٠٠		العراقية للإنتاج وتسويق المنتجات الزراعية	مختلط	٣٠	١٠٠
	العراقية لتصنيع وتسويق التمور	مختلط	١٠٠	١٠٠		مدينة الألعاب الموصل	مختلط	٢	١٠٠
	الصناعات الخفيفة	مختلط	٤٠٥	١٠٠		بابل للإنتاج السينمائي والتلفزيوني	مختلط	٦٢	١٠٠
	بغداد للصناعات الكحولية	مختلط	٢٥٢	٥٠		الحضر للإنتاج السينمائي	خاص	٣٠١٥	٧٥
	الصناعات الالكترونية	مختلط	٣٦	١٠٠		البلاد التجارية	خاص	٤٠	١٠٠
	الكندي لإنتاج اللقاحات والأدوية البيطرية	مختلط	١٥	١٠٠		الرواد للصناعات السمعية والبصرية	خاص	٥٠٥	١٠٠
	ص.م.ع.	الفلوجة لإنتاج المواد الإنشائية	خاص	٢٦		١٠٠	الرافدين للخدمات العامة والتنظيف	خاص	٤
الوطنية للصناعات الغذائية		مختلط	٢٦	١٠٠	العراقية للنقل البري	مختلط	٩٦	١٠٠	
العراقية للصناعات الهندسية		مختلط	١١٣٦	١٠٠	الوطنية للاستثمارات السياحية	مختلط	٤	٢٠	
صناعات الأصباغ الحديثة		مختلط	٢٣٧٥	٩٥	بغداد لنقل الركاب	مختلط	٤٠	١٠٠	
صناعة الدراجات والأنابيب المعدنية العراقية		مختلط	١٨	١٠٠	فندق آشور	مختلط	٢٧	٤٥	
إنتاج الألبسة الجاهزة العراقية لصناعات الكارتون		مختلط	١٠٥٣	١٠٠	بغداد لخدمات السيارات	مختلط	٢٥	١٠٠	
صناعة المواد الإنتاجية الحديثة		مختلط	٦٥	١٠٠	الوطنية للتوزيع والنشر	مختلط	٣	١٠٠	
الوطنية لصناعات الأثاث المنزلية		مختلط	٥	٣٣٣					

جدول رقم (٢)

نتائج تقويم معاملات نموذج السوق

الشركة	الحد الثابت	معدل الميل	قيمة t	الشركة	الحد الثابت	معدل الميل	قيمة t
	aj	bi	المحسوبة		aj	bi	المحسوبة
١	٠.٣٧٥	٢ر٤٧٢	٤ر٩١٧	٢١	٠.٨٥١	١ر٩٠٣	٢ر٩١٤
٢	١ر٠.٠٧	٢ر٢٩١	٤ر٩٥٥	٢٢	٠.٧٣٧	١ر٤٨٨	٢ر٩٤٣
٣	٠.٨٧٢	١ر٨٢١	٣ر٦٢٢	٢٣	٠.٣٧٢	٠.٩٨٩	٢ر٩٦٢
٤	٢ر٤١١	٦ر١٣٥	٥ر.٣٢	٢٤	٠.١٨٨	٠.٩٢١	٢ر٨١٣
٥	٢ر٧٤٥	٣ر٤٧٩	٥ر.١١	٢٥	٠.٤٥٩	١ر٠.٢٥	٢ر٦٨١
٦	١ر٢٩٨	٢ر٤٩١	٣ر٢٢٥	٢٦	١ر.١٨	٢ر٤٩١	٤ر.٠.٣
٧	٠.٦٢٢	٢ر٤٥٣	٣ر.٩٦	٢٧	٠.٢٩٧	٠.٢٩٧	٢ر٨٩٢
٨	٠.٦٢٧	٢ر.٣٥	٣ر.٩٤	٢٨	٠.٤٨٥	١ر٨١٧	٣ر٢٧١
٩	٠.٦١٤	١ر٩٧٣	٣ر.٨٤	٢٩	٠.٨٩٤	١ر.٢٩	٢ر٣٩١
١٠	٠.٤٨٨	٠.٩٧٥	٢ر٨٨١	٣٠	٠.٩٩٧	٢ر.١٧	٤ر٣٨١
١١	٠.٨٩٥	١ر٤٣٢	٢ر٧٨٥	٣١	١ر.٠.٦	٢ر.٣١	٤ر.٠.٨
١٢	٠.٨٩١	١ر.٨٨	٢ر٤٩٨	٣٢	٠.٤٨٩	١ر٤٤٧	٢ر٩٨١
١٣	١ر١٧٩	٣ر٨٧٩	٥ر.٠.٦	٣٣	٠.٦٣٢	٠.٧٣١	٢ر٤٧٩
١٤	٠.٣٩٧	٢ر٤٣٦	٣ر١.٧	٣٤	٠.٧٤٣	١ر٥٣٢	٢ر٦٣٨
١٥	٠.٥٦٢	٢ر٤٤٧	٣ر١١٨	٣٥	٠.٤٧٨	١ر١١٢	٢ر٩٨٥
١٦	٠.٦٦٧	١ر٤٩٢	٢ر٩٤٢	٣٦	٠.٤٩	٠.٨٨٩	٢ر٢٩٢
١٧	٠.٧٨٦	١ر٦.٢	٣ر.٤٨	٣٧	١ر.٠.٢	٢ر٣.٥	٤ر١٦٩
١٨	٠.٧٧٨	١ر٦٨٧	٢ر٩٨٨	٣٨	٠.٨٩١	١ر٤٣١	٢ر٣٥٨
١٩	٠.٩٤٥	٢ر.٧١	٢ر٨٣٤	٣٩	٠.٣٩٧	١ر٤.٢	٢ر٥١٢
٢٠	١ر٤٣٨	١ر٩٩١	٣ر.١٨				

جدول رقم (٣)

قيمة CAR_{nt} و CAR_{it}

CAR_{nt}	CAR_{it}	الأسبوع
٠.٢١٢٥	٨,٢٨٧٥	٤-
٠.٢١٨٨	٨,٥٣٣٢	٣-
٠.٢٥٦٢	٩,٩٩١٨	٢-
٠.٢٥٤٢	٩,٩١٣٨	١-
٠.٣٣٠٤	١٢,٨٨٥٦	صفر
٠.٣١٢٥	١٢,١٨٧٥	١
٠.٣١٢٢	١٢,١٧٥٨	٢
٠.٣٠٠٨	١٢,٠١٢	٣
٠.٢٧٠٥	١٠,٥٤٩٥	٤

جدول رقم (٤)

متوسط مجموع العائد غير العادي

CAR_{nti}	الشركة	CAR_{nti}	الشركة	CAR_{nti}	الشركة	CAR_{nti}	الشركة	CAR_{nti}	الشركة
٠.٣٩٩١	٣٧	٠.٣١١٥	٢٨	٠.٢٢٢٨	١٩	٠.٢٧٩٥	١٠	٠.٣٧٨٥	١
٠.٢٨٥٣	٣٨	٠.٣١٥١	٢٩	٠.٣١٥٨	٢٠	٠.٢٨٦٥	١١	٠.٢٢٩٧	٢
٠.٢٩١٥	٣٩	٠.٢٧٥٢	٣٠	٠.٢٧١٤	٢١	٠.٣١٩١	١٢	٠.٢٠٥٥	٣
		٠.٢١١٧	٣١	٠.١٩١٨	٢٢	٠.٢١٦٥	١٣	٠.٤٠١٢	٤
		٠.٢٧١	٣٢	٠.٢٠٢٥	٢٣	٠.٣٤٩٧	١٤	٠.٢٨٢٦	٥
		٠.٢٦١٧	٣٣	٠.١٩٧٥	٢٤	٠.١٨٥٦	١٥	٠.٢٥٧١	٦
		٠.٢١٠٩	٣٤	٠.١٧٣٨	٢٥	٠.٢٢٨٤	١٦	٠.٢٤٠٦	٧
		٠.٢٧٧٥	٣٥	٠.٢٨٨٤	٢٦	٠.٢١٨٩	١٧	٠.٣٣٨٣	٨
		٠.٢٩٤٥	٣٦	٠.٢٤١٦	٢٧	٠.٢٧١٣	١٨	٠.٢٨٦٨	٩

جدول رقم (٥)

ربحية السهم في الشركات عينة الدراسة

الشركة	عام ١٩٩٢	عام ١٩٩٣	عام ١٩٩٤	الشركة	عام ١٩٩٢	عام ١٩٩٣	عام ١٩٩٤
١	٠.١٩	(٠.١٥٤)	(٠.٣١)	٢١	٠.٢٧١	٠.٩٠٤	٠.٥٧٨
٢	٠.٩٨٣	١.٦٥١	٢.٠٠٥	٢٢	٠.١٦	٠.٤٥٥	٠.٨٨٦
٣	١.٠٥٠	١.٥٤١	٣.١٧٥	٢٣	٠.١٢٣	٠.٧٩	٠.١٤
٤	٠.٦٧٥	١.٢٣٥	١.٦٤٩	٢٤	٠.٢٥١	٠.٢٥٩	٠.٣٨٩
٥	٠.٨٦٧	١.٣٨٣	١.٧١٥	٢٥	٠.٠٥٤	٠.١٠٥	٠.٢٧
٦	٠.٢٩١	٠.١٢٧	٠.٥٠٩	٢٦	٢.١١٧	١.٨٦٦	٠.٩١٧
٧	٠.٥٩٧	٠.٦٤٨	١.٦٢٣	٢٧	٠.٥٦٨	١.٨٩٣	٤.٢٠٩
٨	٠.٢٨٩	٠.٨٠٩	٠.٦٢٢	٢٨	٠.٣٣١	٠.٤٣	١.٤٨
٩	٠.٤١٤	٠.٧٣١	١.١٠٤	٢٩	٠.٢	٠.٢٦٦	٣.٢٣٦
١٠	١.٢٥٢	٠.٦٠٨	٠.٧٢٥	٣٠	٠.١٢٩	٠.١٩	٢.١٤٧
١١	٠.٤٧٩	٠.٤٩٧	١.١٢٦	٣١	٠.٠٠١	٠.٧٧	٠.٣٤٥
١٢	٠.٢١١	٠.١٨١	٠.٩٤٨	٣٢	م.غ	٠.٥٠	٠.١٠٧
١٣	٠.٣٥١	٠.٥٦١	١.١٠٢	٣٣	٠.١٣	٠.٤٩	٠.٧٩
١٤	٠.٦٤	٢.٢٧٢	١.٧٧١	٣٤	٠.١٧٧	٠.٥٣٧	٠.٣٣٨
١٥	٠.٢٣	٠.٣٤٦	٠.٧٣٣	٣٥	٠.١٤٥	٠.٢٧٩	٠.٨٢٥
١٦	٠.٤٢٩	٠.٩٥١	٠.٨٩٧	٣٦	٠.٤٨	٠.٤١٨	٠.٨٣
١٧	١.١٦	١.٨٠٩	٢.٧٣٢	٣٧	٠.١٣١	٠.١٦٩	٠.٦٤٢
١٨	٠.٩٤٤	١.١٤٢	١.٩٢	٣٨	٠.٢٩٧	٠.٦٩	٢.٥٢٢
١٩	٠.٧٥٢	١.٦٣	٠.٨٠٨	٣٩	٠.٩٣٥	١.٠٧٩	٤.٧٨٤
٢٠	٠.٦٩٧	٠.٩٣٣	١.٨٥١				