



وزارة التعليم العالي والبحث العلمي
جامعة كربلاء
كلية الادارة والاقتصاد
قسم الدراسات المالية والمصرفية



أثر الاعلان عن التغيير في التدريج الائتماني للسندات في عوائد الأسهم العادية

دراسة تحليليه لعينة من الشركات المدرجة في سوق ابو
ظبي المالي

اطروحة مقدمة الى
مجلس كلية الادارة والاقتصاد في جامعة كربلاء وهي جزء من
متطلبات نيل شهادة دكتوراه فلسفة في العلوم المالية والمصرفية
تقدم بها

سعدون عباس محمد الساعدي

بأشراف

الاستاذ المساعد الدكتور

الاستاذ المساعد الدكتور

سعدني احمد الموسوي

مبتاق هانف الفتلاوي

2018م

1439هـ



Ministry of Higher Education and
Scientific Research
University of Karbala
College of Administration and
Economics
Department of Financial and
Banking Studies



The announcement impact of the credit rating change of bonds in Common Stock returns

An analytical study of a sample of companies listed in
Financial Abu Dhabi Market

A Dissertation Submitted
To

Council of the College of Administration and Economics,
Karbala University, in Partial Fulfillment of the Requirements
for PH.D. Degree in Business In Banking & Financial sciences

By

Sadoon Abas Mohammed Al- saidy

Under The Supervision

Assistant professor Dr.
Saadi Ahmed Humaid
Al-Musawi

Assistant professor Dr.
Methak Hatf AL- Fatlawi

2018 A.D.

1439 A.H.

بِسْمِ اللّٰهِ الرَّحْمٰنِ الرَّحِیْمِ

﴿قَالُوا سُبْحٰنَكَ لَا عِلْمَ لَنَا بِإِلٰهٍ مَّا عَلَّمْتَنَا

إِنَّكَ أَنْتَ الْعَلِیْمُ الْحَكِیْمُ﴾

صدق الله العلي العظيم

(البقرة: 32)

اقرار المشرف

نشهد أن إعداد هذه الاطروحة الموسومة بـ (أثر الاعلان عن التغير في التدرج الائتماني للسندات في عوائد الأسهم العادية / دراسة تحليلية لعينة من الشركات المدرجة في سوق ابو ظبي المالي) المقدمة من قبل الطالب (سعدون عباس محمد الساعدي) قد جرت تحت إشرافنا في جامعة كربلاء/ كلية الإدارة والاقتصاد/قسم الدراسات المالية والمصرفية، وهي جزء من متطلبات نيل شهادة دكتوراه فلسفة في العلوم المالية والمصرفية ولأجله وقعنا .

المشرف

الاستاذ المساعد الدكتور

ميثاق هاتف الفتلاوي

الاستاذ المساعد الدكتور

سعدى احمد الموسوي

توصية السيد رئيس القسم:

بناء على توصية الأساتذة المشرفين ، أرشح هذه الرسالة للمناقشة.

رئيس قسم الدراسات المالية والمصرفية

كلية الإدارة والاقتصاد - جامعة كربلاء

اقرار الخبير اللغوي

اشهد ان الاطروحة الموسومة بـ (أثر الاعلان عن التغير في التدرج الائتماني للسندات في عوائد الأسهم العادية / دراسة تحليلية لعينة من الشركات المدرجة في سوق ابو ظبي المالي) المقدمة من قبل الطالب (سعدون عباس محمد الساعدي) إلى جامعة كربلاء/ كلية الإدارة والاقتصاد/قسم الدراسات المالية والمصرفية، وهي جزء من متطلبات نيل شهادة دكتوراه فلسفة في العلوم المالية والمصرفية وقد وجدتها صالحة من الناحية اللغوية.

التوقيع:

الخبير اللغوي:

التاريخ: / / 2017

إقرار لجنة المناقشة

نشهد نحن أعضاء لجنة المناقشة قد اطلعنا على الأطروحة الموسومة بـ (أثر الاعلان عن التغيير في التدرج الائتماني للسندات في عوائد الأسهم العادية / دراسة تحليلية لعينة من الشركات المدرجة في سوق ابو ظبي المالي) المقدمة من قبل الطالب (سعدون عباس محمد الساعدي) ، وقد ناقشنا الطالب في محتوياتها وفي ما له علاقة بها ، ووجدنا أنها جديرة بالقبول لنيل شهادة الدكتوراه فلسفة في العلوم المالية والمصرفية وبتقدير (جيد جداً) .

التوقيع:

الاسم: أ.د. ميثم ربيع الحساوي
رئيساً

التوقيع:

الاسم: أ.م.د. مهدي عطيه
عضواً

التوقيع:

الاسم: أ.م.د. صلاح الدين الامام
عضواً

التوقيع:

الاسم: أ.م.د. علي احمد فارس
عضواً

التوقيع:

الاسم: أ.م.د. عقيل الشرع
عضواً

التوقيع:

الاسم: أ.م.د. سعدي احمد الموسوي
عضواً ومشرفاً

التوقيع:

الاسم: أ.م.د. ميثاق هاتف الفتلاوي
عضواً ومشرفاً

صدق من قبل مجلس كلية الإدارة والاقتصاد/ جامعة كربلاء

عميد كلية الإدارة والاقتصاد

جامعة كربلاء

2018/ /

للأعداء

إلى من أذهب الله عنهم الرجس وطهرهم تطهيراً

فينا محمد وأهل بيته... عهداً وولاءً

إلى الذين لم يمهلهم القدر مشاركتي حياتي من ستظل روحهم حاضرة في
نفسي ما طال الأبد

أبي. شفيعي... رحماً وغفراناً

إلى التي أشعلت في دربي شموع الحياة وألهمتني العزم وزرعت في
نفسي الأمل بدعائها

أمي... لإجل الله وعرفانا

إلى نبض حياتي من أشد بهم أزرني وسندي بعد الله

أخوتي وأخواتي... مودةً واعتزازاً

إلى من أنارت طريق قلبي بحبها وأزرنتي وثبتت خطاي وزرعت دربي
ثقةً وأملاً ...

زوجتي... حباً سرمداً

إلى قرة عيني وفلذة كبدي وبصيص أمني وسندي عند شيخوختي

أبنائي... عطفاً وحناناً

اليهم جميعاً أهدي جهدي المتواضع...

سعدون

الشكر والامتنان

بسم الله والحمد لله على نعمائه التي انعم علينا ، والصلاة والسلام على نبي الهدى محمد
عليه وآله وعلى اله الطيبين الطاهرين.

من واجب العرفان والامتنان ان اتقدم بالشكر والتقدير الى اساتذتي الكرام

الاستاذ المساعد الدكتور سعدي الموسوي والاستاذ المساعد الدكتور ميثاق الفتلاوي

لما ابدياه من ارشادات وتوجيهات قيمة كان لها أثر كبير في اخراج هذا الجهد بهذه الصورة،
فجزاهما الله خير الجزاء، وأتمنى لهما من كل قلبي التوفيق ودوام الصحة والعافية. و اتقدم
بالشكر والامتنان الى كل من الأساتذة الكرام: الاستاذ الدكتور عواد كاظم عميد كلية الادارة
والاقتصاد ، الأستاذ الدكتور علاء فرحان، الأستاذ الدكتور ميثم ربيع، الأستاذ الدكتور عبد الحسين
حسن، الأستاذ الدكتور حاكم محسن، الأستاذ الدكتور حيدر يونس، الأستاذ الدكتور حيدر
المسعودي، الدكتورة زينب مكى رئيس قسم العلوم المالية والمصرفية، لما قدموه من رعاية
واهتمام وتعاون مع طلبة الدراسات العليا متمنياً لهم دوام التوفيق.

و من واجب العرفان بالجميل التقدم بالشكر والتقدير للسادة رئيس وأعضاء لجنة المناقشة
المحترمين لما تحملوه من جهد في المراجعة والتقييم والتقويم، فجزاهم الله خير الجزاء،
وشكري وتقديري الى السادة المقوم العلمي والمصحح اللغوي لجهودهم الكبيرة في اخراج
الاطروحة بشكلها النهائي، وشكري وتقديري لكافة الاساتذة الكرام الذين لم يخلوا بجهدهم في
ايصال المعلومة وتعلمت منهم كثيراً في اثناء دراستي في مرحلة الكورسات للدكتوراه والمقاصة.
وشكر خاص الى (هبة الله مصطفى) لما قدمته من مساعدة خلال مراحل الدراسة فوفقها الله لكل
خير ، وأخيرا اتقدم بالشكر الجزيل لكافة الزملاء من طلبة الدكتوراه وطلبة الماجستير اللذين
رافقوني في دراستي ، وشكري وعرفاني للعاملين في كلية الادارة والاقتصاد بكافة اقسامها، وشكر
خاص للعاملين في قسم الدراسات العليا ، وشكري لكل من وقف بجانبني وسأل عني وشد من
ازري ، فجزاهم الله خير الجزاء ووفقهم انه سميع مجيب ومن الله التوفيق ، ربنا لا تؤاخذنا إن

الباحر

نسبنا او اخطأنا .

القدمة

الفصل الاول

مراجعة ودراسات سابقة

والمنهجية العلمية

المبحث الاول : مراجعة دراسات سابقة

المبحث الثاني : المنهجية العلمية للدراسة

الفصل الثاني

اللاطار النظري لتغير لرس الدراسة

المبحث الاول : اساسيات صناعة التدريب الائتماني
المبحث الثاني : المحتوى المعلوماتي لإعلانات التدريب
الائتماني واختبار كفاءة السوق المالية

الفصل الثالث

اللائحة التعليمي لتغيير درج الدراسة

المبحث الاول: اختبار المحتوى المعلوماتي لإعلانات التدرج الائتماني الاول

في عوائد الأسهم العادية

المبحث الثاني: اختبار المحتوى المعلوماتي لإعلانات ترقية التدرج

الائتماني في عوائد الأسهم العادية

المبحث الثالث: اختبار المحتوى المعلوماتي لإعلانات خفض التدرج الائتماني

في عوائد الأسهم العادية

المبحث الرابع: اختبار المحتوى المعلوماتي لإعلانات تأكيد التدرج

الائتماني في عوائد الأسهم العادية

المبحث الخامس : اختبار المحتوى المعلوماتي لإعلانات الأدرج على قائمة

المراقبة الائتمانية في عوائد الأسهم العادية

الفصل الرابع

الاستنتاجات والتوصيات

المبحث الاول: الاستنتاجات

المبحث الثاني: التوصيات

المصادر

أولاً: المصادر العربية

ثانياً: المصادر الأجنبية

الملاحق

المستخلص

الغرض من هذه الدراسة التحقق في استجابة أسعار أسهم وتحقيق عوائد غير عادية للشركات التي قامت بإصدار ادوات الدين (السندات)، والمدرجة في سوق ابو ظبي للأوراق المالية للمحتوى المعلوماتي الذي ترسله إعلانات التدرج الائتماني التي أجرتها وكالة Moody's، للمدة 2005/1/1 – 2017/5/30 . وتم استخدام منهجية دراسة الحدث وبنافذة حدث (15) يوم قبل الحدث و(15) يوم بعد الحدث لاختبار كفاءة السوق ، وركزت الدراسة على اختبار اثر الإعلان عن التغيرات في التدرجات ، الاولي وترقية وخفض او تأكيد الدرجة الائتمانية ، بالإضافة الى الإعلان عن الادراج على قائمة المراقبة الائتمانية ، وتضمنت الدراسة فرضيات رئيسة تمثلت في:

- 1- لا يوجد تأثير لإعلان تغير التدرجات الائتمانية لسندات الشركات في عوائد الأسهم العادية.
- 2- ان الإعلان عن التدرجات الائتمانية للسندات لا يختلف باختلاف الصناعات .
- 3- سوق ابو ظبي للأوراق المالية كفوءة بالشكل النصف قوي في الاستجابة للمحتوى المعلوماتي لإعلانات التدرج الائتماني .

أظهرت الدراسة ان هناك محتوى معلوماتي مؤثر للإعلان عن التدرجات الائتمانية في عوائد الاسهم العادية ، مع اختلاف الاستجابات بين السالبة والموجبة وبحسب نوع الإعلان. كما تم التوصل الى ان الشركات عينة الدراسة بصورة منفردة تختلف في استجابتها الى الإعلان، حيث كانت المصارف اكثر استجابة من غيرها من الشركات الاخرى وان اغلب استجابتها كانت ايجابية بينما شهدت شركات التأمين تأثيرا سلبيا على عوائد أسهمها ، كما لوحظ وجود عوائد سلبية عالية قبل وبعد الإعلان عن الترقيات للدرجات الائتمانية وخلافاً لتوقعات السوق من ان ترقية الدرجة الائتمانية يمكن ان يؤدي الى تحقيق عوائد غير عادية ايجابية. كما ان التأثير ادى الى تحقيق عوائد غير عادية تختلف باختلاف الإعلانات، مما يدل على ان سوق ابو ظبي ليست كفوءة بالشكل نصف القوي ، وتوصلت الدراسة الى عدد من التوصيات التي كان اهمها تشجيع انشاء وكالات محلية وخفض عقبات الدخول امام الوكالات الجديدة الى الاسواق المالية و العمل على رفع كفاءة و تفعيل اداء سوق ابو ظبي للأوراق المالية بما يساهم في خفض عدم التماثل المعلوماتي بين المستثمرين، و تشجيع الشركات العراقية على الدخول في اصدار سندات الدين وإدراجها في سوق العراق للأوراق المالية بهدف تمويل نشاطها سواء كانت شركات مالية او غير مالية، بما يؤدي الى تعزيز نشاط السوق والاقتصاد.

قائمة المحتويات

الصفحة	التفاصيل
أ	المستخلص باللغة العربية
ب	قائمة المحتويات
ج	قائمة الجداول
د - هـ	قائمة الأشكال
3-1	المقدمة
23-4	الفصل الاول : مراجعة دراسات سابقة والمنهجية العلمية
16-5	المبحث الاول : مراجعة دراسات سابقة
23-17	المبحث الثاني: المنهجية العلمية للدراسة
69-24	الفصل الثاني: الاطار النظري لمتغيرات الدراسة
54-25	المبحث الاول : اساسيات صناعة التدرج الائتماني
69-55	المبحث الثاني : المحتوى المعلوماتي لإعلانات التدرج الائتماني واختبار كفاءة السوق المالية
183-70	الفصل الثالث: الاطار التحليلي لمتغيرات الدراسة
99-71	المبحث الاول: اختبار المحتوى المعلوماتي لإعلانات التدرج الائتماني الاولي في اسعار الاسهم
117-100	المبحث الثاني: اختبار المحتوى المعلوماتي لإعلانات ترقية التدرج الائتماني في اسعار الاسهم
136-118	المبحث الثالث: اختبار المحتوى المعلوماتي لإعلانات خفض التدرج الائتماني في اسعار الاسهم
167-137	المبحث الرابع: اختبار المحتوى المعلوماتي لإعلانات تأكيد التدرج الائتماني في اسعار الاسهم
183-168	المبحث الخامس: اختبار المحتوى المعلوماتي لإعلانات الأدرج على قائمة المراقبة الائتمانية في اسعار الاسهم
188-184	الفصل الرابع: الاستنتاجات والتوصيات
186-185	المبحث الاول: الاستنتاجات
188-187	المبحث الثاني: التوصيات
200-198	المصادر
190	اولاً: المصادر العربية
200-191	ثانياً: المصادر الاجنبية
203-201	الملاحق
a	الملخص باللغة الانكليزية

قائمة الجداول

الصفحة	عنوان الجدول	رقم الجدول
20	الشركات عينة الدراسة وعدد الإعلانات لكل شركة بحسب نوع الإعلان	1-1
21	عينة الدراسة موزعة حسب الصناعات وعدد الإعلانات لكل صناعة	2-1
26	التدرجات للديون طويلة وقصيرة الاجل التي تصدرها وكالات التدرج الرئيسية في صناعة التدرج الائتماني	1-2
27	العلاقة بين تدرجات الديون طويلة الاجل والديون قصيرة الاجل	2-2
31	العلاقة بين مستوى ودرجة المخاطرة الائتمانية والعائد المطلوب	3-2
34	مصفوفة انتقال (هجرة) التدرجات للمدة (1970-2014)	4-2
45	التدرج الائتماني لبعض المؤسسات المالية قبل يوم واحد من اعلان افلاسها او انقاذها	5-2
46	النسب المئوية لاحتمالية التخلف عن السداد لسندات الشركات وفقاً لفئة التدرج لفترة استحقاق من 1 سنة الى 20 سنة	6-2
50	النسب المالية التي تؤخذ بنظر الاعتبار عند تقييم الشركات لمنح الدرجات الائتمانية	7-2
52	نسب الارتفاعات (الترقيات) والانخفاضات بحسب الدرجات الائتمانية	8-2
72	الشركات التي تم الإعلان عن تدرج سنداتها تدرج اولي وعدد الإعلانات لكل شركة خلال مدة الدراسة	1-3
75-73	(CAAR,AAR,CAR,AR) للشركات عينة الدراسة عن الإعلان التدرج الائتماني الاولي للشركات عينة الدراسة	2-3
98	مقارنة متوسطات العوائد غير العادية المترجمة للإعلان الاولي وفقاً للصناعات المختلفة	3-3
99	الاحصاءات الوصفية لعائدات الأسهم عند الإعلان عن التدرج الاولي للسندات حسب الصناعات	4-3
100	الشركات التي تم الإعلان عن ترقية التدرج الائتماني لسنداتها وعدد الإعلانات لكل شركة خلال مدة الدراسة	5-3
102-101	(AR,CAR,CAAR) لإعلانات ترقية التدرج الائتماني للشركات عينة الدراسة	6-3
116	متوسط العائد غير العادي اليومي التراكمي للإعلان عن ترقية التدرج لائتماني حسب الصناعة	7-3
117	الاحصاءات الوصفية لعائدات الأسهم عند الإعلان عن ترقية التدرج للسندات حسب الصناعات	8-3
118	الشركات التي تم الإعلان عن خفض التدرج الائتماني لسنداتها وعدد الإعلانات لكل شركة خلال مدة الدراسة	9-3
120-119	(AR,CAR,CAAR) لإعلانات خفض التدرج الائتماني للشركات عينة الدراسة	10-3
135	CAAR للشركات عينة البحث وفقاً للصناعة عند الإعلان عن خفض التدرج	11-3
136	لاحصاءات الوصفية لعائدات الأسهم عند الإعلان عن خفض تدرج للسندات حسب الصناعات	12-3
137	الشركات التي تم الإعلان عن تأكيد التدرج الائتماني لسنداتها وعدد الإعلانات لكل شركة خلال مدة الدراسة	13-3
141-138	CAAR,AAR,CAR,AR للشركات عينة الدراسة عن اعلان تأكيد التدرج الائتماني للشركات عينة الدراسة	14-3
166	متوسطات العوائد الغير عادية اليومية المترجمة(CAAR) وفقاً للصناعات عند الإعلان عن تأكيد التدرج	15-3
167	الاحصاءات الوصفية لعائدات الأسهم عند الإعلان عن تأكيد التدرج للسندات حسب الصناعات	16-3
168	الشركات التي تم الإعلان عن ادراج سنداتها على قائمة المراقبة وعدد الإعلانات لكل شركة خلال مدة الدراسة	17-3
170-169	(CAAR,AAR,CAR,AR) للشركات عينة الدراسة عن اعلان ادراج الشركات على قائمة المراقبة	18-3
182	CARR عند الإعلان عن الادراج للسندات على قائمة المراقبة للسندات حسب الصناعات	19-3
183	الاحصاءات الوصفية لعائدات الأسهم عند الإعلان عن الادراج للسندات على قائمة المراقبة للسندات حسب الصناعات	20-3

قائمة الاشكال

رقم الشكل	عنوان الشكل	الصفحة
1-2	العلاقة بين الهامش المطلوب من قبل المستثمرين والتدرجات الائتمانية	30
2-2	العلاقة بين التدرجات الائتمانية والعاقد المطلوب	32
3-2	نسب التخلف عن السداد بحسب الدرجات الائتمانية وفترات الاستحقاق	47
4-2	العلاقة بين النسب المالية والدرجات الائتمانية	51
5-2	مستوى الارتفاعات (الترقيات) والانخفاضات حسب الدرجات الائتمانية	52
6-2	الية طلب التدرج لحين نشرها الى الجمهور	53
7-2	العلاقة بين المعلومات والأشكال الثلاثة لكفاءة الأسواق المالية	60
8-2	طبيعة العلاقة بين الأشكال الثلاث لكفاءة الاسواق المالية	60
9-2	نافذة التقدير ونافذة الحدث للدراسة	67
1-3	سلوك AR و CAR لمصرف ابو ظبي الاسلامي عن الإعلان التدرج الائتماني الاولي	77
2-3	سلوك كل من (AR و CAR) سهم مصرف ابو ظبي التجاري عند الإعلان عن التدرج الاولي	79
3-3	سلوك كل من (AR و CAR) عند الإعلان عن التدرج الائتماني الاولي لشركة دانا كاز	80
4-3	سلوك (AR و CAR) للمصرف العربي المتحد عند الإعلان عن التدرج الائتماني الاولي للشركة	82
5-3	سلوك كل من (AR و CAR) عند الإعلان عن التدرج الائتماني الاولي لشركة الدار العقارية	83
6-3	سلوك كل من (AR و CAR) عند الإعلان عن التدرج الائتماني الاولي لشركة مصرف رأس الخيمة	85
7-3	سلوك كل من (AR و CAR) عند الإعلان عن التدرج الائتماني الاولي لشركة مجموعة الاتصالات	86
8-3	سلوك كل من (AR و CAR) عند الإعلان عن التدرج الاولي لشركة ابو ظبي للطاقة	88
9-3	سلوك كل من (AR و CAR) عند الإعلان عن التدرج الائتماني الاولي لمصرف الشارقة الاسلامي	89
10-3	سلوك كل من (AR و CAR) عند الإعلان عن التدرج الائتماني الاولي لسندات مصرف الاتحاد	91
11-3	سلوك (AR و CAR) عند الإعلان عن التدرج الائتماني الاولي لشركة ابو ظبي للتأمين	92
12-3	سلوك كل من (AR و CAR) عند الإعلان عن التدرج الاولي لمصرف ابو ظبي الوطني	94
13-3	سلوك كل من (AR و CAR) عند الإعلان عن التدرج الاولي لسندات شركة الفجيرة للتأمين	95
14-3	متوسط العائد غير العادي المتراكم لأسهم الشركات عند الإعلان عن التدرج الائتماني الاولي	97
15-3	سلوك كل من (AR, CAR) لإعلانات ترقية الدرجة الائتمانية لمصرف ابو ظبي التجاري	104
16-3	سلوك كل من (AR, CAR) لإعلان ترقية التدرج الائتماني لشركة دانا كاز	105
17-3	سلوك (AR و CAR) لإعلان ترقية الدرجة الائتمانية لشركة الدار العقارية	107
18-3	سلوك كل من (AR و CAR) لإعلان ترقية الدرجة الائتمانية لشركة ابو ظبي للطاقة	108
19-3	سلوك كل من (AR و CAR) لمصرف الشارقة الإسلامي عند الإعلان عن ترقية الدرجة الائتمانية للشركة	110
20-3	سلوك كل من (AR و CAR) لمصرف ابو ظبي الوطني عند الإعلان عن ترقية الدرجة الائتمانية للشركة	111
21-3	سلوك كل من (AR و CAR) عند الإعلان عن ترقية الدرجة الائتمانية لشركة الفجيرة للتأمين	113
22-3	سلوك كل من (AR و CAR) عند الإعلان عن ترقية الدرجة الائتمانية لشركة البحيرة للتأمين	114
23-3	سلوك (CAAR) عند الإعلان عن ترقية الدرجة الائتمانية للشركات عينة الدراسة	115
24-3	سلوك كل من (AR و CAR) عند الإعلان عن خفض الدرجة الائتمانية لشركة مصرف ابو ظبي التجاري	122
25-3	سلوك كل من (AR و CAR) عند الإعلان عن خفض الدرجة الائتمانية لشركة دانا كاز	123
26-3	سلوك كل من (AR و CAR) عند الإعلان عن خفض الدرجة الائتمانية لشركة المصرف العربي المتحد	125
27-3	سلوك كل من (AR و CAR) عند الإعلان عن خفض الدرجة الائتمانية لشركة الدار العقارية	126
28-3	سلوك كل من (AR و CAR) عند الإعلان عن خفض الدرجة الائتمانية لشركة مجموعة الامارات للاتصالات	128
29-3	سلوك كل من (AR و CAR) خلال مدة حدث الإعلان عن خفض التدرج الائتماني للبنك التجاري الدولي	130
30-3	سلوك كل من (AR و CAR) لإعلان خفض التدرج الائتماني لشركة ابو ظبي للتأمين	131
31-3	سلوك كل من (AR و CAR) لإعلان خفض التدرج الائتماني لشركة البحيرة للتأمين	133
32-3	سلوك (CAAR) عند الإعلان عن خفض الدرجة الائتمانية	134
33-3	سلوك كل من (AR و CAR) عند الإعلان عن تأكيد التدرج الائتماني لشركة مصرف ابو ظبي الاسلامي	143

الصفحة	عنوان الشكل	رقم الشكل
144	سلوك كل من (AR و CAR) عند الإعلان عن تأكيد التدرج الائتماني لشركة مصرف ابو ظبي التجاري	34-3
146	سلوك كل من (AR و CAR) عند الإعلان عن تأكيد التدرج الائتماني لسندات شركة دانا كاز	35-3
147	سلوك كل من (AR و CAR) عند الإعلان عن تأكيد الدرجة الائتمانية لشركة المصرف العربي المتحد	36-3
149	سلوك كل من (AR و CAR) عند الإعلان عن تأكيد الدرجة الائتمانية لشركة الدار العقارية	37-3
150	سلوك كل من (AR و CAR) عند الإعلان عن تأكيد الدرجة الائتمانية لشركة مصرف رأس الخيمة	38-3
152	سلوك كل من (AR و CAR) عند الإعلان عن تأكيد الدرجة الائتمانية لسندات شركة مجموعة الاتصالات	39-3
153	سلوك كل من (AR و CAR) عند الإعلان عن تأكيد التدرج الائتماني لشركة ابو ظبي للطاقة	40-3
155	سلوك كل من (AR و CAR) عند الإعلان عن تأكيد الدرجة الائتمانية للبنك التجاري الدولي	41-3
156	سلوك كل من (AR و CAR) عند الإعلان عن تأكيد التدرج الائتماني لمصرف الشارقة الاسلامي	42-3
158	سلوك كل من (AR و CAR) لإعلان تأكيد التدرج لمصرف الاتحاد	43-3
159	سلوك (AR و CAR) خلال الإعلان عن تأكيد الدرجة الائتمانية لشركة ابو ظبي للتأمين	44-3
161	سلوك (AR و CAR) عند الإعلان عن تأكيد الدرجة الائتمانية لمصرف ابو ظبي الوطني	45-3
162	سلوك (AR و CAR) للإعلان عن تأكيد الدرجة الائتماني لشركة الفجيرة للتأمين	46-3
164	سلوك كل من (AR و CAR) لإعلان تأكيد التدرج الائتماني لشركة البحيرة للتأمين	47-3
165	متوسط العائد غير العادي المتراكم لأسهم الشركات عند الإعلان عن تأكيد التدرج الائتماني	48-3
172	سلوك كل من (AR و CAR) عند الإعلان عن ادراج شركة مصرف ابو ظبي التجاري في قائمة المراقبة مع احتمال خفض الدرجة الائتمانية	49-3
173	سلوك كل من (AR و CAR) عن الإعلان عن الادراج على قائمة المراقبة مع احتمال خفض الدرجة الائتمانية لشركة دانا كاز	50-3
175	سلوك كل من (AR و CAR) عند الإعلان عن ادراج الشركة على قائمة المراقبة الائتمانية مع احتمال خفض الدرجة الائتمانية لشركة المصرف العربي المتحد	51-3
176	سلوك كل من (AR و CAR) عند الإعلان عن ادراج الشركة على قائمة المراقبة الائتمانية مع احتمال خفض الدرجة الائتمانية لشركة المصرف العربي المتحد	52-3
178	سلوك كل من (AR و CAR) عند الإعلان ادراج الشركة على قائمة المراقبة مع احتمال خفض الدرجة الائتمانية لشركة مجموعة الاتصالات	53-3
179	سلوك كل من (AR, CAR) لإعلان الادراج على قائمة المراقبة الائتمانية لشركة البحيرة للتأمين	54-3
181	متوسط العائد غير العادي المتراكم لأسهم الشركات عند الإعلان عن ادراج الشركات على قائمة المراقبة	55-3

يعد تدريج السندات المصدر الرئيس لمعلومات المستثمرين بشأن الجدارة الائتمانية للشركات المصدرة للسندات. اذ تسهل وكالات التدريج الائتماني التعرف على الكم الهائل من المعلومات المتاحة عن المصدر في السوق والظروف الاقتصادية من أجل إعطاء المستثمرين فهم أفضل للمخاطر التي يواجهونها عند الاستثمار ، كما ان وكالات التدريج الائتماني تُراقب وتراجع بشكل مستمر جميع التدرجات المنشورة خلال فترة حياة الأوراق المالية، وتقوم بنشر المعلومات عن التدرجات التي يتم اصدارها حديثاً والتغيرات في التدرجات السابقة. ووفقاً للشكل نصف القوي لفرضية كفاءة السوق، فإن أسعار الأسهم السوقية الحالية يجب ان تعكس بدقة كافة المعلومات العامة عن الشركة ، بما في ذلك المعلومات الجديدة ذات الصلة التي يتم الإعلان عنها حديثاً، وعندما يتم نشر معلومات جديدة حول تدريج السندات للشركة، فإن السعر السوقي لأسهم الشركة يجب ان يستوعب المعلومات الجديدة وان يتغير فوراً ويعكس هذه المعلومات. وعندما يحقق السوق قبل او في يوم الحدث عوائد غير عادية فإن ذلك دلالة على سرعة وتامة الاستجابة للمحتوى المعلوماتي للإعلان اذا كانت السوق كفوءة ، كما ينبغي ان تكون اشارة العائد غير العادي غير متحيزة لاكتمال شروط الكفاءة الثلاث .

لذلك فقد اثارت التدرجات الائتمانية ووكالات التدريج الائتماني وخاصة بعد الازمات المالية التي شهدتها النظام المالي وخاصة ازمة 2007-2008، والانتقادات التي وجهت اليها كونها احد اسباب الازمة، انتباه المفكرين في حقل المالية وحظيت بدراسات كثيرة في أجزاء مختلفة من العالم من قبل الهيئات والأفراد للمساهمة في استكشاف رؤى جديدة في مفهوم التدريج الائتماني ومدى تأثير الإعلانات التي تصدر عن الوكالات المختلفة على الاسواق المالية والأدوات المالية التي يتم تداولها في السوق، ومدى أهمية التدريج الائتماني على المستوى العالمي ومدى الوعي بين المستثمرين حول مفهوم التدريج الائتماني. وفي دراستنا هذه نحاول اختبار تأثير الإعلانات التي تصدر عن وكالات التدريج المختلفة العالمية في عوائد الأسهم للأسواق العربية متمثلة في سوق ابو ظبي للأوراق المالية من خلال دراسة هذا الإعلان ودور الوكالات الائتمانية في تخفيض عدم التماثل المعلوماتي، بين المتعاملين في السوق ، ومحاولة ايجاد الحل للجدال المعرفي حول ما اذا كانت اعلانات التدريج الائتماني يمكن ان ترسل معلومات مفيدة الى السوق تساهم في معالجة عدم التماثل المعلوماتي والإجابة على سؤال : هل ان الاعلان عن تغيير التدريج الائتماني لسندات الشركات اثراً في عوائد الأسهم ، ولغرض اكمال متطلبات هذه الدراسة تم تقسيمها الى اربع فصول وكلاتي:

الفصل الأول تناول (مراجعة الدراسات السابقة والمنهجية العلمية) وقد تألف من مبحثين، المبحث الأول خصص لمناقشة بعض الدراسات السابقة في حين تناول المبحث الثاني المنهجية العلمية للدراسة .

الفصل الثاني تناول (الإطار الفكري لمتغيرات الدراسة) وقد تألف من مبحثين، المبحث الاول اختص بالتعرف على اساسيات صناعة التدريج الائتماني. في حين تطرق المبحث الثاني للتعرف على المحتوى المعلوماتي لإعلانات التدريج الائتماني واختبار كفاءة الاسواق المالية

الفصل الثالث خصص ليتناول (الإطار التحليلي لمتغيرات الدراسة) وقد تألف من خمس مباحث ، كان المبحث الاول اختص باختبار تأثير الإعلان الاول لسندات الشركات، في حين اختص المبحث الثاني باختبار تأثير الإعلان عن ترقية التدرج الائتماني في اسعار اسهم الشركات، وخصص المبحث الثالث لاختبار تأثير خفض الدرجات الائتمانية على اسعار الأسهم، وتطرق المبحث الرابع الى اختبار الإعلان عن تأكيد التدرج الائتماني في سعر السهم، بينما تناول الخامس اختبار الإعلان عن ادراج الشركات على قائمة المراقبة الائتمانية .

وتطرق الفصل الرابع الى الاستنتاجات والتوصيات التي توصلت اليها الدراسة حيث أشتمل على مبحثين ضم الأول الاستنتاجات واحتوى الثاني على التوصيات.

المبحث الأول

مراجعة دراسات سابقة

يعد التدرج الائتماني ذا أهمية في عملية صنع القرار لمختلف المشاركين في سوق رأس المال بما في ذلك الجهات الرقابية والمصدرين والمستثمرين. ولذلك فقد اثار انتباه المفكرين في مجال التمويل وحظي بدراسات مختلفة تتلاءم وسرعة نشأته. وقد أجريت دراسات مختلفة من قبل الهيئات والأفراد للمساهمة في استكشاف رؤى جديدة في مفهوم التدرج الائتماني، وكان مجال الاهتمام للدراسات التي أجريت حتى الآن أساسا لمعرفة مدى أهمية التدرج الائتماني على المستوى العالمي ومدى الوعي بين المستثمرين حول مفهوم التدرج الائتماني. ويقدم هذا الفصل استعراضا موجزا لبعض الدراسات البحثية التي أجريت بشأن التدرج الائتماني .

1- دراسة (Hand, et.al, 1992)

(The Effect of Bond Rating Agency Announcements on Bond and Stock Prices)

(تأثير اعلانات وكالات تدرج السندات في اسعار الأسهم و السندات)

تبحث هذه الدراسة في عوائد السندات غير العادية اليومية المرتبطة بالإعلانات الخاصة بالتدرجات ، بالإضافة الى تأثير اعلانات الإضافة الى قائمة مراقبة التدرج الائتماني (CreditWatch) التي تصدر عن ستاندرد أند بورز (S&P)، وتغييرات التدرج التي تصدر من (Moody's & S&P). حيث ركزت الدراسة على ملاحظة تأثير الإعلانات على العوائد غير العادية اليومية للسندات وعوائد الأسهم المرتبطة بنوعين من الإعلانات لوكالة تدرج السندات ، هما التغييرات المحتملة في التدرج عن طريق الإضافات إلى قائمة مراقبة التدرج لوكالة (S&P) بين عامي 1981 و 1983 وتغييرات التدرج الفعلية التي أعلنتها (Moody's & S&P) بين عامي 1977 و 1981، تم تحليل عينة من حوالي (250) اعلان إضافة إلى قائمة المراقبة من قبل وكالة (S&P)، بالإضافة الى عينة من (1100) اعلان تغيير تدرج سندات من قبل (Moody's & S&P). وتم استخدام البيانات اليومية لعزل تأثير الإعلان على أسعار السندات.

توصلت الدراسة الى ان متوسط العوائد غير العادية للسندات غير موثق عند الأدرج على قائمة المراقبة لدى (S&P) ، ولوحظ أيضاً وجود آثار على اسعار السندات عند الإعلانات عن خفض الدرجة الائتمانية وترقيتها من قبل وكالات التدرج، باستثناء الإعلانات المتزامنة حيث تضعف النتائج عند خفض التدرج، ولا تظهر اي تأثير عند ترقية التدرجات ، كما تم فحص تأثير إعلانات وكالة التدرج على أسعار الأسهم، حيث وجد تناقض مع التأثير على سعر السندات.

وتشير النتائج الاجمالية بشأن آثار الإعلانات عن الإضافة إلى قائمة المراقبة الائتمانية إلى متوسط عوائد غير عادية. بينما الإضافات المصنفة كإضافات غير متوقعة ، فإن ذلك يرتبط

بمتوسط سلبي كبير لعائد السندات غير العادية مع انخفاضات متوقعة، ويرتبط بمتوسط إيجابي كبير لعائد السندات الزائدة مع ترقيات محددة. ويلاحظ وجود متوسط كبير لعائدات الأسهم غير العادية في وقت التخفيضات المتوقعة ولكن ليس في وقت الترقيات المتوقعة .

2- دراسة (Blume et al, 1998)

(The Declining Credit Quality of U.S. Corporate Debt: Myth or Reality)

(انخفاض جودة الائتمان لديون الشركات الأمريكية : اسطورة أم حقيقة)

بدأ الباحثون بمحاولة معرفة ما اذا كان انخفاض الدرجة الائتمانية للشركات الأمريكية أسطورة أو حقيقة واقعة. من خلال تحليل فيما اذا كانت الشركة التي تحافظ على نفس القيم لمخاطر حقوق الملكية من خلال قياس التأثير بعد الحصول على تدرج أقل خلال الفترة قيد الدراسة بالمقارنة مع الماضي. ولأغراض الدراسة فحص الباحثون ثمانية عشر عاما من التدرجات من 1978 إلى 1995 لشركات مختلفة وكانت المتغيرات التي تم فحصها مجموعة فرعية من المتغيرات المحاسبية التي تستخدمها (S&P). وقد كشفت الدراسة أن الانخفاض في مستوى التدرجات الفعلية للسندات يرجع إلى استخدام معايير تدرج أكثر صرامة من قبل وكالات التدرج.. وجد الباحثون أن هناك أسباب كثيرة لعدد متزايد من التخفيضات مقارنة مع الترقيات والسبب الرئيس لذلك أن وكالات التدرج تستخدم معايير أكثر صرامة في تحديد الدرجات الائتمانية .

3- دراسة (Elayan & Meyer.2003)

(The Informational Content of Credit Rating Announcements for Share Prices in a Small Market)

(المحتوى المعلوماتي لإعلانات التدرج الائتماني لأسعار الأسهم في الأسواق الصغيرة)

تناولت الدراسة المحتوى المعلوماتي للتدرجات الائتمانية التي كانت موضوع نقاش مستمر. وفيما اذا كان رد الفعل على إعلانات التدرج الائتماني في الاسواق الصغيرة يختلف عن الأسواق الكبيرة ، وذلك بسبب محدودية المعلومات و السيولة وعوامل إهمال المحللين. على عكس الدراسات الأمريكية والأسترالية التي تجد رد فعل كبير على الأخبار السيئة فقط ، يوجد رد فعل إيجابي كبير على كل من الإعلانات الإيجابية والترقيات في سوق نيوزيلندا. وعلاوة على ذلك فإن رد فعل السوق الكبير يعود إلى حد كبير إلى الشركات غير المتداولة في الأسواق الأمريكية. وتشير هذه الأدلة إلى أن وكالات التدرج الائتماني تعمل كمزودين بديلين للمعلومات عن الشركات يليها عدد قليل نسبيا من المحللين.

4- دراسة (Nadia Linciano, 2004)

(The Information Content of Ratings. The Effects of Rating Agencies Actions on Stock Prices for the Italian case)

(المحتوى المعلوماتي للتدرجات. أثر إجراءات وكالات التدرج الائتماني على أسعار الأسهم في إيطاليا)

استهدفت الدراسة تقييم أثر تغيرات التدرج الائتماني لسندات الشركات على أسعار الأسهم للشركات المدرجة في البورصة الإيطالية، وتضمنت عينة الدراسة 299 إعلان لتدرج الشركات المدرجة في البورصة للفترة الممتدة من 1991 حتى 2003 التي تم إعلانها من قبل مؤسسة (S&P و Moody's، Fitch). وتضمنت متغيرات الدراسة كلا من ترقية الدرجة وخفضها و النظرة المستقبلية (الإيجابية والسلبية) وتقدير العائدات غير العادية لأسعار الأسهم، مع الأخذ بنظر الاعتبار التدرجات المتوقعة وتلك غير المتوقعة ، و كذلك تبيان اثار الاحداث المترامنة المنشورة قبل إجراء التدرج ، وقطاع الشركة التي يتم تدرجها ، أظهر التحليل لتأثيرات إجراءات التدرج على أسعار الأسهم لعينة من التغييرات في التدرج التي تم الإعلان عنها ، متوسط عوائد فائضة كبيرة في نافذة الحدث فقط للإضافات إلى قائمة المراقبة الائتمانية السلبية والتخفيضات الفعلية. ويظهر الأول تأثير أقوى من الأخير. الإضافات إلى قائمة المراقبة الائتمانية (مراقبة التدرج) الإيجابية والترقيات تظهر دلالة إيجابية وعوائد غير عادية بعد نافذة الحدث. وتظهر إجراءات التدرج المتوقعة من خلال الإضافات إلى مراقبة التدرج أو من خلال التدرجات المتوقعة ، أثرا أكبر على أسعار الأسهم من أسعار الأسهم عندما تكون التدرجات غير متوقعة ، ويمكن تفسير هذه النتيجة جزئيا بالعدد المنخفض نسبيا للأحداث غير المتوقعة (التي تصل إلى أقل من 50٪) من الاحداث المتوقعة في العينة الفرعية للترقيات والتخفيضات ، ولكن أيضا من حقيقة أن معظم إجراءات التدرج المتوقعة تحدث من خلال الكشف المتزامن. فالأحداث المترامنة ترتبط بتفاعل أعلى في أسعار الأسهم ، وهذه النتيجة التي تنطوي على تخفيضات وترقيات تدعم الاستنتاج بأن تحركات الأسعار مدفوعة أساسا بالأخبار الموازية بدلا من إجراء التدرج نفسه. ويبدو أن تأثير تغيرات التدرج يختلف باختلاف القطاع المصدر لأدوات الدين ، وعلى وجه الخصوص تكون العوائد السلبية غير العادية كبيرة بالنسبة للشركات للمالية مقارنة بالشركات الصناعية ، وتم العثور على أدلة عند مقارنة الإعلانات عن الاحداث المترامنة مقابل غير المترامنة ، بأن رد الفعل لأسعار الأسهم يكون مدفوعا بالدرجة الأولى من خلال الكشف المتزامن. و من ثم أن ردود فعل أسعار الأسهم لإعلانات تغيير التدرج هي معتدلة جدا أو ذات دلالة إحصائية. وأيضاً اظهرت النتائج أن السوق قد تعترف بمحتوى معلوماتي لإجراءات خفض التدرجات والإضافات إلى مراقبة التدرج السلبية إن وجدت ، وخلصت الدراسة الى نتيجة رئيسية وهي أن التدرجات لا يمكن اعتبارها أداة أساسية لحماية المستثمرين بل قد تعزز التدابير الأخرى التي تعتمد عليها أساسا الهيئات التنظيمية في الأسواق المالية ، مثل القواعد الفعالة لإدارة الشركات والشفافية وقواعد السلوك من الوسطاء.

5- دراسة (Greighton & Gower, et, 2004)

(The Impact of Rating Changes in Australian Financial Markets)

(أثر تغييرات التدرج في الأسواق المالية الأسترالية)

اهتمت الدراسة بالتعرف على مدى استيعاب هامش العائد على السندات وأسعار الأسهم للتغيرات في التدرج الائتماني في الأسواق المالية الأسترالية، تم استخدام بيانات السوق المالية الأسترالية للفترة من 1990-2003، وباستخدام منهجية دراسة الحدث لاختبار كفاءة السوق المالي الأسترالي ومدى تحقيق عوائد غير عادية قبل الإعلان وفي يوم الإعلان، ومدى استيعاب السوق للأخبار الجديدة بعد يوم الإعلان. في هذه الدراسة تم التركيز على الأحداث غير المتزامنة وعدم وجود اعلانات اخرى ذات صلة. وتضمنت التغيرات الفعلية في التدرج (الترقيات والانخفاضات)، بالإضافة الى المراقبة الائتمانية للتدرج (CreditWatch) خلال فترة اصدار الدين، وفيما اذا كانت التغيرات في التدرج متوقعة او غير متوقعة، وتم استخدام نافذة حدث على مدى (41) يوماً (20) يوماً قبل الإعلان و(20) يوماً بعد الإعلان ويوم الإعلان يوم الحدث.

وجدت الدراسة ادلة على تغييرات في هامش العائد المتحقق نتيجة الإعلانات الخاصة بتغيير التدرج او وضع الشركات على قائمة المراقبة او النظرة المستقبلية، كذلك تميل اسعار الأسهم الى الانخفاض عند خفض التدرج الائتماني وترتفع عند ترقية التدرج، وخلصت الى وجود اثار واضحة لكل من ترقية وخفض التدرج بعد وضع الشركات على قائمة المراقبة الائتمانية، وهي اكثر وضوحاً بالنسبة لخفض التدرج. ولكن وجد تغييرات طفيفة في الاسعار للأسهم، عند وضع الشركات على قائمة المراقبة وهو اكثر وضوحاً عند النظرة السلبية. وأكدت الدراسة على الاهمية الكبيرة لوكالات التدرج الائتماني في الاسواق المالية وخاصة في الحصول على التمويل وكلفته.

6- دراسة (Micu & Remolona & Wooldridge 2006)

(The price impact of rating announcements: which announcements matter?)

(الأثر السعري لإعلانات التدرج : ما هي الإعلانات المهمة؟)

تقوم وكالات التدرج الائتماني بإصدار إعلانات متعددة، يهدف بعضها إلى إظهار أحدث المعلومات المتاحة عن الشركة المُصدرة لأدوات الدين قصيرة وطويلة الاجل ، ويهدف بعضها الآخر إلى توفير إشارة مستقرة عن نوعية الائتمان، في هذه الدراسة تم تحليل الأنواع المختلفة من إعلانات التدرج وفيما اذا كانت الإعلانات تحتوي على معلومات ذات صلة. ولاختبار الفرضيات تم جمع البيانات اليومية على هوامش CDS، وإعلانات التدرج التي تغطي الفترة من 2001 إلى 2005. وتكونت العينة من 800 شركة من مُصدري ادوات الدين وأكثر من 6000 اعلان تدرج وتم استخدام منهجية دراسة الحدث لإثبات تحقيق عوائد غير عادية، واختبار كفاءة الأسواق المالية في الاستجابة لإعلانات التدرج، وتم تعيين نافذة الحدث، بدءاً من (60) يوم عمل قبل إعلان التدرج وتنتهي الى (20) يوم عمل بعد يوم الإعلان. وقد اختير ستون يوم عمل لأن وكالات التدرج تسعى إلى العمل بناء على معلومات جوهرية في غضون ثلاثة أشهر على مدى

فترة العينة ، كان متوسط الفترة بين المراجعة للخفض وخفض المستوى (32) يوم عمل. وجدت الدراسة أدلة على أن جميع أنواع الإعلانات عن التدرجات - التوقعات المستقبلية والمراقبة والتغييرات في الدرجات سواء كانت إيجابية أو سلبية، يكون لها تأثير كبير على أسعار CDS. هذا التأثير هو الأكثر وضوحاً بالنسبة لمراقبة التدرج ولكن لا يكاد يذكر للتوقعات، ولوحظ أن المستثمرين يقدرون الإشارة في الوقت المناسب للتغيرات المحتملة في الجدارة الائتمانية فضلاً عن إشارة مستقرة للجدارة الائتمانية الأساسية. وهذا يتلاءم مع التغذية الراجعة غير الرسمية من المستثمرين. ولوحظ أن المستثمرين "يعارضون بشدة التقييمات المتقلبة". وكانت النتائج متشابهة بغض النظر عما إذا كانت إعلانات التدرج مسبوقة بإعلانات تدرج أخرى. كما أن اثنين من التقييمات أكثر إفادة من واحد، و يتضمن إعلان يسبقه إعلان مماثل من وكالة تدرج مختلفة معلومات ذات صلة بالتسعير. وخلص الباحث إلى أن التأثير على الأسعار أكبر بالنسبة للشركات ذات التدرجات المجزأة (وجود أكثر من إعلان عن نفس الحدث من وكالات متعددة). وأخيراً فإن إعلانات التدرج السلبية أكثر تأثيراً بالنسبة للمصدرين المعرضين لخطر التراجع إلى درجة المضاربة. وإن تأثير إعلانات التدرج الإيجابي هو الأكبر بالنسبة للمصدرين الذين يقلون عن درجة الاستثمار .

7- دراسة (Nuttawat, et. al, 2012)

(The Effects of Credit Rating Announcements on Shares in the Swedish Stock Market)

(أثر اعلانات التدرج الائتماني على الاسهم في سوق الاسهم السويدية)

تعد القيمة الإعلامية لوكالات التدرج الائتماني مسألة مثيرة للجدل وغير حاسمة. هل تؤثر إعلانات التدرج الائتماني على سوق الأسهم؟ وإذا كان لديها تأثير ، كيف يتفاعل سوق الأوراق المالية مع أنواع مختلفة من إعلانات التدرج الائتماني؟ كان هدف هذه الدراسة تسليط الضوء على الأسئلة أعلاه. من خلال استخدام منهجية دراسة الحدث لفحص ما إذا كانت إعلانات التدرج الائتماني توفر معلومات جديدة لم يتوقعها المستثمرون في الأسواق الناشئة مثل سوق الأسهم السويدي وكيف تتفاعل الأسهم في السوق الصغيرة مع إعلانات التدرج الائتماني ، تم جمع إعلانات التدرجات الائتمانية ، ومراقبة التدرج ، والتغيرات في التدرج (ترقية أو تخفيض) من نهاية شباط 1992 إلى شباط 2003، باستخدام الإعلانات الصادرة من عدة وكالات تدرج بما في ذلك Moody's و S&P. وتم الحصول على 8383 إعلان تدرج ائتماني خلال فترة الدراسة.

النتائج تؤكد على عدم وجود أي عائد غير عادي خلال فترات الإعلان ، ولكن بالنسبة لإعلان النظرة السلبية هناك متوسط تراكمي إيجابي بشكل ملحوظ في العائد غير العادي بعد 10 و 20 يوماً من تاريخ الإعلان. وتعني هذه النتيجة أن السوق قد توقعت بالفعل العائد السلبية ولكن لم تتوقع المبالغة في رد الفعل على الأخبار السلبية ، ومن ثم فإن سعر السهم يتعافى ببطء بعد يوم الحدث. وعلاوة على ذلك تبين أنه بعد 2 إلى 6 أشهر ، تختلف العائدات المتحققة للأسهم اختلافاً كبيراً عن الصفر ، مما يشير إلى أن المعلومات الائتمانية الجديدة قد لا تدرج على الفور في أسعار الأسهم.

8- دراسة (Sok, 2012)

(Corporate Credit Rating Announcements: Information Content of rating Announcements and rating Evidence from the Australian financial markets)

(اعلانات التدرج الائتماني للشركة : المحتوى المعلوماتي لإعلانات التدرج و شواهد التدرج من الاسواق المالية الاسترالية)

اهتمت هذه الدراسة بالتعرف على اثر اعلانات التدرجات الائتمانية للشركات ودورها في المحتوى المعلوماتي لإعلانات التدرج الذي توفره للأسواق المالية و تأثير ذلك على اسعار اسهم هذه الشركات ، اذ حاولت الدراسة الاجابة على تساؤل في ما اذا كانت السوق المالي الاسترالي هو سوق بالشكل نصف القوي ، ومن ثم فإن الإعلان عن التدرج الائتماني لا يولد اي رد فعل في اسعار الأسهم ، و بينما اذا كانت سوق شكل قوي من حيث الكفاءة ، فإن ذلك يوفر معلومات خاصة الى المستثمرين ومن ثم إمكانية تحقيق عائد غير عادي ، وان هذه الإعلانات تحوي على معلومات تسعير ذات صلة.

وركزت الدراسة على تتبع الاثر للتغيرات في الدرجات الائتمانية على اسعار الأسهم والسندات ، وشملت الدراسة الفترة من 1995-2008 ، اذ شملت عينة الدراسة (191) اعلان تدرج منها (65) اعلان ترقية و(126) اعلان خفض تدرج ، بالإضافة الى (184) اعلان وضع على قائمة المراقبة منها (144) اعلان مراقبة سلبي و(40) اعلان مراقبة ايجابي. وركزت اعلانات خفض التدرجات والمراقبة السلبية خلال الفترة 2000-2003 . ونظراً لعدم وجود شركات مدرجة في السوق الاسترالي كثيرة تصدر سندات ، وان سوق السندات ليست سائلة بدرجة كبيرة كما هو في سوق الاسهم وان اغلب السندات يتم تداولها في الاسواق الثانوية ، كانت العينة النهائية للدراسة قد اشتملت على (17) خفض تدرج و(92) ترقية للتدرج ، فضلاً عن (49) وضع على قائمة المراقبة الايجابية و(53) وضع على قائمة المراقبة السلبية. قد وجدت الدراسة الى ان السوق لم يستجيب لإعلانات ترقية التدرج الائتماني ، اذ لم تجد رد فعل على الترقيات ، بينما وجدت رد فعل كبير من السوق وأثار واضحة على اسعار الاسهم وبصورة سلبية على اعلانات خفض التدرج الائتماني ، والذي يتوافق مع الرأي القائم على ان الشركات تحجم عن نشر المعلومات غير الجيدة (bad news) ، وانه بمجرد الكشف عن هذه المعلومات فأنها تدمج بسرعة في اسعار الأسهم ، كذلك توصلت الدراسة الى رد فعل كبير في سوق الاسهم اذا كانت الإعلانات متزامنة مع احداث اخرى ، وكذلك وجدت ادلة على ان استجابة السوق للإعلانات عن الاحداث غير المتوقعة اكثر تأثيراً من الإعلان عن احداث متوقعة. كما وجد رد فعل عند الإعلانات الايجابية لوضع السندات والشركات على قائمة المراقبة الايجابية. ولوحظ ان النتائج في سوق السندات لا تتفق مع تلك الموجودة في سوق الأسهم ، اذ ان سوق السندات لا يتفاعل مع خفض التدرجات ، ولكن هناك رد فعل ايجابي كبير على ترقية التدرج خلال نافذة الحدث ، وعند دراسة رد فعل سوق السندات لوضع الاصدار او الشركة على قائمة المراقبة ، وجد ان الوضع على قائمة المراقبة السلبية ترتبط مع عوائد سلبية وكذلك المراقبة الايجابية ترتبط مع عوائد ايجابية.

9- دراسة (Hertel, 2013)

(The Effect of Bond Rating Changes on Stock Prices in the Electric Utility Industry)

(أثر تغيرات تدرج السندات في أسعار أسهم شركات صناعة الكهرباء)

في هذه الدراسة، تم النظر فيما اذا كان الإعلان عن تدرجات السندات تؤثر على أسعار الأسهم من خلال تحليل شركات صناعة محددة وهي الشركات الأمريكية العاملة في الصناعات الكهربائية، و تم اختيار صناعة الأدوات الكهربائية بسبب طبيعة الأعمال التي تتمتع برأسمال كبير. وهي تحتل المرتبة الثانية بعد شركات السكك الحديدية باعتبارها أكثر الصناعات ذات رأسمال كبير في الولايات المتحدة. وهي تذهب الى الأسواق المالية باستمرار للحصول على التمويل، فمن المفترض أن تكون أسعار أسهمها أكثر حساسية من غيرها من الصناعات بالنسبة لتغيرات تدرج السندات، وتضمنت الدراسة تغيرات التدرج الائتماني في الفترة من 2000 إلى 2006، و تم تقسيم عمليات خفض التدرج إلى مجموعات فرعية على أساس الوقت (2000 – 2003 و 2004–2006) (وكذلك الدرجات الاستثمارية مقابل درجات المضاربة). والنظر فيما اذا كانت هناك عوائد غير عادية في أسعار الأسهم قبل سنة من تغيير التدرج وبعد تغيير التدرج الائتماني لنفس الفترة. يتم تحليل أسعار الأسهم مقابل مؤشر سوقي واسع، ومحافظ مرجعية وشركات مراقبة يتم اختيارها بناء على الحجم. لم تأخذ الدراسة بنظر الاعتبار سبب تغيير التدرج الائتماني أو الأحداث المحيطة بتغيير التدرج الائتماني. ولوحظ من خلال التحليل وجود عوائد غير عادية موثقة للترقيات، ولكن لا تجد عوائد غير عادية كبيرة لخفض التدرج سواء قبل وبعد التخفيض، توصلت الدراسة ايضاً الى تحقيق عوائد غير عادية كبيرة خلال اثني عشر شهرا قبل التخفيض إلى خمسة أشهر قبل خفض الدرجة. بعد تخفيض التدرج الائتماني، توجد عائدات غير عادية كبيرة بعد شهرين إلى ثمانية أشهر، وعند الاشارة الى حجم الشركة تتشابه نتائج خفض المستوى مع مؤشر المرافق العامة، سواء للمحافظ المرجعية أو لشركات المراقبة. وعند تحليل الوضع المالي الحالي للشركة في وقت التخفيض عن طريق فصل الشركات إلى سندات درجة الاستثمار وسندات درجة المضاربة. كشف التحليل أن شركات الدرجة الاستثمارية في وقت تخفيض التدرج لا تظهر عوائد غير عادية قبل وبعد التخفيض، وكذلك سندات الشركات في درجة المضاربة.

10- دراسة (Chandrashekar 2013)

(The Effect of Initial Bond Rating on Share Price Performance)

(أثر تدرج السندات الاولي على اداء سعر السهم)

بحثت الدراسة في مدى وجود تأثير لإعلانات التدرج الاولي للسندات على عوائد وأسعار الأسهم للشركات التي تم تدرجها في يوم الإعلان، و تم استخدام الإعلانات عن التدرج الاولي لسندات الشركات المدرجة في البورصة الهندية للمدة من 1996 إلى 2005. تألفت العينة الاولية من 126 تدرج اولي للسندات من 93 شركة مُصدرة للسندات تم الإعلان عنها من قبل وكالات التدرج الائتماني الرئيسية الأربع في الهند، وهي كريسييل و إكرا و كير و فينش،

(CARE CRISIL, ICRA, and Fitch). وتم استخدام منهجية دراسة الحدث لتحليل تأثير الإعلان عن التدرج الأولي للسندات على سعر السهم. وتم استخدام فترة الحدث لمدة 41 يوماً، أي 20 يوم تداول قبل إعلان تدرج السندات و 20 يوم تداول بعد الإعلان عن التدرج الائتماني بالإضافة إلى يوم الإعلان. و لوحظ ان ARs (معدل العائد غير العادي) سالبة لغالبية الأيام قبل الإعلان وأنها إيجابية لغالبية الأيام التالية للإعلان. و معدل العوائد غير العادية التراكمية (CARs) سلبية بنسبة 90 % خلال فترة الحدث. وعلاوة على ذلك تبدأ قيم معدل العائد غير العادي التراكمي (CAAR) تنخفض قبل يوم الحدث وتستمر بعد يوم الحدث. كذلك توصلت الدراسة إلى ان السوق لم يظهر أي مفاجآت لإعلانات التدرج الائتماني الأولي لسندات الشركات عينة الدراسة 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، و من ثم فإن الحدث نفسه لا يظهر أي تأثير ملموس على أسعار الأسهم. وان العائد العادي (AR) المرتبط بهذا الحدث لا يذكر.

11- دراسة (Leppänen 2015)

(The impact of credit ratings on the information content of earnings announcements: Evidence from the US stock market)

(اثر التدرجات الائتمانية في المحتوى المعلوماتي لإعلانات الأرباح : تجارب من سوق الاسهم الأمريكي)

تهدف هذه الدراسة إلى تبيان تأثير التدرجات الائتمانية للشركات ، على المحتوى المعلوماتي لإعلانات الأرباح في اسواق الأسهم و كيف يمكن للتدرجات الائتمانية للشركات الأمريكية الصادرة عن وكالة التدرج العالمية (S&P) ان تؤثر على سعر السهم ، وكذلك التعرف على رد فعل حجم التداول الناتج عن الإعلان عن التدرجات وكيف يستوعب السوق مفاجأة الأرباح. وتم فحص كيف يختلف التأثير بين اخبار الإعلانات الإيجابية والسلبية ، وتحليل تأثير التغيرات في التدرجات الائتمانية السابقة ، ونظرت الدراسة في العلاقة بين التدرجات وإعلانات العائد ، وتضمن التحليل التجريبي للدراسة استخدام 81990 اعلان ارباح (2765) شركة في سوق الولايات المتحدة باستخدام التدرجات للفترة من 1986-2013، وتم استخدام منهجية دراسة الحدث لغرض اثبات فرضيات الدراسة. ومن خلال التحليل وجد أن سعر السهم وحجم التداول حول الإفصاح عن الأرباح هي أكثر وضوحاً للشركات ذات التدرجات المنخفضة. كذلك اشارت النتائج إلى أن انخفاض التدرجات يزيد المحتوى المعلوماتي لإعلانات الأرباح، وأن انخفاض التدرجات يرتبط بتفاعلات أكبر في السوق في حالة مفاجآت الأرباح السلبية، وعندما تنسم الشركات بمزيد من التباين في المعلومات. وتؤدي تغييرات التدرج السابقة أيضاً إلى زيادة المحتوى المعلوماتي لإصدارات الأرباح في بعض الحالات. وعموماً تتفق النتائج مع الفرضية القائلة بأن تحسن التدرجات الائتمانية يقلل من عدم التماثل المعلوماتي في الأسواق المالية.

12- دراسة (Cooke & Bailey, 2015)

(The Impact of Credit Rating Changes on Jamaica's Global Bond Prices)

اثر تغيرات التدرج الائتماني في اسعار السندات العالمية لجامايكا"

كان هدف الدراسة تقديم المزيد من الفهم للمحتوى المعلوماتي من اعلانات التدرج الائتماني من منظور اقتصاد ناشئ. اذ بحثت الدراسة في تأثير مختلف الإعلانات المتوقعة وغير المتوقعة، وتأثير الخفض والترقية للتدرج الائتماني لسندات حكومة جامايكا على عوائد السندات المدرجة في الأسواق العالمية.

وبغية دراسة أثر إعلانات التدرج الائتماني على عائدات السندات ، استخدمت الدراسة تدرجات للسندات طويلة الأجل المقومة بالدولار. وإعلانات التدرج للفترة من 2009/3/18 إلى 2015/6/3 الصادرة عن وكالة (S&P) . و 2008/9/4 إلى 2015 /5/27 الصادرة من وكالة (Moody's). وخلال هذه الفترة ، قامت شركة (S&P) بإصدار أحد عشر إعلاناً تتضمن سبعة تغييرات في التدرج وخمسة تغييرات في التوقعات، و قامت (Moody's) بإصدار عشرة إعلانات تضمنت ستة تغييرات في التدرج وأربعة تغييرات في التوقعات المستقبلية (Outlook)

ونظراً لأهمية التغيرات في التدرج والتوقعات المستقبلية في سوق السندات الدولية، قيمت هذه الدراسة تأثير هذه الإعلانات على مجموعة من السندات العالمية المقومة بالدولار والتي تصدرها حكومة جامايكا. وبالإضافة إلى ذلك ركزت الدراسة على محتوى المعلومات ذات الصلة بالأسعار من الإعلانات عن التدرج الائتماني ومدى موثوقية المعلومات التي تصدرها الوكالتين (S&P و Moody's)، وتأثير توقعات السوق وكيف يتفاعل المستثمرون لترقيات الدرجة الائتمانية للسندات مقارنة مع التخفيضات. ووجدت الدراسة أدلة تدعم الفرضية القائلة بأن إعلانات التدرج تحتوي على معلومات قيمة تؤثر على قرارات الاستثمار في السوق. ومع ذلك قد تؤدي هذه الإعلانات إلى رد فعل مبالغ فيه من السوق. على الرغم من أنه قد لوحظت عوائد غير عادية كبيرة لكل من ترقية التدرج وخفضه، فإن المستثمرين يستجيبون لمزيد من التخفيضات مقارنة بالترقيات. وأظهرت النتائج أيضاً أن السوق يستجيب أكثر للتخفيضات غير المتوقعة مقارنة مع الانخفاضات المتوقعة. ومع ذلك كانت عوائد غير طبيعية للترقية المتوقعة أكبر من تلك التي من إعلانات ترقية التدرج غير المتوقعة. ولوحظ أيضاً أن السوق الدولية تضع وزناً أكبر على الإعلانات الصادرة عن شركة (S&P) مقارنة بخدمات (Moody's) للتدرجات الائتمانية.

13- دراسة (Habib & Nazir, et, 2015)

(Credit Rating Announcements and Stock Returns: Evidence from the Banking Sector of Pakistan)

اعلانات التدرج الائتماني وعائد الأسهم : تجارب من قطاع المصارف في باكستان.

كان الهدف الرئيس لهذه الدراسة التعرف على تأثير اعلان التدرج الائتماني على عوائد أسهم الشركات المصرفية في السوق المالي في باكستان، العينة تكونت من (22) مصرفاً مدرجة

في بورصة كاراتشي (Karachi Stock Exchange) (KSE). واستخدمت العوائد اليومية لمدة (7) سنوات للفترة من 2008-2014، باستخدام منهجية دراسة الحدث، وكانت مدة التقدير لهذه الدراسة (المدة خارج العينة) هي (60) يوماً تستخدم لتقدير العوائد العادية، وتم اختيار مدة الحدث 15 يوم (7) أيام قبل الحدث و(7) أيام بعد الحدث ويوم الحدث (يوم الإعلان)، لتقدير إمكانية حصول عوائد غير عادية قبل وأثناء مدة الحدث ومدى استيعاب السوق للإخبار الجديدة. وكانت إجمالي الأحداث الخاصة بالتدرجات التي تم الإعلان عنها (154) اعلان، وركزت الدراسة على فيما إذا كانت السوق الباكستانية هي سوق كفاءة وان اسعار الاسهم تستجيب بسرعة لإعلانات الأحداث المختلفة بما فيها الإعلان عن التدرجات الائتمانية. وبينت نتائج الدراسة ان معدل العائد غير العادي التراكمي كانت كبيرة عندما تترافق مع خفض التدرج الائتماني، ولم تكن ذات دلالة احصائية او اهمية تذكر عند ترقية التدرج الائتماني. كذلك توصلت الدراسة الى ان جميع المصارف في العينة حصلت على متوسط عائد غير عادي قليل عندما تم دراستها بصورة منفردة، وان اعلانات التدرج الائتماني لم يكن لها تأثير على عائد الأسهم، كذلك تم العثور على معدلات ضئيلة من العوائد غير العادية التراكمية السلبية. وهذا يدل على ان المستثمرين يمكنهم توقع خفض التدرج، لأن السوق يتفاعل بشكل كبير مع الاخبار قبل الإعلان عن التدرج. وخلصت الدراسة الى ان هناك نتائج كبيرة قبل وبعد الإعلان عن خفض التدرج وان السوق ليست كفاءة بالتعامل مع المحتوى المعلوماتي للإعلانات وان الأسعار لم تستوعب الاخبار الجديدة بسرعة.

14- دراسة (Miyamoto 2016)

(Event Study of Credit Rating Announcement in the Tokyo Stock Market)

(دراسة الحدث لإعلانات التدرج الائتماني في سوق اسهم طوكيو)

تناولت الدراسة رد فعل السوق لإعلانات التدرج الائتماني للديون التي تصدرها الشركات اليابانية، ودورها في مشكلة القروض العقارية عالية المخاطر. وكان الهدف من هذه الدراسة هو التعرف على تأثير الدرجة الائتمانية التي تمنح من قبل وكالة التدرج اليابانية للشركات التي تُصدر ادوات الدين، والعلاقة بين المعلومات والإشارات التي ترسلها هذه التدرجات والاستثمار في السوق المالي، وتم استخدام منهجية دراسة الحدث للتعرف على تأثير الأحداث وقياس العوائد غير العادية ولتقدير العائد المتوقع من السوق، وتضمنت العينة 383 تغييراً في التدرج الائتماني الفردي من 221 شركة مدرجة في بورصة طوكيو خلال الفترة من 2001 إلى 2007. وشملت مجموعة إعلان التدرج ومعلومات الاستثمار مجموعة واسعة من القطاعات، واستخدمت للتحليل التدرجات الائتمانية لفترة مراقبة كاملة مدتها سبع سنوات.

وتوصلت الدراسة الى ان رد فعل السوق كان إيجابياً مع الإعلانات السلبية. مع وجود ادلة على أن أسعار الأسهم تتفاعل أكثر قبل الإعلان عن تغييرات التدرج. ويبدو أن المستثمر يشتري الأسهم قبل أيام الحدث تحسباً للترقيات، ومن ثم يقوم المستثمر ببيع هذه الأسهم حالما يتم الإعلان عن الترقيات. على سبيل المثال تم ترقية درجة أسهم شركة تدعى (OSG) مرتين في

سبع سنوات. اذ ارتفع سعر السهم حتى 40 يوم عمل قبل تاريخ الحدث، ولكن لوحظ انخفاض الأسعار بسرعة بعد يوم الحدث مباشرة.

من ناحية أخرى، تم تخفيض التدرج لشركة (NEC) مرتين في 7 سنوات. اذ لوحظ توقف سعر السهم عن الانخفاض حتى تاريخ الحدث، ومن ثم بدأ بالارتقاع بعد تاريخ الحدث. ويبدو أن المستثمرين يتوقعون خفض الأسعار، لذلك يبيعون أسهم (NEC) قبل تاريخ الحدث.

وكذلك توصلت الدراسة الى انه من المتوقع أن ترتبط التوقعات الإيجابية (السلبية) برد فعل سوقي إيجابي (سلبي) في سعر السهم. وبالمثل فإن اعلانات ترقية (خفض) التدرج سوف تترافق مع فائض إيجابي كبير (سالب) في عوائد الأسهم. وان اسعار الأسهم تتفاعل مع المعلومات التي ترسلها وكالات التدرج الى السوق سواء كانت ايجابية او سلبية .

هذه اللمحة عن الدراسات السابقة تعكس الأهمية المتزايدة لوكالات التدرج الائتماني كمقدمي معلومات للحصول على الآراء المتعلقة بالائتمان، لكن لا تزال البحوث الشاملة المتعلقة بالتدرج الائتماني في السياق العربي والعراقي خاصة غير موجودة، وركزت معظم الدراسات التي أجريت حتى الآن في العالم العربي والعراقي ان وجدت أساسا على الإطار النظري والمفاهيمي للتدرج الائتماني .

ثالثاً: مناقشة الدراسات السابقة، ومجال الاستفادة، وموقع الدراسة

الحالية منها:

1- مجال الاستفادة

الإسهام العلمي والفكري للدراسة الحالية يتمثل في محاولة اختبار مدى الانعكاس الذي يتركه نشاط وكالات التدرج الائتماني في الأسواق المالية ومدى تأثير اداءها في خفض عدم التماثل المعلوماتي، ويمكن القول ان المجالات التي استفاد الباحث منها باعتماد ما ذكر أنفا من دراسات سابقة يمكن تلخيصها بالاتي:

- 1- التعرف على بعض الدراسات التي أجريت من قبل الباحثين ، للمساهمة في استكشاف رؤى جديدة في مفهوم التدرج الائتماني. و معرفة مدى أهمية التدرج الائتماني على المستوى العالمي ومدى الوعي بين المستثمرين حول مفهوم التدرج الائتماني
- 2- اطلاع الباحث على بعض المصادر الخاصة بأدبيات موضوع الدراسة ومتغيراتها.
- 3- الاطلاع على ابرز الاساليب المالية والكمية المستعملة في تلك الدراسات والتي عن طريقها أمكن تحديد الاساليب الأكثر ملائمة لمتغيرات الدراسة الحالية.
- 4- اسهمت الدراسات السابقة في بناء منهجية الدراسة ومقاييسها، بالإضافة الى تعزيز الجانب النظري للدراسة الحالية

5- اشارت نتائج الجهود المعرفية السابقة الى وجود حاجة الى المزيد من الدراسات والبحوث في هذا الموضوع المهم، حيث تتميز المكتبة العربية بقلّة الدراسات والبحوث في هذا المجال .

2- الحاجة للدراسة الحالية

يتم استخدام التدرّيج الائتماني من المستثمرين كمؤشر على احتمال استلام الأموال المستثمرة من قبلهم، وفقا للشروط التي استثمروا بموجبها. والتدرّجات الائتمانية هي آراء تستند إلى جميع المعلومات المعروفة لدى وكالة التدرّيج، بما في ذلك المعلومات المتاحة للجمهور والوثائق غير العامة والمعلومات المقدمة إلى الوكالة من قبل جهة الاصدار وأطراف أخرى التدرّيج الائتماني مفيد لحماية مصالح المستثمرين من خلال توجيههم نحو الطريق الصحيح.

وقد هز عدد متزايد من التلاعب والمخالفات المالية وإفلاس الشركات ثقة المستثمرين. ومن ثم فإن التدرّيج الائتماني مهم بشكل خاص للمستثمرين عندما يواجهون مجموعة من خيارات الاستثمار في الديون أكبر بكثير مما يمكن أن تقدمه مصادر التقييم للائتمان الخاصة بكل شركة بشكل موثوق. ولذلك وبالنظر إلى أهمية التدرّيج الائتماني فإن جوانب مختلفة من التدرّيج الائتماني تحتاج إلى دراسة عميقة بحيث يمكن أن تكون أكثر مساعدة للمستثمرين. وعلى الرغم من الأهمية المتزايدة لوكالات التدرّيج الائتماني كمزودين للمعلومات فيما يتعلق بأدوات الدين المتعلقة ودرجة المخاطر وإمكانية التخلف عن السداد، فإن البحوث المتعلقة بالتدرّيج الائتماني في السياق العربي والعراقي خاصة كانت محدودة ان لم تكن غير موجودة . لذلك فإن هذه الدراسة هي محاولة للتعرف على الأنشطة التي تقوم بها وكالات التدرّيج وأثرها على أداء الشركات وأسهمها في الاسواق المالية ، ومعرفة تصورات المستثمرين بشأن وكالات التدرّيج.

3- تمييز الدراسة الحالية عن الدراسات السابقة

تولدت فكرة الدراسة نتيجة اهمال الشركات العراقية لمصدر مهم من مصادر التمويل وهو التمويل على اصدار ادوات الدين (السندات) لتمويل نشاطاتها المختلفة، واعتمادها الوحيد في التمويل عن طريق اصدار الأسهم، ويعود ذلك الى ضعف الثقة في الشركات العراقية من المستثمرين نتيجة ضعف وعدم القدرة في الحصول على المعلومات الخاصة بالجدارة الائتمانية لهذه الشركات والاعتماد على مصادر التقييم الداخلية والمعلومات التي تنشر عن طريق سوق العراق للأوراق المالية، وعدم توفر وكالات او مؤسسات مالية يمكن ان توفر هكذا معلومات ائتمانية كما هو في الاسواق المالية العالمية حيث تنشر وكالات التدرّيج معلومات مختلفة عن ادوات الدين والمتمثلة في التدرّجات الائتمانية ، وكذلك اختلفت الدراسة السابقة من حيث مجتمع الدراسة حيث اغلب الدراسات السابقة ركزت على الاسواق العالمية او الكبيرة، و لأول مرة تركز دراسة عربية على اثر التدرّجات في سعر الاسهم للشركات المدرجة في الاسواق المالية العربية (سوق ابو ظبي للأوراق المالية) وهو من الاسواق الناشئة التي لم تحظ بأي دراسة من الدراسات السابقة .

المبحث الثاني

المنهجية العلمية للدراسة

تحدد المنهجية العلمية الطريق الذي ستتخذه الدراسة لتحقيق غاياتها على النحو الآتي:-

أولاً: مشكلة الدراسة

في ظل عدم كفاءة الأسواق المالية بشكلها القوي، يواجه المستثمرون مشكلة عدم التماثل المعلوماتي، ومن ثم يقوم جدال معرفي حول ما اذا كانت اعلانات التدرج الائتماني يمكن ان ترسل معلومات مفيدة الى السوق تساهم في معالجة عدم التماثل المعلوماتي وبالتالي تأثيرها على عوائدها ، لذا فإن مشكلة الدراسة تتمحور حول الابعاد الرئيسية والفرعية الاتية :

البعد الرئيس الأول لمشكلة الدراسة : هل ان لإعلان التدرج الائتماني لسندات الشركات اثراً في العوائد التي تحققها الأسهم العادية ؟ وتنتزع عن البعد الرئيس الأول الابعاد الفرعية الاتية:-

البعد الفرعي الاول : هل ان لإعلان التدرج الائتماني الاولي لسندات الشركات اثراً في عوائد اسهم الشركة العادية ؟

البعد الفرعي الثاني : هل ان لإعلان ترقية التدرج الائتماني لسندات الشركات يؤثر في المحتوى المعلوماتي الذي يرسل الى الاسواق المالية، ومن ثم يؤثر في عوائد اسهم الشركة ؟

البعد الفرعي الثالث: هل ان لإعلان تخفيض التدرج الائتماني لسندات الشركات يؤثر في المحتوى المعلوماتي الذي يرسل الى الاسواق المالية، ومن ثم يؤثر في عوائد اسهم الشركة ؟

البعد الفرعي الرابع: هل ان لإعلان تأكيد التدرج الائتماني للسندات اثراً في عوائد اسهم الشركة ؟

البعد الفرعي الخامس: هل ان للإعلان عن ادراج السندات على قائمة المراقبة الائتمانية اثراً في عوائد اسهم الشركة ؟

البعد الرئيس الثاني لمشكلة الدراسة: هل يختلف تأثير المحتوى المعلوماتي لإعلانات التدرج الائتماني باختلاف الصناعة، ومن ثم التأثير في عوائد الاسهم يختلف باختلاف الصناعة المصدرة للسندات ؟

البعد الرئيس الثالث: هل ان سوق (ابو ظبي) كفاءة بالشكل نصف القوي في الاستجابة للمعلومات التي ترسلها اعلانات وكالات التدرج الائتماني؟

ثانياً: أهمية الدراسة

تتمثل أهمية الدراسة في الآتي:

- 1- في ظل انفتاح الأسواق العالمية ودخول الشركات الأجنبية كمستثمرين في أسواق المال أو كشرركات مصرفية عاملة في السوق المصرفي . أصبح لزاما على المستثمر أن يكون له إلمام واضح وإطلاع واسع على هذه التدرجات وأهميتها بما يسهم في قدرته على اتخاذ القرار الاستثماري، كذلك إمكانية الاستفادة من هذه التدرجات عند اتخاذ القرار الاستثماري من قبل المستثمر في الأسواق العالمية.
- 2- التعرف على دور المعلومات التي يمكن ان يوفرها الإعلان عن التدرج الائتماني للشركات، ومدى توافر اشارات مهمة يمكن ان تبعثها الادارة من خلال الإعلان عن الدرجات الائتمانية للشركات .
- 3- لم تحظ التدرجات الائتمانية ودور وكالات التدرج في الاسواق المالية بأهمية كبيرة من قبل الباحثين العرب عامة والعراقيين خاصة، والتي يمكن ان توفر معلومات مهمة عن كفاءة الاسواق المالية والجدارة الائتمانية للشركات.
- 4- تقدم هذه الدراسة اضافة فكرية (تطبيقية ونظرية) عن أهمية ودور التدرجات الائتمانية في تفعيل نشاط الأسواق المالية ، من خلال خفض عدم التماثل المعلوماتي بين المستثمرين

ثالثاً: اهداف الدراسة

- 1- العرض والنقاش المعرفي لدور وأهمية الإعلانات للتدرجات الائتمانية التي تمنحها وكالات التدرج للسندات، ودورها في تخفيض عدم التماثل المعلوماتي بين المتعاملين في السوق.
- 2- اختبار أثر الإعلان عن التدرجات الائتمانية للسندات التي تصدرها الشركات وانعكاسها في عوائد الأسهم التي يمكن تحقيقها من خلال دراسة هذا الإعلان ودور الوكالات الائتمانية في تخفيض عدم التماثل المعلوماتي ، بين المتعاملين في السوق.
- 3- اختبار وبيان فيما اذا كان الإعلان الاولي عن تدرج السندات يمكن ان يؤدي الى التأثير في عوائد الاسهم العادية للشركات .
- 4- بيان تأثير ترقية الدرجة الائتمانية للسندات في عوائد الأسهم للشركات.
- 5- بيان تأثير خفض التدرجات الائتمانية للسندات التي تصدرها الشركات من قبل وكالات التدرج الائتماني العالمية في عوائد الاسهم للشركات .
- 6- بيان تأثير الإعلان عن تأكيد الدرجة الائتمانية عوائد الأسهم العادية للشركات.
- 7- بيان تأثير الإعلان عن ادراج السندات على قائمة المراقبة الائتمانية في عوائد الأسهم للشركات المصدرة للسندات .
- 8- اختبار كفاءة سوق ابو ظبي بالشكل نصف القوي في الاستجابة للمحتوى المعلوماتي لإعلانات التدرج الائتماني للسندات .
- 9- بيان تأثير اعلانات التدرج الائتماني للسندات على الصناعات المختلفة .

رابعاً :- فرضيات الدراسة

في ضوء ابعاد المشكلة يمكن بناء الفرضيات الرئيسية والفرعية الآتية :

الفرضية الرئيسية الاولى: لا تؤثر إعلانات التدرج الائتماني لسندات الشركات في عوائد اسهمها. وتتفرع منها الفرضيات الآتية :-

الفرضية الفرعية الاولى: لا يوجد أثر لإعلانات التدرج الائتماني الاولي لسندات الشركات في عوائد اسهم الشركة..

الفرضية الفرعية الثانية: لا يوجد أثر لإعلان ترقية التدرج الائتماني لسندات الشركات في المحتوى المعلوماتي الذي يرسل الى الاسواق المالية، ومن ثم التأثير في عوائد اسهم الشركة العادية التي يمكن تحقيقها.

الفرضية الفرعية الثالثة: لا يوجد أثر لإعلان خفض التدرج الائتماني لسندات الشركات في عوائد الأسهم العادية التي يمكن تحقيقها.

الفرضية الفرعية الرابعة: لا يوجد أثر لإعلانات تأكيد التدرج الائتماني في عوائد الأسهم العادية التي يمكن تحقيقها .

الفرضية الفرعية الخامسة: لا يوجد أثر لإعلانات ادراج سندات الشركات على قائمة المراقبة الائتمانية في عوائد اسهم الشركة العادية .

الفرضية الرئيسية الثانية: لا يختلف تأثير الإعلان عن التدرجات الائتمانية في عوائد اسهم الشركات العادية باختلاف الصناعات المصدرة للسندات.

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

خامساً: الحدود الزمانية والمكانية

1- الحدود المكانية

لابد من الإشارة اولاً الى انه وبسبب ضعف الوعي الاستثماري وضعف السوق المالي العراقي، وعدم اهتمام الشركات بإصدار ادوات الدين، فان ذلك القى بظلاله على قدرة الشركات العراقية على تمويل نشاطها من خلال اصدار السندات، وذلك يمكن ان يرتبط ايضاً بضعف القوانين وعدم توفر الية لتشجيع الشركات في اصدار ادوات الدين، وعلية فأن العينة التي تم اختيارها تتمثل في سوق (ابو ظبي للأوراق المالية)، لعدم توافر الشركات التي تقوم بإصدار ادوات الدين (السندات) في العراق. وتتمثل الحدود المكانية في مجتمع وعينة الدراسة .

أ. مجتمع الدراسة

كان مجتمع الدراسة الشركات المدرجة في سوق ابو ظبي للأوراق المالية والتي بلغت (71) شركة

ب. عينة الدراسة

تم اختيار الشركات التي اصدرت ادوات الدين (السندات) كعينة للدراسة والتي بلغ عددها (18) شركة تم استبعاد (3) شركات لعدم التداول على اسهمها في السوق. وبذلك تكون الشركات التي خضعت للتحليل 15 شركة وهي تمثل نسبة 22% تقريباً وهي نسبة يمكن ان تساهم في التوصل الى نتائج جيدة. والجدول (1-1) يوضح الشركات عينة الدراسة وعدد الإعلانات لكل شركة بحسب نوع الإعلان (اولي، تخفيض، ترقية، تأكيد، الادراج على قائمة المراقبة).

الجدول (1-1)

الشركات عينة الدراسة وعدد الإعلانات لكل شركة بحسب نوع الإعلان للمدة 2017-2005

ت	الشركة	رمز الشركة	عدد الاعلانات	اعلان تدرج اولي	ترقية التدرج	خفض التدرج	تأكيد التدرج	تحت المراقبة لاحتمال خفض
1	بنك ابو ظبي الإسلامي	ADIB	6	1			5	
2	بنك أبو ظبي التجاري	ADCB	21	6	3	2	5	5
3	بنك الاتحاد الوطني	UNB	8	2			6	
4	البنك التجاري الدولي	CBI	5			2	3	
5	بنك أبو ظبي الوطني	NBAD	8	4	1		3	
6	البنك العربي المتحد	UAB	11	1		1	6	3
7	بنك الشارقة	BOS	6	2	1		3	
8	بنك رأس الخيمة الوطني	RAKBANK	12	2			10	
9	شركة أبو ظبي الوطنية للطاقة	TAQA	13	6	1		6	
10	شركة دانا غاز	DANA	19	6	5	3	3	2
11	شركة الدار العقارية	ALDAR	18	3	4	4	1	6
12	مؤسسة الإمارات للاتصالات	ETISALAT	12	1		1	4	6
13	ابو ظبي للتأمين	ADNIC	9	1		2	6	
14	شركة الفجيرة الوطنية للتأمين	AFNIC	4	1	1		2	
15	شركة البحيرة الوطنية للتأمين		6		1	1	3	1
	المجموع		158	36	17	16	66	23

المصدر: اعداد الباحث استناداً الى تقارير وكالة Moody's و سوق ابو ظبي للأوراق المالية 2017-2005

كما يبين الجدول (2-1) عينة الدراسة موزعة حسب الصناعات وعدد الإعلانات لكل صناعة

الجدول (2-1)
عينة الدراسة موزعة حسب الصناعات وعدد الإعلانات لكل صناعة

النسبة الى عدد التدرجات %	النسبة الى عدد الشركات %	عدد التدرجات	عدد الشركات	القطاع
51	53.3	81	8	المصارف
19	13.3	31	2	الطاقة والصناعة
12	20	19	3	التأمين
11	6.7	18	1	العقارات
7	6.7	12	1	الاتصالات
%100	%100	158	15	المجموع

المصدر: اعداد الباحث استناداً الى تقارير سوق ابو ظبي للأوراق المالية و وكالة Moody's (2017-2005)

2- الحدود الزمانية

كان عدد اعلانات التدرج التي تم الحصول عليها (175) اعلان للفترة من 1/1/2005 ولغاية 30/5/2017 من موقع وكالة (Moody's)، و تم استبعاد (17) اعلان لتزامنها مع اعلانات اخرى يمكن ان تكون مؤثرة في سعر السهم، مثال اعلان دمج او اعلان توزيع ارباح او اعلان اعادة شراء اسهم، وبذلك فإن الإعلانات التي تم ادخالها في التحليل (158) اعلان وتضمنت اعلان تدرج اولي وإعلان ترقيات وخفض وإعلان تأكيد وإعلان ادراج على قائمة المراقبة. وكانت مدة التقدير (60) يوماً و نافذة الحدث (31) يوماً (15) يوماً قبل الإعلان و(15) يوماً بعد الإعلان ويوم الحدث ، علماً انه اذا كان يوم اعلان الحدث عطلة يتم اعتماد اليوم التالي كيوم حدث. و لأغراض اكمال متطلبات الدراسة وتحقيق اهدافها تضمنت الحدود الزمانية نوعين من المدد والبيانات، الاولى تخص نافذة التقدير لقياس العلاقة بين عائد السهم اليومي وعائد السوق، والثانية مدة نافذة الحدث التي تستخدم لاختبار دراسة الحدث وكالاتي:

أ. مدد وبيانات نافذة التقدير:

- 1- اسعار الاغلاق اليومي لأسهم الشركات عينة الدراسة طوال مدة (60) يوماً سابقة لأيام نافذة الحدث
- 2- اسعار الاغلاق اليومية لمؤشر سوق (ابو ظبي للأوراق المالية) للمدة التي تناظر اسعار اسهم الشركات عينة الدراسة .

ب. مدد وبيانات نافذة الحدث:

- 1- اسعار الاغلاق اليومية لأسهم الشركات عينة دراسة الحدث ، و تم الحصول على 16 سعر اغلاق يومي قبل تأريخ الحدث وسعر اغلاق يوم اعلان الحدث و 15 سعر اغلاق يومي بعد تأريخ الإعلان
- 2- اسعار الاغلاق اليومية لمؤشر سوق (ابو ظبي للأوراق المالية) للمدة التي تناظر اسعار اسهم الشركات عينة الدراسة .

3- معدل الفائدة اليومي عن سندات حكومة ابو ظبي لنفس المدد المناظرة لأسعار اسهم مدد دراسة الحدث .

ج. الاساليب المالية والإحصائية المستخدمة في الدراسة:

تم استخدام منهجية دراسة الحدث للمساعدة في اختبار فرضيات الدراسة من خلال استخدام برنامج اكسل للحصول على البيانات والمعدلات المالية التي ترتبط بعائد السوق اليومي وعائد السهم اليومي وقياس المخاطرة بينهما (معامل بيتا). ان منهجية دراسة الحدث أداة مقبولة على نطاق واسع لقياس الاثر الاقتصادي لمجموعة واسعة من الاحداث ، دراسة الحدث وسيلة فعالة تهدف على وجه التحديد لقياس الآثار المترتبة على الحدث الاقتصادي الذي يمكن أن ينعكس على التغيرات في أسعار موجودات الشركة خلال فترة معينة. وبالنسبة للشركات المدرجة في الاسواق المالية ، فإن الغرض من دراسة الحدث هو تقدير ما اذا كان سعر سهم الشركة يتغير بشكل غير عادي قبل وبعد وقوع الحدث، . لأنه في ظل فرضية السوق الكفاء يجب ان تعكس الأسعار كامل المعلومات المتاحة وتأثير الاحداث على جميع التدفقات النقدية المستقبلية وتم ذلك باستخدام المعادلات :

1- عائد السهم اليومي تم حسابه باستخدام المعادلة :

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

اذ :

$$Rt = \text{عائد السهم في اليوم } (t)$$

$$Pt = \text{سعر الاغلاق للسهم في اليوم } (t) \text{ اليوم الحالي}$$

$$Pt-1 = \text{سعر الاغلاق للسهم في اليوم السابق } (t-1)$$

2- عائد السوق اليومي (Rm) : تم حسابه باستخدام المعادلة

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

اذ :

$$Pm, t = \text{سعر الاغلاق لمؤشر السوق في اليوم } (t)$$

$$Pm, t-1 = \text{سعر الاغلاق لمؤشر السوق في اليوم } (t-1)$$

$$Rm, t = \text{عائد السوق}$$

3- العائد المتوقع (E(Rt)) : تم حسابه باستخدام نموذج (CAPM) بالمعادلة

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

اذ:

$$E(Rit) = \text{العائد المتوقع للسهم}$$

$$Rft = \text{المعدل خالي من المخاطرة}$$

$$\beta i = \text{البيتا وهي تقيس العلاقة بين عائد السوق وعائد السهم .}$$

$$(Rm, t - Rft) = \text{علاوة المخاطرة .}$$

4- العائد غير العادي (AR) تم حسابه باستخدام المعادلة

$$AR_t = R_t - E(R_t)$$

اذ:

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

AR_{it} = العائد غير العادي اليومي للسهم I في اليوم t

R_{it} = العائد المتحقق الذي تم حسابه في معادلة (3-1) اعلاه

5- معدل العائد غير العادي (AAR) تم حسابه باستخدام المعادلة

$$AAR_t = \sum_{t=1}^n AR_{it} / N$$

اذ:

AAR_t : معدل العائد غير العادي للسهم I في الزمن T

AR : العائد غير العادي للسهم I في الزمن T

N : عدد الإعلانات لكل شركة

6- العائد غير العادي المتراكم (CAR) : تم حسابه وفق المعادلة

$$CAR_t = \sum_{i=1}^N AAR_{it}$$

7- متوسط العائد غير العادي اليومي المتراكم (CAAR) تم حسابه وفق المعادلة

$$CAAR = \sum_{t=t_1}^{t_2} \frac{CAR}{N}$$

اذ:

CAAR : متوسط العائد غير العادي المتراكم

N : عدد الاحداث

المبحث الأول

أساسيات صناعة التدرج الائتماني

يتناول هذا المبحث أساسيات صناعة التدرج الائتماني من خلال التعرف وإيضاح ماهية التدرج الائتماني والتعرف على مفهوم وكالات التدرج الائتماني و التطور التاريخي للصناعة مع إعطاء نبذة مختصرة عن أشهر وكالات التدرج الائتماني.

أولاً: مفهوم التدرج الائتماني

التدرج الائتماني يعبر عن رأي طرف ثالث(مستقل) عن الجودة والجدارة الائتمانية للشركة التي تصدر ادوات الدين، ويعكس ذلك قدرة الشركة المصدرة على سداد التزاماتها المالية ديونها (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)، وخلال فترة اصدار الدين تقوم الوكالات بمراقبة التدرجات وتنتهي بانتهاء تاريخ الاستحقاق وتسديد اصل الدين، ولحين انتهاء فترة الاستحقاق قد تقوم الوكالة بتغيير التدرج ويمكن ان ترفع الدرجة او تقوم بخفضها (Garman & forgue,2010:417) ، ويعد تقديم المعلومات للمستثمرين ومساعدتهم على تحديد الاحتمال النسبي لخسارة الاموال على استثماراتهم الهدف الرئيس للتدرجات الائتمانية ، وبذلك فإن التدرج الائتماني يعد مؤشراً للمخاطرة الاستثمارية التي تشير الى احتمال عدم تسلم المستثمرين (المقرضين) لأصل القرض مع الفوائد في تاريخ الاستحقاق (Asgharian,2005:24). ووفقاً لـ(Standard and Poor's) يعرف التدرج الائتماني بأنه رأي مستقل يعبر عن الجدارة الائتمانية للملتزم او الجهة المصدرة لأدوات الدين الذي يتعلق بالتزام مالي محدد ولفترة محددة ولالتزامات مالية معينة (سندات، اذونات الخزانه، اوراق تجارية طويلة الاجل او قصيرة الاجل) هذه الالتزامات قد تكون مقومة بالعملة المحلية او الاجنبية(3: Standard & poor,s/ ratingsdirect, 2016).

ان التدرج الائتماني يمكن أن يساعد في الحد من الفجوة المعرفية، أو التباين في المعلومات بين المقترضين (المصدرين) والمقرضين (المستثمرين)، حيث تنقل رموز التدرج الائتماني المعلومات المستقبلية وملخص الآراء حول المقترض أو الجدارة الائتمانية للورقة المالية. (Ekins & Calabria,2012:3) (Chava & Rohan ,et,2006 :3). من جانب اخر عُرف التدرج الائتماني على انه رأي مستقل عن القدرة المستقبلية والاستعداد والالتزام القانوني من الجهة المصدرة للدين للتسديد وفي الوقت المناسب لأصل الدين والفوائد على السندات المصدرة. ويعكس التدرج القوة الائتمانية الواسعة للشركة (5: Moody's investors service .2002).

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، ومن ثم الحفاظ على العائد المطلوب لتأريخ الاستحقاق (Ross & Westerfield, et, 2010: 573). والجدول (1-2) يبين التدرجات التي تصدرها الوكالات الرئيسية العاملة في صناعة التدرجات الائتمانية للديون طويلة الاجل و قصيرة الاجل .

جدول (1-2)

التدرجات للديون طويلة 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 ائمة وإمكانية وفاء فورية	F-1	A-1	P1	0.0016	AAA	AAA	Aaa	الاكثر امان	درجة الاستثمار
اصدارات مقبولة وإمكانية تسديد فورية لكنها حساسة للتغيرات السلبية	F-2	A-2	P2	0.0171	AA+	AA+	Aa1	جدارة ائتمانية عالية	
				0.0374	AA	AA	Aa2		
				0.0781	AA-	AA-	Aa3		
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		
قروض مضاربة	B	B	NP	0.6050	BBB+	BBB+	Baa1	جدارة ائتمانية متوسطة الى اقل من متوسطة	
				0.8690	BBB	BBB	Baa2		
				1.6755	BBB-	BBB-	Baa3		
				2.9040	BB+	BB+	Ba1		
				4.6265	BB	BB	Ba2		
مخاطر عالية واحتمال توقف عن التسديد	C	C		6.5230	BB-	BB-	Ba3	مخاطرة	
				8.8660	B+	B+	B1		
				11.3905	B	B	B2		
				14.8775	B-	B-	B3		
				19.9726	CCC	CCC+	Caa1	مخاطرة عالية	
				26.8125		CCC	Caa2		
				38.4017		CCC-	Caa3		
				55.0000			CA		
100.0000			C	متعثرة (تخلف عن السداد)					
	D	D							

المصدر: من اعداد الباحث اعتماداً على ادبيات الموضوع

كما يمكن توضيح العلاقة بين التدرجات طويلة الاجل والقصيرة الاجل من خلال الجدول (2-2).

الجدول (2-2)
العلاقة بين تدرجات الديون طويلة الاجل والديون قصيرة الاجل

تدرجات الديون قصيرة الاجل	تدرجات الديون طويلة الاجل
Prime1	Aaa Aa1 Aa2 Aa3
Prime2	A1 A2 A3
Prime3	Baa1 Baa2 Baa3
Not prime	Ba1,Ba2,Ba3, B1,B2,B3 Caa1,Caa2,Caa3 Ca,C

المصدر: من اعداد الباحث اعتمادا على:

Moody's Investment Service, Rating Symbols and Definitions ,2016: 6

Östlund, Andreas, Hyleen, Mikael, The relationship between Credit Ratings and Beta , A quantitative study on the Nordic market, Master thesis ,2009: 8 .

من الجدول(2-1) 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
يستخدم للإشارة للسندات التي تتميز بارتفاع احتمالية التخلف على السداد، والتي تبدأ بالدرجة "BB" وتنتهي بالدرجة "D" وفقاً لتدرجات (S&P)، وتتميز بانخفاض درجة الامان وارتفاع العائد وتتميز ايضاً باحتمالية عالية للتخلف عن سداد الاقساط واصل الدين (Bodie & Kane,et, al, 2014:468-469)(Reilly & Brown ,2012:624). فضلاً عن الدرجات التي تصدرها وكالات التدرج فإنها تقوم ايضاً بتعيين حالة مشاهدة التدرج، واتجاه التدرج لمراقبة درجة التقييم ومن ثم امكانية تغييرها(Kapoor,Dlabay,e,2008:520-523). وأدناه توضيح لهذه التدرجات(Hubbard,2012:125):-

1- سندات درجة الاستثمار: وتتمثل في الاستثمار في السندات الاقل مخاطرة، حيث الشركات المصدرة تتمتع بملاءة مالية مرتفعة وتتمثل درجاتها من AAA الى BBB . ولا يسمح للمصارف التجارية، وكثير من صناديق التقاعد ، والمؤسسات المالية الأخرى بالاستثمار في السندات إلا اذا كانت من فئة الاستثمار وتعد هذه الدرجات مؤشر لانخفاض المخاطر الائتمانية(Brealey–Meyer,2003:684)(Bekaert, Geert. 2012:387) . وهذه الدرجات تتضمن (Grandville,2001:20) (Cecchetti&Schoenholtz ,2015:164) :-

- أ. الدرجة Aaa/AAA الجدارة الائتمانية الاعلى: تعد الاصدارات المصنفة تحت هذه الدرجة بأنها ذات الجدارة الائتمانية الاعلى والأقل مخاطر ائتمانية ومخاطر التخلف عن السداد، وتعد عن قدرة عالية ومتميزة على الوفاء بالالتزامات المالية.
- ب. الدرجة Aa /AA جودة ائتمانية عالية جداً: الاصدارات ضمن هذه الدرجة ذات جدارة ائتمانية عالية جداً والمخاطر الائتمانية و التخلف عن السداد منخفضة جداً، وتعبّر عن قدرة عالية جداً على الوفاء بالالتزامات المالية
- ج. الدرجة A جدارة ائتمانية عالية: الإصدارات ضمن هذه الدرجة تعد ذات جودة ائتمانية عالية، ومخاطر ائتمانية ومخاطر تخلف عن السداد منخفضة، وتعبّر عن قدرة عالية للوفاء بالالتزامات المالية.
- د. الدرجات BBB و Baa جدارة ائتمانية جيدة: الاصدارات ضمن هذه الدرجات تعد ذات جدارة ائتمانية وجودة متوسطة، ومخاطر ائتمانية ومخاطر تخلف عن السداد مقبولة، إلا ان التقلبات الاقتصادية يمكن ان تؤثر على قدرتها للوفاء بالتزاماتها المالية.

2- سندات درجة المضاربة: في هذه الدرجات والتي تشمل BB الى D تمثل مؤشر لارتفاع درجة المخاطر التي يتعرض لها الاستثمار وتزداد نسب التخلف عن السداد كلما اقتربنا من نهاية الجدول وكما موضح ادناه (Grandville, 2001:20) (Eun & Resnick) : 2012:314

- أ. الدرجات BB و Ba مخاطر مضاربة: الاصدارات ضمن هذه الدرجات تعد ذات جدارة ائتمانية دون المتوسط، ومخاطر ائتمانية عالية وتتضمن مخاطر مضاربة .
- ب. الدرجة B مخاطر مضاربة عالية: تعد الاصدارات ضمن هذه الدرجة ذات جدارة ائتمانية ضعيفة، ومخاطر ائتمانية عالية جداً، وتتضمن مخاطر مضاربة عالية.

ج. الدرجات CCC و Caa مخاطر ائتمانية كبيرة: تعد الاصدارات ضمن هذه الدرجات ذات جدارة ائتمانية ضعيفة جداً، ومخاطر ائتمانية عالية جداً، وهناك احتمال لحدوث تخلف عن السداد.

د. الدرجات CC و Ca مخاطر ائتمانية عالية جداً: الاصدارات ضمن هذه الدرجات ذات جدارة ائتمانية ضعيفة جداً ومخاطر مضاربة عالية جداً، مع وجود مظاهر لحدوث حالة تخلف عن السداد.

هـ. الدرجة C المخاطر الائتمانية الاعلى: الاصدارات ضمن هذه الدرجة ذات الجدارة الائتمانية الادنى، مع حالات تخلف عن السداد وشيكة او واقعة، مع وجود صعوبات لاستعادة اصل المبلغ أو الفوائد.

و. الدرجة D تخلف عن السداد: ضمن هذه الدرجة تعد حالة التخلف عن السداد فعليه مع احتمال كبير جداً لاستعادة الاصل مع الفوائد.

3- **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 (الأقل 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 (Brigham,Ehrhardt,2014:213) (Östlund& Hyleen,2009:8).

4- **كذلك من ضمن نشاطات وكالات التدرج ما يعرف باتجاه (توقعات) التدرج:** حيث تقوم الوكالات بمتابعة ومراقبة نشاطات الشركات والإصدارات ومدى تأثير ذلك على درجة التقييم وهناك اربع حالات لذلك (Standard & Poors.2014;9):

أ. مستقر: تشير الى احتمال بقاء التدرج الائتماني للشركة او الاصدار على حالها في الفترة الطويلة الاجل

ب. ايجابي: تشير الى احتمال رفع التدرج الائتماني للشركة او الاصدار في الفترة الطويلة.

ج. سلبي: تشير الى احتمال خفض التدرج الائتماني في الفترة الطويلة.

د. تطور Developing: نادراً ما يأخذ التدرج الائتماني حالة (تطور) وهذا يكون في حالة التردد بين رفع الدرجة او خفضها.

5- **ايضاً من ضمن نشاطات الوكالات ما يعرف بمراقبة(مشاهدة) الائتمان:** و تشير مشاهدة التدرج إلى قيام وكالة التدرج بوضع الاصدار على قائمة مراقبة التدرج الائتماني، ومن ثم هناك احتمال كبير لتغييرها في الفترة القصيرة (زعترى و عرنوص، 2011: 155)، حيث يتم تسلط الضوء على رأي الوكالة بالاتجاه المحتمل للتدرج خلال الفترة قصيرة الاجل او طويلة الاجل وتوضع التدرجات تحت مراقبة التدرج في ظل الظروف الاتية (Standard & Poors..2014:8)

- أ. عند وقوع حدث او في رأي الوكالة حدوث انحراف او انتظار الحصول على معلومات اضافية لتقييم التدرج الحالي، ويمكن ان تشمل الاحداث الحالية والاتجاهات على المدى القصير، عمليات الاندماج، اعادة الرسملة، الاجراءات التنظيمية، تدهور اداء الموجودات التي تم توريقها، تطورات الاداء التشغيلي.
- ب. عندما تؤمن الوكالة ان هناك تغيير جوهري في اداء الاصدار او الشركة المصدرة، إلا إن حجم التأثير لم يتم تحديده بشكل كامل، وان هناك احتمالية لتغيير التدرج في المدى القصير.
- ج. اعتماد معايير يمكن ان تؤثر وتستوجب اعادة النظر في اتجاه القطاع بكاملة او اصدارات متعددة في قطاع ما، وتعتقد الوكالة امكانية اجراء التغيير خلال المدى القصير.

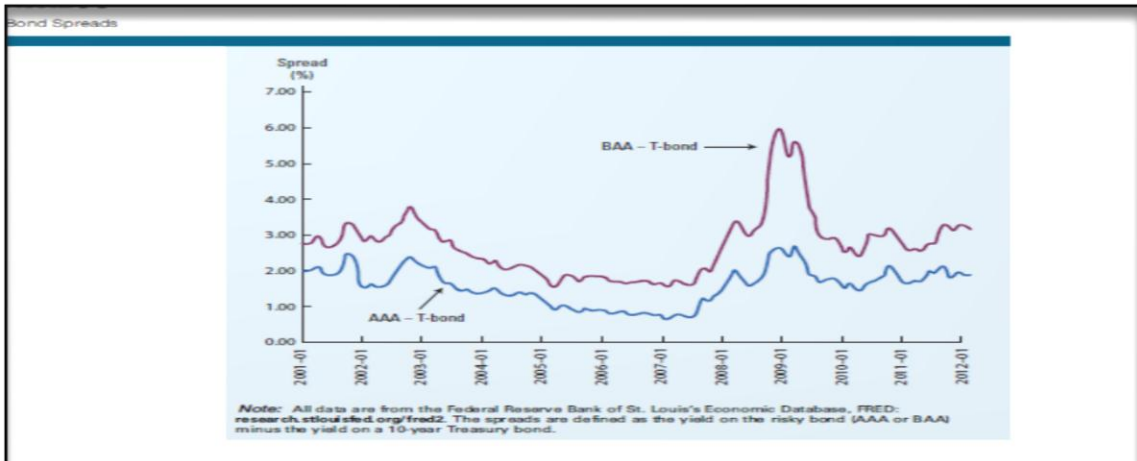
وهناك ثلاثة اتجاهات لحالة مشاهدة (مراقبة) التدرج وهي (زعتري و عرنوص، 2011: 156-155)

إيجابي: تشير إلى احتمال رفع درجة التدرج الائتماني.

سلبى: تشير إلى احتمال تخفيض درجة التدرج الائتماني.

تطور: تشير إلى إمكانية رفع درجة التدرج الائتماني أو تخفيضها أو تثبيتها.

ويلاحظ ان هناك علاقة عكسية بين تدرج السندات ومعدل العائد الذي يجب ان توفره للمستثمرين، حيث ان السندات ذات الجدارة الائتمانية والجودة العالية والتدرج الائتماني من الدرجة الاستثمارية توفر عائد اقل من سندات المضاربة ذات الجدارة الائتمانية والجودة الاقل (التدرج الائتماني الاقل) (Gitman & Zutter, 2012: 235) والشكل (1-2) يوضح العلاقة بين الهامش المطلوب من قبل المستثمرين والتدرجات الائتمانية.



الشكل (1-2) العلاقة بين الهامش المطلوب من قبل المستثمرين والتدرجات الائتمانية

SOURCES: Brigham , F. Eugene and Houston , Michael, Financial Management ,theory and Practice), south- western cengage. Learning inc ,14th ed ,2014 .P 216

يبين الشكل أعلاه هامش العائد بين مؤشر اصدارات الخزانة الامريكية لسندات تدرجها AAA لمدة 10 سنوات لفترة 2001- 2012 و هامش العائد لمؤشر سندات الخزانة تدرجها BAA. ويوضح ثلاث نقاط مهمة:-

أولاً: هامش العائد المطلوب لـ Baa دائماً أكبر من الهامش لـ AAA. وذلك لأن السندات Baa ذات مخاطر اعلى من السندات AAA، عليه يطلب المستثمرين في السندات Baa تعويض إضافي او ما يطلق عليه علاوة المخاطرة⁽¹⁾. ويشمل هذا كافة التدرجات الاخرى، حيث تطلب السندات ذات التدرجات في اسفل جدول عائدات أعلى. والجدول رقم(2-3) يبين العائد المطلوب على السندات المصدرة بحسب التدرجات حيث يلاحظ ان الدرجات الاستثمارية تتميز بانخفاض العائد المطلوب التي تراوحت بين (4.11% - 6.24%) مقارنة بالعائد المطلوب على درجة المضاربة وخاصة الدرجة (CCC) حيث كانت اعلى نسبة للعائد المطلوب بنسبة(9.98%).

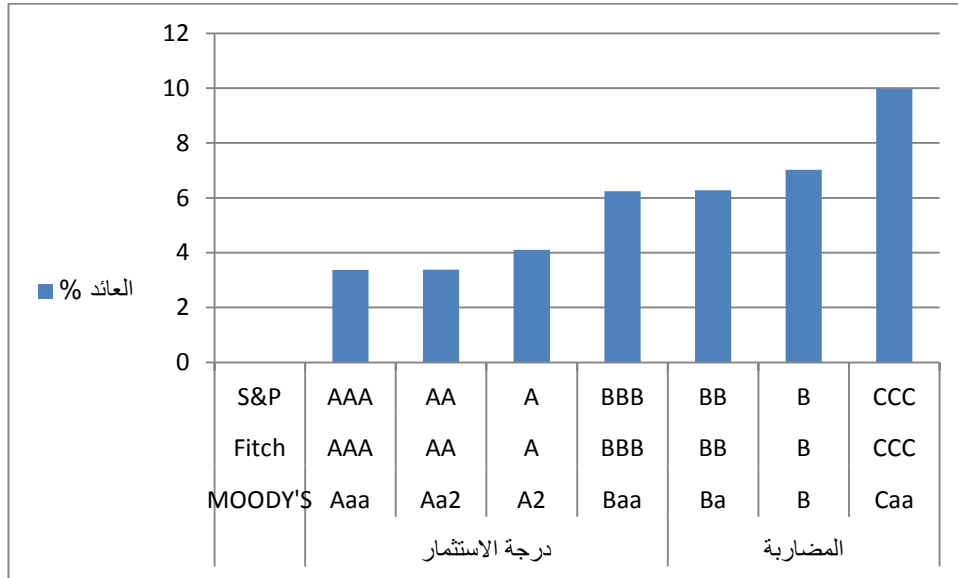
جدول (2-3)

العلاقة بين مستوى ودرجة المخاطرة الانتمائية والعائد المطلوب للمدة 2001-2012

العائد %	وكالات التدرج			مستوى المخاطرة الانتمائية
	S&P	Fitch	MOODY'S	
3.37	AAA	AAA	Aaa	درجة الاستثمار
3.38	AA	AA	Aa2	
4.11	A	A	A2	
6.24	BBB	BBB	Baa	
6.28	BB	BB	Ba	المضاربة
7.02	B	B	B	
9.98	CCC	CCC	Caa	

SOURCES: Brigham , F. Eugene and Houston, Michael,(Financial Management, theory and Practice), south- western cengage. Learning inc,14th ed, 2014: 212-213

(1)علاوة المخاطرة (Risk Premium): وهي عادة مكونة من عنصرين هما $(R_m - R_F)$ وهي علاوة مخاطرة السوق وهي تمثل العلاوة التي يستلمها المستثمر مقابل قبوله لمعدل مخاطرة موجودات محفظة السوق، أو هي عائد إضافي كتعويض عن المخاطرة وتزداد هذه العلاوة بازدياد المخاطرة وتقل بانخفاضها، أو هي ميل SML، الاختلاف بين العائد المتوقع لمحفظة السوق والعائد الخالي من المخاطرة. ويمكن كتابة المعادلة بالصيغة التالية (Ross, et.al, 2008: 308): $R_m = R_F + \beta (R_m - R_F)$.



الشكل (2-2) العلاقة بين التدرجات الائتمانية والعائد المطلوب

المصدر : اعداد الباحث اعتماداً على المصدر

SOURCES: Brigham, F. Eugene & Houston, Michael, Financial Management, theory and Practice, south- western cengage. Learning inc,14th ed ,2014: 212-213

ثانياً: الهوامش ليست ثابتة على مر الزمن. على سبيل المثال ننظر في هامش العائد المطلوب على السندات ذات التدرج AAA. كانت منخفضة بشكل استثنائي خلال سنوات الازدهار للاقتصاد الأمريكي من 2005-2007 ولكنها ارتفعت بشكل كبير مع تراجع الاقتصاد في عام 2008 و 2009، نتيجة الازمة المالية وازمة الرهن العقاري العام 2007 والتي اكدت الكثير من الآراء ان وكالات التدرج احد اهم الاسباب فيها، حيث منحت تدرجات من الدرجة الاستثمارية للرهن العقاري على الرغم من انها كانت تعاني من مشاكل كثيرة في عدم السداد.

ثالثاً: الفرق بين هامش العائد BAA وهامش العائد AAA ليست ثابتة على مر الزمن. حيث كانت الهوامش قريبة جداً من بعضها البعض في أوائل عام 2000 ولكن اصبحت متباعدة جداً في أوائل عام 2009. وبعبارة أخرى فإن المستثمرين في السندات ذات الدرجة (BAA) تطلب الكثير من العائد الإضافي عما هي عليه للسندات AAA بهدف تحفيزهم واتخاذ قرار تحمل المخاطر الإضافية لمعظم السنوات ولكن في عام 2009 علاوة المخاطرة كانت كبيرة جداً. ويمكن ان يسر ذلك نتيجة المخاطر التي تعرضت لها الأسواق المالية نتيجة الأزمة المالية (2007-2008).

ان الغرض من التدرج الائتماني هو ترتيب الاصدارات من حيث احتمال التخلف عن السداد، مع الاخذ بنظر الاعتبار السمات والخصائص لكل اصدار والقدرة المالية الحالية والمستقبلية والأداء التشغيلي. ومن المهم الإشارة الى ان التدرجات الائتمانية تعكس جودة الائتمان فقط ولا يتم تقييم المخاطر الاخرى(مخاطر اسعار الفائدة أو مخاطر السوق) التي ترتبط

مع الدين. حيث يختص التدرج بالتزام وإصدار محدد ولا يشمل التقييم الشركة المصدرة. (Fabozzi&Peterson,2003:510). كما ان للتدرج الائتماني دورا كبيرا في عملية صنع القرار من المستثمرين، وله تأثير كبير على أسعار الفائدة التي يدفعها المقترضين (Choudhry,2006:105). وتعد قدرة المصدر على الوفاء بتسديد فوائد الدين والاقساط المترتبة عليه احد اهم مؤشرات الجدارة الائتمانية التي تبنى عليها تقديرات التقييم (Hyleen & Östlund,2009:7). وتستند هذه التقديرات على الاعتبارات التالية (Eun-Resnck,2004: 163-165):(Standard & Poors,2016:4):

- 1- احتمالية التخلف عن السداد وقدرة ورغبة الملتزم فيما يتعلق بسداد الفوائد وسداد أصل القرض وفقا لشروط الالتزام
- 2- طبيعة وأحكام الالتزام(العقد) بين الطرفين.
- 3- الحماية التي يوفرها الالتزام في حالة الإفلاس أو إعادة التنظيم أو ترتيبات أخرى بموجب قوانين الإفلاس وغيرها من القوانين التي تؤثر على حقوق الدائنين.

كما يضيف كل من kaur و Kumar & Rao مجموعة اخرى من الاعتبارات تستند عليها التدرجات وهي:(kaur,2011:12)(Kumar&Rao ,2012:132)

- 1- حجم وتركيب الديون غير المسددة
- 2- استقرار التدفقات النقدية على مر الزمن.
- 3- نسب تغطية الفوائد وسيولة الشركة .
- 4- قيمة الموجودات والتعهدات الضامنة للأدوات المالية المصدرة وأولويات المطالبة على هذه الموجودات .

ان التدرجات الائتمانية تسمح لكل مستثمر نشطاً كان او خاملاً التحقق بصورة مباشرة من امكانية او احتمالية تخلف الشركات عن السداد للالتزامات المالية عند الاستحقاق ، وذلك من خلال الدرجات التي تقوم الوكالات بتعيينها للإصدارات وتجعلها متاحة للمتعاملين في السوق، ومن خلالها يمكن للمستثمر ان يقيم الجدارة الائتمانية للإصدار (Berk & Demarzo,2014: 187). كما و تعد التدرجات الائتمانية واحدة من الخدمات المالية القائمة على الرسوم التي توفرها شركات ووكالات متخصصة مثل (S&P) و(Moody's)، وتساهم هذه التدرجات بتحقيق نوع من الموثوقية في ادوات الدين التي تصدرها الشركات، وعادة ما تحدد رغبة المستثمر في الورقة المالية، كونها تساعد في خفض عدم التماثل المعلوماتي بين المستثمرين (Cooke , Baily, 2015:1). بالإضافة الى ذلك فإن الشركات التي ترغب في الحصول على تمويل لزيادة رأس المال عن طريق اصدار السندات عليها الحصول على تدرج ائتماني. حيث يؤدي الحصول على تدرج ائتماني عالٍ الى خفض كلف التمويل ، لانخفاض الفوائد التي تدفعها الشركة على القرض خاصة عند الحصول على درجة استثمارية ، كما تزيد من عدد المستثمرين الراغبين بشراء السندات المصدرة (Paramasivan & Subramanian,2009:216). كما ان الوكالات والشركات الاستشارية والمصارف وضعت مجموعة متنوعة من الطرق لقياس خطر حدوث تغيير في الائتمان او تخلف عن السداد، واحدة من الطرق المهمة والاكثر استخداماً هو النظر في

الاثار المحتمل للتغيرات في تدرجات السندات ، حيث تنشر بشكل دوري على شكل جداول معلومات عن الاصدارات المُدرجة كيف أنها تتغير مع مرور الوقت ويسمى هذا الجدول مصفوفة تقييم الانتقال، او جدول تقييم هجرة التدرج. الجدول مفيد للمستثمرين لتقييم احتمال تغيير التدرج، استنادا إلى تجارب من الأوراق المالية وهو متاح لفترات مختلفة من الزمن (Brealey) (593: Myers, et,al, 2011) ، والجدول رقم (2-4) يمثل مصفوفة انتقال الدرجات الائتمانية للفترة (1970-2014)

الجدول (2-4)

مصفوفة انتقال (هجرة) التدرجات لسندات البلدية للمدة (1970-2014)

Average One-Year Rating Transition Rates, 1970-2014, Municipal vs. Corporate Issuers									
From/To:	Aaa	Aa	A	Baa	Ba	B	Caa-C	Default	Withdrawn
Municipal Issuers									
Aaa	94.71%	1.59%	0.15%	0.04%	0.01%	0.00%	0.00%	0.00%	3.50%
Aa	0.42%	95.58%	1.46%	0.04%	0.01%	0.00%	0.00%	0.00%	2.48%
A	0.03%	1.73%	92.95%	0.68%	0.07%	0.01%	0.00%	0.00%	4.52%
Baa	0.02%	0.04%	1.61%	91.16%	0.58%	0.06%	0.01%	0.01%	6.51%
Ba	0.05%	0.07%	0.47%	4.45%	82.23%	3.01%	0.55%	0.27%	8.89%
B	0.00%	0.12%	0.63%	1.73%	4.00%	79.05%	4.70%	2.83%	6.94%
Caa-C	0.00%	0.00%	0.27%	0.77%	1.51%	2.34%	74.70%	7.40%	13.01%

Sours :US Municipal Bond Defaults and Recoveries, 1970-2014, Moody's, JULY24, 2015

من الجدول أعلاه يمكن ان نلاحظ ، ان المتوسط على مستوى السنة الواحدة للاستثمار في سندات البلديات ذات الدرجة الاستثمارية "Aaa" مازال امناً، حيث ما نسبته (94.71 %) من هذه السندات مازالت في هذه الدرجة ، وحتى وان كان هناك انخفاض في الدرجة فإنه ينتقل الى الدرجة الاستثمارية (Aa) بنسبة (1.59 %) وهي نسبة قليلة جداً من هذه السندات بينما نسبة انتقال السندات الاستثمارية الى سندات المضاربة هي تقريباً (0 %). وعند الانتقال الى الدرجة "Baa" فيلاحظ في الصف الرابع ان معدل الاستثمار فيها مازال اقل نسبة مخاطرة ، حيث مازالت نسبة(91.16 %) من هذه السندات باقية في نفس الدرجة الائتمانية .

مصفوفة انتقال (هجرة) التدرجات لسندات الشركات للمدة (1970-2014)

Average One-Year Rating Transition Rates, 1970-2014, Municipal vs. Corporate Issuers									
From/To:	Aaa	Aa	A	Baa	Ba	B	Caa-C	Default	Withdrawn
Corporate Issuers									
Aaa	87.34%	8.13%	0.62%	0.00%	0.03%	0.00%	0.00%	0.00%	3.87%
Aa	0.89%	84.55%	8.45%	0.50%	0.07%	0.02%	0.01%	0.02%	5.50%
A	0.05%	2.41%	86.14%	5.54%	0.54%	0.11%	0.04%	0.06%	5.12%
Baa	0.04%	0.16%	3.96%	85.42%	3.84%	0.71%	0.16%	0.16%	5.55%
Ba	0.01%	0.05%	0.33%	5.60%	75.78%	7.33%	0.65%	1.00%	9.27%
B	0.01%	0.03%	0.11%	0.29%	4.42%	73.57%	6.62%	3.45%	11.51%
Caa-C	0.00%	0.01%	0.02%	0.09%	0.36%	7.80%	65.02%	14.12%	12.58%

Sours:US Municipal Bond Defaults and Recoveries, 1970-2014, Moody's, JULY24, 2015

من الجدول أعلاه يمكن ان نلاحظ ، ان المتوسط على مستوى السنة الواحدة للاستثمار في سندات الشركات ذات الدرجة الاستثمارية "Aaa" مازال امناً ، حيث ما نسبته (87.34 %) من هذه السندات مازالت في هذه الدرجة ، وحتى وان كان هناك انخفاض في الدرجة فإنه ينتقل الى الدرجة الاستثمارية (Aa) بنسبة (8.13) وهي نسبة قليلة جداً من هذه السندات بينما نسبة انتقال السندات الاستثمارية الى سندات المضاربة هي تقريباً (0 %). وعند الانتقال الى الدرجة "Baa" فيلاحظ في الصف الرابع ان الاستثمار فيها مازال اقل نسبة مخاطرة، حيث مازالت نسبة (85.42 %) من هذه السندات باقية في نفس الدرجة الائتمانية.

وعليه فمن خلال هذه الجداول التي توفرها وكالات التدرج الائتماني وتكون متاحة للجميع على مواقع الوكالات وبدون تكاليف ، فإن المستثمر يستطيع دراسة السندات التي يمكن ان تكون اقل مخاطرة من حيث الاستثمار ، ويستطيع المفاضلة واتخاذ القرار الاستثماري. حيث يلاحظ ان هناك فروقات في التغيرات للتدرجات الائتمانية بالنسبة للسندات التي تصدرها البلدية عن تلك التي تصدرها الشركات ، حيث لوحظ ان نسبة بقاء السند في الدرجات الاستثمارية لسندات البلدية اعلى منه لسندات الشركات حيث كانت لسندات البلدية (94.71%) ، بينما كانت للشركات بنسبة (87.34%) ، وكذلك كانت نسبة خفض الدرجات الائتمانية لسندات البلدية اقل من سندات الشركات ، حيث كانت نسبة السندات التي تم خفض درجتها الائتمانية لسندات البلدية من (Aaa) الى (Aa) كانت (1.59%) بينما كانت لسندات الشركات (8.13%) ، وهذا يشير الى ان الاستثمار في سندات الشركات اكثر مخاطرة ، ومن ثمَّ يتطلب ان تكون الفوائد التي تدفع عن هذه السندات اعلى من تلك التي تدفع لسندات البلدية بهدف تشجيع المستثمرين على شراءها .

ثانياً : أهمية التدرجات الائتمانية

تستخدم التدرجات الائتمانية من عدد كبير من المتعاملين في الاسواق المالية (المستثمرين، الوسطاء ، مصدري الاوراق المالية ، الشركات والمؤسسات المالية ، الحكومات)، وكل من هذه الاطراف لها استخدام خاص وهدف من التدرجات الائتمانية. فالمستثمرون يستخدمون التدرج الائتماني للمساعدة في تقييم المخاطر ومقارنة الاصدارات المختلفة ومصدري هذه السندات عند اتخاذ القرار الاستثماري وإدارة المحافظ الاستثمارية. أما الوسطاء مثل المصارف الاستثمارية تساعد في تسهيل تدفق رؤوس الاموال من المستثمرين الى المصدرين، حيث يستخدمون التدرج لتحديد معايير المخاطر النسبية وتحديد السعر الاولي للإصدار، بالإضافة الى ذلك تحديد اسعار الفائدة على الاصدار. أما الشركات والمؤسسات المالية قد ترغب في استخدام التدرج الائتماني لتقييم مخاطر الطرف المقابل، الخطر المتمثل في التخلف عن السداد (Ostlund,Hyleen, 2009:9) (Sumit, et al, 2015:1). وقد ازداد دور وأهمية وكالات التدرج الائتماني في السنوات الاخيرة حيث اصبحت تؤدي دوراً مهماً في النظام المالي الدولي لتخصيص رأس المال، وهناك عاملان مهمان ساعدا على ذلك وهما (Asgharian,2005,25).

الأول: الغاء دور الوسطاء: ادت المصارف دوراً مركزياً في تخصيص رأس المال، عبر قدرتها على تجميع الاموال من اصحاب الدخول الفائضة (المقرضين) وتحويلها الى اصحاب العجز (المقترضين)، ومع التوسع في الاسواق المالية وتراجع دور المصارف في

العمل كوسطاء تنامي دور صناديق التقاعد وصناديق الاستثمار. و من ثم أدى ذلك الى زيادة الطلب على المعلومات وخاصة تلك التي تقدمها وكالات التدرج الائتماني والتي تتعلق بالمخاطر الائتمانية .

الثاني: العولمة: قبل تنامي دور الأسواق المالية في العالم الغربي لعبت الحكومات دوراً مهماً في تخصيص رأس المال، إلا انه بعد التطورات الهامة في الاسواق المالية الدولية وتكامل تلك الاسواق وانخفاض دور الحكومات في تخصيص رأس المال، بدأت الشركات الدخول الى الاسواق الدولية، العلاقات الائتمانية الدولية وتكامل الاسواق المالية يعتمد بشكل كبير على المعلومات التي توفرها وكالات التدرج الائتماني.

وتظهر اهمية التدرجات الائتمانية من خلال:

- 1- تدرج سندات الشركة له تأثير مباشر على تسويقها ومعدل اسعار الفائدة المطلوبة (Reilly, Brown, 2006: 704).
- 2- التدرجات الائتمانية تؤدي دوراً مهماً في أسواق رأس المال الحديثة وأحد الأسباب الرئيسية وراء هذا التوسع في نطاق وحجم تطبيق التدرج الائتماني الخارجي هو أن أسواق المال تؤدي دوراً متزايداً في تمويل الحكومات والشركات وهذا الاتجاه الذي من المرجح أن يستمر لسنوات قادمة مع خضوع البنوك لمتطلبات رأسمال أعلى للسماح لها التوسع بالإقراض (وفقاً لمتطلبات لجنة بازل 2-3). (EUROPEAN COMMISSION, 2015:1).
- 3- تقوم وكالات التدرج الائتماني بإجراء فحص شامل للأوراق المالية قبل بدء النشاط التجاري، وإشراك وكالة متخصصة في هذه المهمة يزيد من مصداقية العملية، وهكذا التدرجات بمثابة المعيار الموضوعي للمتعاملين في السوق للمساهمة في اتخاذ قرارات البيع و الشراء. (Jain & Sharma, 2008:3).
- 4- تسهم في سرعة اتخاذ القرار الاستثماري من قبل المستثمر من خلال توفير كافة المعلومات والبيانات العامة والخاصة التي يحتاجها لاتخاذ القرار الاستثماري، بدل القيام باستخدام قدراته الذاتية لتحليل وتقييم الشركة المصدرة، الذي يمكن ان يأخذ وقتاً بسبب: (Cooke & Bailey, 2015:11)
 - أ- عدم توفر القدرة والإمكانات لدى المستثمر على اجراء التحليلات .
 - ب- عدم القدرة في الحصول على المعلومات الخاصة والمهمة عن نشاطات الشركة التي تساعد في اكمال التحليلات .

ثالثاً: وكالات التدرج وأهميتها في الاسواق المالية

ساهم ارتفاع حجم الصفقات التجارية الى الطلب المتزايد على التمويل والائتمان الذي بدوره يتطلب معلومات دقيقة وسريعة لتحديد قدرة المقترضين على السداد (Ferri & Li, 2002:3)، بالإضافة الى ذلك أدت حاجة المستثمرين والمقترضين لسد فجوة المعلومات بينهم وتوفير معلومات سهلة الفهم وموجزة وموثقة عن المخاطر الائتمانية في اقراض الشركات

والحكومات والأفراد الى ظهور خدمات المعلومات المالية في منتصف القرن التاسع عشر، والتي استخدمت بدورها لإنشاء وكالات التدرج الائتماني (Credit Rating Agencies) (Cooke & Bailey, 2015:1). لذا اصبح من المهم دراسة وتحليل دور وكالات التدرج الائتماني لما لها من تأثير في سوق الائتمان الذي اصبح اكثر قوة منذ العام 1970 وأصبح القوة الدافعة في مجال التمويل من حيث حجم التمويل والربحية .

1- مفهوم وكالات التدرج الائتماني :

تُعرف وكالات التدرج الائتماني Credit Rating Agencies (CRA) بأنها شركات خاصة تقدر وتقيم الجدارة الائتمانية للمقترضين، شركات ومصارف وشركات التأمين، والولايات والحكومات ذات السيادة، فضلا عن الأدوات المالية (السندات والقروض والمنتجات المالية المهيكلة مثل التزامات الدين المضمونة) (Kruck, 2011:1). 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 (White,2009:3). وعرفت ايضا بأنها شركات خاصة مستقلة تقوم بتحليل احتمال التخلف عن السداد وتقديم المعلومات والآراء الى الجمهور عن ادوات الدين (السندات) التي تصدرها الشركات او الحكومات (Fabozzi,2009:508)، ويشار إلى المنظمات التي تعترف الحكومة الأمريكية بتقييماتها والتي يمكن استخدامها لأغراض الاستثمار على أنها "منظمات التدرج الإحصائي المعترف بها وطنيا"(NRSROs). وتعد مصدراً مهماً للمعلومات للمستثمرين Gopalan & Song, et,2009;2). كما عرفت وكالات التدرج الائتماني بأنها شركات تعمل وفق ميثاق شرف خاص ورقابة وتقوم بإصدار تدرج (مقياس حرفي او رقمي للجدارة الائتمانية) يعبر عن رأيها بالملاءة المالية للشركات والحكومات وإصداراتها من الأوراق المالية ومدى قدرتها على سداد التزاماتها المالية في مواعيد الاستحقاق (بورسلي،2008:2).

ان الدور الرئيس الذي تقوم به الوكالات والمتمثل بنقل الاراء والأحكام والمعلومات عن الجدارة الائتمانية لأدوات الدين والجهات المصدرة لها تسهل عمل الاسواق المالية ومعالجة التباين في الحصول على المعلومات بين المستثمرين (Creighton,Gower,e,t,2004:1). 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 (Gitman & Zutter,2014:235). وتقوم وكالات التدرج بمراجعة مستمرة للآثار المترتبة على اي معلومات جديدة يمكن ان تؤثر على تقييم الشركة وتنتشر كم هائل من التدرجات الائتمانية في مواقعها على الانترنت وفي وسائل الإعلام ذات الصلة وتكون متاحة في الأسواق المالية مجاناً (Sok,2012;11). وبناء على التقييمات التي تقوم بها وكالات التدرج تقوم بنشر آراءها للدلالة على جودة الائتمان الى المستثمرين للإطلاع وتقييم السندات المصدرة من حيث المخاطرة والعائد، ومن ثمّ تساهم وتسهل اتخاذ القرار الاستثماري (Horne & Van Wachowicz,Jr,2013:529).

ان وكالات التدرّيج من حيث الاعتراف بها من قبل السلطات التنظيمية نوعين، فهي اما وكالات تدرّيج ائتماني معترف بها او وكالات تدرّيج ائتماني غير معترف بها من السلطات المحلية في كل بلد، وحصلت فقط خمس وكالات تدرّيج ائتماني على هذا الاعتراف في الولايات المتحدة الثلاث الاولى هي (Fitsh S&P, Moody's) والرابعة (A.M Best) وهي شركة خاصة بالتدرّيج الائتماني لشركات التأمين والخامسة شركة كندية (Dominin Bond Rating Service) وهي الوكالة الوحيدة غير الامريكية المعترف بها داخل الولايات المتحدة. (Elkhoury, 2008:1) فضلاً عن ذلك فإن الاعتراف القانوني الذي تحصل عليه اي وكالة لا بد ان يترافق مع ثقة المصدرين والمستثمرين، حيث ان دخول وكالات جديدة الى السوق قد يواجه المنافسة الشديدة من الوكالات الكبرى القائمة والتي لديها القدرة على كسب ثقة المتعاملين، بالتالي ادى ذلك الى ان الوكالات الصغيرة التي ظهرت في العالم لم تقوى على المنافسة فتم شراءها او الاستحواذ عليها من قبل وكالات اخرى وخاصة الثلاث الكبرى، التي اصبحت تحتكر حوالي 95% من نشاط التدرّيج في العالم (Benjamin,2008:9)، وعليه فإن نشاط التدرّيج الائتماني من حيث المنظور التسويقي يعد سوق احتكار قلة، الذي بدوره اثر على الثقة في التقييمات التي تصدرها هذه الوكالات مع الحماية القانونية التي تتمتع بها الوكالات من المقاضاة القانونية عن الخطأ في التقييمات. اذ ان الآراء التي تصدرها وكالات التدرّيج الائتماني معفاة من المسؤولية بموجب قانون الاوراق المالية لعام 1933 الباب 11(قطاع المسؤولية) (Asgharian, 2005:24) واللائحة FD الخاصة بكشف الدخل من قبل لجنة الاوراق المالية الامريكية الصادرة في العام 1999 وقانون اصلاح وكالات التدرّيجات الائتمانية في العام 2006. والتي تتضمن وضع قيود على الحقوق الخاصة في اتخاذ اجراءات ضد وكالات التدرّيج (European Commission, 2011:7).

وتؤكد وكالات التدرّيج الائتماني ان التقييمات التي تصدرها هي مجرد آراء حول مخاطر الائتمان ولا 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 تدرّيجاتها ليست سوى آراء يحميها القانون ولها الحق في حرية التعبير، وتسعى وكالات التدرّيج الائتماني لنفي المسؤولية القانونية لتدرّيجاتها، والتي تعد واحدة من أسباب "عدم المسألة (المسألة التي تقام ضد وكالات التدرّيج الائتماني في المحاكم وهو ما يشكل عقبة كبيرة جدا للمدعين ضد الوكالات) (20: Kruck, 2011). كما ان وكالات التدرّيج الائتماني شركات خاصة تهتم بالدرجة الاولى في تعظيم الارباح الخاصة والمصدر الرئيسي لدخل وكالات التدرّيج الائتماني (حوالي 80 إلى 95 بالمائة من دخلها الإجمالي) تأتي من رسوم التدرّيج المدفوعة من قبل الشركات المصدرة للسندات لاستقطاب والحصول على التدرّيج. (SEC, 2010:3) (Kruck,2011:22)، ومع ذلك فأنها تهتم ايضاً بالسمعة والجودة العالية والخبرة الممتازة والموضوعية والتي هي امر مهم جداً لأداء اعمالها، وان السعي لتحقيق المصلحة الخاصة لها يمكن ان يعود بالفائدة لجميع المتعاملين في السوق المالي من خلال قدرتها على المراقبة والإشراف التي تساهم في تحقيق هدفين مهمين وهما (Kruck,2011:28).

أ. ارتفاع مستوى الشفافية وارتفاع كفاءة السوق، وذلك عبر امتياز الوصول الى المعلومات الداخلية للكشف عن المعلومات المهمة في شكل درجات الى المستثمرين، او ما يعرف بعملية (تقب الضباب Fog hole)، الذي بدوره يساعد على حماية مصالح المستثمرين.

ب. تساهم وكالات التدرج في استقرار السوق المالي، لأنها من خلال انتاج ونشر التدرجات تساهم في الحد من الشكوك والحد من المخاطر النظامية في النظام المالي، خاصة مع مراقبة اداء السوق الجادة، حيث يمكن ان يعد اداء وكالات التدرج الية للحد والوقاية من الازمات المالية.

ان وكالات التدرج الائتماني تقوم ببناء اراءها على المعلومات العامة من خلال البيانات والمعلومات العامة التي تنشرها الشركات سنوياً، والخاصة من خلال المعلومات التي تحصل عليها من المطلعين ومن داخل الشركة اثناء الاجتماعات التي تعقدها مع ممثلي الشركات قبل القيام بمنح الدرجة الائتمانية للإصدار (Taib, et al.2011:7)، كما ان دورها في تقييم المخاطر يتطلب توفر كافة المعلومات عن النشاطات التي تقوم بها الشركات والبيانات الكمية والنوعية والمعلومات العامة والخاصة، وذلك يمثل معلومات قيمة للمستثمرين، حيث يوفر دليلاً على الكفاءة القوية للسوق المالي، و من ثم يوفر امكانية المراجعة في اتخاذ القرار الاستثماري (Timmermans, 2012:1) (Haugen, 2001: 575).

2- نشأة وكالات التدرج وتطورها

تعود بداية انتشار مفهوم التدرج الائتماني الى منتصف القرن التاسع عشر تزامناً مع ظهور شركات خدمات المعلومات الائتمانية، اذ ظهرت ثلاثة انواع من المنشورات والتقارير التي مكنت المستثمرين من اتخاذ القرارات الاستثمارية، وهي الصحافة المالية المتخصصة ووكالات تقارير الائتمان، والبنوك الاستثمارية، الهدف منها تنبيه المستثمرين الى ضرورة الاطلاع الى مخاطر التخلف عن السداد التي يمكن ان تتعرض لها الشركات و من ثم امكانية فقدان المستثمرين لأموالهم (Kaur,2011:21). وكان من أوائل المطبوعات التجارية المتخصصة في السجل الأمريكي جريدة للسكك الحديدية بدأت نشاطها في العام 1832، اذ قام هنري بورز بتحويلها إلى منشور للمستثمرين في السكك الحديدية عندما أصبح رئيس تحريرها في العام 1849. من أجل سد فجوة نقص المعلومات وفي نهاية المطاف كون شركته الخاصة ، التي شرعت في جمع الإحصاءات المالية عن شركات السكك الحديدية في الولايات المتحدة. وبدأت نشر نتائجها سنوياً في عام 1868 باعتباره دليل على خطوط السكك الحديدية في الولايات المتحدة (M. Langohr & T. Langohr,2008: 3

اما وكالات التدرج المتخصصة في نشر المعلومات الى المستثمرين ، فان اول ظهور لها كان في الولايات المتحدة الأمريكية ، عندما برزت اول وكالة تدرج عام 1841 تحت مسمى (the Mercantile Agency) ، و جاء ظهورها كرد فعل للازمة المالية التي حدثت في العام 1837 لضعف انتقال المعلومات بين المتعاملين في السوق. هذه الوكالة كانت عبارة عن شبكة من الوكلاء تقوم بجمع المعلومات عن السمعة التجارية والجدارة الائتمانية للشركات في جميع أنحاء الولايات المتحدة وتبيع خدماتها للمشاركين (Kaur,2011:21).

وتأريخياً نشرت وكالة Moody's للتدريج الائتماني أول تقييم ائتماني في العام 1909، حيث قامت بتقييم سندات شركة السكك الحديدية الأمريكية ونالت 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 تبني التدرجات على المستثمرين في كتيبات صغيرة سميكة ويقوم المستثمرون بدفع الاموال مقابل الحصول على هذه الكتيبات (Timmermans, 2012:10) (Altman, 1991:1). وفي العام 1929 أصبحت وكالة Moody's للتدريج الائتماني مسؤولة عن تقييم و تدريج (50 حكومة) تقوم بإصدار سندات الإقراض دولياً (Sok, 2012:2). وانتشرت الوكالات بسرعة كبيرة في فترة التسعينات لتصل في العام 1999 إلى حوالي (150) وكالة وتعددت نطاقها أيضاً ليصبح هناك وكالات محلية وإقليمية وعالمية، إلا أن أبرز وكالات التدريج الائتماني التي يتم اتباعها عالمياً هي ستاندر أند بورز (S&P) (Standard & Poor's) وفيتش (Fitch Rating) و Moody's (Moody, S Credit Ratings) (Creghton & Gower, e,t, 2004:1)، (Brigham,) (Ehrhardt, 2012:212).

ومما يشار اليه انه عند بداية شركة (Moody's) اصدار التدرجات الائتمانية في العام 1909 كان النموذج المتبع في التعامل هو (المستثمر يدفع)، اذ يقوم المستثمر الراغب في شراء سندات شركة معينة بدفع المبالغ المترتبة لشركات التدريج للحصول على تقييمات الشركات المصدرة قبل اتخاذ قرار الاستثمار. مع هذا النموذج واجهت وكالات التدريج الائتماني مشاكل ما يعرف بإعادة بيع المعلومات (Re-sale information)، اذ ساعد انتشار ماكينات النسخ في السبعينات إلى انخفاض عوائد هذه الوكالات، وذلك أن تقريراً واحداً يتم شراؤه يمكن نسخه مئات المرات وتوزيعه على الراغبين بدلاً من القيام بشراء تقرير خاص لكل مهتم، وأدى ذلك في العام 1970 الى قيام وكالات التدريج بتغيير نموذج عملها حيث تحصل على أجرها من مصدري السندات أنفسهم وليس من المستثمرين نموذج المصدر يدفع (Source pays)، (Asgharian.) (2005:21). وبموجبه تقوم الشركة المصدرة للسندات بدفع قيمة التدرجات التي تصدرها الوكالات بناء على طلب الجهة المصدرة، إلا ان هذا النموذج فتح الباب امام مشاكل اخرى وخاصة تلك المتعلقة بتضارب المصالح بين الوكالة والشركات المصدرة. اذ تقوم الوكالات بإصدار تقييمات بما يتوافق بين مصالحها الخاصة للاحتفاظ بالشركة مستقبلاً كمتعامل مستمر وبين رغبة الشركة المصدرة بالحصول على درجة عالية بهدف خفض كلفة التمويل من خلال دفع فوائد اقل عن الدين (White, 2009:3)، وفي العام 2004 نشرت المنظمة الدولية لهيئات الاوراق المالية (IOSCO) (International Organization of Securities Commissions) مدونة لقواعد السلوك وقعت عليها المؤسسات المالية ومن بينها وكالات التدريج الائتماني، وكان من اهم الشروط الواردة فيها الزام هذه المؤسسات بتقديم 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). كذلك بدأت لجنة الاوراق المالية (SEC)،

في العام 2009 تعديل انظمتها لوكالات التدرج الائتماني بهدف تعزيز الكشف عن احصاءات الاداء ومنهجيات التدرج والكشف في مواقعها على الانترنت لعينة من اجراءات التدرج لكل فئة من فئات التدرج الائتماني، كما بدأت فرض قيود اضافية على الانشطة التي يمكن ان تولد تضارب مصالح. (مثل الحظر على وكالات التدرج تقديم المشورة الى الجهات المصدرة التي تقوم بتدرج اصداراتها). كما تمت الموافقة على قانون تنظيم وكالات التدرج الائتماني في اوربا في العام 2009 من قبل البرلمان الاوربي، حيث على جميع وكالات التدرج التي ترغب في طرح وتدرج لشركات في السوق الاوربية الحصول على موافقة للتسجيل من قبل لجنة الاوراق المالية الاوربية (CESR) (Kaur,2011:26).

ان الفلق الذي واجهته لجنة الاوراق المالية الامريكية (SEC) (Securities and Exchange Commission) هو الخوف من وهمية بعض التدرجات التي تصدرها هذه الوكالات حيث ان منح درجة (AAA) الى شركات معينة قد لايعني بالضرورة انها قادرة على الوفاء بالتزام الفوائد واصل الدين، بالإضافة الى ان منح درجة (DDD) لايعني بالضرورة ان الشركة تواجهه مخاطر عدم السداد، و من ثمّ عدم قدرة المستثمر على مقاضاة هذه الوكالات لتمتعها بالحماية القانونية(عبد الرحمن،2016:4). ولحل هذه الاشكالية قامت لجنة الاوراق المالية الامريكية في العام 1975 بتحديد المعايير الواجب توفرها في وكالات التدرج الائتماني لتكون وكالة تدرج احصائية معترف بها وطنياً NRSROs (Nationally recognized statistical rating organizations) لضمان مصداقية وموثوقية التدرجات الائتمانية التي تصدرها (White,2010:213). وفي السنوات الاخيرة من القرن العشرين بدأت الأنظمة الدولية للتدرج بالتطور والتوسع في دول اخرى مثل اليابان، أستراليا، كندا، الهند، وفرنسا. الصين، البحرين، كوريا، الفلبين، ماليزيا، المكسيك. كما دخلت الوكالات الثلاث الرئيسة في عدد من المشاريع المشتركة مع مختلف المؤسسات المحلية في البلدان الأوروبية. على سبيل المثال كان ل (S&P) مشروع مشترك (الآن مملوكة بالكامل) في السويد للتقييم السيادي في الدول الاسكندنافية. كما أن لديها ملكية 50% في وكالة التدرج الفرنسية، (ADEF)-(S&P)، فضلاً عن ذلك فإن Moody's تملك مكاتب في لندن وباريس وفرانكفورت وطوكيو وسيدني (Kurk,2011:23). الملحق رقم (1) يبين وكالات التدرج العاملة في دول العالم المختلفة.

وفي الوقت الحاضر تسيطر على 95% من سوق التدرجات الائتمانية ثلاث وكالات امريكية وهي:-

1. وكالة ستاندرد اند بوز Standard & Poor's (S&P)

وتعد من أبرز وكالات التدرج الائتماني ومقرها في الولايات المتحدة، و يعود تاريخ الشركة إلى سنة 1860 مع اصدار هنري فارنم بور كتابا عن تاريخ السكك الحديدية في الولايات المتحدة، وكان هذا الكتاب محاولة لجمع معلومات كاملة عن الوضع المالي والتشغيلي لشركات السكك الحديد في الولايات المتحدة (standardandpoors,2011:2)(Asgharian,2005:30) وأنشأ هنري مع ابنه وليام شركة باسم H.V. & H.W. Poor Co. وقاما بنشر الدليل بعد تحديثه عام 1886. وفي 1906 أسس لوثر لي بليك (Standard Statistics Bureau) مكتب

الاحصاءات المسمى (ستاندرد ستانستيكس بيرو) بهدف توفير المعلومات المالية عن شركات خارج نطاق سكك الحديد، واستخدم فيها بطاقات (5x7") كمييار احصائي بدلا من نشر الكتاب السنوي، مما يسمح بظهور تحديثات كثيرة التواتر. وتعد اليوم رائدة في تنظيم التدريجات الائتمانية والناشر الرئيسي لخدمات المعلومات والبحوث المالية في الولايات المتحدة والتزاماتها الخارجية وديون الشركات والبلديات، وحتى العام 1966 كانت (S&P) شركة مساهمة يملكها الجمهور العام ، عندما قامت مجموعة شركات (Mc Graw-Hill Companies) بشرائها ولا تزال تمتلكها. (standardandpoors/ ratings,2012;3). وفي العام 1941 اندمجت كل من شركتي Poor's و Standard Statistics مكونة شركة ستاندرد أند بورز S&P. واشترت S&P حصة في وكالة فيتش لخدمة المستثمرين (Fitch Investors Service) وقامت الوكالتان بدمج رموز التدريجات التي تستخدم في جميع انحاء العالم ، و التي طُوِّرت بواسطة فيتش وأدرجت في تدريجات S&P عام 1961. ولدى S&P مكاتب في 23 بلداً منتشرة حول العالم . كما ان ستاندرد اند بورز معروفة على نطاق واسع بامتلاكها واحد من أهم مؤشرات أسهم كبريات الشركات الأمريكية المتبعة على نطاق واسع و هو مؤشر (S&P 500)، وتقوم وكالة S&P بإجراء 127 تدرجاً ائتمانياً سيادياً حول العالم، من خلال تقويم القدرة المالية لحكومات هذه الدول ورغبتها في الوفاء بديونها بشكل كامل وفي الوقت المحدد، (standardandpoors./ratings, 2012:3). ونمت منهجيات ومعايير التدرج التي تستخدمها الشركة مع تطور وطرح منتجات مالية جديدة، حيث كانت اول وكالة تدرج تقييم الجدارة الائتمانية والقدرة على الوفاء لشركات التأمين والضمانات المالية (1971)، السندات المدعومة بالرهن العقاري (1975)، صناديق الاستثمار (1983)، الاوراق المالية المدعومة بالموجودات (1985) (standardandpoors/ ratings,2012:3)، وفي 28 أبريل 2016، تم تغيير اسم (S&P) للتدرج الائتماني إلى (S&P) العالمية للتدرج الائتماني (standardandpoors/ ratings, 2016:1) .

2. وكالة Moody's لخدمة المستثمرين Moody's Investment Service

تعد Moody's من أهم وأقدم وكالات التدرج الائتماني، ويعود تاريخها الى عام 1909 عندما أسس جون مودي (Jone Moody) الشركة ونشرت Moody's اولى تدريجاتها عندما صنفت قروض شركة السكك الحديدية الامريكية. (Moody's,2008:6)، يقع مقرها في الولايات المتحدة. وفي عام 1914 تأسست Moody's لخدمات المستثمرين Moody's Investment Service. وقبل العام 1924 غطت تقييمات Moody's نحو 100% من سوق السندات في الولايات المتحدة. واستولت شركة (Dun and Bradstreet Corporation (D&B) على Moody's في عام 1962. ووسعت Moody's تدريجاتها في عام 1970 لتشمل سوق الاوراق التجارية والودائع المصرفية وفي العام نفسه بدأت وكالات التدرج الائتماني (CRA) وبما فيها Moody's بفرض رسوم على الجهات المصدرة . ووكالة Moody's هي جزء من مؤسسة Moody's NYSE:MCO التي تقدم برمجيات متقدمة وخدمات استشارية وبحثية لتحليل الائتمان والبحوث الاقتصادية وإدارة المخاطر المالية، ويعمل فيها نحو 4700 موظف في مختلف فروعها منهم اكثر من 1000 محلل ائتماني وتحافظ على وجودها في 27 بلداً وتستفيد منها اكثر من 2400 مؤسسة (Asgharian,2005:30).

3. وكالة فيتش للتدريج Fitch Rating

تأسست وكالة فيتش للتدريج Fitch Rating وشركة فيتش للنشر (Fitch Publishing Company) في عام 1913 من قبل (John Knowles Fitch). وتمتلك (Fitch Rating) مقرين رئيسيين للإدارة العامة في نيويورك ولندن فضلا عن 51 فرعا منتشرة حول العالم. وهي جزء من مجموعة فيتش (Fitch Group) التي تضم فيتش للحلول (Fitch Solution) والخوارزميات (Algorithmic) ايضا والتي تعد رائدة في تقديم حلول لإدارة المخاطر للشركات وهي مملوكة لـ (Fimalac, S.A). ويقع مقرها الرئيس في باريس ، في العام 1924 قدمت Fitch Publishing Company رموز التدرجات المعروفة من "AAA" الى "D" لتلبية الطلب المتزايد على تحليل مستقل للأوراق المالية.(fitchratings.com). اندمجت عام 1997 مع شركة ابيكا IBCA وفي عام 2000 مع (Thomson Financial Watch و Duff & Phelps) (Henry,2003:94).

3- المعايير الواجب توفرها في وكالات التدرج الائتماني

قامت لجنة الاوراق المالية والتداول الامريكية (SEC) بتحديد المعايير الواجب توفرها في وكالات التدرج الائتماني لتعد وكالة تصنيف احصائية وطنية معترف بها وهذه المعايير هي (الدهلكي،2012:23-24) (S&P,2011):

أ. الموضوعية: اذ يجب أن تكون الطريقة التي تتعهد بها مهام التدرجات شديدة الدقة ومنتظمة وتخضع لبعض أشكال الموافقة على صلاحيتها بناء على الخبرة السابقة وفضلا عن هذا فإن التدرجات يجب أن تخضع للمراجعة المستمرة وأن تستجيب للتغيرات في الحالة المالية ويجب قبل الحصول على موافقة المراقبين وأن يتم وضع طريقة لتدريج وتقويم كل قطاع من قطاعات السوق بما في ذلك الرجوع للاختبار الماضي لمدة سنة واحدة على الأقل أو من الأفضل لمدة ثلاثة سنوات.

ب. الاستقلالية: من المعايير التي يجب توافرها أيضا في مؤسسات التدرج الائتماني أن تكون هذه المؤسسات مستقلة ولا ينبغي أن تخضع لأي ضغوط سياسية أو اقتصادية قد تؤثر على التدرج، وينبغي أن تكون عملية التدرج متحررة على قدر الإمكان من القيود التي قد تنشأ في المواقف المختلفة مثل تعارض المصالح.

ج. الشفافية: ينبغي أن تكون التدرجات منفردة كلا على حده ومتاحة لكل من المؤسسات المحلية والأجنبية ذات المصالح المشروعة وبشروط متساوية.

د. الإفصاح: يجب أن يتم الإفصاح عن الطرق المستخدمة في التدرج، بما في ذلك تعريف التخلف عن السداد والفترة الزمنية، ومعنى كل تدرج، والمعدلات الفعلية للتعثّر عن الدفع التي تمت مواجهتها في كل قسم من أقسام التدرج، والتغيرات في التدرج مثل درجة احتمال أن يصبح التدرج AA مجرد A بعد فترة.

هـ. مصادر المعلومات: يجب أن يتوافر لدى مؤسسات التدرج الائتماني مصادر كافية تمكنهم من القيام بعملية التدرج بجودة مرتفعة، وينبغي أن تسمح تلك المصادر بالاتصالات المستمرة الهامة مع مستويات الإدارة العليا.

و. المصدقية : تشتق المصدقية إلى حد ما من المعايير السابقة بالإضافة إلى أن الاعتماد على تصنيفات مؤسسة التدرج الائتماني من جانب أطراف مثل المستثمرون وشركات التأمين، والشركاء التجاريين، يعد دليلاً على مصداقية التدرجات التي تقوم بها مؤسسات التدرج، كما أن مصداقية مؤسسات التدرجات تعتمد على وجود إجراءات داخلية تمنع إساءة استخدام المعلومات السرية.

ز. تعليم المستثمر: جنباً إلى جنب مع مهمة تقييم ادوات الدين وإصدار الدرجات، يجب على وكالات التدرج التأكد من أن هذه المعلومات لا ينبغي فقط أن تصل إلى المستثمرين، ولكن ينبغي تمكين المستثمرين من تفسير هذه الدرجات وأن يكون المستثمر على فهم واضح للقيود المفروضة على التدرجات الائتمانية. ويتطلب من هذه الوكالات تقديم شرح مفصل عن الآراء التي تصدرها والمعلومات ذات الصلة المستخدمة في عملية التقييم من أجل تعزيز المعرفة لدى المستثمرين(Kaur,2011:13).

4- مزايا وكالات التدرج الائتماني

أ. تتمتع وكالات التدرج الائتماني بالعديد من المزايا والتي منها: Ekins & Calabria (2012:3) (Kruck,2011:28) (Ross, Berk, Demarzo,2014:187) (2010:569).

ب. الحد من التباين في المعلومات بين المقترضين(مصدري السندات) والمقرضين (المستثمرين)، ومن ثمّ تقليل تكلفة الوصول إلى الأسواق بالنسبة للمقترضين وتكلفة المعلومات بالنسبة للمقرضين .

ج. التقييم النزيه والمحايد يحفز الجمهور لاستثمار مدخراتهم في سندات الشركات

د. يقلل من كلف الاقتراض للشركات ذات التدرج العالي، حيث تدفع فوائد أقل على السندات هـ. الوصول إلى اوسع قاعدة من المستثمرين وزيادة المرونة المالية للشركة توفر وكالات التدرج الاعتراف لبعض الجهات المصدرة غير المعروفة او الجديدة، ومن ثمّ يشجع المستثمرين على شراء الاوراق المالية التي تصدرها هذه الشركات الجديدة

و. وكالات التدرج الائتماني تقلل من الاعتماد على الوسطاء، حيث ان الدرجة التي تمنح للسندات المصدرة تعبر عن الجدارة الائتمانية للشركة، بالإضافة إلى امكانية توقع العوائد المتحققة.

5- مساوئ وكالات التدرج

على الرغم من الدور المهم الذي تقوم به وكالات التدرج، يشكك البعض في جودة التقييم الذي تقدمه هذه الوكالات وخاصة المعلومات التي توفرها وأن تقييماتها ليست دائماً على حق، كذلك يأخذ البعض على هذه الوكالات ان الآراء التي تصدرها بعد فوات الاوان، وان السوق لا يعرف ان الشركة قد تتخلف عن السداد إلا بعد وقوع المشكلة وانخفاض الاسعار (Levy 2010:432). حيث أثار فشل وكالات التدرج الكبرى التنبؤ بالأزمة المالية الاسيوية (1997-1998) وإفلاس شركة انرون للطاقة (2001) والأزمة المالية 2007-2008 اسئلة كثيرة تتعلق بعملية التقييم ومساءلة وكالات التدرج وادى ذلك إلى احتجاجات كثيرة من المستثمرين، وبيّن الجدول (2-5) بعض الاحكام والآراء التي اصدرتها وكالات التدرج وتبين عدم دقتها ومن ثمّ ادت إلى التأثير في الثقة بالمعلومات والتقييمات التي تصدرها.

جدول(2-5)

التدريج الائتماني لبعض المؤسسات المالية قبل يوم واحد من اعلان افلاسها او انقاذها

S&P	Fitch	Moody's	القرار	التاريخ	الشركة
A	A+	A2	اعلان الافلاس	2008/9/15	Lehman Brothers
A-	A	A2	حصل على قرض ب 85 مليار دولار من الاحتياطي الفدرالي مقابل تملك حصة بنسبة 79.9%	2008/9/16	A.I.G
AA-	AA-	Aa3	دعم عن طريق الخزانة الامريكية بمبلغ 20 مليار دولار مع ضمانات بمبلغ 300 مليار	2008/11/23	Citigroup
A	A+	A2	استحوذ من قبل Bank of America	2008/9/14	Merrill Lynch
BBB	BBB	Baa1	تم شراؤه من قبل JPMorgan	2008/6/31	Bear Stearns

Source: Financial Crisis Inquiry Commission, Credit Ratings and the Financial Crisis, Financial Crisis Inquiry Commission, Washington, D,C,2010:39.

هذا بدوره دفع المشرعين ولجنة بازل للتدقيق في نشاطات وكالات التدريج وضرورة خضوعها الى الرقابة وإمكانية مسألتها عن التقديرات والتقييمات غير الدقيقة و مقاضاتها امام المحاكم المختصة (Brealey & Myers, Allen,2011:588) (Elkhoury, 2008:1).

ويمكن ان نبين اهم الاثار السلبية للوكالات بالاتي (kaur,2011:19) (Mason & Rosner ,2007:5) (European Commission,2015:1) (Ferri & Gany, 2002 :4) (Abada, 2014: 1)-:

1. ان التدريج الائتماني والدرجات التي تمنح تقييم على اساس الاداء في الماضي والحاضر للشركة ، وعند تعيين التدريج من الصعوبة اجراء التغيير خلال الفترة القصيرة ، لذلك من الصعوبة الاعتماد على التدريجات لبناء قرارات استثمارية مستقبلية.
2. التدريج الائتماني هو رأي ومؤشر لا يمنح الموثوقية الكاملة لتقييم الشركة، التي ربما تكون قد اخفت معلومات جوهرية عن وكالة التدريج الائتماني، بالتالي فأن التدريجات الممنوحة تكون غير دقيقة وغير شفافة وغير موثوقة.
3. التدريج يكون لإصدار معين وليس للشركة ككل، ومن ثم يؤثر ذلك في نظرة المستثمرين حيث يؤخذ التدريج كضمان للشركة ككل.
4. توفر بعض الوكالات الخدمات الاستشارية للشركات التي تقوم بتدريج سنداتها. وهذا يمكن ان يوفر نوع من تضارب المصالح بين الطرفين .
5. الاعتماد الوحيد على التدريجات الخارجية، مع استبعاد مقدرة الائتمان الداخلية، يمكن أن يسبب سلوك القطيع ومفاجئة عمليات بيع الأوراق المالية عندما يتم خفض التدريج
6. ظهور او نشوء مشكلة الخطر الاخلاقي كون دخل وكالات التدريج يأتي من الشركات طالبة التدريج (المصدر يدفع) مما قد يؤدي الى قيام الوكالات بتأخير نشر الاخبار السيئة التي يمكن ان تؤدي الى خفض الدرجة الائتمانية، الذي يساهم في التأثير في قرار المستثمرين بالاتجاه السلبي تجاه الشركة وأسهمها.

خامساً: انواع التدرجات الائتمانية

هناك انواع وصيغ متعددة للتدرجات التي تصدرها الوكالات وتصنف وفقاً لمعايير متعددة ومنها (الدهلكي، 2012) (زعتري، عرنوص، واخرين، 2011: 146-147) (Moody's Investors Service, 2014: 8).

1- التدرج وفقاً لاستحقاق القرض

أ. تدرج الديون قصيرة الاجل: وهي الديون التي يكون تأريخ استحقاقها خلال اقل من سنة ونظراً لكون الفترة الزمنية التي تستحق فيها قصيرة فإن عدد الدرجات التي يحتويها جدول التدرج قليلة. كما في جدول (2-2).

ب. تدرج الديون طويلة الاجل: وهي الديون التي تستحق خلال فترة اكثر من سنة وهي اما تكون متوسطة الاجل من (1-3) سنوات او اكثر من ثلاث سنوات ويطلق عليها السندات طويلة الاجل، يتضمن الجدول الخاص بتدرج الديون طويلة الاجل (19) درجة بالنسبة (Moody's و Fitch) و(20) درجة بالنسبة (S&P) وذلك عائد الى اختلاف فترات استحقاق القروض وتنوعها وبالتالي اختلاف الدرجات التي تصدرها وتأثير طول الفترة الزمنية على العائد وعلى ارتفاع نسب التخلف في السداد كما في جدول (2-6). كما يوضح الشكل (2-3) العلاقة بين الفترة الزمنية للدين ونسب التخلف عن السداد.

الجدول (2-6)

النسب المئوية لاحتمالية التخلف عن السداد لسندات الشركات وفقاً لفئة التدرج لفترة استحقاق من 1 سنة الى 20 سنة

مدة الاستحقاق (سنة)	Aaa	Aa	A	Baa	Ba	B
1	0	0.08	0.08	0.3	1.43	4.48
2	0	0.25	0.27	0.94	3.45	9.16
3	0.02	0.41	0.6	1.37	5.57	13.73
4	0.09	0.61	0.97	2.62	7.8	17.56
5	0.2	0.97	1.37	3.51	10.04	20.89
6	0.31	1.37	1.78	4.45	12.09	23.68
7	0.43	1.81	2.23	5.34	13.9	26.19
8	0.62	2.26	2.63	6.21	15.73	28.32
9	0.83	2.67	3.1	7.12	17.31	30.22
10	1.09	3.1	3.61	7.92	19.05	31.9
15	1.89	5.61	6.13	11.46	25.95	39.17
20	2.38	6.75	7.47	13.95	30.82	43.7

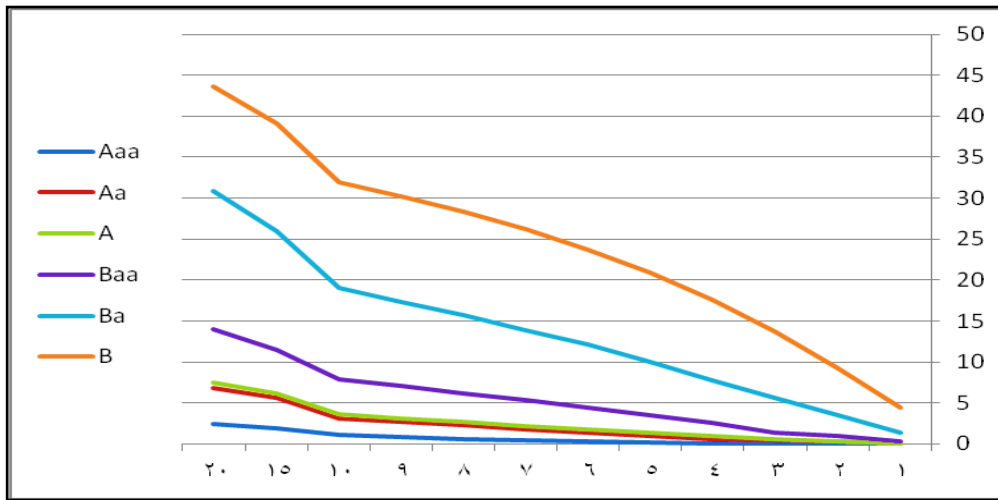
Source: Elton, Ed win J. & Gruber, Martin J., Modern portfolio theory and investment analysis, 10th Ed, USA, John Wiley & sons, Inc, 2014:541.

يبين الجدول (2-6) العلاقة بين الدرجات الائتمانية ونسب التخلف عن السداد وفقاً لسنوات الاستحقاق، حيث نلاحظ ان السندات ذات الدرجات الائتمانية الاستثمارية (Aaa-Baa)

لديها نسب تخلف عن السداد خلال السنوات الاولى (1-5) منخفضة جدا وتصل الى الصفر بالنسبة للدرجة (Aaa) وكذلك بالنسبة للسنوات (6-20)، حيث كانت اعلى نسبة تخلف عن السداد وصلت اليها الدرجات الاستثمارية هي (7.47) في السندات ذات استحقاق عشرون سنة وهي نسبة منخفضة مقارنة بسندات المضاربة (Baa-B) حيث كانت نسب التخلف عن السداد لها تراوح بين (0.3 الى تقريباً 21 %) خلال السنوات الخمس الاولى، بينما كانت اعلى نسب تخلف عن السداد في سندات المضاربة ولمد استحقاق (20) سنة وصلت الى 43.7 للسندات الدرجة (B).

ومن ذلك يتبين ان درجات الاستثمارية هي اقل نسب في التخلف عن السداد وإنها استثمار امن واقل مخاطرة ، كما ان الشركات الاستثمارية تكون اقل تكلفة في الحصول على الاموال المقترضة لانخفاض الفوائد التي تدفعها الى الدائنين، بينما على العكس من ذلك نلاحظ ارتفاع نسب التخلف عن السداد لسندات المضاربة ومن ثم ترتفع نسب المخاطر التي يتعرض لها المستثمر. كذلك فإن الشركات تدفع فوائد اعلى للدائنين بهدف جذبهم للاستثمار فيها.

ويبين الشكل (2-3) نسب التخلف عن السداد بحسب درجات التدرج وفقاً لتقديرات وكالة (S&P)، حيث يظهر ان الدرجة (ccc) لها اعلى نسب من التخلف عن السداد خلال هذه الفترة حيث وصل الى ما يقارب 50% من الاصدارات خلال الفترة وبالمقابل فأنها تحصل على اعلى عائد). على العكس من ذلك الدرجات الاستثمارية (AA,A,BBB) حيث ان لها اقل نسب تخلف عن السداد ويمكن ان تصل الى (0%) خاصة الدرجة AAA. ولفترة عشرين سنة تأريخ الاستحقاق



شكل (2-3) نسب التخلف عن السداد بحسب الدرجات الائتمانية وفترات الاستحقاق

SOURCES: Elton,Ed win J. & Gruber ,Martin J., Modern portfolio theory and investment analysis, 10th Ed , USA , John Wiley & sons, Inc,2014;541

2- التدرج وفقاً للأداة التي يتم تدرجها

أ. التدرجات السيادية: وترتبط بصورة اساسية بتدرج الدول، اذ تعرف التدرجات السيادية بأنها رأي وكالة التدرج الائتماني في تقويم الحالة المستقبلية والمقدرة المالية السيادية

ورغبتها في الوفاء بالتزاماتها المالية في الوقت المحدد، وكلما حصل البلد على تدرج ائتماني مرتفع كلما انخفضت كلف التمويل الذي تحتاجه وانخفضت نسب عدم الوفاء بالالتزامات المالية عند تعرض البلد للازمات المالية والاقتصادية،(مداني، 2013: 56).

ب. تدرج سندات الشركات: ويعكس قدرة الشركات او المؤسسات او المنظمات للوفاء بالتزاماتها المالية التي تتعلق بالإصدار والتي تتضمن الفوائد واصل الدين في الوقت المحدد، والتدرجات التي تصدرها الوكالات للشركات تكون بطلب من الشركة او المؤسسة عند رغبتها بالحصول على التمويل عن طريق اصدار السندات ومنها التدرج الائتماني للمصارف، وتصنيف القوة المالية لشركات التأمين، وتصنيفات الاسترداد.

3- التدرج وفقاً للجهة القائمة بالتدرج

أ. التدرج الائتماني الخارجي: وهي عمليات التدرج التي تقوم بها وكالات التدرج الائتماني الخارجية والمستقلة سواء كانت وكالات تدرج محلية او عالمية، حيث تقوم بإصدار درجات التدرج الائتماني والتي تعبر عن رأي وكالة التدرج في تقويم الجدارة الائتمانية على الوفاء بالديون ومقابلة الالتزامات المالية الحالية والمستقبلية بشكل كامل وفي الوقت المحدد.

ب. التدرج الائتماني الداخلي: وهو قيام الشركة بتدرج وتقييم اصداراتها من الديون وفقاً لمعايير محددة ويتركز هذا النوع من التقييمات والتدرجات في النظام المصرفي حيث حددت لجنة بازل المعايير الواجب توفرها في المصارف من حيث نسب السيولة ومعدل كفاية رأس المال، بالإضافة الى قيام المصارف بتقييم طالبي القروض قبل منح القرض.

4- التدرج وفقاً لمعيار الجهة طالبة التدرج .

أ. التدرج المطلوب: وهو التدرج الذي يتم بناء على طلب الجهة المصدرة للدين والأدوات المالية المختلفة، في هذا النوع من التدرجات تحصل وكالات التدرج على كافة المعلومات والبيانات العامة والخاصة، بما يساعد على تحديد المخاطر التي يمكن ان يتعرض لها الاصدار والجهة المصدرة. ان الحصول على المعلومات العامة والخاصة يسهل نشاط وكالات التدرج وكذلك يزيد ثقة المستثمرين في قرارات وكالات التدرج ومن ثم يسهل الحصول على التمويل المطلوب من الشركة المصدرة للدين .

ب. التدرج الائتماني غير المطلوب: يمكن لوكالات التدرج الائتماني أن تقوم بعملية التدرج الائتماني لأي بلد أو شركة أو إصدار دون طلب من الجهات المعنية أو رغبتها بذلك، وهذا الحق مكفول لوكالة التدرج الائتماني في الدستور الأمريكي تحت بند حرية التعبير. وهي بذلك تقوم بإعلام المستثمرين والجهات المعنية بالحالة الائتمانية للدولة أو الشركة أو الأداة المالية المصنفة. وتعتمد وكالات التدرج في إصدار درجة التدرج الائتماني غير المطلوب على المعلومات العامة المتاحة في السوق، مثل التقارير السنوية والحسابات المالية المنشورة. وتبرز أهمية التدرج غير المطلوب من خلال النقاط الثلاث الآتية (زعتري، 2010: 20):

اولاً: ان التدرج الائتماني غير المطلوب يخدم المستثمرين والمشاركين في الاسواق المالية، والذين يطلبون باستمرار من وكالات التدرج اجراء عملية التدرج للمؤسسات غير الراغبة في الحصول على التدرج .

ثانياً: ان التدرج الائتماني غير المطلوب يوفر على المصدر تكاليف عملية التدرج، حيث لا يطلب المصدر من وكالات التدرج اجراء عملية التقييم إلا عند توقعه رفع درجة التدرج الائتماني الحالية بعد تزويدها بمعلومات اضافية.

ثالثاً: يساهم التدرج الائتماني غير المطلوب بزيادة مستوى المنافسة بين وكالات التدرج.

سادساً: لماذا تحصل الشركات على التدرج الائتماني

هناك عدد من الاسباب التي تدفع الشركات الى دفع الرسوم والحصول على التدرج الائتماني وتتمثل في (Asgharian, 2005:28)

أ. الدخول الى الاسواق المالية الإقليمية والعالمية .

يُعمل كثيراً على درجة التدرج الائتماني التي تمنحها وكالات التدرج للحكومات والمؤسسات المالية والمصرفية في دخولها الى الاسواق المالية حيث اصحبت أسواق رأس المال حساسة لدرجات التدرج الائتماني التي تصدرها وكالات التدرج، ذلك لأنها تؤثر في قدرة الشركات والدول على الدخول الى أسواق رأس المال العالمية والحصول على التمويل المطلوب.

ب. بناء سمعة جيدة في السوق.

إن حصول الشركات والحكومات على تدرج ائتماني عالٍ يؤدي الى بناء سمعتها في الاسواق المالية وتسعى كل الشركات والدول التي تتمتع بالتدرج الائتماني العالي للحفاظ على تدرجها حيث ان مجرد شائعة او توقعاً سلبياً من قبل وكالات التدرج الائتماني سيؤدي الى الحاق الضرر بسمعة الشركة او البلد ويعرضها الى الافلاس وربما يزيد من كلفة تمويلها.

ج. خفض كلف التمويل.

كلما ارتفع التدرج الائتماني (انخفاض المخاطرة الائتمانية) انخفض مستوى الفائدة ومن ثم انخفاض كلفة التمويل وكلما انخفض التدرج الائتماني (ارتفاع المخاطرة الائتمانية) زاد سعر الفائدة التي يتطلب دفعها من قبل الجهة المصدرة ومن ثم ارتفاع كلفة التمويل.

د. الفصل بين المتنافسين.

يؤدي الحصول على تدرج ائتماني أعلى الى زيادة عدد المستثمرين الذين يرغبون في شراء اصدار دين معين ؛ لأن العديد من المستثمرين لا يستثمر الا في أدوات الدين ذات التدرج المرتفع لذلك فانخفاض التدرج الائتماني لإصدار معين يعني بالضرورة انخفاض الاقبال عليه وصعوبة تغطيته، نظراً لعزوف المستثمرين عن شرائه.

سابعاً: معايير تقييم و تدرج السندات

1- معايير تدرج السندات

يستند تدرج السندات على مجموعة من العوامل الكمية والنوعية وهي:
(Brigham & Ehrhardt ,2010,214) (Bodie, kane & marcus,2014,470).

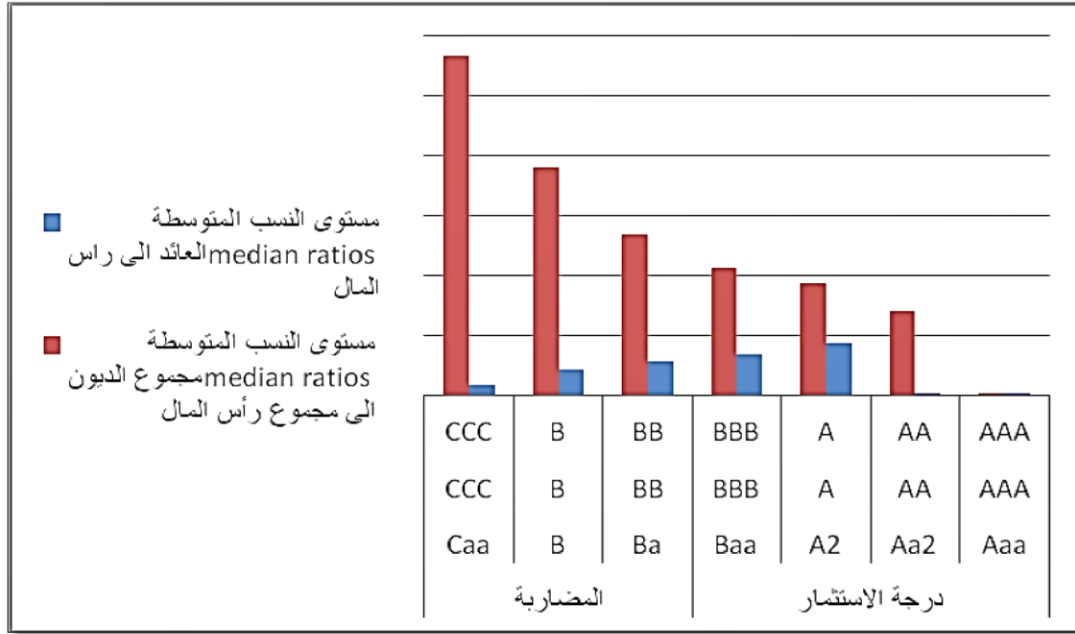
أ. النسب المالية: مجموعة واسعة من النسب المالية تعد مهمة لأغراض التقييم والتي تؤخذ بنظر الاعتبار عند تقييم الشركات لأغراض منح الدرجة الائتمانية، ومن اهم هذه النسب العائد الى رأس المال المستثمر، نسبة الديون، نسب التغطية للفوائد، نسبة الديون/حقوق المساهمين، نسب التدفقات النقدية/النقد، نسب التغطية للديون، التدفق النقدي/نسبة خدمة الديون. و يبين الجدول (7-2) بعض النسب المالية المؤثرة في تقييم الشركات لأغراض منح التدرج، حيث يبين الجدول نسبة العائد الى رأس المال حيث يكون العائد الى رأس المال بالنسبة للتدرجات الاستثمارية مرتفع مقارنة مع التدرجات بالنسبة لدرجات المضاربة، بينما نسبة مجموع الديون الى مجموع راس المال تتميز الدرجات الاستثمارية بنسب ديون اقل لرأس المال مقارنة مع درجات المضاربة حيث كلما كانت السندات ذات تدرج اقل تكون نسبة مرتفعة من مصادر التمويل.

جدول (7-2)

النسب المالية التي تؤخذ بنظر الاعتبار عند تقييم الشركات لمنح الدرجات الائتمانية

النسب المتوسطة median ratios		وكالات التدرج			مستوى المخاطرة الائتمانية
مجموع الديون الى مجموع رأس المال	العائد الى رأس المال	S&P	Fitch	MOODY'S	
12.4%	27.6%	AAA	AAA	Aaa	درجة الاستثمار
28.3	27	AA	AA	Aa2	
37.5	17.5	A	A	A2	
42.5	13.4	BBB	BBB	Baa	
53.7	11.3	BB	BB	Ba	المضاربة
75.9	8.7	B	B	B	
113.5	3.2	CCC	CCC	Caa	

Soures: Brigham, Eugene. F. & C., Houston , Michael (Financial Management: Theory & Practice), 14th ed. south- western cengage. Learning, Inc, 2014:213



الشكل (4-2) العلاقة بين النسب المالية والدرجات الائتمانية

المصدر: اعداد الباحث اعتماداً على المصدر

Brigham, Eugene. F. & C., Houston, Michael, Financial Management: Theory & Practice, 14th ed. south- western cengage. Learning, Inc, 2014;213

ب. شروط عقود السندات: وتشمل احكاماً مهمة لتحديد تدرج السندات، من حيث كونها مؤمنة برهن موجودات محددة، او اذا كانت السندات تابعة لدين اخر، احكام صناديق الاطفاء، ضمانات من اطراف اخرى، الموائيق المقيدة.

ج. العوامل النوعية: تشمل مجموعة من العوامل المؤثرة على اداء السندات وأداء الشركة مثل حساسية ارباح الشركة الى اداء الاقتصاد مثال التأثر بالتضخم، التطورات الدولية (بما في ذلك الاستقرار السياسي للدول التي تعمل فيها الشركة)، المشاكل البيئية التي يحتمل ان تسببها الشركة ، مشاكل مكافحة الاحتكار، (الاسس الاقتصادية-المناخ الاقتصادي العام، موقف السوق، الاحتكار-حجم الشركة-امكانيات وجودة الادارة) عوامل سوق السندات (المدة-الاستحقاق-القطاع المالي-جودة السندات-العرض والطلب-العلاقة بين العائد والجودة للسندات)(Levisaukaite,2010:113).

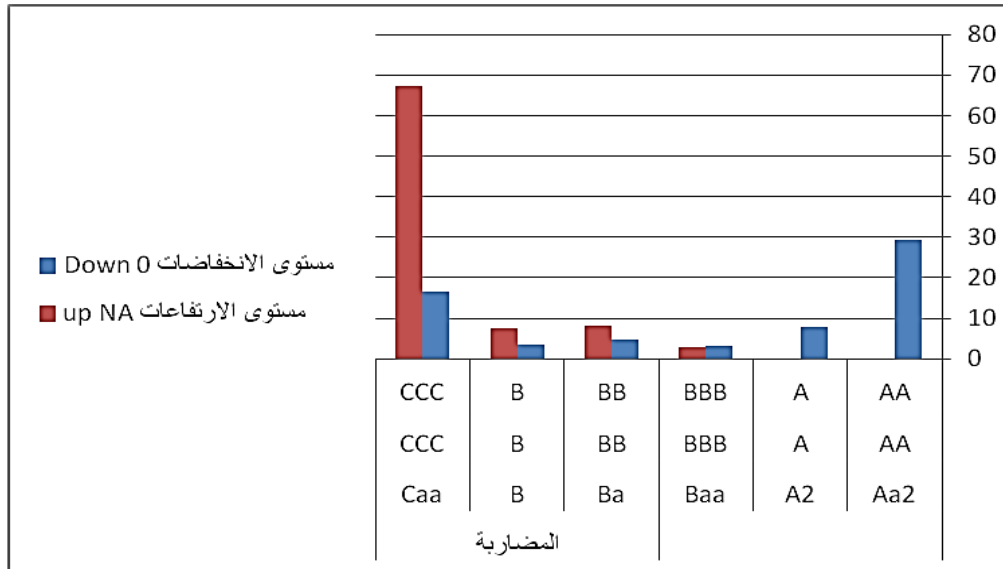
د. المراجعة الدورية من قبل وكالات التدرج للسندات المستحقة وتغيير التدرج اذا لزم الامر، والجدول (8-2) يبين النسب المئوية لرفع او خفض التدرج، الذي يعد مؤشر مهم لمراقبة التدرجات وتأثيرها على قرار البيع او الشراء. حيث يلاحظ ان نسب الانخفاضات بالنسبة للدرجة الاستثمارية اعلى منه للارتفاعات بينما على العكس من ذلك بالنسبة لدرجة المضاربة حيث تكون نسب الارتفاعات اعلى منها للانخفاضات .

الجدول (8-2)

نسب الارتفاعات (الترقية) والانخفاضات بحسب الدرجات الائتمانية

النسب المتوسطة		وكالات التدرج			مستوى المخاطرة الائتمانية
الارتفاعات up	الانخفاضات Down	S&P	Fitch	MOODY'S	
NA	0.00	AAA	AAA	Aaa	درجة الاستثمار
0.00	29.24	AA	AA	Aa2	
0.00	7.79	A	A	A2	
2.95	3.29	BBB	BBB	Baa	
8.13	4.82	BB	BB	Ba	المضاربة
7.54	3.48	B	B	B	
67.20	16.67	CCC	CCC	Caa	

Soures: Brigham, Eugene. F. & C., Houston , Michael (Financial Management: Theory & Practice) , 14th ed. south- western cengage. Learning, Inc., 2014:213.



الشكل (5-2) مستوى الارتفاعات (الترقية) والانخفاضات بحسب الدرجات الائتمانية

المصدر: اعداد الباحث اعتماداً على المصدر

Brigham, Eugene. F. & C., Houston , Michael, Financial Management: Theory & Practice , 14th ed. south- western Cengage. Learning , Inc ., 2014 ;213.

2- عملية التقييم ومنح التدرجات

تبدأ عملية الحصول على تدرج ائتماني لإصدار معين من السندات، بتقديم طلب من الشركة المُصدرة التي تحتاج الى تأمين تدرج ائتماني قبل الاصدار الى وكالة التدرج المعنية، وبعد توقيع العقد مع الوكالة يتم عقد سلسلة من الاجتماعات بين الشركة المُصدرة ووكالة التدرج، حيث يتبادل المحللون وإدارة الشركة الآراء والمعلومات والبيانات ذات الصلة بالإصدار، ويتم تحديد الوقت اللازم لإصدار الدرجة الائتمانية والإعلان عنها، والتي تتراوح عادةً بين 6 الى 12 اسبوع، ويمكن ان يخفض الوقت تبعاً لحاجة الشركة المُصدرة للسندات، او توفر الافصاحات الكاملة والضرورية والمهمة لنشاط الوكالة وان البيانات المتوفرة دقيقة للغاية. كما يتم تحديد التكاليف التي تتحملها الشركة والتي تختلف باختلاف طبيعة الاصدار، والوقت اللازم لإنهاء

عملية التقييم وإعلان التدرّيج وبعد الانتهاء من تحليل البيانات والمعلومات والاجتماع مع الجهة الطالبة يتم اعداد التقرير النهائي للتقييم ويعرض على ادارة الوكالة واللجنة المختصة بمنح درجة التقييم، كما يتم تحديد حالة اتجاه التدرّيج ومراقبته والتوقعات المستقبلية. ويتم اخطار الشركة الطالبة للتدرّيج بالقرار والدرجة التي تم منحها، وللشركة او الجهة طالبة التدرّيج الاعتراض على قرار الوكالة على ان تقدم ما يثبت اعتراضها وللوكالة دراسة الاعتراض ويمكن ان تعدل او تثبت التدرّيج. بعد الاتفاق بين الطرفين يتم نشر التدرّيج الممنوح للشركة الى الجمهور، اذ عند ذلك يمكن للشركة طرح السندات الى الاكتتاب في الاسواق المالية. (Standard & Poors) (Ferri, et al,2002:4) (Oustlund ,2009:6) (/Ratingsdirect, 2016 (Asgharian,2005:30). والشكل (2-6) يوضح آلية الحصول على التدرّيج الائتماني.



الشكل(2-6) الية طلب التدرّيج لحين نشرها الى الجمهور.

المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على المصدر

.STANDARDANDPOORS /RATINGSDIRECT MAY 4, 2016

Source: Barry , M Jackson, “Obtaining a Municipal Credit Rating”, UK Limited, London, 2006, P. 19

ونود ان نوضح في هذا المجال انه وعلى الرغم من الاهمية الكبيرة لوكالات التدرّيج الائتماني ودورها في الاسواق المالية من خلال تحديدها للجدارة الائتمانية للشركات والدول، إلا انها لم تخلو من الانتقادات لنشاطها وتركزت حول دورها في الازمة المالية الاخيرة حيث اعتبرت ومن منظمات ودول عدة وخاصة دول الاتحاد الاوربي بأنها احد اهم مسببات الازمة المالية، ويتركز هذا الانتقاد الى الاليات التي تتبعها الولايات المتحدة في اعتبار الوكالات الائتمانية معترف بها ولذا بدأت دول الاتحاد العمل على انشاء وكالات محلية معترف بها لمواجهة سيطرة الوكالات الامريكية الثلاث على السوق، وكذلك فعلت الصين.

كما يود الباحث هنا ان يثير اشكالية عدم تعامل السوق العراقية وشركاتها مع وكالات التدرّيج الائتماني وإمكانية قيامها بإصدار ادوات الدين لتمويل نشاطها بعد ان يتم تقييمها من قبل هذه الشركات ، حيث على الرغم من مرور اكثر من قرن على بداية نشاط هذه الشركات نجد لحد الان عدم دخول العراق في هكذا تقييمات وهذا يشكل عائق امام دخول الشركات العراقية الى الاسواق المالية العالمية ، فضلاً عن ذلك ابتعاد المصارف العراقية الخاصة عن اصدار السندات جعل من

غير الممكن ان يتم تقييمها من قبل هذه الوكالات ، ويقتصر تحديد الجدارة الائتمانية للشركات المصرفية فقط على ما يعرف بنظام (CAMELS) للتقييم " وهو نظام يستخدم لتقييم أعمال المصرف من خلال عدد من المؤشرات الماليه والتي يتضمن اسم النظام الأحرف الأولى منها وهي، كفاية رأس المال (Capital Adequacy) ونوعيه الاصول وجودتها (Assets Quality)، وجودة الاداره (Management quality) ، والعائدات او الربحية (Earning) ، والسيولة (Liquidity) ، والحساسية لأخطار السوق (Sensitivity to Market Risk) (Peter ,Hudgins,2010,694) ،

كذلك فإن التدرجات السيادية التي تمنح الى العراق تقتصر فقط عند الحاجة الى الحصول على قروض لتمويل الموازنات سواء من صندوق النقد او البنك الدولي، وكان اخر تدرج حصل عليه العراق العام 2016 عند اصدار سندات دولية لتمويل العجز في الموازنة نتيجة انخفاض اسعار النفط .

المبحث الثاني

المحتوى المعلوماتي لإعلانات التدرج الائتماني

يسعى المستثمرون للحصول على المعلومات التي توفر لهم الثقة في امكانية اتخاذ القرارات الصحيحة ، اذ يؤدي توافر المعلومات بصفة مستمرة في الاسواق المالية وعلى درجة معقولة من الثقة الى تحقيق العدالة بين المستثمرين. وهناك فرضيات كثيرة تفسر دور المحتوى المعلوماتي في الاسواق وكيف يمكن ان يؤثر على قرارات المستثمرين ، وكان من اهم هذه الفرضيات فرضية كفاءة الاسواق المالية ، وفي هذا المبحث نحاول التعرف على المحتوى المعلوماتي لإعلانات التدرج الائتماني ودورها في التأثير على كفاءة الاسواق المالية ، اذ سنعرض الى مفهوم كفاءة الاسواق المالية ومن ثم ننظر في المحتوى المعلوماتي لإعلانات التدرج وكيفية اختبار هذا المحتوى من خلال استخدام منهجية دراسة الحدث.

أولاً: كفاءة الاسواق المالية

تقوم فرضية السوق المالية الكفوءة على ان اسعار الاسهم تعكس تماماً (تعكس بشكل كامل) وفي اي وقت من الاوقات وبدون تحيز وبسرعة جميع المعلومات المتاحة عن القيمة الاساسية للسهم (Levy, 2005:377)، ويعني (الانعكاس الكامل) ان المستثمر يستلم المعلومات الجديدة بسرعة وتحليلها ومراجعة توقعاته والبيع والشراء للورقة المالية يتم وفقاً لذلك (Higgins,2012: 179) فضلاً عن ذلك تفترض نظرية السوق المالية الكفوءة عدم امكانية تحقيق ارباح غير عادية مع توفر شروط المنافسة التامة و في ظل وجود مجموعة من المعلومات المتاحة للجميع بصورة عادلة، فأن معدل العائد الفعلي يكون مساوياً الى حد ما معدل العائد المتوقع، ومن ثم تحقق العدالة للمتعاملين في الأسواق المالية (Brigham, Ehrhardt, 2014:266)، وبسبب انعكاس المعلومات في السعر ينبغي على المستثمرين توقع الحصول فقط على المعدل العادي للعائد، وكذلك الشركات عليها ان تتوقع الحصول على القيمة العادلة للورقة المالية التي تباع في الاسواق المالية، بمعنى ان السعر الذي تحصل عليه الشركة من بيع الاوراق المالية هو القيمة الحالية للسهم، وبما ان الاسواق المالية هي التي تحدد الاسعار فأن خصائص السوق ستنعكس بشكل كبير سلباً أو ايجاباً على اسعار الاسهم (Ross, 2013:438)، و في ظل توافر المعلومات ذات الصلة وعقلانية السوق ومهما كان المستثمرون اذكياء فإنه من الصعب التغلب على السوق (Brigham, 2003:547)، وفي الاسواق الكفوءة اذا كانت الورقة المالية مسعرة بأقل من قيمتها (Misprice) استناداً الى المعلومات العامة فيمكن لبعض المستثمرين الاستفادة من الاختلاف في الاسعار وشراء الورقة المالية ، هذا الطلب على الورقة المالية سيدفع سعر السهم الى الارتفاع حتى يعود الى سعر التوازن او القيمة العادلة ، حتى وان كانت الاسواق كفوءة فأن اسعار الأوراق المالية للشركة يجب ان تُعدل في ظروف عدم التأكد ، وذلك لان الكثير من المستثمرين لا يمتلكون جميع المعلومات المتاحة عن قيمة الورقة المالية ، وان سعر الورقة المالية سيتغير مع حصول المستثمرين على معلومات جديدة (Bodie , Kane, et,2014:11) (Madura,2010:10)، وفي ظل فرضية الأسواق الكفوءة فأن سعر الورقة المالية لا بد ان يتكيف بسرعة وبشكل تام

للمعلومات الجديدة، اذ ان ورود معلومات جديدة يمكن ان يؤدي الى تغيير القيمة الحقيقية للورقة المالية، إلا ان تحركات اسعار الورقة المالية لا تتبع نمط معين يمكن التنبؤ به، بحيث لا يمكن للمستثمر استخدام اسعار الأوراق المالية السابقة للتنبؤ بالأسعار المستقبلية. (VanHorn,2009: 114). فضلاً عن ذلك فإن سعر السهم في السوق الكفاء هو تقدير غير متحيز للقيمة الحقيقية ، وتعكس اي تغيرات في السعر المعلومات الجديدة التي ترد الى السوق والتي على اساسها يقوم المستثمرين باتخاذ قرارات الاستثمار (Gitman ,2010:39) واذا كانت السوق المالية فعالة فإن أفضل تقدير للقيمة الحقيقية للورقة المالية يكون بسعر السوق الحالي (levy,2005:377).

ان قيمة السهم في السوق الكفاء هي قيمة عادلة (Fair Value) وتعكس تماماً القيمة الحقيقية له ، ويتولد عن هذه القيمة عائد يعوض المستثمر عن المخاطر الناتجة عن التعامل بهذا السهم ببيعاً وشراءً(سمية،2010: 34). ويشير مفهوم القيمة العادلة الى عدم القدرة على استخدام البيانات او المعلومات المتاحة في الزمن (t) لتحقيق عوائد غير عادية ، وعلى اساس تلك المعلومات حول عائد السهم ما بين الزمن (t) و (t-1) يستطيع المستثمر المفاضلة ما بين العائد المتوقع وعائد التوازن فاذا ما كان العائد الفعلي ادنى من سعر التوازن فلا يستطيع المستثمر تحقيق ربحية تتجاوز مستوى المخاطرة في ذات الورقة المالية(Archana, 2015:1).

ان الاسواق تتسم بالكفاءة عندما لا يكون المستثمرين قادرين على كسب عوائد غير عادية على حساب الاخرين (دائماً) وتشير دائماً الى ان المستثمر يكون قادراً على تطوير ادوات للتنبؤ والتوقعات للفوز في السوق، كما لا ينبغي ان يكون هناك رد فعل غير عادي من اسعار الاسهم السوقية عند وصول المعلومات الى السوق (Taib & Amalia,2011:7)، بعض الابحاث ركزت على كفاءة الاسواق من حيث سرعة رد الفعل للمعلومات الجديدة بدلاً من دقة الاستجابة او القدرة على تفسير الاخبار للتغلب على السوق، لذلك فإن هناك من يعرف السوق الكفوء من خلال قدرة المستثمر في التغلب على السوق باستمرار وبسرعة معالجة المعلومات(Hoover,2006:34)، كما ان السوق المالية تكون كفوءة عندما يكون هناك عدد كبير من المستثمرين هادفين الى تحقيق الارباح على وجه السرعة من خلال تلقي وتحليل جميع المعلومات المتاحة للجمهور (VanHorn, 2009:116). وتحت فرضية كفاءة الاسواق المالية فإن سعر السهم يتضمن بالفعل جميع المعلومات ذات الصلة ، وان السبب الوحيد لتغيير تلك الاسعار هو وصول اخبار جديدة غير متوقعة (Cuthbertson & Nitzche,2012:53-57) ، كما انه وفقاً لفرضية المحتوى المعلوماتي عند اتخاذ قرار لتغير الدرجة الائتمانية ، فإن الوكالة لا تستخدم المعلومات العامة فقط ، بل انها لها الامكانية للوصول الى المعلومات الخاصة التي لا يعرفها سوى المطلعين ، ووفقاً لذلك فإن اي تغيرات في التدرج تنقلها الوكالات ستعكس القدرة الحالية لمصدري السندات للوفاء بالتزاماته تجاه المستثمرين ، الذي يمكن ان يؤدي الى رد فعل ايجابي في سعر السهم السوقية(Taib & Amalia ,2011:7) ، وان الاستجابة الفورية للمعلومات الماضية او المستقبلية بتعديل أسعار الأسهم صعوداً أو هبوطاً تعني: (Gitman & Zutter,2013:278) (Brigham,2003:43).

1- ان القيمة السوقية للورقة المالية تقترب من القيمة الحقيقية لها وفقاً للمعلومات المتاحة.

2- أن المعلومات التي وصلت إلى السوق في الماضي ليس لها تأثير حالي على سعر الورقة المالية

3- أن المعلومات تصل إلى كافة المتعاملين في وقت واحد وأن قدرتهم على التحليل متقاربة، الأمر الذي يعني عدم قدره أي منهم على تحقيق عوائد غير عادية بناء على معلومات خاصة.

وتتميز السوق المالية الكفوءة بعدد من السمات حددها (Fama, 1970) (الجنابي، 2015):
(77) نقلاً عن (Karolak & Wolszczak,2004:9):

- ❖ المعلومات غير مكلفة ومتاحة للجميع في السوق وفي الوقت نفسه .
- ❖ جميع المتعاملين في السوق يتصرفون بطريقة عقلانية بهدف تحقيق أقصى منفعة.
- ❖ المعلومات التي تصل الى السوق سواء كانت من المستثمرين او الشركات لا تؤثر على الأسعار .

ان احد الاثار المهمة لفرضية كفاءة السوق يتعلق في الاختيار بين الاستراتيجيات الاستثمارية الخاملة والنشطة لإدارة الاستثمارات ، حيث الادارة الخاملة تدعو الى اختيار والاحتفاظ بمحافظ متنوعة من دون انفاق الجهد والموارد المالية. او ما يطلق عليه تقليد محفظة السوق او المحافظ الكبيرة للمستثمرين الاخرين. الادارة الفعالة (النشطة) تقوم على اساس تحسين الأداء من خلال العمل على تحديد الاوراق المالية المقومة بأقل او باكثر من قيمتها الحقيقية . فاذا كانت الاسواق المالية هي اسواق كفوءة وتعكس الاسعار جميع المعلومات ذات الصلة فإنه من الافضل اتباع استراتيجيات خاملة بدلاً من انفاق الموارد والاموال والوقت والجهد للتفوق على المنافسين في السوق. (levy, 2005:383) (Bodie, et, 2014:11).

وعليه اذا كانت السوق المالية تتمتع بالكفاءة، ومع تمتع وكالات التدريج بامتياز الوصول إلى المعلومات الخاصة عن الشركات المصدرة، فإن التدريجات الانتمانية التي تصدرها هذه الوكالات يمكن أن تنقل معلومات جديدة للمشاركين في السوق، و هذه المعلومات لا بد ان تنعكس في سعر السهم بسرعة وبشكل كامل وغير متحيز(Bongaerts, 2014:3)، كذلك فإن وكالات التصنيف تقوم بجمع المعلومات حول المصدريين والظروف المالية من تقارير الشركات وغيرها من المصادر والمناقشات السرية التي تجريها مع الجهات المصدرة. لذلك قد تختار الشركات المصدرة نقل المعلومات الحساسة للمستثمرين والدائنين من خلال مناقشات سرية مع وكالات التدريج وليس من خلال الكشف العلني الكامل وذلك لتجنب الكشف عن التفاصيل لمنافسيهم، فاذا كانت السوق كفوءة لا بد ان تنعكس هذه المعلومات بسرعة وبشكل كامل وغير متحيز في سعر السهم (Archana, 2015:1).

ثانياً: اشكال الكفاءة

ان المعلومات ذات الصلة يمكن ان تفسر من حيث الكفاءة الى ثلاث انواع، و تعتمد هذه الأنواع على السرعة التي يضبط فيها السوق الأسعار عند ورود الأخبار الجديدة ونوع هذه

الأخبار ورد فعل الاسعار لهذه المعلومات. ومن الشائع الحديث عن ثلاثة مستويات من الكفاءة المعلوماتية كل مستوى يتعامل مع نوع مختلف من المعلومات وهي. (VanHorn, 2009:115) (Higgins ,2012:179) (levy ,2005: 379-380) (Bodie, et.al 2013:238) (Brigham et.al , 2003 :438-439)

1- الشكل الضعيف للكفاءة

يشير هذا الشكل الى ان سعر السهم يعكس بشكل كامل وسريع وغير متحيز لجميع المعلومات التاريخية ، كالتغيرات في اسعار وأحجام التداولات وعوائد الاوراق المالية للفترات السابقة ، بمعنى ان المستثمر لا يمكن في اي حال من الاحوال التغلب على السوق من استخدام المعلومات التاريخية ، حيث انها معلومات متاحة للجميع وان حركة الاسعار في المستقبل تكون مستقلة تماماً عن التغيرات التي حدثت في الماضي ، والتي يشار اليها بنظرية الحركة العشوائية للأسعار اي ان اسعار الأسهم تسير بصورة عشوائية ، وان كافة المعلومات التاريخية منعكسة في الاسعار الحالية وموزعة بشكل متماثل ، ومن ثم لا يمكن الاستفادة منها للتنبؤ بالأسعار المستقبلية (بوزيان ، 2012:239) (Brealey, Richard & Myers , 1996) كذلك ليس بإمكان المتعاملين في السوق وضع استراتيجيات تداول تعتمد المعلومات التاريخية يمكن من خلالها تحقيق عوائد غير عادية لأن الأسعار تستجيب للمعلومات الجديدة (الجنابي، 2015:79) (Malkiel,) 1989:131)

2- الشكل نصف القوي للكفاءة

يشير هذا الشكل الى ان سعر السهم يعكس بشكل كامل وسريع وغير متحيز لجميع المعلومات العامة (التاريخية والحالية)، ومن ثم فإن الأسعار الحالية للأسهم لا تعكس فقط التغيرات السابقة في الأسعار لكن تعكس ايضاً كافة المعلومات المعروفة والمتاحة للجمهور الخاصة بالشركة او التي تخص القطاع او حالة الاقتصاد. فإذا كانت اسعار الأسهم تعكس تلك المعلومات ، فلن يستطيع اي مستثمر ان يحقق ارباحاً غير عادية على حساب الآخرين ، إلا اذا حصل على معلومات جديدة غير متاحة للآخرين ، اذ ان المعلومات التاريخية والحالية قد انعكست اولاً بأول في سعر السهم وتشمل بالإضافة الى الاسعار السابقة البيانات المالية وخطط الشركة الانتاجية وأداء الادارات وجودتها والميزانيات العمومية وبراءات الاختراع التي حصلت عليها والعائدات المتوقعة ، ان الحصول على هذه المعلومات من قبل الجمهور من المتوقع ان ينعكس بسرعة في اسعار اسهم الشركة (Bodie, et,al, 2014 :354) وفي ظل الشكل نصف القوي للكفاءة فإن القيمة السوقية للسهم لا تتحدد باعتماد المعلومات التاريخية فقط ، لكن ايضاً تعتمد كافة المعلومات التي يمكن ان يحصل عليها المستثمرين التوقعات التي يمكن بناءها استنادا على تلك المعلومات ، فإذا كانت المعلومات متاحة للجميع ، فلن يكون هناك امكانية لأحد المستثمرين الحصول على ميزة على حساب الآخرين ، لذا في هذا الشكل اشارة الى ان بعض المطلعين يتداولون اعتماداً على تحركات الأسعار قصيرة الاجل ، بالاعتماد على بعض المعلومات السرية ، غير المتاحة للمستثمرين الآخرين في السوق المالية ، و من ثم الحصول على عوائد غير عادية ، من مدلولات اثبات كفاءة السوق في الشكل النصف قوي عدم قدرة المطلعين على تحقيق عوائد غير عادية في

التداول على الاسهم اعتماداً على المعلومات العامة ، ويهتم هذا الشكل بالسرعة والموضوعية في استجابة اسعار الاسهم للمعلومات العامة ، فإذا كانت الأسعار بطيئة في الاستجابة فهذا يشير الى ان السوق غير كفوءة عن الشكل نصف القوي ، وبذلك يمكن للمحترفين والمطلعين الاستفادة من ذلك وتحقيق عوائد غير عادية على حساب الاخرين (الجنابي، 2015:79) (Ross, 2007) (396) (Yen, 2011:21).

3- الشكل القوي للكفاءة

يشير هذا الشكل الى ان سعر السهم يعكس بشكل كامل وسريع وغير متحيز لجميع المعلومات (العامة والخاصة)، و في ظل السوق القوي فإن الأسعار الحالية تعكس تماما كل المعلومات التاريخية والعامة والخاصة (المعلومات التي لا يعرفها الا المطلعين) (VanHorn,2009:115). ومن ثم فإنه لا يمكن لأي مستثمر استخدام هذه المعلومات للحصول على ارباح غير عادية ، بمعنى ان المطلعين مع عدم حصولهم على معلومات سرية فإنهم لن يتمكنوا من تحقيق عوائد غير عادية. ان هذا النوع من اشكال الكفاءة يمكن ان يكون غير متوفر في السوق المالية لما تميزت به من شفافية وإفصاح، اذ مع امكانية وصول العاملين في الشركة الى معلومات خاصة قبل فترة من الإعلان عنها وتمكنهم من التداول على تلك المعلومات ، إلا ان ذلك يواجه التعليمات التي تصدرها السلطات المالية التي تنص على فرض مجموعة من القيود على تداول العاملين في الشركات او ما يطلق عليهم (المطلعين) (insider) (et,al, 2014:354) (Bodie,

ان الاشكال الثلاث من الاسواق الكفوءة لهم قواسم مشتركة حيث جميع الاشكال تؤكد على ان الاسعار يجب ان تعكس جميع المعلومات المتاحة ، وعلى الرغم من ذلك فإن السوق ليست دائماً على حق ، وسوف يرغب المتعاملون فيها في الحصول على المزيد من المعلومات حول الافاق المستقبلية للشركات وتحليل هذه المعلومات والعمل في التغلب على السوق ، إلا ان ذلك يواجه لحظات تتعرض فيها الاسواق الى هزات كبيرة حيث يمكن ان ترتفع الاسعار بشكل مبالغ فيه كما حصل في فقاعة الدوت كم او يمكن ان تهبط بشكل كبير ايضاً كما حصل في اسيا 1987 والأزمة المالية (2007-2008). (Bodie , et, 2014:354)

وهنا لا بد ان نشير الى ما ذهب اليه (Ross, 2013)، بأن الشكل الضعيف للكفاءة هو شكل مثير للجدل و أكثر اثاره من الشكل نصف القوي وكذلك الشكل القوي ، وذلك لأن الشكل الضعيف يعبر عن استجابة السوق بشكل كامل وسريع وبدون تحيز للمعلومات التاريخية ، كأسعار الأسهم السابقة للحدث ، وان هذه المعلومات التاريخية تمثل جزء من المعلومات العامة المتاحة للجمهور (التاريخية والعامة) والتي يعبر عنها النصف القوي للكفاءة ، والتي هي بدورها مجموعة فرعية من كافة المعلومات (العامة والخاصة) والتي تعبر عن الشكل القوي للكفاءة ، وعليه فإنه لتحقيق الكفاءة القوية يتطلب اولاً تحقق شكل الكفاءة النصف قوية ، والتي لا تتحقق إلا اذا كانت السوق تحقق شكل الكفاءة الضعيف. والشكل (2-7) يوضح العلاقة بين المعلومات والأشكال الثلاثة لكفاءة الاسواق المالية.

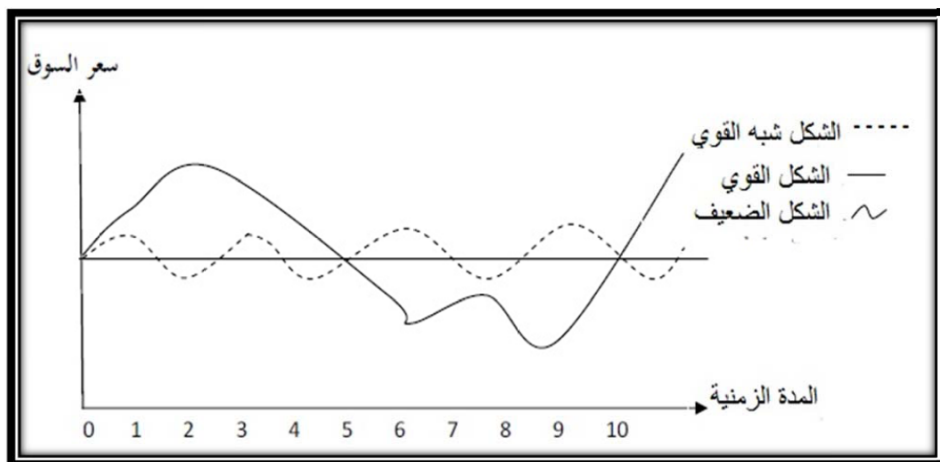


الشكل (2-7) العلاقة بين المعلومات والأشكال الثلاثة لكفاءة الأسواق المالية

Source: Ross, et, Stephen & et al.,(Essentials of Corporate Finance), McGraw-Hill Inc., U.S.A10th ed , 2013:442.

يتضح من الشكل اعلاه ان اشكال الكفاءة الثلاث ليست متقاطعة مع بعضها البعض وإنما هي مكملة لبعضها البعض ، بمعنى انه عدم وجود سوق ضعيف فأن ذلك يؤدي انتفاء وجود سوق كفاءة نصف قوي وبدوره ذلك يؤدي الى ان السوق بالشكل القوي لا تتحقق.

كذلك لا بد من الإشارة هنا الى ان اقتراب الأسعار السوقية للأسهم او ابتعادها عن القيمة الحقيقية يعتمد على درجة كفاءة القوية للسوق المالية ، حيث تقترب القيمة الحقيقية من القيمة السوقية كلما كانت السوق تتمتع بالكفاءة ، ويتعدان عن بعضهما البعض كلما انخفضت كفاءة السوق ، ويصور الشكل (2-8) العلاقة بين الاشكال الثلاث لكفاءة الاسواق المالية، حيث يصور الخط المستقيم القيمة الحقيقية لسعر السهم وهو ما يعني تمتع السوق المالي بالكفاءة القوية. بينما يصور الخط المنقط الشكل الضعيف للكفاءة حيث يلاحظ ابتعاد الخط عن الخط المستقيم ومن ثم ابتعاد القيمة السوقية عن القيمة الحقيقية .



الشكل (2-8) طبيعة العلاقة بين الاشكال الثلاث لكفاءة الاسواق المالية

المصدر: (بوزيان، 2012:239) (الجنابي 2015:80) نقلاً عن:

francis Jack , C. "Infestments : Analysis and management " 2 nd ed , New York MC Gaw –Hill Inc,1976:528.

ثالثاً: المحتوى المعلوماتي وكفاءة الأسواق المالية

تعكس اسعار الأسهم التقييم الجماعي للأداء الحالي للشركة وأفاق المستقبل للمستثمرين ، عندما يكون السوق اكثر تفاؤلاً حول الشركة ، فإن سعر سهم الشركة يرتفع ، و من ثمَّ ارتفاع السعر يسهل للشركة زيادة رأس المال وتشجيع الاستثمار ، وبذلك فإن اسعار الاسهم تؤدي دوراً رئيساً في توزيع راس المال في اقتصاديات السوق. (Bodie, et,2014:10). و تعد المعلومات عنصراً حاسماً من العناصر الأساسية اللازم توفرها لاتخاذ القرارات الاستثمارية ، وفي سوق الاوراق المالية تأخذ المعلومات دوراً مهماً وعدم توافرها بالشكل المطلوب او غيابها يتحول سوق الاوراق المالية من مباراة عادلة الى لعبة يحكمها الحظ والصدفة. (Higgins,2007:187) ، وتتوقف كفاءة الاسواق المالية على كفاءة نظام المعلومات ، اي مدى توافر المعلومات والبيانات المناسبة من حيث سرعة تدفقها وعدالة الاستفادة منها وانخفاض كلفة الحصول عليها ، كما ان عدم التكافؤ بين المستثمرين في الحصول على المعلومات يمكن ان يؤثر سلباً على قراراتهم من جهة وعلى كفاءة سوق الاوراق المالية ذاتها من جهة اخرى ، وهذا التفاوت في الحصول على المعلومات يؤدي الى ما يعرف بعدم التماثل المعلوماتي ، حيث يمتلك بعض المتعاملين معلومات لا يمتلكها الاخرين كالمطلعين ، مثل المدراء وكبار المتعاملين في الشركات ويتم حجب هذه المعلومات عن المستثمرين الاخرين. بهدف تحقيق عوائد غير عادية قبل نشرها الى الاسواق. (بوزيان، 2012:245-244).

أن المعلومات التي ترد الى السوق غنية بالأحداث المفيدة وذات قيمة اقتصادية تستخدم في صياغة القرارات الاستثمارية، وثقة 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 فإن 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 اشاراتها بدقة وبشكل يؤدي إلى خلق سعر توازن في السوق بعيداً عن التفاؤل أو التشاؤم المفرط (Higgins, 2001:1)(Gitman, 2003:322).

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. (التميمي، نعم،2007). وينشأ المحتوى المعلوماتي بمجرد أن تصل معلومات جديدة قبل اقرارها من مصدرها الأصلي الى السوق، وما تحويه تلك المعلومات من قيمة اقتصادية تفيد مستخدميها من المستثمرين والمقرضين في اتخاذ قرارات اقتصادية ذات علاقة بالشركة، لذا تعامل المعلومات المحتوات وما يرافقها من إفصاح على أنها سلعة خاصة للشركة منافعها تفوق تكاليف أعدادها ونشرها (Christensens & Demski,2003:5). وأصبح محتوى المعلومات،

منها شاملاً ومتكاملاً بسبب قدرته على ربط المعلومات بعمليات تقييم الورقة المالية وتحديد قيمتها. فضلاً عن توجه إدارات الشركات نحو الاستخدام الفعال للأنشطة والفعاليات التي يتوقع أن تساهم في تحقيق القيمة الاقتصادية المضافة ، سواء من وجهة نظر المستثمر أو إدارة الشركة (Gitman, 2014:574).

ان مجموعة المعلومات الجديدة التي يتم الإفصاح عنها تفسر التغيرات المتوقعة أو غير المتوقعة في أداء الشركة من جانب، ومن جانب آخر فإن مثل هذه المعلومات تمكن المستثمرين ومحلي الأوراق المالية للاستفادة منها في التنبؤ بالأحداث المتوقعة في المستقبل ، وتعديل الاستثمار في السوق تبعاً لإشارات الحدث وبشكل يجعل العوائد غير العادية مساوية للصفر بعد الإعلان (Brigham , et.al, 2003:649-659).

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، فاذا أشار الإعلان عن احتمالات ارتفاع تدرج الشركة فإن الاستثمار في أسهم الشركة يجب أن يولد عائداً "متوقعا" أعلى في المستقبل، ونظراً لأهمية المعلومات المفصح عنها بالتدرجات فقد توسعت العديد من الدراسات التي اهتمت بعلاقات التدرج بأسعار الاسهم، وكان محورها اذا ما كان الإعلان عن التدرج الائتماني للسندات يمكن ان يحتوي على معلومات تسعير ذات صلة (Leppanen,2015:1). اذ يتمثل دور وكالات التدرج الائتماني في تقليص ما يصطلح عليه الاقتصاديون بـ"تباين المعلومات" بين المقترضين 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).

ان التدرج الائتماني يساعد على تقليل الفجوة المعرفية (التباين في المعلومات بين المتعاملين في السوق المالي) وتنقل الرموز التي تحدها الوكالات للإصدارات من أدوات الدين والشركات المعلومات والآراء المستقبلية حول الجدارة الائتمانية للمصدر والأوراق المالية التي تُصدرها (Andreas & hyleen, 2009:18). وتقوم وكالات التدرج الائتماني بتعيين الدرجات لمصدري السندات ومراجعتها بصورة مستمرة لتبيان الآثار المترتبة على أي معلومات جديدة. ويعتقد على نطاق واسع ان الحصول على درجات مرتفعة تؤدي الى المزيد من الكفاءة في أسواق رأس المال والحد من التباين في المعلومات. خفض التدرج او (الترقية) لشركة ما يمكن أن يعني (انخفاض) او ارتفاع تكلفة رأس المال والوصول المحدود (الواسع) إلى أسواق رأس المال وانخفاض او (الزيادة) في أسعار أوراقها المالية ، ونتيجة لتلك المعلومات من الإعلانات عن التدرج الائتماني للديون طويلة او قصيرة الاجل يمكن ان تحتوي على معلومات خاصة قيمة حول الآفاق المستقبلية للشركات ، وينبغي ان يكون للإعلانات عن التدرجات تأثير وردود فعل في اسواق الأسهم ومن ثمّ التأثير في ارباح الشركات وأسعار الموجودات المالية (Sok, 2012:11). (Leppanen,2015:3).

وبالرغم من الانتقادات التي تعرضت لها وكالات التدرج الائتماني بكونها احد اسباب الازمات المالية ومنها الازمة الاخيرة (2007-2008)، إلا ان المحتوى المعلومات لإعلانات وكالات التدرج يمكن ان يلعب دوراً كبيراً في تفعيل نشاط الاسواق المالية حالياً، لأن التدرجات الائتمانية يحتمل ان تكون قادرة على تخفيض مشاكل التباين في المعلومات وان وجود الدرجات الائتمانية في بعض الاحيان والحصول على درجات مرتفعة استثمارية (AAA الى BBB)، يمكن ان تقلل من تكلفة الدين، فضلاً عن إنها تساعد المستثمرين في سوق الأسهم بتقييم افضل لأفاق الشركة المستقبلية. بالإضافة الى ذلك واستناداً الى فرضية كفاءة الاسواق المالية والتي فيها الاسعار يجب ان تعكس اسعار الاوراق المالية المعلومات المتاحة كافة، فإن السؤال هنا هل يتم دمج جميع المعلومات ذات الصلة بالتسعير التي ترسلها وكالات التدرج الائتماني في سعر السهم ام لا وهل يمكن ان تكون هذه المعلومات اشارات مرسله من الإدارات الى السوق عن طريق هذه الوكالات، وكيف يمكن ان يفسر السوق هذه المعلومات والرموز التي تحدها الوكالات للشركات. ان ذلك يمكن ان يتم عن طريق اختبار كفاءة السوق المالية ومن خلال ما يعرف بمنهجية دراسة الحدث.

رابعاً: اختبار كفاءة الأسواق المالية في الاستجابة لإعلانات التدرج الائتماني

ان تحليل اثر حدث معين على سعر السهم هو اكثر صعوبة مما قد يظهر في البداية، حيث تستجيب الاسعار يومياً الى مجموعة واسعة من الاخبار الاقتصادية والمالية، مثل تحديثات الناتج المحلي الاجمالي، معدلات التضخم وأسعار الفائدة او ربحية الشركات، وان فصل تأثير حدث معين من هذه الاحداث على سعر السهم عملية ليست بسيطة (Bodie, et al,2014:359). كما ان مفهوم كفاءة الاسواق المالية والمحتوى المعلوماتي للأحداث والإعلانات التي ترد الى السوق (مثل الإعلان عن التدرج الائتماني) يمكن ان يؤدي الى منهجية بحثية قوية، حيث تعكس اسعار الأسهم جميع المعلومات المتاحة حالياً، ومن ثم يجب ان تعكس اي تغيرات في الاسعار ورود معلومات جديدة، هذه المنهجية تكون قادرة على قياس اهمية وفائدة هذا الحدث للمستثمرين من خلال دراسة التغيرات في الاسعار خلال فترة الحدث (Khan,2011:110). ويتم دراسة رد فعل الاسواق المالية للإعلانات العامة عن حدث ما واثبات كفاءة الأسواق المالية من خلال استخدام منهجية دراسة الحدث (Fama,1970).

دراسة الحدث هي 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 2%. 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، ومعاودة 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 ربع سنوية او الإعلان عن اصدار اسهم جديدة او طرح عام اولي (Cuthbertson & Nitzsche,2004:206). وتستخدم دراسة الحدث على نطاق واسع لدراسة محتوى المعلومات من الأحداث للشركات. مثل هذه الدراسات عادة ما تستخدم لاختبار وجود "تأثير المعلومات" أي تأثير الحدث على قيمة الشركة ولتقدير حجمه، ولتحديد العوامل التي تفسر التغيرات في قيمة الشركة في تاريخ الحدث. و اذا ما كان هناك تأثير غير عادي على سعر السهم المرتبط بهذا الحدث ومن ذلك يمكن استنتاج اهمية الحدث (Prabhala,1997:2)، والافتراض الرئيسي لمنهجية دراسة الحدث هو ان السوق يجب ان تكون فعالة، ونظراً لكفاءة السوق سوف تنعكس اثار هذا الحدث على الفور في اسعار اسهم الشركة، الذي يسمح للمستثمرين ملاحظة التأثير الاقتصادي للحدث خلال فترة قصيرة نسبياً(1:2010 Woon) (keith & dirk ,2012 :206).

ان منهجية دراسة الحدث أداة مقبولة على نطاق واسع لقياس الاثر الاقتصادي لمجموعة واسعة من الاحداث، على سبيل المثال تستخدم لجنة مراقبة البورصة (ESC) الامريكية بانتظام دراسات الحدث لقياس المكاسب غير المشروعة التي يحصل عليها المطلعون، او تلك التي تنتهك اجراءات وقوانين التداول من الداخل، فضلاً عن ذلك التعرف على عمليات الغش التي يستخدمها المستثمرون والتي يتطلب اثباتها وجود عوائد غير عادية وقدرراً من التغيرات في اسعار الأسهم. لأنه في ظل فرضية السوق الكفاء يجب ان تعكس الأسعار كامل المعلومات المتاحة وتأثير الاحداث على جميع التدفقات النقدية المستقبلية (Bodie, et,2014:36).

ان دراسة الحدث تُعرف بأنها: "دراسة التغيرات في سعر السهم التي تفوق التوقعات (عوائد غير عادية) على مدى فترة من الزمن (اطار الحدث) ويُعزى تحقق العوائد غير العادية لهذا الحدث" (الأحداث هي ظواهر او حالات او ظروف او اخبار نادرة الحدوث أو التي لا تحدث سوى مرة واحدة خلال مدة زمنية معينة)(Woon، 2010:1). دراسة الحدث وسيلة فعالة تهدف على وجه التحديد لقياس الأثار المترتبة على الحدث الاقتصادي الذي يمكن أن ينعكس على التغيرات في أسعار موجودات الشركة خلال فترة معينة. وبالنسبة للشركات المدرجة في الاسواق المالية، فإن الغرض من دراسة الحدث هو تقدير ما اذا كان سعر سهم الشركة يتغير بشكل غير عادي قبل وبعد وقوع الحدث ((Wu & Michaildis, 2014:16) وهناك ثلاث انواع رئيسية لدراسة الحدث وهي (أثر المحتوى المعلوماتي وكفاءة السوق المالية وتقييم نموذج السوق) ويتم استخدام طريقة المحتوى المعلوماتي لقياس أثر المعلومة التي ترسل الى السوق، مثال الإعلان عن رفع التدرج الائتماني للشركة وتأثير ذلك في القيمة السوقية للسهم، بمعنى اخر مدى استجابة السوق للمعلومات المرسله وانعكاسها في سعر السهم، اما اجراءات كفاءة السوق تشير الى تقييم سرعة ودقة رد فعل السوق من خلال ادراج الخبر الاصلي، على سبيل المثال الاستجابة الى اعلان التدرج الائتماني للشركة، ويشمل تقييم النموذج على تطوير نموذج توقع من خلال استخدام العوائد غير العادية لتقييمها (Cremers,2012:17). و تستند دراسة الحدث على الافتراضات التالية (Bodie & Kane. et.al,2014:359-360).

1. 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 الدراسة.
2. الحدث المقصود هو حدث غير متوقع وتشير العوائد غير العادية الى رد فعل السوق لهذا الحدث غير المتوقع .
3. خلال نافذة الحدث لا توجد اثار دمج (بمعنى ان تأثير الاحداث الاخرى معزولة).

ان دراسة الحدث تعد تقنية تجريبية الاكثر استخداماً والأكثر نجاحاً حتى الان لعزل تأثير المحتوى المعلوماتي لحدث ما من الاحداث والإعلانات التي تمر بها الشركة، وتمكن المراقب او المحلل المالي لتقييم تأثير حدث معين على سعر سهم الشركة (Ziemba,2008:15)، كما تفحص مدى وسرعة استجابة اسعار الاسهم لأحداث اقتصادية هامة ومحددة، وفيما اذا كان من الممكن الاستثمار في السهم بعد الإعلان لحدث هام (Reilly and Brown,2007:155). وفائدة دراسة الحدث تأتي من حقيقة ان حجم الاداء غير الاعتيادي في وقت الحدث يوفر مقياساً للتأثير (غير المتوقع) لهذا النوع من الاحداث على ثروة الملاك والمساهمين والمتعاملين والشركات في السوق، فضلاً عن ذلك فأنها تركز على اثار الإعلانات لأفاق قصيرة حول الحدث وتوفر الادلة ذات الصلة لفهم قرارات وسياسات الشركة، كذلك تركز على اثار الإعلانات لأفاق مستقبلية طويلة الاجل تخدم البحوث الهامة حول التوقعات لأسواق رأس المال كوسيلة لدراسة كفاءة السوق. وتلخص دراسات الحدث ان الإعلان عن احداث ما عادةً ما تولد رد فعل لدى السوق سواء كانت الاستجابة سلبية او ايجابية(zimba,2008:15).

دراسة الحدث عبارة عن تحليل لتأثير جزء معين من الإعلانات والأخبار او الاحداث ذات الصلة المباشرة او غير المباشرة في الشركة وأسهمها، ويمكن ايضاً ان تستخدم كأداة للتحليل الاقتصادي لتحليل تأثير حدث معين على قطاع الصناعة او السوق (Chen,2006:2). وبشكل عام دراسة حدث ما يمكن ان يظهر تأثيره في اسعار الاسهم لهذه الشركة في اسواق المال، بينما دراسة حدث اقتصادي او السوق بشكل عام يمكن ان يظهر التأثير في التغير في العرض والطلب في السوق، وبما ان سعر السهم وفقاً للنظرية المالية الحديثة يأخذ بنظر الاعتبار جميع المعلومات والتوقعات المتاحة والمتوفرة بشأن الافاق المستقبلية للشركة او السوق، وعلى اساس ان سعر السهم يساوي سعره الحالي مضافاً اليه جميع الارباح المستقبلية المتوقعة، فمن الممكن تحليل تأثير حدث معين على الشركة من خلال النظر في التأثيرات المرتبطة بذلك الحدث.(Brigham , Ehrhardt,2014:897-898).

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.u,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 تاريخ الإعلان حيث ان اي اعلان عن رفع او خفض التدرج او الإعلان 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). ويتم اختبار هذه الاستجابة من خلال حساب العوائد غير العادية قبل الإعلان عن الحدث وخلال الإعلان وبعده الإعلان باستخدام منهجية دراسة الحدث.

ولمنهجية دراسة الحدث عدد من الخطوات يتم استخدامها لغرض احتساب العوائد غير العادية التي تواكب الإعلانات عن التدرجات الائتمانية، حيث يتم اختيار مدة معينه حول الحدث قبله وبعده وأثناء الإعلان عن الحدث وقياس الفرق بين العائد الفعلي المتحقق لعينة الأسهم لكل يوم من ايام مدة الحدث وبين العائد العادي (المتوقع)، ان العائد غير العادي يعبر عن رد فعل السوق الى اعلان الحدث.

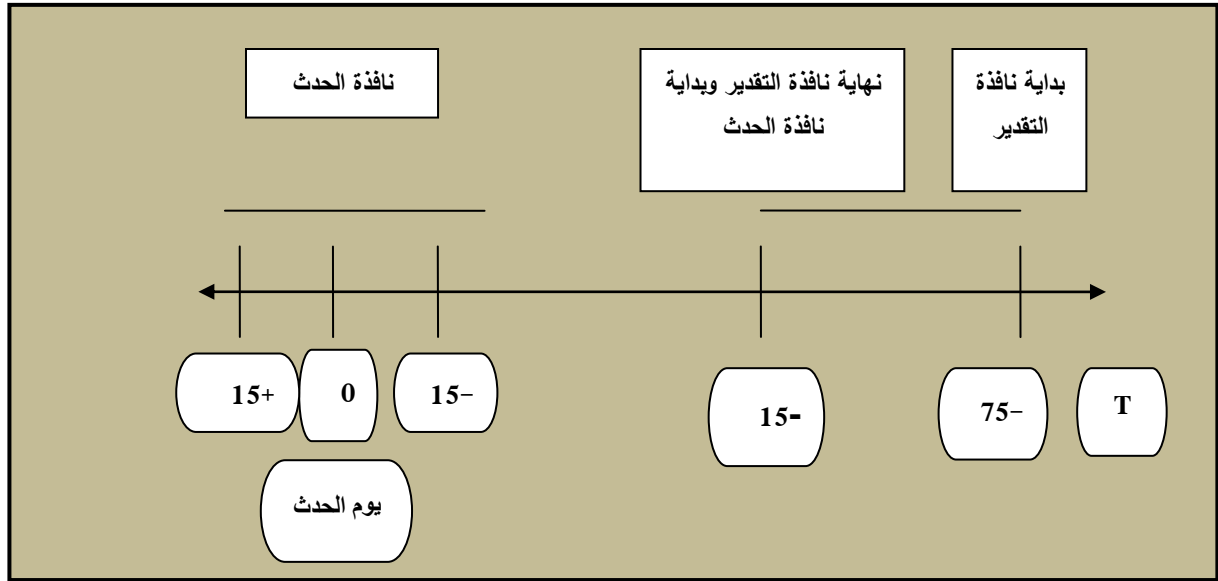
ان الخطوات التي تطبق في دراسة الحدث هي خطوات معيارية يمكن ان تطبق في مختلف الدراسات ومنها الدراسات المالية لتتبع تأثير اعلان حدث ما على سعر السهم ومن هذه الإعلانات الإعلان عن التدرجات الائتمانية للسندات التي تصدرها الشركات ويمكن تطبيق منهجية دراسة الحدث في دراستنا بأتباع الخطوات التالية (Jordan & Miller, et., 2009: 213-) (214) (Habib, et, 2015: 71-73) (Reilly & Brown, 2007: 155-161) (Bhagat and) (Romano, 2001: 4) (levy, 2005: 389-390) (Wu & 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 الإعلان تكون بالإشارة السالبة والأيام التي تلي يوم الإعلان تكون اشارتها موجبة. معظم الدراسات استخدمت نوافذ الحدث الكبيرة (العوائد الشهرية والأسبوعية) لكن بعض الباحثين وفقاً لـ (Nageswara Rao, 2014) اشار الى عدم فاعليه المدد (النوافذ الكبيرة) لعينات صغيرة، بسبب تأثير بعض العوامل الخارجية، في دراسة اجريت من قبل (Chan, et al, 2002) وتناولت مقارنة بين نماذج دراسة الحدث، حيث تركزت المقارنة بين استخدام النوافذ الكبيرة (عوائد شهرية او اسبوعية) واستخدام المدد القصيرة (العوائد اليومية).

ان التقييم الدقيق لتأثير الحدث هو الهدف الاهم لدراسة الحدث، حيث هناك تحدي كبير في وجود احداث مختلفة يمكن ان تحدث في نفس الوقت مع مدة الحدث المراد اختبار تأثيره، ولذلك يكون من الصعب تفسير أي الاحداث اكثر تأثيراً على سعر السهم، هناك طريقة واحدة يمكن ان تساهم في الحد من تداخل الاحداث المؤثرة وهو تقليل مدة الحدث (حجم النوافذ) (Nageswara Rao, 2014: 44). أوضحت الدراسة ان ميزة استخدام نوافذ الحدث القصيرة تتمثل في اعطاء قياسات للعائد المتوقع اقل تحيزاً من الأجل الطويل، كذلك تمت المقارنة بين استخدام حدث واحد او مجموعة احداث، حيث لوحظ ان هناك نتائج قوية عند استخدام احداث منفصلة (دادن، بديده، 2012: 225). وهناك من عرف نافذة الحدث القصيرة بأنها تلك التي تتمثل بمدة (10) ايام قبل و(10) بعد الحدث وقام البعض بتضييق مدة الحدث الى (5) ايام قبل و(5) ايام بعد (Cydony, Baily, 2015: 8). وفي دراستنا نستخدم مدة حدث (15) يوم قبل الإعلان عن الحدث و(15) يوم بعد الإعلان عن الحدث واليوم (0) يوم اعلان الحدث، أي أن إجمالي فترة الحدث في هذه الدراسة (31) يوماً، والشكل (2-9) يوضح نافذة التقدير ونافذة الحدث للدراسة.

.(t=-15,.....,0,.....,+15)



شكل (9-2) نافذة التقدير و نافذة الحدث للدراسة

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 & Nekhili 2016: 25)(Cooke & Baily, 2015, 9) (Khan & Naimat Ullah , 2011: 111)

$$R_t = \ln \left(\frac{P_t}{P_{t-1}} \right) \dots \dots \dots (1 - 2)$$

اذ :

- = R_t عائد السهم في اليوم (t)
- = P_t سعر الاغلاق للسهم في اليوم (t) اليوم الحالي
- = P_{t-1} 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)

$$R_{m, t} = \ln \left(\frac{P_{m, t}}{P_{m, t-1}} \right) \dots \dots \dots (2 - 2)$$

اذ :

$$\begin{aligned} P_{m,t} &= \text{سعر الاغلاق لمؤشر السوق في اليوم } (t) \\ P_{m,t-1} &= \text{سعر الاغلاق لمؤشر السوق في اليوم } (t-1) \\ R_{m,t} &= \text{عائد السوق} \end{aligned}$$

الخطوة الرابعة: قياس العلاقة الخطية بين عائد السهم وعائد السوق

والتي تستخدم نافذة تقدير (60) 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)

$$E(R_{it}) = R_{ft} + \beta(R_{m,t} - R_{ft}) \dots \dots \dots (3 - 2)$$

اذ:

$$\begin{aligned} E(R_{it}) &= \text{العائد المتوقع للسهم} \\ R_{ft} &= \text{المعدل خالي من المخاطرة} \\ \beta &= \text{البيتا وهي تقيس العلاقة بين عائد السوق وعائد السهم.} \\ (R_{m,t} - R_{ft}) &= \text{علاوة المخاطرة.} \end{aligned}$$

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)

$$AR_{it} = R_{it} - E(R_{it}) \dots \dots \dots (4-2)$$

اذ:

$$\begin{aligned} E(R_{it}) &= \text{العائد المتوقع للسهم } (i) \text{ في اليوم } (t) \text{ الذي تم حسابه باستخدام نموذج (CAPM).} \\ AR_{it} &= \text{العائد غير العادي اليومي للسهم } I \text{ في اليوم } t \\ R_{it} &= \text{العائد المتحقق الذي تم حسابه في معادلة (3-1) اعلاه} \end{aligned}$$

الخطوة السادسة: حساب معدل العائد غير العادي (AAR_t)

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

$$AAR_t = \sum_{t=1}^n AR_{it} / N \dots \dots \dots (5 - 2)$$

اذ:

$$\begin{aligned} AAR_t &: \text{معدل العائد غير العادي للسهم } I \text{ في الزمن } T \\ AR &: \text{العائد غير العادي للسهم } I \text{ في الزمن } T \\ N &: \text{عدد الإعلانات لكل شركة} \end{aligned}$$

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 (Linciano,2004:11) (Hertel,2013:13) (Levy,2005:391)(MacKinlay,1997:21)

$$CAR_t = \sum_{i=1}^N AAR_{it} \dots \dots \dots (6 - 2)$$

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

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

$$CAAR = \sum_{t=t_1}^{t_2} \frac{CAR}{N} \dots \dots \dots (7 - 2)$$

اذ:

CAAR: متوسط العائد غير العادي المتراكم

N: عدد الاحداث

ولغرض الوصول الى اختبار الاحداث وأثرها على سعر السهم ينظر الى النتائج، فاذا كانت متوسطات العائد غير العادية المتراكم موجبة، فأن 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 جيده الى السوق (good news)، وبعكس ذلك اذا كانت الاشارة سالبة فأن ذلك يدل على ان المحتوى المعلوماتي اثر في سعر السهم ولكن بإشارة سالبة بمعنى ان الإعلانات ترسل اخبار غير جيدة (bad news)، واذا كان الناتج هو صفر فأن ذلك دليل على ان الإعلان لم يؤثر في السوق وانه لا يوجد محتوى معلوماتي للحدث.

اختبار أثر الإعلان عن التغير في التدرج الائتماني للسندات في عوائد

الأسهم العادية

تعد اعلانات التدرج الائتماني بغض النظر عن نوعها ، اعلان تدرج اولي او اعلان ترقية او اعلان خفض التدرج او اعلان تأكيد التدرج او الادراج على قائمة المراقبة ، معلومة او اشارة ترسل الى السوق ، وتعتمد كفاءة الاسواق المالية على مدى الاستجابة لهذا الإعلان ، اذ يمكن ان يفسر المستثمر الإعلان عن الترقية كإشارة ايجابية تدل على الجدارة الائتمانية للشركة وقدرتها على الوفاء بالتزاماتها المالية خلال وقتها المحدد ، ومن ثمّ يمثل هذا نوع من الثقة في الشركة وربما يؤثر في عائد السهم ، بينما يمكن ان يمثل الإعلان لأول مرة عن تدرج ائتماني لسندات صادرة من شركة ما باتجاهين متناقضين بحسب الغاية من الاصدار والدرجة التي يمكن ان يحصل عليها الإصدار حيث ان اصدار سندات لأغراض تمويل مشاريع يعد اشارة موجبة ، على العكس من ذلك قد يعد اصدار سندات لأغراض سداد ديون سابقة ، او توزيع ارباح اشارة سلبية ان الشركة تمر بضائقة مالية وربما يؤثر سلباً على عوائد الأسهم في السوق ، فضلاً عن ذلك قد يعد خفض الدرجة الائتمانية اشارة سلبية يؤشر الى انخفاض الجدارة الائتمانية للشركة ، ومن ثمّ يمكن ان يؤثر سلباً في عوائد أسهمها ، ان هذه الاشارات يجب ان يستجيب لها عوائد الأسهم السوقي ، عبر اظهار عوائد غير عادية قبل وأثناء الإعلان عن الحدث وتكون صفراً بعد الإعلان. وتكون هذه العوائد اما ايجابية عندما تكون الاشارة او المعلومة ايجابية او ان تكون سلبية عندما يكون الاعلان سلبياً ، اما اذا كانت العوائد غير العادية متقلبة بين السلب والإيجاب قبل يوم الإعلان ، فهذا يدل على استجابة متحيزة من جانب السوق للمعلومات التي تصل الى السوق. وان السوق غير كفوء في الاستجابة الى المعلومات ، كذلك وجود عوائد غير عادية سالبة او موجبة او متقلبة وليست صفرية بعد الإعلان ، ذلك دليل على ان الاستجابة بطيئة من السوق ، ومن ثمّ يدل ذلك على عدم كفاءة الاسواق المالية بالشكل نصف القوي الذي يشترط الاستجابة الكفوة (السريعة والكاملة وغير المتحيزة) لإعلانات التدرج الائتماني للسندات.

في هذا الفصل سيتم اختبار الفرضيات المرتبطة بإعلانات التدرج الائتماني وأثرها في عوائد الأسهم ، واختبار مدى كفاءة السوق المالي ، من خلال استخدام منهجية دراسة الحدث والتي من خلالها يمكن تبيان سرعة وتام الانعكاس للمحتوى المعلوماتي في عوائد الأسهم ، من خلال حساب العوائد غير العادية للأسهم (AR) والعوائد غير العادية المتراكمة (CAR) ومتوسطاتها (CAAR) اليومية. وتم اعتماد التدرجات الصادرة عن وكالة (Moody's) التي تعد واحدة من اهم ثلاث وكالات في العالم تقوم بإصدار التدرجات الائتمانية.

المبحث الأول

اختبار المحتوى المعلوماتي لإعلانات التدرج الائتماني الاولي في

عوائد الاسهم العادية

عند الإعلان لأول مرة عن اصدار سندات، فان 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 الإعلان 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 الإعلان على عائد اسهم الشركة المصدرة وماهي التوقعات المستقبلية للعائد، وترتبط تلك التوقعات بالدرجة التي تحصل عليها فيما اذا كانت من الدرجات الاستثمارية او درجات المضاربة وترتيب الدرجة هل هو في قمته 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 الإعلان عن التدرج الائتماني للإصدار الاولي للسندات يمكن ان يؤثر في عوائد اسهم الشركة المصدرة.

واستناداً الى نوع الإعلان فان الشركات التي قامت وكالات التدرج بمنح السندات الصادرة عنها درجات ائتمانية اولية كانت (13) شركة من عينة الدراسة البالغة (15) شركة وكانت عدد الإعلانات الصادرة عن وكالات التدرج (36) اعلان من مجموع الإعلانات البالغة (158) اعلان.

الجدول (1-3)

الشركات التي تم الإعلان عن تدرج سنداتها تدرج اولي وعدد الإعلانات لكل شركة خلال مدة الدراسة

ت	الشركة	عدد الإعلانات
1	مصرف ابو ظبي الإسلامي	1
2	مصرف أبو ظبي التجاري	6
3	مصرف الاتحاد الوطني	2
4	مصرف أبو ظبي الوطني	4
5	المصرف العربي المتحد	1
6	مصرف الشارقة الإسلامي	2
7	مصرف رأس الخيمة الوطني	2
8	شركة أبو ظبي الوطنية للطاقة	6
9	شركة دانا غاز	6
10	شركة الدار العقارية	3
11	مؤسسة الإمارات للاتصالات	1
12	شركة ابو ظبي للتأمين	1
13	شركة الفجيرة الوطنية للتأمين	1
	المجموع	36

المصدر: من اعداد الباحث اعتماداً على تقارير وكالة (Moody's)

وعند حساب العوائد اليومية الفعلية (R_t) والعوائد اليومية المتوقعة (ER_t) باستخدام نموذج تسعير الموجودات الرأسمالية (CAPM)، والعوائد غير العادية اليومية (AR_t)، من خلال الفرق بين العوائد الفعلية والعوائد المتوقعة، تكون لدينا الجدول (2-3)، الذي يتضمن العوائد غير

الفصل الثالث..... الاطار العملي لتغير اسعار الدراسة

العادية والعوائد غير العادية المتراكمة ومتوسط العوائد اليومية غير العادية المتراكمة لإعلانات التدرج الائتماني الأولي للشركات المشار إليها في الجدول (3-1) ولمدة (15) يوماً قبل الإعلان عن الحدث (التدرج الائتماني) ويوم الإعلان (اليوم 0) و(15) يوم بعد الحدث .

جدول (2-3)

للشركات عينة الدراسة عن الإعلان التدرج الائتماني الأولي للشركات عينة الدراسة (CAAR,AAR,CAR,AR)

الدار العقارية		المصرف العربي المتحد		دانا كاز		ابو ظبي تجاري		ابو ظبي اسلامي		اسم الشركة
(11)CAR	(10)AR	(9)CAR	(8)AR	(7)CAR	(6)AR	(5)CAR	(4)AR	(3)CAR	(2)AR	نافذة الحدث (1)
-0.0331	-0.0331	-0.0001	-0.0001	-0.0012	-0.0012	-0.0291	-0.0291	-0.0274	-0.0274	-15
-0.0647	-0.0316	0.0001	0.0002	0.0044	0.0056	0.0039	0.0330	-0.0063	0.0211	-14
-0.0933	-0.0285	0.0009	0.0008	0.0018	-0.0026	0.0850	0.0811	-0.0208	-0.0144	-13
-0.1344	-0.0412	0.0023	0.0013	-0.0042	-0.0060	0.1664	0.0814	-0.0623	-0.0416	-12
-0.1716	-0.0372	-0.0002	-0.0025	-0.0248	-0.0206	0.1618	-0.0046	-0.0795	-0.0172	-11
-0.1924	-0.0208	-0.0003	-0.0001	0.0098	0.0346	0.2503	0.0884	-0.0501	0.0295	-10
-0.2010	-0.0086	-0.0009	-0.0006	0.0109	0.0010	0.3183	0.0681	-0.0354	0.0147	-9
-0.2083	-0.0073	-0.0022	-0.0013	0.0092	-0.0017	0.4278	0.1095	-0.0496	-0.0142	-8
-0.2099	-0.0016	-0.0052	-0.0030	-0.0002	-0.0094	0.4399	0.0120	-0.0130	0.0366	-7
-0.2277	-0.0178	-0.0076	-0.0024	-0.0009	-0.0007	0.4144	-0.0254	0.0261	0.0391	-6
-0.2463	-0.0186	-0.0080	-0.0004	-0.0267	-0.0258	0.3570	-0.0574	0.0155	-0.0106	-5
-0.2733	-0.0270	-0.0077	0.0003	-0.0369	-0.0102	0.3575	0.0005	0.0152	-0.0003	-4
-0.3235	-0.0502	-0.0064	0.0012	-0.0474	-0.0105	0.4023	0.0448	-0.0061	-0.0213	-3
-0.3952	-0.0718	-0.0024	0.0040	-0.0401	0.0073	0.3887	-0.0137	-0.0186	-0.0126	-2
-0.4675	-0.0723	-0.0028	-0.0003	-0.0490	-0.0089	0.3972	0.0085	-0.0224	-0.0038	-1
-0.5227	-0.0552	-0.0009	0.0019	-0.0356	0.0134	0.3874	-0.0098	-0.0207	0.0017	0
-0.5644	-0.0418	-0.0021	-0.0012	-0.0434	-0.0078	0.3697	-0.0176	0.0043	0.0250	1
-0.6197	-0.0552	-0.0020	0.0001	-0.0489	-0.0055	0.2737	-0.0960	-0.0054	-0.0097	2
-0.6841	-0.0644	-0.0004	0.0016	-0.0350	0.0139	0.2986	0.0249	-0.0152	-0.0099	3
-0.7624	-0.0783	-0.0027	-0.0024	-0.0355	-0.0005	0.3024	0.0037	-0.0089	0.0064	4
-0.8452	-0.0828	-0.0045	-0.0018	-0.0274	0.0081	0.3375	0.0351	-0.0158	-0.0069	5
-0.9198	-0.0745	-0.0043	0.0003	-0.0360	-0.0086	0.3860	0.0485	-0.0230	-0.0073	6
-1.0043	-0.0845	-0.0040	0.0003	-0.0343	0.0017	0.4655	0.0795	-0.0110	0.0121	7
-1.0723	-0.0680	-0.0044	-0.0005	-0.0587	-0.0244	0.4398	-0.0258	-0.0052	0.0057	8
-1.1395	-0.0672	-0.0022	0.0023	-0.0695	-0.0108	0.5585	0.1188	-0.0034	0.0019	9
-1.1981	-0.0585	-0.0008	0.0013	-0.0504	0.0191	0.6531	0.0946	-0.0045	-0.0011	10
-1.2530	-0.0550	-0.0006	0.0003	-0.0484	0.0020	0.6448	-0.0083	-0.0005	0.0041	11
-1.3190	-0.0660	-0.0021	-0.0016	-0.0488	-0.0004	0.7462	0.1014	-0.0133	-0.0129	12
-1.3972	-0.0781	-0.0019	0.0003	-0.0513	-0.0025	0.6275	-0.1187	-0.0453	-0.0320	13
-1.5062	-0.1090	-0.0027	-0.0008	-0.0580	-0.0067	0.5640	-0.0636	-0.0756	-0.0303	14
-1.6303	-0.1241	-0.0020	0.0008	-0.0852	-0.0272	0.5400	-0.0240	-0.1372	-0.0616	15

الفصل الثالث..... الاطار العملي لتغير اسعار الوراق

مصرف الشارقة		ابو ظبي للطاقة		شركة مجموعة الاتصالات		رأس الخيمة		الشركة
(19)CAR	(18)AR	(17) CAR	(16)AR	(15)CAR	(14)AR	(13)CAR	(12)AR	نافذة الحدث
-0.0175	-0.0175	0.0031	0.0031	0.0152	0.0152	-0.0274	-0.0274	-15
-0.0125	0.0051	0.0087	0.0056	0.0302	0.0150	0.0612	0.0886	-14
-0.0184	-0.0059	0.0050	-0.0037	0.0301	-0.0001	0.0029	-0.0583	-13
-0.0112	0.0071	0.0013	-0.0036	0.0443	0.0142	0.0326	0.0297	-12
-0.0265	-0.0153	0.0031	0.0017	0.0395	-0.0048	0.0259	-0.0067	-11
-0.0342	-0.0077	0.0119	0.0089	0.0249	-0.0146	0.0754	0.0495	-10
-0.0536	-0.0195	-0.0004	-0.0123	0.0218	-0.0031	0.0686	-0.0068	-9
-0.0449	0.0087	0.0102	0.0106	0.0252	0.0034	0.0708	0.0023	-8
-0.0479	-0.0030	0.0111	0.0009	0.0203	-0.0049	0.0606	-0.0103	-7
-0.0294	0.0185	0.0071	-0.0040	0.0353	0.0150	0.0587	-0.0019	-6
-0.0765	-0.0470	0.0096	0.0025	0.0329	-0.0025	0.0513	-0.0074	-5
-0.0638	0.0127	0.0047	-0.0049	0.0364	0.0035	0.0630	0.0117	-4
-0.0855	-0.0218	0.0074	0.0027	0.0290	-0.0073	0.0413	-0.0217	-3
-0.0887	-0.0032	0.0054	-0.0020	0.0560	0.0270	0.0495	0.0082	-2
-0.0738	0.0149	0.0146	0.0092	0.0536	-0.0025	0.0651	0.0155	-1
-0.0941	-0.0202	0.0158	0.0011	0.0597	0.0062	0.0753	0.0102	0
-0.1024	-0.0084	0.0155	-0.0003	0.0597	-0.0001	0.0877	0.0124	1
-0.0701	0.0323	0.0184	0.0029	0.0777	0.0181	0.0927	0.0050	2
-0.0265	0.0436	0.0253	0.0069	0.0747	-0.0031	0.0910	-0.0018	3
-0.0483	-0.0218	0.0337	0.0083	0.0984	0.0238	0.0809	-0.0100	4
-0.0374	0.0109	0.0442	0.0106	0.0831	-0.0154	0.0448	-0.0362	5
-0.0334	0.0040	0.0349	-0.0093	0.1178	0.0347	0.0643	0.0195	6
-0.0275	0.0059	0.0289	-0.0059	0.1001	-0.0177	0.0634	-0.0009	7
-0.0764	-0.0489	0.0135	-0.0155	0.0898	-0.0103	0.0649	0.0015	8
-0.0726	0.0038	-0.0004	-0.0138	0.0848	-0.0050	0.0617	-0.0032	9
-0.0588	0.0138	-0.0081	-0.0077	0.0721	-0.0127	0.0576	-0.0041	10
-0.0774	-0.0186	-0.0299	-0.0218	0.0640	-0.0081	0.0577	0.0001	11
-0.0981	-0.0207	-0.0120	0.0179	0.0484	-0.0156	0.1056	0.0479	12
-0.1173	-0.0193	-0.0196	-0.0077	-0.0002	-0.0486	0.0819	-0.0236	13
-0.1177	-0.0003	-0.0075	0.0122	-0.0098	-0.0096	0.1071	0.0252	14
-0.1275	-0.0099	0.0021	0.0096	0.0066	0.0165	0.1045	-0.0026	15

الفصل الثالث..... الاطار العملي لتغير اس الدراسة

		الفجيرة للتأمين		مصرف ابو ظبي الوطني		ابو ظبي للتأمين		مصرف الاتحاد		الشركة
(29)CAAR	(28)AAR	(27)CAR	(26)AR	(25)CAR	(24)AR	(23)CAR	(22)AR	(21)CAR	(20)AR	نافذة الحدث
-0.0089	-0.0089	0.0007	0.0007	-0.0033	-0.0033	-0.0003	-0.0003	0.0048	0.0048	-15
0.0017	0.0106	0.0012	0.0005	0.0023	0.0056	-0.0005	-0.0001	-0.0059	-0.0107	-14
-0.0017	-0.0034	0.0018	0.0006	-0.0084	-0.0106	0.0016	0.0021	-0.0104	-0.0044	-13
0.0014	0.0031	0.0021	0.0003	-0.0047	0.0037	0.0021	0.0005	-0.0158	-0.0055	-12
-0.0070	-0.0084	0.0034	0.0013	-0.0124	-0.0077	0.0005	-0.0016	-0.0103	0.0055	-11
0.0024	0.0094	0.0058	0.0024	0.0019	0.0143	-0.0395	-0.0400	-0.0322	-0.0220	-10
0.0049	0.0024	0.0045	-0.0012	0.0110	0.0091	-0.0395	-0.0001	-0.0412	-0.0089	-9
0.0214	0.0166	0.1416	0.1370	0.0017	-0.0093	-0.0400	-0.0005	-0.0631	-0.0220	-8
0.0139	-0.0075	0.0386	-0.1030	-0.0143	-0.0159	-0.0382	0.0018	-0.0609	0.0022	-7
0.0281	0.0142	0.1778	0.1392	-0.0007	0.0136	-0.0358	0.0024	-0.0519	0.0091	-6
0.0242	-0.0039	0.3147	0.1369	-0.0070	-0.0063	-0.0350	0.0008	-0.0670	-0.0152	-5
0.0334	0.0092	0.3909	0.0762	-0.0127	-0.0057	-0.0359	-0.0009	-0.0034	0.0637	-4
0.0160	-0.0173	0.2877	-0.1032	-0.0145	-0.0017	-0.0368	-0.0008	-0.0390	-0.0357	-3
0.0028	-0.0133	0.1838	-0.1039	-0.0097	0.0047	-0.0368	0.0000	-0.0559	-0.0169	-2
0.0125	0.0097	0.3229	0.1392	0.0016	0.0113	-0.0365	0.0002	-0.0410	0.0150	-1
0.0038	-0.0087	0.2835	-0.0394	-0.0023	-0.0039	-0.0358	0.0007	-0.0604	-0.0194	0
-0.0010	-0.0048	0.2835	-0.0001	-0.0246	-0.0223	-0.0350	0.0009	-0.0613	-0.0009	1
-0.0130	-0.0121	0.2828	-0.0007	-0.0489	-0.0243	-0.0344	0.0006	-0.0856	-0.0243	2
-0.0155	-0.0025	0.2813	-0.0015	-0.0478	0.0011	-0.0325	0.0019	-0.1313	-0.0458	3
-0.0184	-0.0029	0.2818	0.0006	-0.0410	0.0068	-0.0317	0.0008	-0.1065	0.0248	4
-0.0249	-0.0064	0.2806	-0.0013	-0.0388	0.0022	-0.0317	0.0000	-0.1128	-0.0062	5
-0.0225	0.0024	0.2797	-0.0009	-0.0528	-0.0140	-0.0300	0.0017	-0.0756	0.0372	6
-0.0148	0.0077	0.2809	0.0012	-0.0494	0.0034	-0.0308	-0.0008	0.0300	0.1056	7
-0.0323	-0.0175	0.2808	-0.0001	-0.0196	0.0298	-0.0315	-0.0007	-0.0405	-0.0705	8
-0.0277	0.0046	0.2793	-0.0015	-0.0320	-0.0124	-0.0274	0.0041	0.0023	0.0429	9
-0.0247	0.0030	0.2761	-0.0032	-0.0379	-0.0060	-0.0285	-0.0011	0.0066	0.0042	10
-0.0368	-0.0121	0.2761	0.0000	-0.0496	-0.0117	-0.0320	-0.0035	-0.0298	-0.0363	11
-0.0374	-0.0005	0.2747	-0.0014	-0.0556	-0.0060	-0.0333	-0.0013	-0.0785	-0.0487	12
-0.0600	-0.0227	0.2730	-0.0017	-0.0577	-0.0021	-0.0369	-0.0036	-0.0352	0.0433	13
-0.0793	-0.0193	0.2704	-0.0025	-0.0616	-0.0039	-0.0368	0.0001	-0.0965	-0.0613	14
-0.0956	-0.0163	0.2694	-0.0010	-0.0604	0.0012	-0.0346	0.0022	-0.0886	0.0079	15

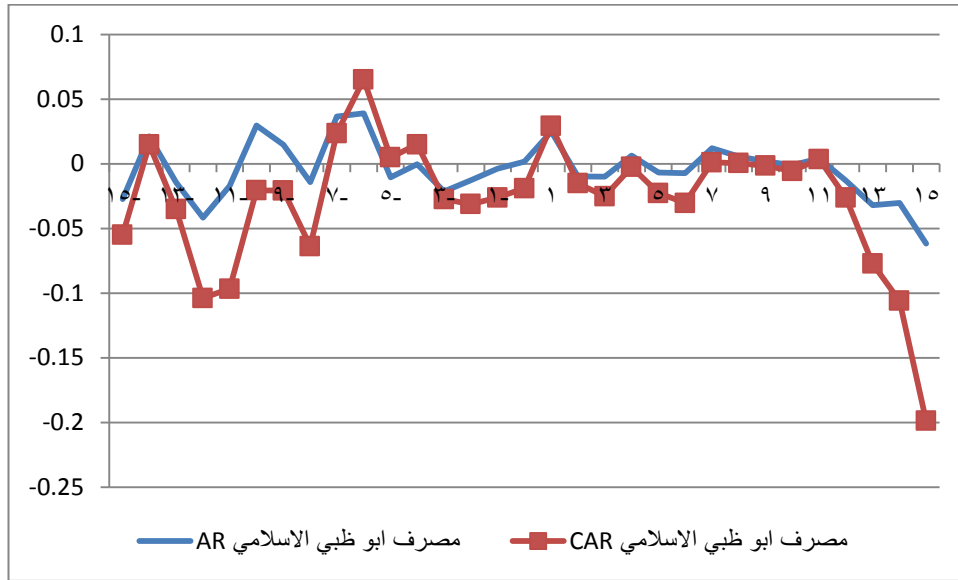
المصدر: اعداد الباحث استناداً الى تقارير سوق ابو ظبي للأوراق المالية

وفي الجدول (2-3) العمودان (2و3) يمثلان العوائد غير العادية (AR) والعوائد غير العادية المتراكمة (CAR) لسهم شركة (مصرف ابو ظبي الاسلامي)، حيث تبين ان (AR) يعطي عوائد سالبة لمدة (10) يوم وإيجابيه لمدة (5) أيام قبل الإعلان، في حين أنها سالبة لمدة (9) يوم وموجبة لمدة (6) يوم بعد الإعلان عن تدريج السندات. خلال فترة الحدث البالغة (31) يوماً كانت (AR) سالبة لمدة (19) يوماً وموجبة لمدة (12) يوماً. التناقض في حركة (AR) سلباً وإيجاباً بعد الإعلان يكشف عن أن تحركات عوائد الأسهم متغيرة الاتجاه وسالبة بأغلبيتها، ترتفع تارةً وتنخفض تارةً أخرى. كذلك يلاحظ ان يوم الحدث تحول العائد غير العادي الى موجب بعد ان كان سالباً في الايام من (-5) الى (-1)، مما يشير الى وجود انعكاس ايجابي للمعلومات التي تضمنها الإعلان ومن ثم اثرت ايجاباً في تحقيق عوائد غير عادية موجبة والتي استمرت الى اليوم الاول بعد الإعلان، حيث تحولت الى سالبة لتستمر متقلبة بعد ذلك بين السالبة والموجبة الى نهاية نافذة الحدث. كما تبين من الجدول بأن اكبر عائد غير عادي (AR) تحقق في اليوم السادس (-6) للمدة التي تسبق يوم الإعلان حيث بلغ (0.0391)، بينما كان اقل عائد غير عادي في اليوم الخامس عشر (-15) للمدة التي تسبق يوم الإعلان حيث بلغ (-0.0274) اما في يوم الإعلان فقد كان العائد غير العادي موجباً وبلغ (0.0017) ومن المفترض ان يكون العائد في هذا اليوم اعلى ما يمكن، نتيجة انخفاض عدم التماثل المعلوماتي، واستمرت العوائد غير العادية سالبه طوال المدة التي تلت يوم الإعلان، الى ان تغيرت في المشاهدة الاخيرة لنافذة الحدث لتكون سالبة حيث بلغت - (0.0616)، وهذا يدل على ان الانعكاس غير صحيح لأنه من المفترض ان يكون موجباً قبل الإعلان وفي اثنائه وصفرأ بعد الإعلان، وفي ذلك دلالة على عدم كفاءة السوق في الاستجابة للمحتوى المعلوماتي من الإعلان الاولي للتدريج الائتماني فيما يخص مصرف ابو ظبي الاسلامي.

كذلك يتضح من الجدول أن (CAR) موجبة لمدة (3) ايام وسالبة لمدة (12) يوماً قبل الإعلان عن تدريج السندات، بينما كانت موجبة لمدة يوم واحد وهو اليوم الاول وسالبة لجميع الأيام بعد الإعلان عن تدريج السندات. وخلال مدة الحدث (CAR) هي سالبة لمدة (27) يوماً وموجبة لمدة (4) يوم من ايام نافذة الحدث البالغة (31) يوماً، نتيجة العوائد غير العادية السالبة الغالبة. حيث بدأت قيم (CAR) بالتراجع مع بداية نافذة الحدث، مع ملاحظة وجود تحول ايجابي في اليوم الاول بعد الإعلان حيث كانت (CAR) موجبة.

وتبين من الجدول اعلاه ان قيم (CAR) بدأت سالبة في اليوم (-15) واستمرت الى اليوم السادس (-6) حيث تحولت الى موجبة لغاية اليوم (-3) لتستمر كذلك خلال المدة المتبقية السابقة ليوم الإعلان نتيجة تحقق عوائد غير عادية (AR) سالبة في أغلبها ترتفع تارةً وتنخفض تارةً أخرى، وهذا ادى الى استجابة متحيزة من جانب السوق لإعلان التدريج الاولي. ومن جانب اخر ولأن العوائد غير العادية المتراكمة (CAR) بعد الإعلان لم تستقر عند (-0.0207) في يوم الإعلان واستمرت سالبة ترتفع تارةً وتنخفض تارةً أخرى عن هذه القيمة خلال مدة ما بعد الحدث، فإن ذلك يدل على محتوى معلوماتي مؤثر، والدليل تحقيق عوائد غير عادية بغض النظر عن اشارتها والتي يفترض ان تكون صفراً اذا لم يكن هناك محتوى معلوماتي مؤثراً للإعلان عن التدريج ومن ثم يؤدي الى وجود مشكلة عدم تماثل معلوماتي، وهذا يتناقض مع محتوى الفرضية

الفرعية اولاً التي تنص على (لا يوجد تأثير لإعلانات التدرج الائتماني الاولي للسندات في عوائد اسهم الشركة). وكذلك تدل على ان استجابة السوق متحيزة نتيجة العوائد غير العادية السالبة قبل نافذة الحدث، وكذلك هناك استجابة بطيئة وليست تامة نتيجة تحقيق عوائد غير عادية سالبة الى اليوم الاخير من الإعلان، والشكل (3-1) يوضح سلوك كل من AR و CAR للإعلان عن التدرج الاولي لمصرف ابو ظبي الاسلامي .



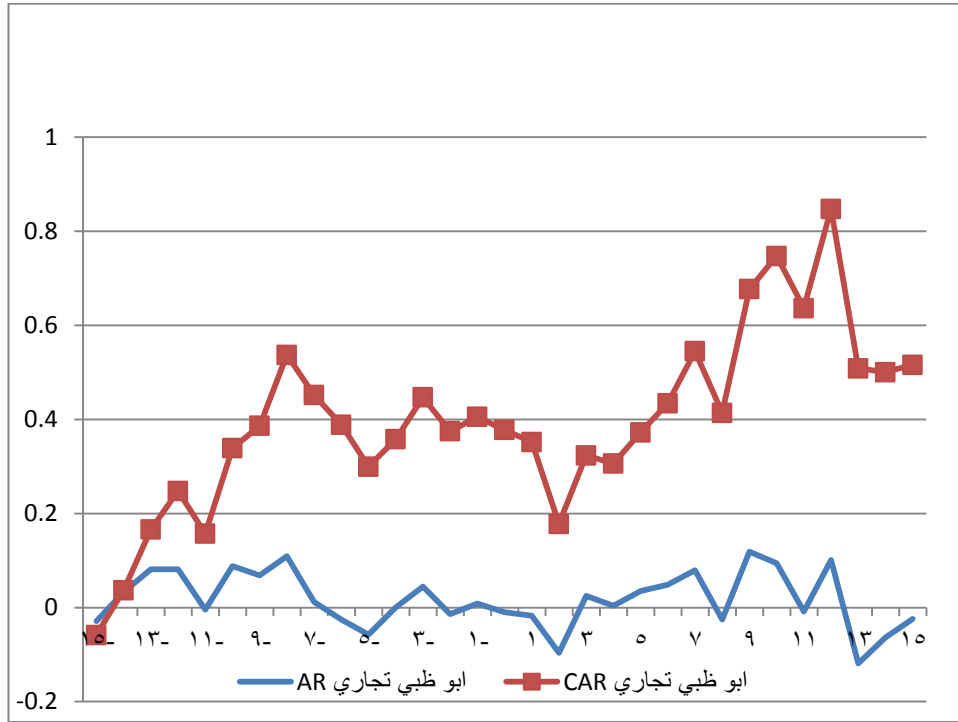
شكل (3-1) سلوك AR و CAR لمصرف ابو ظبي الاسلامي عن الإعلان التدرج الائتماني الاولي

وفي العمودين (5و4)، اللذين يمثلان العوائد غير العادية (AR) والعوائد غير العادية المتراكمة (CAR) لسهم شركة مصرف (ابو ظبي التجاري)، تبين ان (AR) يعطي عوائد سالبة لمدة (5) ايام وإيجابيه لمدة (10) أيام قبل الإعلان، في حين أنها كانت سالبة لمدة (7) يوم وموجبة لمدة (9) يوم بعد الإعلان عن تدرج السندات. خلال فترة الحدث البالغة (31) يوماً كانت AR سالبة لمدة (13) يوماً وموجبة لمدة (18) يوماً. التناقض في حركة (AR) سلباً وإيجاباً بعد الإعلان يكشف عن أن تحركات عوائد السهم متغيرة الاتجاه وموجبة بأغلبيتها، ترتفع تارةً وتنخفض تارةً اخرى ، كذلك يلاحظ ان اليوم الاول قبل الحدث كان العائد غير العادي موجباً الا انه تحول الى سالب يوم الإعلان، مما يشير الى وجود انعكاس سلبي للمعلومات التي تضمنها الإعلان ومن ثم اثرت سلباً في تحقيق عوائد غير عادية سالبة يوم الحدث، لتستمر بعد الإعلان متقلبة بين السالبة والموجبة الى نهاية نافذة الحدث. ومن ثم فإن تحقيق عوائد غير عادية متقلبة تدل على عدم التماثل المعلوماتي بين المستثمرين، وتبين من جدول العوائد غير العادية (AR) لمصرف ابو ظبي التجاري، بأن اعلى عائد غير عادي تحقق في اليوم الثامن (-8) للمدة التي تسبق يوم الإعلان حيث بلغ (0.1095)، بينما اقل عائد غير عادي كان في اليوم الخامس (-5) للمدة التي تسبق يوم الإعلان حيث بلغ (-0.0574)، اما في يوم الإعلان فقد كان العائد غير العادي سالباً وبلغ (-0.0098) ومن المفترض ان يكون العائد في هذا اليوم اعلى ما يمكن نتيجة عدم التماثل المعلوماتي، واستمرت العوائد غير العادية موجبة متقلبة ترتفع مرة وتنخفض مرة اخرى طوال المدة التي تلت يوم الإعلان، حتى استقرت موجبة في المشاهدة الاخير لنافذة الحدث عند (0.5400)، وهذا يعني ان الانعكاس غير صحيح لأنه من المفترض ان يكون موجبا قبل

الإعلان وفي اثنائه وصفراً بعد الإعلان، وفي ذلك دلالة على عدم كفاءة السوق في الاستجابة للمحتوى المعلوماتي من الإعلان الاولي للتدريج الائتماني فيما يخص مصرف ابو ظبي التجاري.

كذلك يتضح من الجدول أن العوائد غير العادية المتراكمة (CAR)، كانت موجبة لكافة الايام قبل الإعلان عن حدث تدريج السندات فيما عدا يوم واحد هو اليوم الخامس عشر (15-)، الا انها ترتفع تارة وتنخفض تارة اخرى، وأيضا كانت موجبة لجميع الأيام بعد الإعلان عن تدريج السندات وترتفع تارة وتنخفض تارة اخرى، وهذا يكشف عن أن السوق كانت تتوقع المعلومات الايجابية من وكالات التدريج الائتماني وتم تضمينها في عوائد الأسهم قبل مدة الحدث، وان استمرار عوائد الأسهم الموجبة بعد فترة الحدث يدل على استجابة بطيئة للمعلومات الجديدة .

كما تبين من الجدول ان قيم (CAR) بدأت سالبة في اليوم (15-) ومن ثم تحولت في اليوم (14-) الى موجبة واستمرت كذلك الى يوم الإعلان ولتستمر الى نهاية نافذة الحدث ترتفع تارة وتنخفض تارة اخرى، ومن جانب اخر ولأن العوائد غير العادية المتراكمة بعد الإعلان لم تستقر عند (0.3874)، وهو (CAR) في يوم الإعلان واستمرت موجبة ترتفع تارة وتنخفض 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، والذي يدل على محتوى معلوماتي مؤثرا والدليل تحقيق عوائد غير عادية بغض النظر عن اشارتها والتي يفترض ان تكون صفرا اذا لم يكن هناك محتوى معلوماتي مؤثراً للإعلان عن التدريج ومن ثم يؤدي الى وجود مشكلة عدم تماثل معلوماتي وهذا يتناقض مع محتوى الفرضية الفرعية اولاً (لا يوجد تأثير لإعلانات التدريج الائتماني الاولي للسندات في عوائد اسهم الشركة) وكذلك تدل على ان استجابة السوق متحيزة مبالغ فيها نتيجة العوائد غير العادية المتراكمة الموجبة المستمرة قبل الاعلان ، وكذلك هناك استجابة بطيئة وليست تامة نتيجة تحقيق عوائد غير عادية متقلبة بعد الإعلان وهذا دليل على عدم كفاءة السوق. والشكل (2-3) يوضح سلوك كل من (AR و CAR) لسهم مصرف ابو ظبي التجاري عند الإعلان عن التدريج الائتماني الاولي.

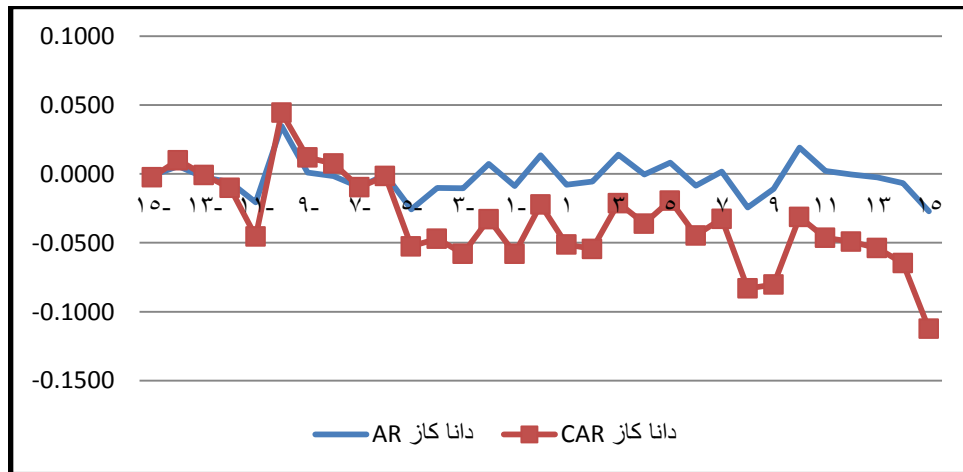


الشكل (2-3) سلوك كل من (CAR و AR) سهم مصرف ابو ظبي التجاري عند الإعلان عن التدرج الاولي

في العمودين (6 و 7)، اللذين يمثلان العوائد غير العادية (AR) والعوائد غير العادية المتراكمة (CAR) لسهم (دانا كاز)، تبين ان (AR) يعطي عوائد سالبة لمدة (11) يوماً وموجبة لمدة (4) ايام قبل الإعلان، في حين أنها سالبة لمدة (10) ايام وموجبة لمدة (5) يوم بعد الإعلان عن تدرج السندات. خلال فترة الحدث كانت AR سالبة لمدة (21) يوماً وموجبة لمدة (10) ايام. التناقض في حركة (AR) سلباً وإيجاباً بعد الإعلان، يكشف عن أن تحركات عوائد الأسهم متغيرة الاتجاه نتيجة عدم التماثل المعلوماتي بين المستثمرين. وتبين من العوائد غير العادية (AR) والعوائد غير العادية المتراكمة (CAR) لشركة (دانا كاز) بأن اكبر عائد غير عادي تحقق في اليوم العاشر (-10) للمدة التي تسبق يوم الإعلان حيث بلغ (0.0346)، بينما اقل عائد غير عادي كان في اليوم الخامس (-5) للمدة التي تسبق يوم الإعلان حيث بلغ (-0.0258) اما في يوم الإعلان 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 الإعلان، حتى استقرت سالبة في المشاهدة الاخيرة لنافاذة الحدث عند (0.0126)، وهذا يدل على ان الانعكاس غير صحيح لأنه من المفترض ان يكون موجباً قبل الإعلان وفي اثنائه وصفرأ بعد الإعلان، وفي ذلك دلالة على عدم كفاءة السوق في الاستجابة للمحتوى المعلوماتي من الإعلان الاولي للتدرج الائتماني فيما يخص شركة دانا كاز.

كذلك يتضح من الجدول أن (CAR) كانت سالبة طيلة مدة نافذة الحدث البالغة (31) يوماً فيما عدا الايام الرابع عشر والثالث عشر والعاشر والتاسع والثامن للمدة قبل الإعلان. وذلك يعود الى العوائد غير العادية السالبة التي تغلب على مدة نافذة الحدث، وهذا يكشف عن أن السوق كان يتوقع معلومات سلبية عن اصدار الشركة من ادوات الدين والدرجة التي يمكن ان تحصل عليها من وكالات التدرج الائتماني، وان المعلومات تم تضمينها في عوائد الأسهم قبل مدة الحدث. كما

لوحظ ان قيم (CAR) بدأت سالبة في اليوم (-15) وتحولت الى موجبة في اليوم الرابع عشر والثالث عشر لتعود سالبة في اليوم الثاني عشر وتتحول مرة اخرى الى موجبة في اليوم العاشر والتاسع والثامن، ولتعود سالبة وتستمر كذلك الى نهاية نافذة الحدث ترتفع تارة وتنخفض اخرى، ومن جانب اخر ولأن العوائد غير العادية المتراكمة بعد الإعلان لم تستقر عند (-0.0356) وهو (CAR) يوم الحدث، والمفروض ان تستقر خلال مدة ما بعد الحدث وتكون صفراً إلا انه يلاحظ انها استمرت موجبة ترتفع تارة وتنخفض تارة اخرى، نتيجة للعوائد غير العادية السالبة والموجبة بعد الإعلان لتستقر سالبة عند (-0.0852) لليوم الاخير من نافذة الحدث، وهذا يدل على استجابة متحيزة من جانب السوق لإعلان التدرج الاولي، والذي يدل على محتوى معلوماتي مؤثرا والدليل تحقيق عوائد غير عادية بغض النظر عن اشارتها والتي يفترض ان تكون صفرا اذا لم يكن هناك محتوى معلوماتي مؤثراً للإعلان عن التدرج و من ثم يؤدي الى وجود مشكلة عدم تماثل معلوماتي وهذا يتناقض مع محتوى الفرضية الفرعية اولاً (لا يوجد تأثير لإعلانات التدرج الائتماني الاولي للسندات في عوائد اسهم الشركة). وكذلك هناك استجابة بطيئة وليست تامة نتيجة تحقيق عوائد غير عادية متقلبة خلال بعد الإعلان وهذا دليل على عدم كفاءة السوق. والشكل (3-3) يوضح سلوك كل من (CAR و AR) عند الإعلان عن التدرج الائتماني الاولي لشركة دانا كاز.



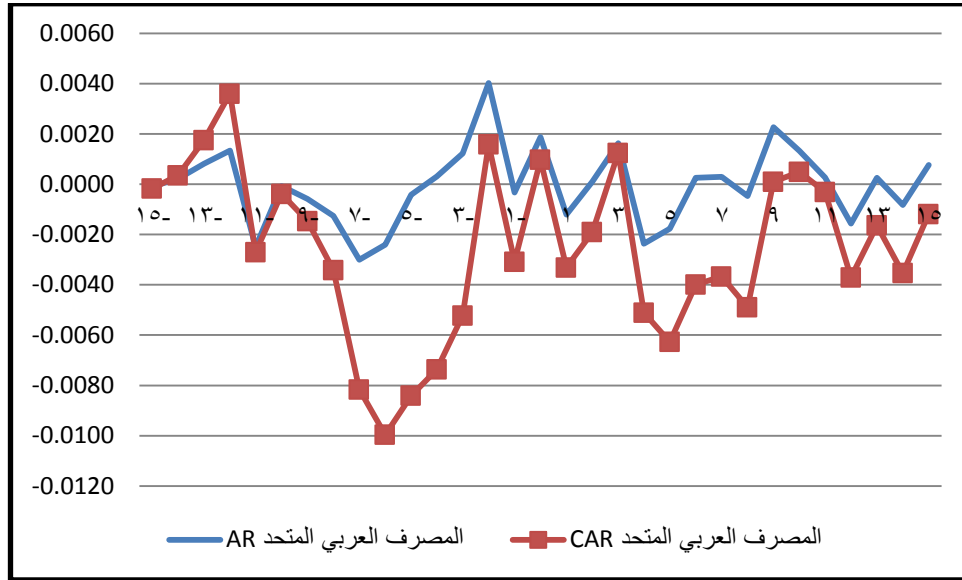
الشكل (3-3) سلوك كل من (CAR و AR) عند الإعلان عن التدرج الائتماني الاولي لشركة دانا كاز.

في العمودين (8 و9)، اللذين يمثلان العوائد غير العادية (AR) والعوائد غير العادية المتراكمة (CAR) لسهم شركة (المصرف العربي المتحد)، تبين ان (AR) يعطي عوائد سالبة لمدة (9) ايام وإيجابيه لمدة (6) ايام قبل الإعلان عن تدرج السندات، في حين أنها سالبة لمدة (6) ايام وموجبة لمدة (9) ايام بعد الإعلان عن تدرج السندات. خلال فترة الحدث كانت (AR) سالبة لمدة (15) ايام وموجبة لمدة (16) يوما. التناقض في حركة (AR) سلباً وإيجاباً قبل وبعد الإعلان يكشف عن أن تحركات عوائد الأسهم متغيرة الاتجاه، الا انها ليست ذات اهمية كبيرة لانخفاض قيمها، كما ان العوائد غير العادية يوم الإعلان كانت موجبة بعد ان كانت سالبة في اليوم (-1)، والتي تؤشر وجود معلومات ايجابية واستجابة كفوءة اثرت في عوائد الأسهم يوم الإعلان، الا ان قيم العوائد غير العادية بعد الإعلان كانت منخفضة وقريبة جداً من الصفر بقيمتها سواء كانت

سالية او موجبة، مما يؤشر استجابة كفاءة من جانب السوق للمعلومات الجديدة بعد الإعلان، كما يؤشر ان المعلومات بعد الإعلان غير مؤثرة في عوائد الأسهم وبالتالي تحقيق عوائد غير عادية للمستثمر.

وتبين من العوائد غير العادية (AR) لشركة المصرف العربي المتحد بأن اكبر عائد غير عادي تحقق في اليوم (-2) للمدة التي تسبق يوم الإعلان حيث بلغ (0.0040)، اما اقل عائد غير عادي كان في اليوم السابع (-7) للمدة التي تسبق يوم الإعلان وبلغ (-0.0030)، وفي يوم الإعلان كان العائد غير العادي موجباً بقيمة (0.0019) ومن المفترض ان يكون العائد في هذا اليوم اعلى ما يمكن، نتيجة انخفاض عدم التماثل المعلوماتي، واستمرت العوائد غير العادية تارةً سالبة وتارةً موجبة طوال المدة التي تلت يوم الإعلان، حتى استقرت موجبة في المشاهدة الاخيرة لنافذة الحدث عند (0.0008)، وهذا يدل على ان الانعكاس غير صحيح لأنه من المفترض ان يكون موجباً قبل الإعلان وفي اثنائه وصفرأ بعد الإعلان ، ولان قيم العوائد غير العادية بعد الإعلان كانت منخفضة وقريبة جداً من الصفر ففي ذلك دلالة على كفاءة السوق في الاستجابة للمحتوى المعلوماتي من الإعلان الاولي للتدريج الائتماني فيما يخص شركة المصرف العربي المتحد.

كذلك يتضح من الجدول أن (CAR) كانت سالبة طيلة مدة نافذة الحدث البالغة (31) يوماً ماعدا ثلاثة ايام الرابع عشر (-14) والثالث عشر (-13) والثاني عشر (-12) للمدة قبل الإعلان ، وذلك يعود الى العوائد السالبة غير العادية التي تغلب على مدة نافذة الحدث ، كما لوحظ ان قيم (CAR) بدأت سالبة في اليوم (-15) وكانت موجبة في الايام الثلاثة اللاحقة ، ثم تحولت الى موجبة بعد ذلك الى نهاية نافذة الحدث إلا انها كانت متقلبة حيث ترتفع تارةً وتنخفض اخرى ، ولكن ولطالما كانت قيم (CAR) ترتفع تارةً وتنخفض تارةً اخرى خلال المدة السابقة ليوم الإعلان نتيجة تحقيق عوائد غير عادية (AR) سالبة تارةً وموجبة تارةً اخرى ففي ذلك استجابة متحيزة من السوق لإعلان التدريج الاولي لشركة المصرف العربي المتحد ، ومن جانب اخر ولان العوائد غير العادية المتراكمة بعد الإعلان لم تستقر عند (-0.0009) وهو (CAR) يوم الحدث ، والمفروض ان تستقر خلال مدة ما بعد الحدث وتكون صفرأ إلا انه يلاحظ انها اخذت ترتفع تارةً وتنخفض اخرى وبقيم سالبة نتيجة للعوائد غير العادية السالبة والموجبة بعد الإعلان لتستقر عند (-0.0020) لليوم الاخير من نافذة الحدث ، وهذا يدل على استجابة متحيزة من جانب السوق لإعلان التدريج الاولي، والذي يدل على محتوى معلوماتي مؤثرا والدليل تحقيق عوائد غير عادية بغض النظر عن اشارتها والتي يفترض ان تكون صفرا اذا لم يكن هناك محتوى معلوماتي مؤثراً للإعلان عن التدريج و من ثم يؤدي الى وجود مشكلة عدم تماثل معلوماتي وهذا يتناقض مع محتوى الفرضية الفرعية اولاً (لا يوجد تأثير لإعلانات التدريج الائتماني الاولي للسندات في عوائد اسهم الشركة). وكذلك تدل على ان استجابة متحيزة للسوق نتيجة العوائد غير العادية المتراكمة التي ترتفع تارةً وتنخفض تارةً اخرى، وكذلك هناك استجابة بطيئة وليست تامة نتيجة تحقيق عوائد غير عادية متقلبة بعد الإعلان وهذا دليل على عدم كفاءة السوق. ويوضح الشكل (3-4) سلوك (AR و CAR) للمصرف العربي المتحد عن الإعلان عن الدرجة الائتمانية للشركة.



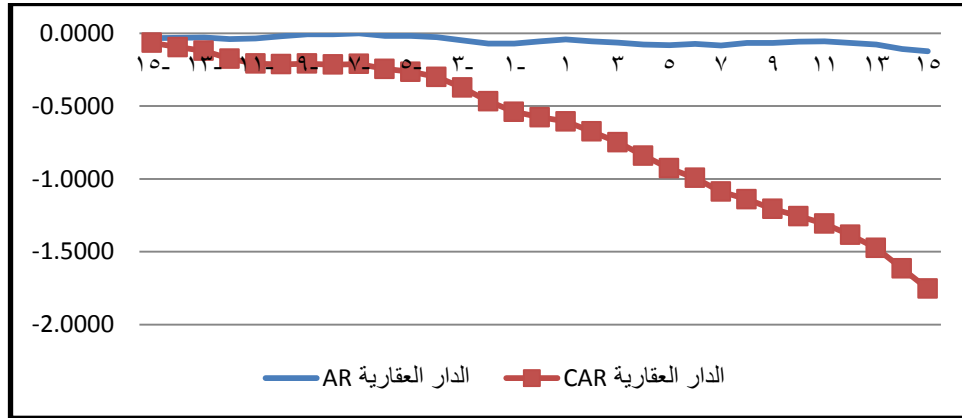
الشكل (3-4) سلوك (AR و CAR) للمصرف العربي المتحد عند الإعلان عن التدرج الائتماني الأولي للشركة

في العمودين (10 و 11) اللذين يمثلان العوائد غير العادية (AR) والعوائد غير العادية المتراكمة (CAR) لسهم شركة (الدار العقارية)، تبين ان العوائد غير العادية (AR) سالبة طيلة نافذة الحدث البالغة (31) يوماً. كذلك فإن ان السوق لم يظهر أي مفاجآت لإعلانات التدرج الائتماني الاولي كما يتضح من الاتجاه المستمر الذي بدأ قبل الحدث. إن غياب أي تغيير في اتجاه ردود فعل للأسهم على الإعلان يكشف أن السوق يتوقع المعلومات المقدمة من وكالات التدرج الائتماني بما في ذلك المدة قبل الحدث، ومن ثم فإن الحدث نفسه يؤكد ان هناك محتوى معلوماتي مؤثر في عوائد الأسهم لإعلانات التدرج الاولي.

وتبين من العوائد غير العادية (AR) لأسهم شركة الدار العقارية بأن اعلى عائد غير عادي تحقق في اليوم السابع (-7) للمدة التي تسبق يوم الإعلان حيث بلغ و(-0.0016)، وهي اقل خسارة يحققها السهم، بينما اقل عائد غير عادي كان في اليوم الاول (-1) للمدة التي تسبق يوم الإعلان حيث بلغ (-0.0723)، اما في يوم الإعلان 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 الإعلان ترتفع تارة وتنخفض تارة اخرى، حتى استقرت سالبة في المشاهدة الاخيرة لنافذة الحدث عند (-0.1241)، وهذا يدل على ان انعكاس المعلومات في عوائد الأسهم غير صحيح لأنه من المفترض ان يكون موجباً قبل الإعلان وفي اثنائه وصفرأ بعد الإعلان، وفي ذلك دلالة على عدم كفاءة السوق في الاستجابة للمحتوى المعلوماتي من الإعلان الاولي للتدرج الائتماني فيما يخص شركة الدار 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 عوائد 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 الإعلان عن تدرج السندات. كما لوحظ ان قيم (CAR) بدأت سالبة في اليوم (-15) واستمرت سالبة متصاعدة خلال المدة المتبقية السابقة ليوم الإعلان نتيجة تحقق عوائد غير عادية (AR) سالبة. وبذلك فإنها تحقق الشرط الاول للكفاءة بانها تبدأ بقيمة موجبة وتتصاعد لتصل اعلى قيمتها في يوم الإعلان وهذا ما تحقق 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 الإعلان وإنما استمرت تتصاعد في قيمها السالبة وبذلك تكون هناك استجابة متحيزة مبالغ فيها من جانب السوق لإعلان التدرج الاولي. ومن جانب اخر ولان العوائد غير العادية المتراكمة بعد الإعلان لم تستقر عند (-0.5227) وهو (CAR) في يوم الإعلان واستمرت سالبة باستمرار ومتصاعدة عن هذه القيمة خلال مدة ما بعد الحدث، فإن ذلك يدل على محتوى معلوماتي مؤثرا والدليل تحقيق عوائد سالبة والتي يفترض ان تكون صفرا اذا لم يكن هناك محتوى معلوماتي مؤثرا للإعلان عن التدرج ومن ثم يؤدي الى وجود مشكلة عدم تماثل معلوماتي وهذا يتناقض مع محتوى الفرضية الفرعية اولا (لا يوجد تأثير لإعلانات التدرج الائتماني الاولي للسندات في عوائد اسهم الشركة). وكذلك تدل على ان استجابة السوق متحيزة مبالغ فيها نتيجة العوائد غير العادية السالبة قبل الاعلان، فضلا عن وجود استجابة بطيئة وليست تامة نتيجة تحقيق عوائد غير عادية سالبة بعد الإعلان وهذا دليل على عدم كفاءة السوق في الاستجابة للمحتوى المعلوماتي من اعلان التدرج الائتماني الاولي للشركة. ويوضح الشكل (5-3) سلوك كل من (AR و CAR) عند الإعلان عن التدرج الائتماني الاولي لشركة الدار العقارية.



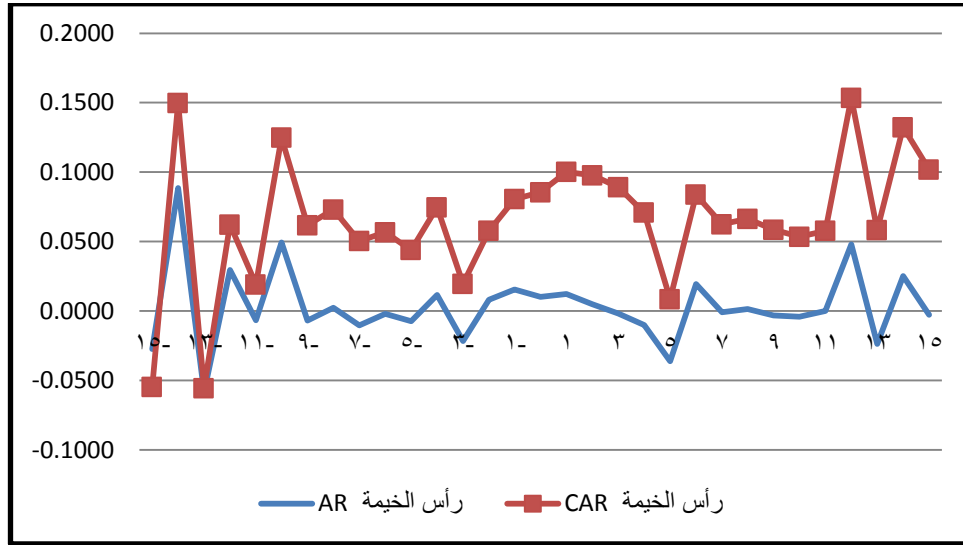
الشكل (5-3) سلوك كل من (AR و CAR) عند الإعلان عن التدرج الائتماني الاولي لشركة الدار العقارية.

في العمودين (12 و 13) اللذين يمثلان العوائد غير العادية (AR) والعوائد غير العادية المتراكمة (CAR) لسهم (مصرف رأس الخيمة)، تبين ان (AR) يعطي عوائد سالبة لمدة (8) ايام وإيجابيه لمدة (7) ايام قبل الإعلان عن تدرج السندات، في حين أنها كانت سالبة لمدة (8) ايام وموجبة لمدة (7) يوماً للمدة بعد الإعلان عن تدرج السندات. خلال فترة الحدث كانت (AR) سالبة

لمدة (16) يوماً وموجبة لمدة (15) يوماً. التناقض في حركة (AR) سلباً وإيجاباً وارتفاعاً وانخفاضاً قبل وبعد الإعلان يكشف عن أن تحركات عوائد الأسهم متغيرة الاتجاه نتيجة عدم التماثل المعلوماتي بين المستثمرين.

وتبين من العوائد غير العادية (AR) لشركة (مصرف رأس الخيمة) بأن أكبر عائد غير عادي تحقق في اليوم الرابع عشر (-14) للمدة التي تسبق يوم الإعلان حيث بلغ (0.0886)، بينما كان أقل عائد غير عادي كان في اليوم الثالث عشر (-13) للمدة التي تسبق يوم الإعلان حيث بلغ (-0.0583)، أما في يوم الإعلان فقد كان العائد غير العادي موجباً وبلغ (0.0102) ومن المفترض ان يكون العائد في هذا اليوم اعلى ما يمكن، نتيجة انخفاض عدم التماثل المعلوماتي، واستمرت العوائد غير العادية متقلبة طوال المدة التي تلت يوم الإعلان سالبة تارة وموجبة اخرى، ترتفع تارةً وتارةً اخرى منخفضة، حتى استقرت في المشاهدة الاخيرة لناذة الحدث عند (-0.0026)، وهذا يدل على ان الانعكاس غير صحيح لأنه من المفترض ان يكون موجباً قبل الإعلان وفي اثنائه وصفرأ بعد الإعلان، وفي ذلك دلالة على عدم كفاءة السوق في الاستجابة للمحتوى المعلوماتي من الإعلان الاولي للتدريج الائتماني فيما يخص شركة (مصرف رأس الخيمة).

كذلك يتضح من الجدول أن (CAR) موجبة لمدة (30) يوماً وسالبة لمدة يوم واحد وهو اليوم (-15) قبل الإعلان عن تدريج السندات. و هذا يكشف عن أن السوق كانت تتوقع معلومات ايجابية من وكالات التدريج الائتماني، وتم تضمينها في عوائد الأسهم قبل مدة الحدث، وان استمرار عوائد الأسهم الموجبة بعد فترة الحدث لا يدل على أي معلومات جديدة، مما كان متوقعا ولا ينقل اي اشارات إلى السوق من خلال الإعلان عن تدريج السندات. ولطالما كانت قيم (CAR) موجبة لجميع الايام فيما عدا يوم واحد. ترتفع تارةً وتنخفض تارةً اخرى خلال المدة السابقة ليوم الإعلان نتيجة تحقيق عوائد غير عادية (AR) موجبة غالبية ففي ذلك استجابة متحيزة من السوق لإعلان التدريج الاولي لمصرف رأس الخيمة، ومن جانب اخر ولان العوائد غير العادية المتراكمة بعد الإعلان لم تستقر عند (0.0753) وهو (CAR) يوم الحدث، والمفروض ان تستقر خلال مدة ما بعد الحدث ويكون التغير صفرأ، إلا انه يلاحظ انها كانت موجبة لجميع الايام، وترتفع تارةً وتنخفض تارة اخرى نتيجة للعوائد غير العادية الموجبة بعد الإعلان، ففي ذلك دلالة على استجابة متحيزة من جانب السوق لإعلان التدريج الاولي، 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 التدريج ومن ثم يؤدي الى وجود مشكلة عدم تماثل معلوماتي وهذا يتناقض مع محتوى الفرضية الفرعية اولاً (لا يوجد تأثير لإعلانات التدريج الائتماني الاولي للسندات في عوائد اسهم الشركة). وكذلك تدل على ان استجابة السوق متحيزة نتيجة العوائد غير العادية المتراكمة الموجبة التي ترتفع تارةً وتنخفض تارةً اخرى قبل الاعلان، وكذلك هناك استجابة بطيئة وليست تامة نتيجة تحقيق عوائد غير عادية متقلبة خلال بعد الاعلان وهذا دليل على عدم كفاءة السوق. ويوضح الشكل (3-6) سلوك كل من (AR و CAR) عند الاعلان عن التدريج الائتماني الاولي لشركة مصرف رأس الخيمة.

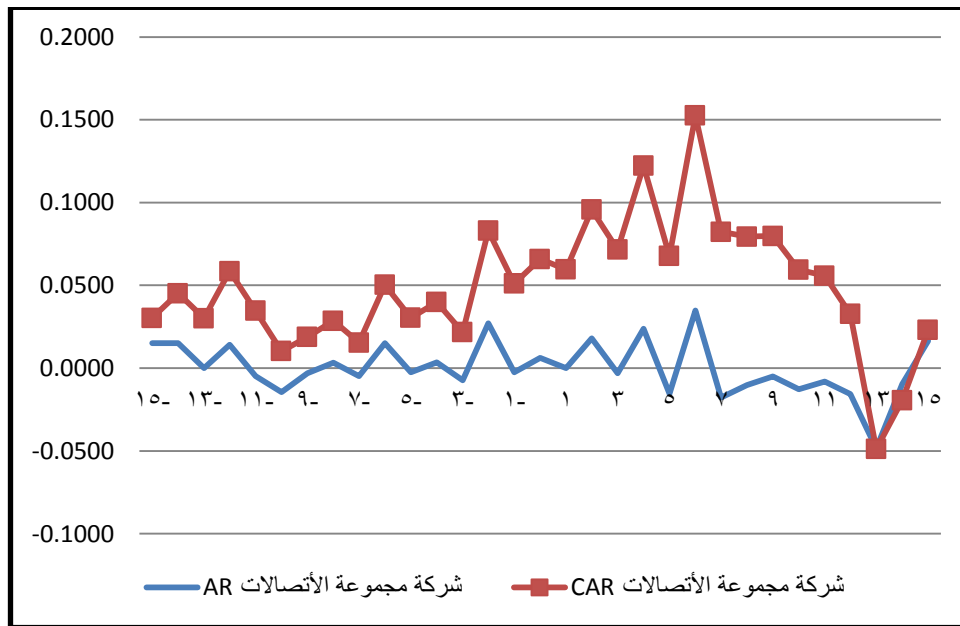


الشكل (3-6) سلوك كل من (AR و CAR) عند الإعلان عن التدرج الائتماني الاولي لشركة مصرف رأس الخيمة

وفي العمودين (14 و 15) اللذين يمثلان العوائد غير العادية (AR) والعوائد غير العادية المتراكمة (CAR) لسهم (شركة مجموعة الاتصالات)، تبين ان (AR) يعطي عوائد سالبة لمدة (8) ايام وإيجابيه لمدة (7) ايام قبل الإعلان، في حين أنها سالبة لمدة (11) ايام وموجبة لمدة (4) ايام بعد الإعلان عن تدرج السندات. خلال فترة الحدث كانت (AR) سالبة لمدة (19) ايام وموجبة لمدة (12) يوما والذي يكشف أن السوق يتوقع المعلومات المقدمة من وكالات التدرج الائتماني بما في ذلك المدة قبل الحدث، ومن ثم فإن الحدث نفسه يؤكد ان هناك محتوى معلوماتي مؤثر في عوائد الأسهم لإعلانات التدرج الاولي، ومن ثم تحقيق عوائد غير عادية سالبة بغالبيتها تدل على عدم التماثل المعلوماتي بين المستثمرين، وتبين من جدول العوائد غير العادية (AR) والعوائد غير العادية المتراكمة (CAR) (لشركة مجموعة الاتصالات)، بأن اعلى عائد غير عادي تحقق في اليوم الثاني للمدة التي تسبق يوم الإعلان حيث بلغ (0.0270)، بينما اقل عائد غير عادي كان في اليوم الثالث عشر (-13) للمدة التي تسبق يوم الإعلان حيث بلغ (0.0001) اما في يوم الإعلان فقد بلغ العائد غير العادي (0.0062) ومن المفترض ان يكون العائد في هذا اليوم اعلى ما يمكن، نتيجة انخفاض عدم التماثل المعلوماتي، واستمرت العوائد غير العادية متقلبة مرتفعة مرة ومنخفضة مرة اخرى وقيم سالبة واخرى موجبة طوال المدة التي تلت يوم الإعلان، حتى استقرت موجبة في المشاهدة الاخيرة لنافاذة الحدث عند (0.0165)، وهذا يعني ان الانعكاس غير صحيح لأنه من المفترض ان يكون موجبا قبل الإعلان وفي اثنائه وصفرأ بعد الإعلان، وفي ذلك دلالة على عدم كفاءة السوق في الاستجابة للمحتوى المعلوماتي من الإعلان الاولي للتدرج الائتماني فيما يخص شركة مجموعة الاتصالات.

كذلك يتضح من الجدول أن (CAR) موجبة لكافة الايام قبل الإعلان عن حدث تدرج السندات، وأيضا كانت موجبة لجميع الأيام بعد الإعلان عن تدرج السندات فيما عدا يومان وهما اليوم الثالث عشر والرابع عشر. إلا انها أيضاً ترتفع تارة وتنخفض تارة اخرى. وهذا يكشف عن أن السوق كانت تتوقع المعلومات من وكالات التدرج الائتماني وتم تضمينها في عوائد الأسهم قبل

مدة الحدث، وان استمرار عوائد الأسهم الموجبة بعد فترة الحدث يدل على استجابة متحيزة للمعلومات الجديدة. ولوحظ ان قيم (CAR) بدأت موجبة في اليوم (-15) ومن ثم استمرت موجبة إلا انها ترتفع تارةً وتنخفض تارةً اخرى لتصل الى اعلى قيمة لها في يوم الحدث عند (0.0597)، ولطالما كانت قيم (CAR) ترتفع تصاعدياً خلال المدة قبل الحدث، وكانت اعلى قيمها في يوم الإعلان، فأن ذلك يشير الى استجابة صحيحة وكفوءة من السوق الى الإعلان، والمفروض ان تستقر خلال مدة ما بعد الحدث وتكون صفراً، إلا انه يلاحظ انها استمرت موجبة ترتفع تارةً وتنخفض تارةً اخرى لغاية اليوم الثالث عشر بعد الإعلان حيث تحولت الى سالبة، لتستقر بعد ذلك موجبة في اليوم الاخير من نافذة الحدث عند (0.0165) 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 صفراً اذا لم يكن هناك محتوى معلوماتي مؤثراً للإعلان عن التدرج، و من ثم يؤدي الى وجود مشكلة عدم تماثل معلوماتي وهذا يتناقض مع محتوى الفرضية الفرعية اولاً (لا يوجد تأثير لإعلانات التدرج الائتماني الاولي للسندات في عوائد اسهم الشركة). وكذلك تدل على ان استجابة السوق مبالغ فيها نتيجة العوائد غير العادية المتراكمة الموجبة المستمرة قبل الاعلان، وكذلك هناك استجابة بطيئة وليست تامة نتيجة تحقيق عوائد غير عادية متقلبة بعد الإعلان، وهذا دليل على عدم كفاءة السوق. والشكل(3-7) يوضح سلوك كل من (AR و CAR) عند الإعلان عن التدرج الائتماني الاولي لشركة مجموعة الاتصالات.

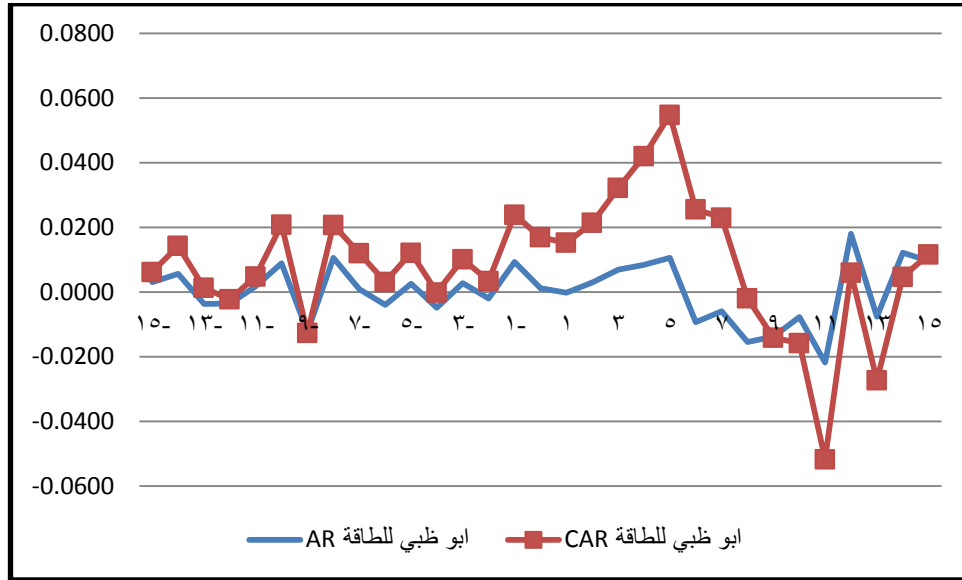


الشكل (3-7) سلوك كل من (AR و CAR) عند الإعلان عن التدرج الائتماني الاولي لشركة مجموعة الاتصالات

وفي العمودين (16 و17) اللذين يمثلان العوائد غير العادية (AR) والعوائد غير العادية المتراكمة (CAR) لسهم (شركة ابو ظبي للطاقة)، تبين ان (AR) يعطي عوائد سالبة لمدة (6) ايام وإيجابيه لمدة (9) ايام قبل الإعلان، في حين أنها سالبة لمدة (8) ايام وموجبة لمدة (7) ايام

بعد الإعلان عن تدرج السندات. خلال فترة الحدث كانت (AR) سالبة لمدة (15) ايام وموجبة لمدة (16) يوماً، و تحقيق عوائد غير عادية متقلبة تدل على عدم التماثل المعلوماتي بين المستثمرين، كما تبين من جدول العوائد غير العادية (AR) لأسهم شركة ابو ظبي للطاقة، بأن اعلى عائد غير عادي تحقق في اليوم العاشر (-10) للمدة التي تسبق يوم الإعلان حيث بلغ (0.0089)، بينما اقل عائد غير عادي كان في اليوم التاسع للمدة التي تسبق يوم الإعلان حيث بلغ (-0.0123) اما في يوم الإعلان فقد بلغ العائد غير العادي (0.0011) ومن المفترض ان يكون العائد في هذا اليوم اعلى ما يمكن، واستمرت العوائد غير العادية متقلبة سالبة وأخرى موجبة، ترتفع تارة وتنخفض تارة اخرى، طوال المدة التي تلت يوم الإعلان، حتى استقرت موجبة في المشاهدة الاخيرة لنافذة الحدث عند (0.0096)، وهذا يعني ان الانعكاس غير صحيح لأنه من المفترض ان يكون موجبا قبل الإعلان وفي اثنائه وصفرأ بعد الإعلان، وفي ذلك دلالة على عدم كفاءة السوق في الاستجابة للمحتوى المعلوماتي من الإعلان الاولي للتدرج الائتماني فيما يخص شركة ابو ظبي للطاقة.

كذلك يتضح من الجدول أن (CAR) موجبة لكافة الايام قبل الإعلان عن حدث تدرج السندات فيما عدا اليوم التاسع (-9) حيث كانت سالبة، وأيضاً كانت موجبة لمدة (9) وسالبة لمدة (6) بعد الإعلان عن تدرج السندات. هذا يشير إلى أن ايام (CAR) باغلبها موجبة نتيجة غلبة العوائد غير العادية الموجبة، وهذا يكشف عن أن المعلومات المتوقعة من وكالات التدرج الائتماني. تم تضمينها في عوائد الأسهم قبل مدة الحدث، وان استمرار عوائد الأسهم الموجبة والسالبة بعد فترة الحدث يدل على استجابة متحيزة للمعلومات الجديدة. ولأن قيم (CAR) بدأت موجبة في اليوم (-15) ومن ثم واستمرت كذلك الى اليوم (-9) حيث تحولت الى قيمة سالبة، لتعود بعد ذلك موجبة وتستمر الى يوم الإعلان حيث كانت بقيمة (0.0158) وهي اعلى قيمة خلال المدة التي تسبق يوم الإعلان واثناؤها والتي تمثل استجابة كفاءة من السوق في شرطها الثاني وهو ان تكون بأعلى قيمها يوم الإعلان ومن ثم تستقر لتكون صفرأ بعد ذلك، ولكن من جانب اخر لم تكن العوائد غير العادية المتراكمة بعد الإعلان مستقرة عند (0.0158) وهو (CAR) يوم الإعلان والتي من المفترض ان تبقى ثابتة ولا تضيف شيئاً بعد يوم الإعلان وتكون صفرأ إلا انه يلاحظ انها استمرت موجبة ترتفع تارة وتنخفض اخرى، لتتحول بعد ذلك الى سالبة في اليوم الثامن بعد الإعلان الى اليوم ما قبل الاخير من نافذة الحدث، وكانت موجبة في اليوم 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 ومن ثم يؤدي الى وجود مشكلة عدم تماثل معلوماتي وهذا يتناقض مع محتوى الفرضية الفرعية اولاً (لا يوجد تأثير لإعلانات التدرج الائتماني الاولي للسندات في عوائد اسهم الشركة). وكذلك تدل على ان استجابة السوق مبالغ فيها نتيجة العوائد غير العادية المتراكمة الموجبة الغالبة قبل يوم الاعلان ، كما ان هناك استجابة بطيئة وليست تامة نتيجة تحقيق عوائد غير عادية متقلبة بعد الإعلان وهذا دليل على عدم كفاءة السوق. ويوضح الشكل (3-8) سلوك كل من (AR و (CAR) عند الإعلان عن التدرج الاولي لشركة ابو ظبي للطاقة.



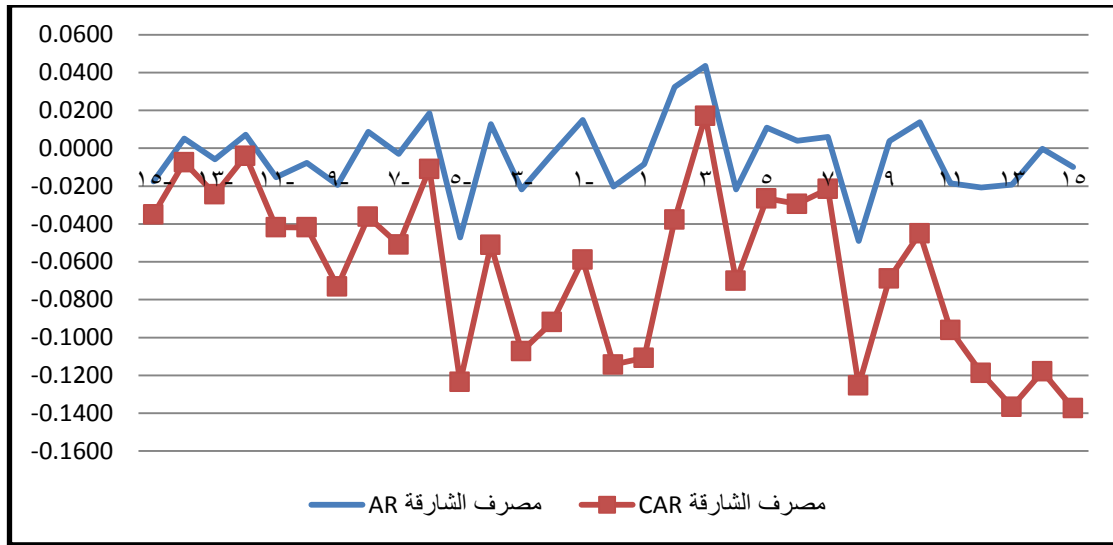
الشكل (3-8) سلوك كل من (AR و CAR) عند الإعلان عن التدرج الاولي لشركة ابو ظبي للطاقة

في العمودين (18 و 19)، اللذين يمثلان العوائد غير العادية (AR) والعوائد غير العادية المتراكمة (CAR) لسهم (مصرف الشارقة الاسلامي)، تبين ان (AR) يعطي عوائد سالبة لمدة (9) ايام وإيجابيه لمدة (8) أيام قبل الإعلان عن تدرج السندات، في حين أنها سالبة لمدة (8) يوماً وموجبة لمدة (7) ايام بعد الإعلان عن تدرج السندات. خلال فترة الحدث كانت (AR) سالبة لمدة (18) يوماً وموجبة لمدة (13) يوماً. التناقض في حركة (AR) سلباً وإيجاباً بعد الإعلان يكشف عن أن تحركات عوائد الأسهم متغيرة الاتجاه نتيجة لعدم التماثل المعلوماتي بين المستثمرين وان غلبة العوائد السالبة يشير الى ان المستثمرين يتوقعون معلومات غير ايجابية عن اصدار وتقييم الشركة.

ويتبين من العوائد غير العادية (AR) لأسهم مصرف الشارقة الإسلامي بأن أكبر عائد غير عادي تحقق في اليوم السادس (-6) للمدة التي تسبق يوم الإعلان حيث بلغ (0.0185)، بينما اقل عائد غير عادي كان في اليوم الخامس (-5) للمدة التي تسبق يوم الإعلان حيث بلغ (-0.0242)، اما يوم الإعلان فقد كان العائد غير العادي سلباً حيث بلغ (-0.0202) ومن المفترض ان يكون العائد في هذا اليوم اعلى ما يمكن، نتيجة انخفاض عدم التماثل المعلوماتي، واستمرت العوائد غير العادية متقلبة تارة موجبة وتارة اخرى سالبة طوال المدة التي تلت يوم الإعلان، حتى استقرت سالبة في المشاهدة الاخيرة لنافذة الحدث عند (-0.0099)، وهذا يدل على ان انعكاس المعلومات في عوائد الأسهم غير صحيح لأنه من المفترض ان يكون موجباً قبل الإعلان وفي اثناؤه وصفرأ بعد الإعلان، وفي ذلك دلالة على عدم كفاءة السوق في الاستجابة للمحتوى المعلوماتي من الإعلان الاولي للتدرج الائتماني فيما يخص مصرف الشارقة الاسلامي.

كذلك يتضح من الجدول أن (CAR) سالبة لكافة ايام نافذة الحدث ترتفع تارة وتنخفض تارة اخرى، مع ملاحظة ارتفاع قيمة الخسائر في الايام القريبة من يوم الإعلان، وهذا يكشف عن أن السوق كانت تتوقع معلومات غير ايجابية من وكالات التدرج الائتماني. وتم تضمينها في

عوائد الأسهم قبل مدة الحدث، وان استمرار عوائد الأسهم المتقلبة (السالبة والموجبة) بعد فترة الحدث لا يدل على أي معلومات جديدة، مما كان متوقعا ولا ينقل أي اشارات إلى السوق من خلال الإعلان عن تدريج السندات الاولي، كما لوحظ ان قيم (CAR) بدأت سالبة في اليوم (-15)، واستمرت كذلك خلال المدة السابقة ليوم الإعلان نتيجة تحقق عوائد غير عادية (AR) سالبة في أغلبها، حيث يؤدي هذا الى استجابة متحيزة من جانب السوق لإعلان التدرج الاولي. ومن جانب اخر ولان العوائد غير العادية المتراكمة بعد الإعلان لم تستقر عند (-0.0941) وهو (CAR) في يوم الإعلان واستمرت سالبة تنخفض تارة وترتفع تارة اخرى عن هذه القيمة خلال مدة ما بعد الحدث، فإن ذلك يدل على محتوى معلوماتي مؤثرا والدليل تحقيق عوائد غير عادية بغض النظر عن اشارتها والتي يفترض ان تكون صفرا اذا لم يكن هناك محتوى معلوماتي مؤثرا للإعلان عن التدرج ومن ثم يؤدي الى وجود مشكلة عدم تماثل معلوماتي وهذا يتناقض مع محتوى الفرضية الفرعية اولاً (لا يوجد تأثير لإعلانات التدرج الائتماني الاولي للسندات في عوائد اسهم الشركة). وكذلك تدل على ان استجابة السوق متحيزة نتيجة العوائد غير العادية السالبة قبل الاعلان ، وكذلك هناك استجابة بطيئة وليست تامة نتيجة تحقيق عوائد غير عادية سالبة بعد الاعلان ، مما يدل الى ان السوق المالية غير كفوءة في الاستجابة للإعلان عن التدرج الائتماني الاولي لشركة مصرف الشارقة الاسلامي، ويوضح الشكل(3-9) سلوك كل من (AR و CAR) عند الإعلان عن التدرج الائتماني الاولي لمصرف الشارقة الاسلامي.



الشكل(3-9) سلوك كل من (AR و CAR) عند الإعلان عن التدرج الائتماني الاولي لمصرف الشارقة الاسلامي.

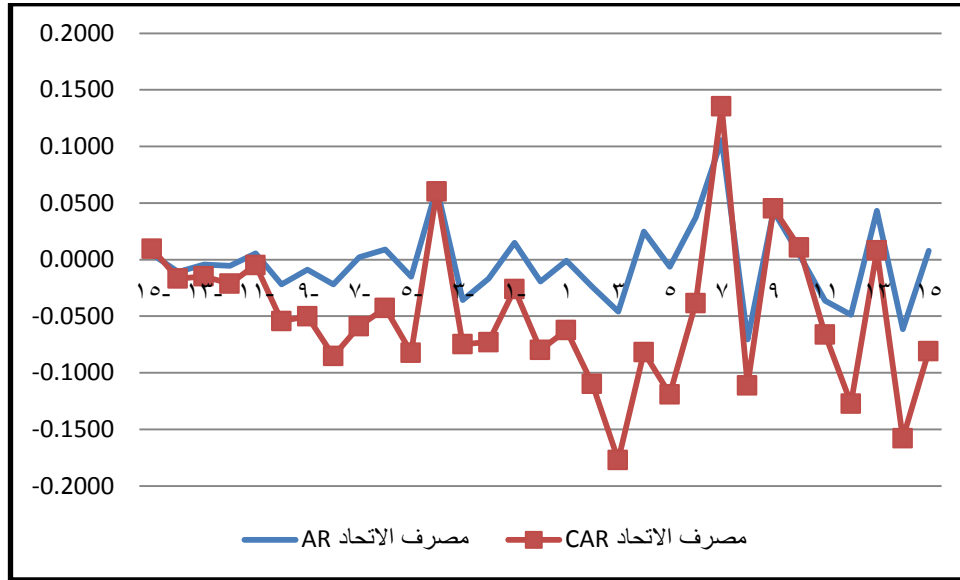
في العمودين (20 و 21)، اللذين يمثلان العوائد غير العادية (AR) والعوائد غير العادية المتراكمة (CAR) لسهم (مصرف الاتحاد)، تبين ان (AR) يعطي عوائد موجبة لمدة (6) ايام وسلبية لمدة (9) أيام قبل الإعلان، في حين أنها سالبة لمدة (8) يوما وموجبة لمدة (7) ايام بعد الإعلان عن تدريج السندات. خلال فترة الحدث البالغة (31) يوماً، كانت AR سالبة لمدة (18) يوماً وموجبة لمدة (13) يوماً. التناقض في حركة (AR) سلباً وإيجاباً بعد الإعلان يكشف عن أن

تحركات عوائد الأسهم متغيرة الاتجاه نتيجة لعدم التماثل المعلوماتي بين المستثمرين وان غلبة العوائد السالبة يشير الى ان المستثمرين يتوقعون معلومات غير ايجابية عن اصدار وتقييم الشركة.

وتبين من جدول العوائد غير العادية (AR) لأسهم مصرف الاتحاد بأن اكبر عائد غير عادي تحقق في اليوم الرابع (-4) للمدة التي تسبق يوم الإعلان حيث بلغ (0.0637)، اما اقل عائد غير عادي كان في اليوم الثالث للمدة التي تسبق يوم الإعلان حيث بلغ (-0.0357) اما في يوم الإعلان فقد كان العائد غير العادي سالباً حيث بلغ (-0.0194) ومن المفترض ان يكون العائد في هذا اليوم اعلى ما يمكن، نتيجة انخفاض عدم التماثل المعلوماتي، واستمرت العوائد غير العادية سالبة طوال المدة التي تلت يوم الإعلان، حتى استقرت موجبة في المشاهدة الاخيرة لنافذة الحدث عند (0.0079)، وهذا يشير الى حقيقة ان انعكاس المعلومات في عوائد الأسهم غير صحيح لأنه من المفترض ان يكون موجباً قبل الإعلان وفي اثنائه وصفرأ بعد الإعلان، وفي ذلك دلالة على عدم كفاءة السوق في الاستجابة للمحتوى المعلوماتي من الإعلان الاولي للتدريج الائتماني فيما يخص مصرف الاتحاد.

كذلك يتضح من الجدول أن (CAR) سالبة طيلة نافذة الحدث البالغة (31)، فيما عدا اليوم (-15) كان موجباً وثلاثة ايام بعد الحدث وهما اليوم السابع والتاسع والعاشر كانت قيمهما موجبة نتيجة تحقيق عوائد غير عادية ايجابية غالبية في هذه الايام، كما ان غلبة العوائد غير العادية المتراكمة السالبة يعود الى ان العوائد غير العادية السالبة كانت هي الغالبة طيلة نافذة الحدث، والذي يكشف عن أن السوق كانت تتوقع معلومات غير ايجابية من وكالات التدريج الائتماني وتم تضمينها في عوائد الأسهم قبل مدة الحدث، وان استمرار عوائد الأسهم السالبة الغالبة بعد الحدث لا يدل على أي معلومات جديدة، مما كان متوقعا ولا ينقل اي اشارات إلى السوق من خلال الإعلان عن التدريج الاولي للسندات.

كما لوحظ ان قيم (CAR) بدأت موجبة في اليوم (-15)، ثم تحولت الى سالبة خلال المدة المتبقية السابقة ليوم الإعلان نتيجة تحقق عوائد غير عادية (AR) سالبة في أغلبها، اذ يؤدي هذا الى استجابة متحيزة من جانب السوق لإعلان التدريج الاولي. ومن جانب اخر ولان العوائد غير العادية المتراكمة بعد الإعلان لم تستقر عن (-0.0604) وهو (CAR) في يوم الإعلان واستمرت سالبة تنخفض تارة وترتفع تارة اخرى عن هذه القيمة خلال مدة ما بعد الحدث، مع وجود ثلاثة ايام تحولت الى قيم موجبة، فأن ذلك يدل على محتوى معلوماتي مؤثرا والدليل تحقيق عوائد غير عادية بغض النظر عن اشارتها والتي يفترض ان تكون صفرا اذا لم يكن هناك محتوى معلوماتي مؤثراً للإعلان عن التدريج ومن ثم يؤدي الى وجود مشكلة عدم تماثل معلوماتي وهذا يتناقض مع محتوى الفرضية الفرعية اولاً (لا يوجد تأثير لإعلانات التدريج الائتماني الاولي للسندات في عوائد اسهم الشركة). وكذلك تدل على ان استجابة السوق متحيزة نتيجة العوائد غير العادية السالبة التي قبل الحدث، بالإضافة الى ذلك وجود استجابة بطيئة وليست تامة نتيجة تحقيق عوائد غير عادية سالبة بعد يوم الحدث. والشكل (3-10) يوضح سلوك كل من (AR و CAR) عند الإعلان عن التدريج الائتماني الاولي لسندات مصرف الاتحاد.



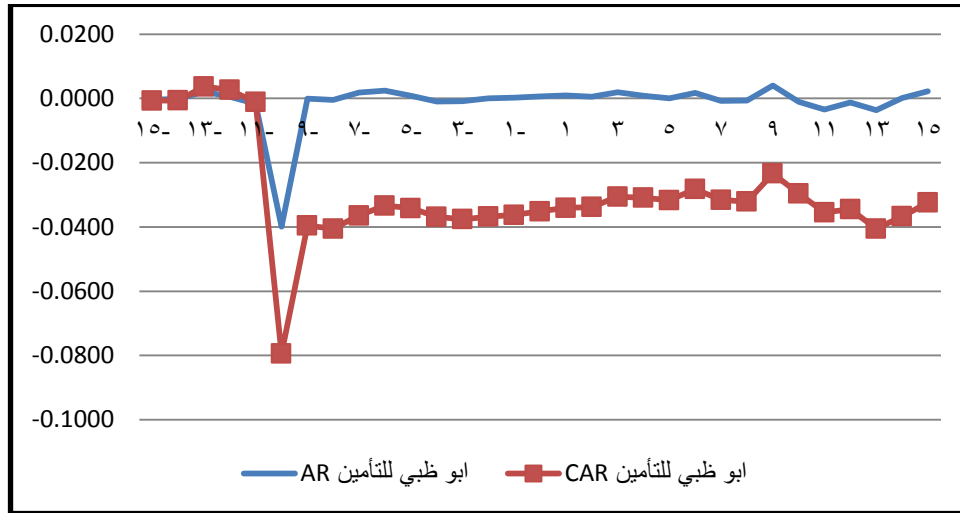
الشكل (3-10) سلوك كل من (AR و CAR) عند الإعلان عن التدرج الائتماني الاولي لسندات مصرف الاتحاد.

وفي العمودين (22 و 23) اللذين يمثلان العوائد غير العادية (AR) والعوائد غير العادية المترجمة (CAR) لسهم (شركة ابو ظبي للتأمين)، تبين ان (AR) يعطي عوائد موجبة لمدة (7) ايام وسلبية لمدة (8) ايام قبل الإعلان، في حين أنها سالبة لمدة (6) ايام وموجبة لمدة (9) ايام 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 عوائد الأسهم متغيرة الاتجاه نتيجة لعدم التماثل المعلوماتي بين المستثمرين.

وتبين من العوائد غير العادية (AR) لأسهم شركة ابو ظبي للتأمين بأن اكبر عائد غير عادي تحقق في اليوم السادس للمدة التي تسبق يوم الإعلان حيث بلغ (0.0024)، اما اقل عائد غير عادي كان في اليوم العاشر (-10) (للمدة التي تسبق يوم الإعلان حيث بلغ (-0.0400) اما في يوم الإعلان فقد كان العائد غير العادي موجباً حيث بلغ (0.0007) ومن المفترض ان يكون العائد في هذا اليوم اعلى ما يمكن، نتيجة انخفاض عدم التماثل المعلوماتي، واستمرت العوائد غير العادية متقلبة سالبه تارة وموجبة تارة اخرى طوال المدة التي تلت يوم الإعلان، حتى استقرت موجبة في المشاهدة الاخيرة لنافذة الحدث عند (0.0022)، وهذا يدل على ان انعكاس المعلومات في عوائد الأسهم غير صحيح لأنه من المفترض ان يكون موجباً قبل الإعلان وفي اثناؤه وصفرأ بعد الإعلان، وفي ذلك دلالة على عدم كفاءة السوق في الاستجابة للمحتوى المعلوماتي من الإعلان الاولي للتدرج الائتماني فيما يخص شركة ابو ظبي للتأمين. مع ملاحظة ان التغيرات في القيم للعائد غير العادي كانت غير ذات اهمية لانخفاضها واقترابها من الصفر بشكل كبير.

وكذلك يتضح من الجدول أن (CAR) سالبة طيلة نافذة الحدث البالغة (31) يوماً فيما عدا الأيام الثالث عشر والثاني عشر والحادي عشر وهذا عائد الى قيم العوائد غير العادية السالبة الغالبة. والذي يشير الى أن السوق كانت تتوقع معلومات سلبية من وكالات التدرج الائتماني. وتم

تضمنها في عوائد الأسهم قبل مدة الحدث، وان استمرار عوائد الأسهم السالبة بعد فترة الحدث لا يدل على أي معلومات جديدة، مما كان متوقعا ولا ينقل أي اشارات إلى السوق. كما لوحظ ان قيم (CAR) بدأت سالبة في اليوم(-15) واليوم(-14)، ثم تحولت الى موجبة في الايام(13- و 12- و11-)، لتعود بعد ذلك سالبة الى يوم الإعلان وبقية متساوية تقريبا، مما يشير الى ان التأثير للمحتوى المعلوماتي لإعلانات التدرج الاولي للشركة غير مؤثر بشكل كبير في عوائد الأسهم خلال المدة قبل الإعلان. ومن جانب اخر ولان العوائد غير العادية المتراكمة بعد الإعلان تقريبا كانت مستقرة عن قيمتها في يوم الحدث فان ذلك يشير الى تحقيق الكفاءة في شرطها الثالث وهو ان تستقر وتكون صفرية للمدة بعد الحدث، فان ذلك يدل على عدم وجود محتوى معلوماتي مؤثرا والدليل عدم تحقيق عوائد غير عادية هامة والتي كانت تقريبا صفرية، و من ثم يؤدي الى وجود انخفاض في عدم التماثل المعلوماتي وهذا يتطابق مع محتوى الفرضية الفرعية اولاً (لا يوجد تأثير لإعلانات التدرج الائتماني الاولي للسندات في عوائد اسهم الشركة). ويوضح الشكل(11-3) سلوك (AR و CAR) عند الإعلان عن التدرج الائتماني الاولي لشركة ابو ظبي للتأمين.



الشكل(11-3) سلوك (AR وCAR) عند الإعلان عن التدرج الائتماني الاولي لشركة ابو ظبي للتأمين

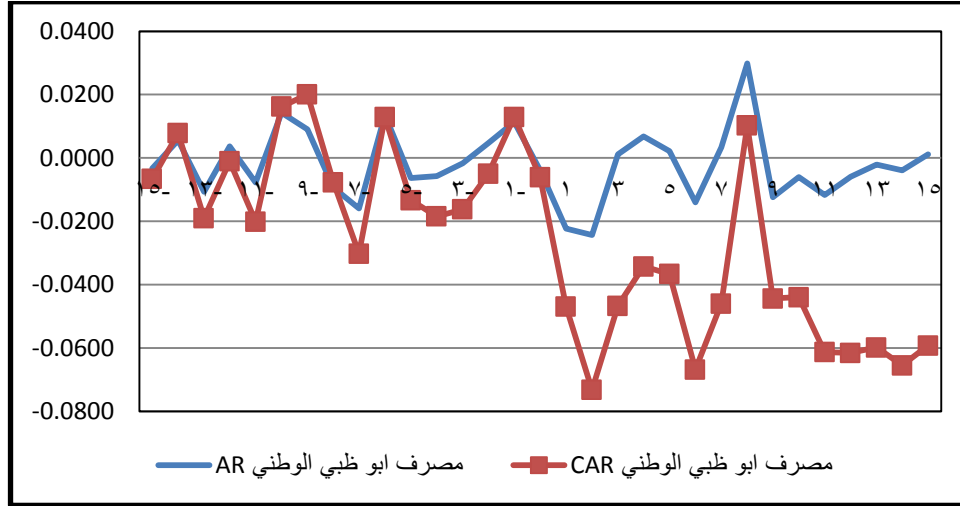
في العمودين (24 و25)، اللذين يمثلان العوائد غير العادية (AR) والعوائد غير العادية المتراكمة (CAR) لسهم (مصرف ابو ظبي الوطني)، حيث تبين ان (AR) يعطي عوائد سالبة لمدة (7) ايام وإيجابيه لمدة (8) ايام قبل الإعلان، في حين أنها كانت موجبة لمدة (6) ايام وسالبة لمدة (9) للمدة بعد الإعلان عن تدرج السندات. خلال فترة الحدث كانت AR سالبة لمدة (17) يوماً وموجبة لمدة (14) يوماً. التناقض في حركة (AR) سلباً وإيجاباً وارتفاعاً وانخفاضاً قبل وبعد الإعلان يكشف عن أن تحركات عوائد الأسهم متغيرة الاتجاه نتيجة عدم التماثل المعلوماتي بين المستثمرين.

وتبين من العوائد غير العادية(AR) والعوائد غير العادية المتراكمة(CAR) لشركة (مصرف ابو ظبي الوطني) بأن اكبر عائد غير عادي تحقق في اليوم العاشر(-10) للمدة التي تسبق يوم الإعلان حيث بلغ (0.0143)، اما اقل عائد غير عادي كان في اليوم السابع للمدة التي تسبق يوم الإعلان حيث بلغ (-0.0159)، اما في يوم الإعلان فقد كان العائد غير العادي سالباً

وبقيمة (-0.0039) ومن المفترض ان يكون العائد في هذا اليوم اعلى ما يمكن، واستمرت العوائد غير العادية (سالبة - موجبة) طوال المدة التي تلت يوم الإعلان وكانت النتائج مرتفعة تارةً وتارةً اخرى منخفضة، حتى استقرت موجبة في المشاهدة الاخيرة لنافاذة الحدث عند (0.0012)، وهذا يدل على ان الانعكاس غير صحيح لأنه من المفترض ان يكون موجباً قبل الإعلان وفي اثنائه وصفرأ بعد الإعلان وفي ذلك دلالة على عدم كفاءة السوق في الاستجابة للمحتوى المعلوماتي من الإعلان الاولي للتدريج الائتماني فيما يخص شركة (مصرف ابو ظبي الوطني).

كذلك يتضح من الجدول أن (CAR) كانت موجبة لمدة (5) ايام وسالبة لمدة (10) قبل الإعلان عن تدريج السندات بينما كانت سالبة لكافة الايام بعد الإعلان. وهذا يشير إلى أن غالبية (CAR) سالبة خلال نافذة الحدث، نتيجة غلبة العوائد غير العادية السالبة، و ذلك يكشف عن ان المعلومات والتوقعات عن الإعلان الصادر عن وكالات التدريج الائتماني، تم تضمينها في عوائد الأسهم قبل مدة الحدث، وان استمرار عوائد الأسهم السالبة بأغلبيتها بعد فترة الحدث لا يدل على أي معلومات جديدة، مما كان متوقعا ولا ينقل اي اشارات إلى السوق من خلال الإعلان عن تدريج السندات.

كما لوحظ ان قيم (CAR) بدأت سالبة في اليوم (-15) ثم تحولت موجبة في اليوم (-14)، لتعود سالبة في الايام الثالث عشر والثاني عشر والحادي عشر، من ثم تعود موجبة في الايام العاشر والتاسع والثامن، لتستمر بعد ذلك سالبة الى ما قبل يوم الحدث، ولكن ولطالما كانت قيم (CAR) ترتفع تارةً وتنخفض تارةً اخرى خلال المدة السابقة ليوم الإعلان نتيجة تحقيق عوائد غير عادية (AR) سالبة تارةً وموجبة تارةً اخرى ففي ذلك استجابة متحيزة من السوق لإعلان التدريج الاولي لمصرف ابو ظبي الوطني، ومن جانب اخر ولان العوائد غير العادية المتراكمة بعد الإعلان لم تستقر عند (-0.0023) وهو العائد غير العادي المتراكم (CAR) يوم الحدث، والمفروض ان تستقر خلال مدة ما بعد الحدث وتكون صفرأ إلا انه يلاحظ انها بدأت سالبة واستمرت الى نهاية نافذة الحدث، ترتفع تارةً وتنخفض تارةً اخرى نتيجة للعوائد غير العادية السالبة الغالبة بعد الإعلان لتستقر سالبة عند (-0.0604) لليوم الاخير من نافذة الحدث، وهذا يدل على استجابة متحيزة مبالغ فيها من جانب السوق لإعلان التدريج الاولي، 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 التدريج ومن ثم يؤدي الى وجود مشكلة عدم تماثل معلوماتي وهذا يتناقض مع محتوى الفرضية الفرعية اولاً (لا يوجد تأثير لإعلانات التدريج الائتماني الاولي للسندات في عوائد اسهم الشركة). وكذلك تدل على ان استجابة السوق متحيزة نتيجة العوائد غير العادية المتراكمة ترتفع تارةً وتنخفض تارةً اخرى قبل الاعلان، وكذلك هناك استجابة بطيئة وليست تامة نتيجة تحقيق عوائد غير عادية متقلبة خلال الفترة بعد الإعلان وهذا دليل على عدم كفاءة السوق. والشكل (3-12) يوضح سلوك كل من (AR و CAR) عند الإعلان عن التدريج الاولي لمصرف ابو ظبي الوطني.



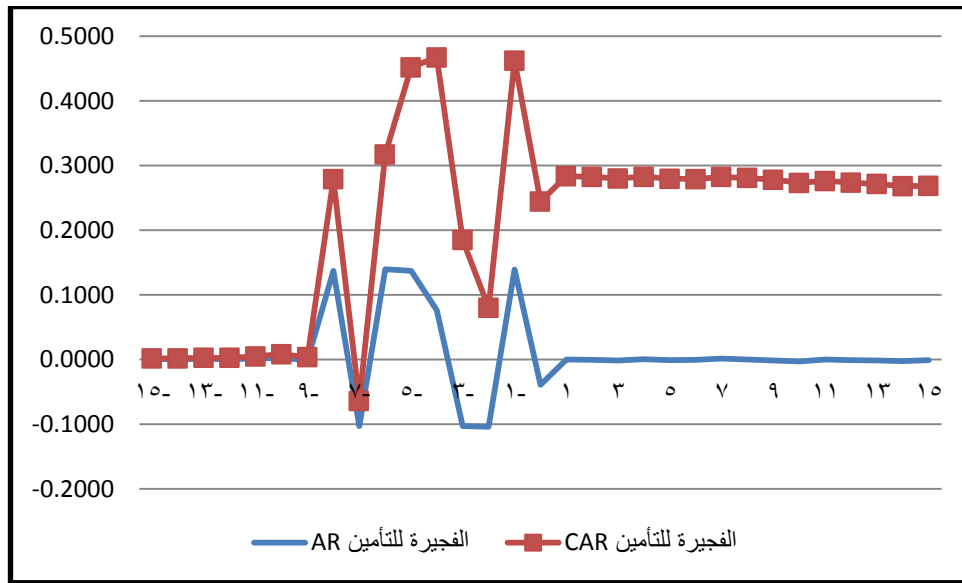
الشكل (3-12) سلوك كل من (AR و CAR) عند الإعلان عن التدرج الاولي لمصرف ابو ظبي الوطني

وفي العمودين (26 و 27) اللذين يمثلان العوائد غير العادية (AR) والعوائد غير العادية المتراكمة (CAR) لسهم (شركة الفجيرة للتأمين)، وتكشف النتائج في ان العوائد غير العادية (AR) موجبة فيما عدا اربعة ايام كانت سالبة خلال مدة نافذة الحدث قبل الإعلان، وبعد الإعلان كانت سالبة طيلة المدة ماعدا الايام الرابع والسابع والحادي عشر كما اتضح من الاتجاه المستمر الذي بدأ قبل الحدث. إن غياب أي تغيير في اتجاه ردود فعل للأسهم على تدريجات السندات يكشف أن السوق يتوقع المعلومات المقدمة من وكالات التدرج الائتماني بما في ذلك المدة قبل الحدث، ومن ثم فإن الحدث نفسه يؤكد ان هناك محتوى معلوماتي مؤثر لإعلانات التدرج الاولي للشركات عينة الدراسة.

وتبين من العوائد غير العادية (AR) لأسهم شركة الفجيرة للتأمين بأن اكبر عائد غير عادي تحقق في اليوم الثامن واليوم الاول للمدة التي تسبق يوم الإعلان حيث بلغ (0.1392)، اما اقل عائد غير عادي كان في اليوم الاول للمدة التي تسبق يوم الإعلان حيث بلغ (-0.1039) اما في يوم الإعلان فقد كان العائد غير العادي سالباً حيث بلغ (-0.0394) ومن المفترض ان يكون العائد في هذا اليوم اعلى ما يمكن، واستمرت العوائد غير العادية بأغلبها سالبة طوال المدة التي تلت يوم الإعلان، حتى استقرت سالبة في المشاهدة الاخيرة لنافذة الحدث عن (-0.0010)، وهذا يدل على ان انعكاس المعلومات في عوائد الأسهم غير صحيح لأنه من المفترض ان يكون موجباً قبل الإعلان وفي اثنائه وصفرأ بعد الإعلان، وفي ذلك دلالة على عدم كفاءة السوق في الاستجابة للمحتوى المعلوماتي من الإعلان الاولي للتدرج الائتماني فيما يخص شركة الفجيرة للتأمين.

كذلك يتضح من الجدول أن (CAR) موجبة طيلة نافذة الحدث البالغة (31) يوماً وهذا عائد الى العوائد غير العادية الموجبة الغالبة. و هذا يكشف عن أن السوق كانت تتوقع المعلومات من وكالات التدرج الائتماني. وفيما يتعلق بمحتوى المعلومات من تدرج السندات، يتضح من النتائج السابقة أن السوق يتوقع المعلومات وتم تضمينها في عوائد الأسهم قبل مدة الحدث، وان استمرار عوائد الأسهم الموجبة بعد فترة الحدث لا يدل على أي معلومات جديدة، مما كان متوقعا

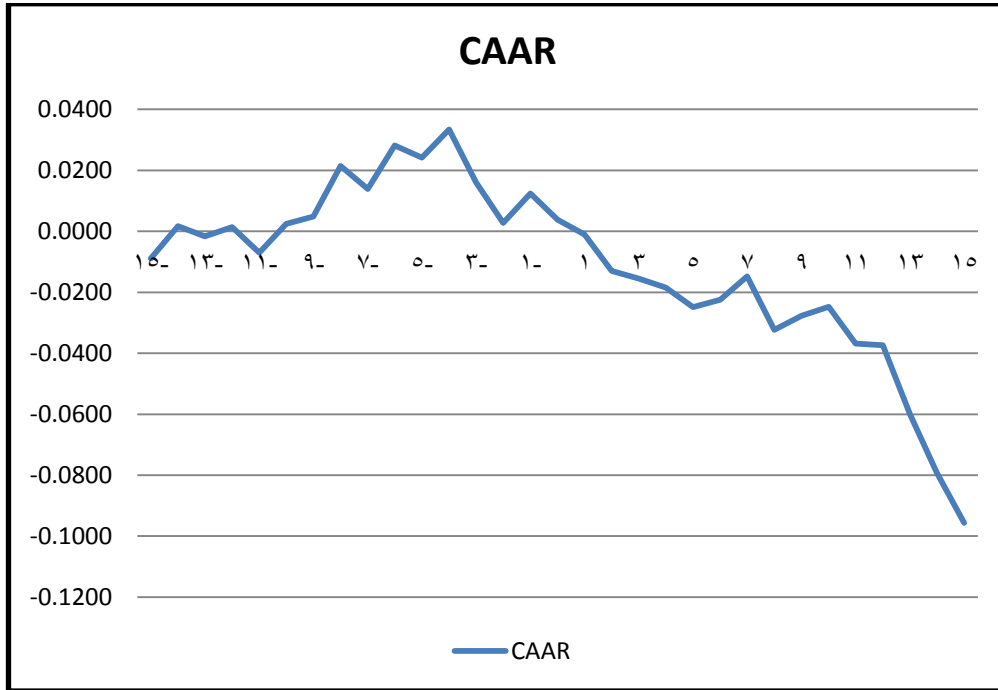
ولا ينقل اي اشارات إلى السوق من خلال الإعلان عن تدرج السندات. كما لوحظ من الجدول ان قيم (CAR) بدأت موجبة في اليوم (-15) تتصاعد باستمرار لتصل الى (0.3229) قبل يوم من مدة الحدث، وبذلك فأنها تستمر تصاعدياً خلال المدة التي تسبق الإعلان، حيث يدل ذلك على استجابة صحيحة من جانب السوق لإعلان التدرج الائتماني، ومن جانب اخر ولان العوائد غير العادية المتراكمة بعد الإعلان كانت تقريباً مستقرة وقرية جداً من (0.2835) وهو (CAR) في يوم الإعلان واستمرت خلال مدة ما بعد الحدث ، حيث يؤدي هذا الى استجابة كفاءة من جانب السوق لإعلان التدرج الاولي ويحقق الشرط الثالث للكفاءة وهو ان تستقر العوائد غير العادية عند قيمتها في يوم الحدث، مما يدل ذلك 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 ومن ثم يؤدي الى وجود مشكلة عدم تماثل معلوماتي وهذا يتناقض مع محتوى الفرضية الفرعية اولاً(لا يوجد تأثير لإعلانات التدرج الائتماني الاولي للسندات في عوائد اسهم الشركة). وكذلك تدل على ان استجابة السوق متحيزة ومبالغ فيها نتيجة العوائد غير العادية السالبة قبل الاعلان ، وكذلك هناك استجابة بطيئة وليست تامة نتيجة تحقيق عوائد غير عادية بعد يوم الحدث . ومما يدل على ان السوق المالية غير كفاءة، والشكل يوضح (3-13) سلوك كل من (AR و CAR) عند الإعلان عن التدرج الاولي لسندات شركة الفجيرة للتأمين.



شكل (3-13) سلوك كل من (CAR و AR) عند الإعلان عن التدرج الاولي لسندات شركة الفجيرة للتأمين

ويظهر العمود الثامن والعشرون والتاسع والعشرون معدل العوائد غير العادية للشركات عينه الدراسة والمتوسطات اليومية للعوائد غير العادية المتراكمة للإعلان عن التدرج الائتماني الاولي ، لوحظ ان (AAR) (معدل العائد غير العادي) موجبة لغالبية الأيام قبل الإعلان وأنها سلبية لغالبية الأيام التالية للإعلان. ومتوسط العوائد غير العادية التراكمية (CAAR) سلبية بنسبة 75 % خلال فترة الحدث. وعلاوة على ذلك تبدأ قيم متوسط العائد غير العادي التراكمي (CAAR) تنخفض قبل يوم الحدث وتستمر بعد يوم الحدث. كذلك فأن ان السوق لم

يظهر أي مفاجآت لإعلانات التدرج الائتماني الاولي لسندات الشركات عينة الدراسة كما اتضح من الاتجاه المستمر الذي بدأ قبل الحدث. إن غياب أي تغيير في اتجاه ردود فعل للأسهم على تدرجات السندات يكشف استجابة بطيئة للمعلومات المقدمة من وكالات التدرج الائتماني وبشكل سلبي ، ومن ثم فإن الحدث نفسه يؤكد ان هناك محتوى معلوماتي مؤثر لإعلانات التدرج الاولي للشركات عينة الدراسة. حيث تنص فرضية السوق الكفاء انه في حال عدم وجود محتوى معلوماتي مؤثر فإن العوائد غير العادية يجب ان تكون صفراً طوال نافذة الحدث ، ومن ثم يظهر ذلك ضمناً وجود مشكلة عدم تماثل معلوماتي بين المستثمرين ، وهذا يتعارض مع الفرضية الفرعية الاولي للدراسة التي تشير الى (لا يوجد تأثير لإعلانات التدرج الائتماني الاولي للسندات في عوائد اسهم الشركة) ، ومن جانب اخر لم تظهر المتوسطات اليومية للعوائد غير العادية المتراكمة (CAAR) سلوكاً يشير الى الاستجابة الكفوءة من عوائد اسهم الشركات عينة الدراسة لإعلان التدرج الائتماني الاولي. حيث ظهرت مرتفعة تارة ومنخفضة تارةً اخرى سالبة مرة وموجبة اخرى، اذ كانت جميع قيم المتوسطات موجبة فيما عدا ثلاث ايام وهي الخامس عشر والثالث عشر والحادي عشر. وكانت اعلى قيمة لمتوسطات العائد غير العادي المتراكم في اليوم الرابع (-4) للمدة قبل الإعلان حيث بلغت (0.0334)، واقل متوسط يومي متراكم للعوائد غير العادية في اليوم الخامس عشر للمدة قبل الإعلان حيث بلغ (-0.0089). وكانت قيمة متوسط العائد غير العادي المتراكم موجبة في يوم الحدث وبلغت (0.0038). حيث لم يكشف هذا العائد عن استجابة كفوءة للحدث فعلى الرغم من ان انها كانت موجبة إلا انها لم تكن اعلى القيم، واستمر التقلب في متوسط العوائد غير العادية المتراكمة سالباً للمدة بعد الإعلان مرتفعاً تارة ومنخفضاً تارة اخرى، لتستقر في اليوم الاخير من نافذة الحدث عند قيمة (-0.0956)، حيث يلاحظ وجود تأثير سلبي مبالغ فيه بعد الإعلان وارتفاع في قيم الخسائر التي حققتها اسهم الشركات عينة الدراسة عند الإعلان الاولي للسندات وكما هو موضح في الشكل(3-14)، وبعد الحدث كانت سالبة تصاعدية بجميع ايامها، وهذا يؤكد الاستجابة البطيئة وغير الكاملة والمتحيزة والمبالغ فيها لعوائد اسهم الشركات لإعلان التدرج الائتماني الاولي، وذلك دلالة على ان سوق ابو ظبي للأوراق المالية هو سوق غير كفاء بالشكل النصف قوي في الاستجابة للإعلان عن التدرجات الائتمانية الاولية وهو يتعارض مع الفرضية الرئيسية الثالثة التي تنص على ان (سوق ابو ظبي للأوراق المالية كفوءة بالشكل النصف قوي في الاستجابة للمحتوى المعلوماتي لإعلان التدرج الائتماني).



الشكل (3-14) متوسط العائد غير العادي المتراكم لأسهم الشركات عند الإعلان عن التدرج الائتماني الاولي

ومن جانب اخر يعرض الجدول (3-3) مقارنة بين متوسطات العوائد غير العادية المتراكمة للشركات عينة الدراسة وفقاً للصناعات المختلفة عند الإعلان عن التدرج الائتماني الاولي للسندات، حيث يلاحظ ان قيم (CAAR) للصناعة المصرفية والتأمين والاتصالات تحقق عوائد ايجابية بأغلب 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، وصفرية بعد الإعلان وهو الشرط الذي لم يتحقق. بينما على العكس من ذلك نلاحظ ان قطاع العقارات كان متوسط العوائد غير العادية المتراكمة سالباً قبل الإعلان 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 الإعلان والذي يدل على ان المعلومات التي كانت متوقعة لم تتحقق ولذلك فإن المستثمرين الراغبين في الاستثمار في قطاع العقارات عليهم بيع السهم قبل الإعلان واعادة شراؤه بعد انتهاء نافذة الحدث. وهذا يتعارض مع الفرضية الرئيسية الثانية التي تشير الى (ان أثر الإعلان عن التدرج الاولي للسندات في عوائد الأسهم لا يختلف باختلاف الصناعة).

الجدول (3-3)

مقارنة متوسطات العوائد غير العادية المتراكمة للإعلان الاولي وفقاً للصناعات المختلفة

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

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

وتبين الاحصاءات الوصفية الظاهرة في الجدول (3-4) ان قيم (CAAR) تختلف اختلافاً كبيراً بين القطاعات الصناعية المختلفة عينة الدراسة 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 تقلبات ومخاطر أعلى من القطاعات الأخرى (انحرافات في القيم عن وسطها الحسابي)، ومن ثم يشير ذلك الى ان هناك فروقات معنوية بين الصناعات في الاستجابة للإعلان، والذي يتفق مع مبدأ عدم التماثل المعلوماتي. وان هناك اثراً للإعلان الاولي عن التدرج الانتماني في عوائد الأسهم بغض النظر عن كونه عائداً سالباً او موجباً، كذلك يلاحظ ان اختبارات (T.test) تختلف اختلافاً كبيراً عن الصفر، وهذا يؤكد

التعارض مع الفرضية الفرعية الاولى (لا يوجد تأثير لإعلانات التدرج الائتماني الاولي للسندات في عوائد اسهم الشركة)، والثانية التي تشير الى ان اثر الإعلان التدرج الاولي للسندات في عوائد الأسهم لا يختلف باختلاف الصناعة، وهذا يرسل اشارة الى المستثمرين بأن بإمكانهم شراء اسهم المصارف والتأمين والاتصالات قبل الإعلان وبيعها بعد الإعلان، وبيع كل من اسهم الطاقة والعقارات قبل الإعلان وشرائها بعد الإعلان.

جدول (4-3)

الاحصاءات الوصفية لعائدات الأسهم عند الإعلان عن التدرج الاولي 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

المبحث الثاني

اختبار المحتوى المعلوماتي لإعلانات ترقية التدرج الائتماني في

عوائد الأسهم

يعد المحتوى المعلوماتي لإعلانات ترقية التدرج الائتماني لسندات الشركات بشكل عام معلومة او اشارة موجبة، ينبغي ان تستجيب لها عوائد الأسهم بشكل ايجابي من خلال ظهور عوائد غير عادية موجبة قبل وأثناء تاريخ الإعلان وتصبح صفراً بعد يوم الإعلان، استناداً الى فرضية السوق المالية الكفاءة بشكلها النصف قوي. لكن عندما تكون العوائد غير العادية (AR) سالبة او متقلبة (سلبية وموجبة) قبل يوم الإعلان، فذلك يشير الى وجود استجابة متحيزة للمحتوى المعلوماتي للإعلان وان السوق غير كفوءة في الاستجابة للمعلومة، بينما اذا كان هناك عوائد غير عادية وبغض النظر عن اشارتها (موجبة او سالبة او متقلبة) بعد يوم الإعلان (اليوم 0)، فذلك يشير الى بطء الاستجابة او استجابة غير كاملة للمعلومات من قبل السوق، اي ان عوائد السوق لم تستجب بشكل كامل وسريع، وهذا دلالة على عدم كفاءة السوق بالشكل نصف القوي، حيث يشترط السوق الكفاءة ان تكون الاستجابة (سريعة وكاملة وغير متحيزة) للمحتوى المعلوماتي للإعلان العام عن الحدث.

في هذا الجزء سيتم اختبار تأثير المحتوى المعلوماتي للإعلان عن ترقية الدرجة الائتمانية للشركات عينة الدراسة، والتي كانت (8) شركات من عينة الدراسة البالغة (15) شركة وكان عدد اعلانات الترقية الصادرة عن وكالات التدرج (17) اعلان من مجموع الإعلانات البالغة (158) اعلان، و كما موضحة في الجدول (3-5)

جدول (3-5)

الشركات التي تم الإعلان عن ترقية التدرج الائتماني لسنداتها وعدد الإعلانات لكل شركة خلال مدة الدراسة

ت	الشركة	عدد الإعلانات
1	مصرف أبو ظبي التجاري	3
2	مصرف أبو ظبي الوطني	1
3	مصرف الشارقة الإسلامي	1
4	شركة أبو ظبي الوطنية للطاقة	1
5	شركة دانا غاز	5
6	شركة الدار العقارية	4
7	شركة الفجيرة الوطنية للتأمين	1
8	شركة البحيرة للتأمين	1
	المجموع	17

المصدر: من اعداد الباحث اعتماداً على تقارير وكالة (Moody's)

تم حساب العوائد الفعلية (R_t) والعوائد المتوقعة (ER_t) باستخدام نموذج تسعير الموجودات الرأسمالية (CAPM)، والعوائد غير العادية اليومية (AR) للسهم من خلال الفرق بين العوائد الفعلية والعوائد المتوقعة وتكون لدينا الجدول (3-6)، الذي يتضمن العوائد غير العادية والعوائد غير العادية المتراكمة ومتوسط العوائد اليومية غير العادية المتراكمة لإعلانات ترقية التدرج الائتماني للشركات المشار إليها في الجدول (3-6) ولمدة (15) يوماً قبل الإعلان عن الحدث (التدرج الائتماني) ويوم الإعلان (اليوم 0) و(15) يوم بعد الحدث.

جدول (3-6)

(AR, CAR, CAAR) لإعلانات ترقية التدرج الائتماني للشركات عينة الدراسة

اسم الشركة	مصرف ابو ظبي التجاري	دانا كاز	الدار العقارية	ابو ظبي للطاقة				
نافذة الحدث (1)	(2)AR	(3)CAR	(4)AR	(5)CAR	(6)AR	(7)CAR	(8)AR	(9)CAR
-15	-0.0138	-0.0138	-0.0076	-0.0076	-0.0177	-0.0177	0.0036	0.0036
-14	-0.0057	-0.0195	0.0004	-0.0073	0.0093	-0.0084	-0.0178	-0.0141
-13	0.0044	-0.0151	0.0252	0.0179	0.0013	-0.0071	0.0083	-0.0058
-12	-0.0007	-0.0159	-0.0130	0.0049	0.0303	0.0232	-0.0148	-0.0207
-11	0.0039	-0.0120	-0.0068	-0.0019	0.0754	0.0986	-0.0246	-0.0453
-10	-0.0027	-0.0147	0.0049	0.0030	0.0411	0.1397	-0.0345	-0.0798
-9	-0.0033	-0.0180	0.0057	0.0087	0.0416	0.1813	-0.0021	-0.0819
-8	0.0128	-0.0051	0.0085	0.0171	-0.0334	0.1479	0.0170	-0.0649
-7	0.0203	0.0152	-0.0234	-0.0062	-0.0310	0.1169	0.0201	-0.0448
-6	-0.0025	0.0126	0.0028	-0.0034	-0.0677	0.0492	0.0082	-0.0366
-5	0.0076	0.0203	0.0163	0.0129	-0.0603	-0.0112	-0.0070	-0.0436
-4	-0.0021	0.0182	-0.0120	0.0009	-0.0814	-0.0926	-0.0054	-0.0490
-3	0.0156	0.0338	-0.0112	-0.0104	-0.1657	-0.2582	0.0194	-0.0296
-2	0.0149	0.0487	-0.0049	-0.0153	-0.1316	-0.3898	0.0165	-0.0132
-1	0.0046	0.0533	0.0062	-0.0091	-0.0902	-0.4801	0.0181	0.0050
0	0.0075	0.0608	0.0097	0.0006	-0.0581	-0.5382	0.0006	0.0056
1	-0.0131	0.0478	0.0266	0.0272	-0.0633	-0.6014	-0.0129	-0.0073
2	-0.0021	0.0457	0.0110	0.0381	-0.0754	-0.6769	0.0200	0.0128
3	-0.0106	0.0351	-0.0045	0.0336	-0.0541	-0.7310	0.0345	0.0472
4	-0.0144	0.0207	-0.0117	0.0220	-0.0834	-0.8144	-0.0027	0.0445
5	0.0066	0.0273	-0.0125	0.0095	-0.0536	-0.8680	-0.0178	0.0268
6	0.0188	0.0461	-0.0178	-0.0083	-0.0752	-0.9432	-0.0153	0.0115
7	-0.0021	0.0440	-0.0323	-0.0406	-0.1172	-1.0604	-0.0294	-0.0179
8	0.0002	0.0443	0.0070	-0.0336	-0.1076	-1.1680	-0.0284	-0.0464
9	-0.0130	0.0313	-0.0388	-0.0723	-0.1400	-1.3080	0.0159	-0.0304
10	0.0132	0.0445	0.0064	-0.0659	-0.1287	-1.4367	0.0010	-0.0294
11	-0.0157	0.0289	0.0146	-0.0513	-0.1545	-1.5911	-0.0104	-0.0398
12	0.0134	0.0423	-0.0032	-0.0545	-0.1325	-1.7237	-0.0178	-0.0576
13	-0.0097	0.0326	-0.0080	-0.0625	-0.1700	-1.8937	-0.0141	-0.0718
14	-0.0286	0.0040	0.0092	-0.0533	-0.2104	-2.1041	0.0265	-0.0452
15	-0.0086	-0.0046	0.0063	-0.0470	-0.1989	-2.3030	-0.0110	-0.0562

		البحيرة للتأمين		الفجيرة للتأمين		مصرف ابو ظبي الوطني		الشارقة		اسم الشركة نافذة
(19)CAAR	(18)AAR	(17)CAR	(16)AR	(15)CAR	(14)AR	(13)CAR	(12)AR	(11)CAR	(10)AR	
-0.0126	-0.0125	-0.0009	-0.0009	-0.0034	-0.0034	-0.0549	-0.0549	-0.0060	-0.0060	-15
-0.0125	0.00005	-0.0015	-0.0006	-0.0043	-0.0010	-0.0627	-0.0078	0.0175	0.0235	-14
-0.0126	-0.00002	-0.0020	-0.0004	-0.0057	-0.0013	-0.0674	-0.0047	-0.0153	-0.0328	-13
-0.0202	-0.00763	-0.0029	-0.0009	-0.0038	0.0019	-0.1251	-0.0577	-0.0212	-0.0060	-12
0.0010	0.02114	-0.0034	-0.0005	-0.0050	-0.0012	-0.0642	0.0609	0.0408	0.0620	-11
0.0141	0.01315	-0.0043	-0.0009	-0.0083	-0.0033	-0.0613	0.0029	0.1386	0.0978	-10
0.0114	-0.00274	-0.0046	-0.0003	-0.0086	-0.0003	-0.0828	-0.0216	0.0969	-0.0417	-9
0.0132	0.00183	-0.0051	-0.0005	-0.0120	-0.0034	-0.0594	0.0235	0.0870	-0.0098	-8
0.0051	-0.00810	-0.0056	-0.0005	-0.0117	0.0003	-0.0910	-0.0316	0.0680	-0.0191	-7
0.0007	-0.00435	-0.0058	-0.0002	-0.0146	-0.0029	-0.0857	0.0053	0.0902	0.0223	-6
-0.0021	-0.00286	-0.0063	-0.0005	-0.0152	-0.0006	-0.0809	0.0048	0.1071	0.0168	-5
-0.0201	-0.01799	-0.0063	0.0000	-0.0157	-0.0004	-0.0846	-0.0037	0.0682	-0.0388	-4
-0.0369	-0.01680	-0.0071	-0.0009	-0.0166	-0.0009	-0.1080	-0.0233	0.1009	0.0326	-3
-0.0544	-0.01754	-0.0074	-0.0003	-0.0183	-0.0017	-0.1174	-0.0094	0.0771	-0.0237	-2
-0.0560	-0.00155	-0.0083	-0.0009	-0.0185	-0.0002	-0.0862	0.0311	0.0960	0.0189	-1
-0.0657	-0.00974	-0.0082	0.0001	-0.0202	-0.0016	-0.0797	0.0065	0.0534	-0.0426	0
-0.0732	-0.00749	-0.0092	-0.0009	-0.0244	-0.0042	-0.0846	-0.0049	0.0662	0.0128	1
-0.0848	-0.01157	-0.0095	-0.0003	-0.0254	-0.0010	-0.1244	-0.0398	0.0612	-0.0050	2
-0.0887	-0.00388	-0.0096	-0.0001	-0.0296	-0.0042	-0.1173	0.0071	0.0621	0.0009	3
-0.1116	-0.02297	-0.0108	-0.0012	-0.0312	-0.0016	-0.1466	-0.0293	0.0227	-0.0395	4
-0.1287	-0.01706	-0.0113	-0.0005	-0.0355	-0.0043	-0.1706	-0.0240	-0.0077	-0.0304	5
-0.1343	-0.00560	-0.0117	-0.0004	-0.0323	0.0032	-0.1749	-0.0043	0.0384	0.0462	6
-0.1529	-0.01858	-0.0121	-0.0004	-0.0326	-0.0003	-0.1342	0.0407	0.0308	-0.0077	7
-0.1678	-0.01489	-0.0118	0.0003	-0.0340	-0.0015	-0.1423	-0.0081	0.0497	0.0190	8
-0.1863	-0.01856	-0.0131	-0.0013	-0.0365	-0.0025	-0.0940	0.0483	0.0325	-0.0173	9
-0.2013	-0.01493	-0.0132	-0.0001	-0.0359	0.0006	-0.1076	-0.0136	0.0341	0.0016	10
-0.2208	-0.01958	-0.0133	-0.0001	-0.0373	-0.0015	-0.1043	0.0034	0.0416	0.0075	11
-0.2350	-0.01418	-0.0134	-0.0001	-0.0407	-0.0034	-0.0759	0.0284	0.0433	0.0017	12
-0.2672	-0.03218	-0.0135	-0.0002	-0.0432	-0.0025	-0.1204	-0.0445	0.0349	-0.0085	13
-0.2928	-0.02556	-0.0135	0.0001	-0.0439	-0.0007	-0.1130	0.0074	0.0269	-0.0080	14
-0.3246	-0.03183	-0.0132	0.0003	-0.0447	-0.0008	-0.1649	-0.0519	0.0368	0.0099	15

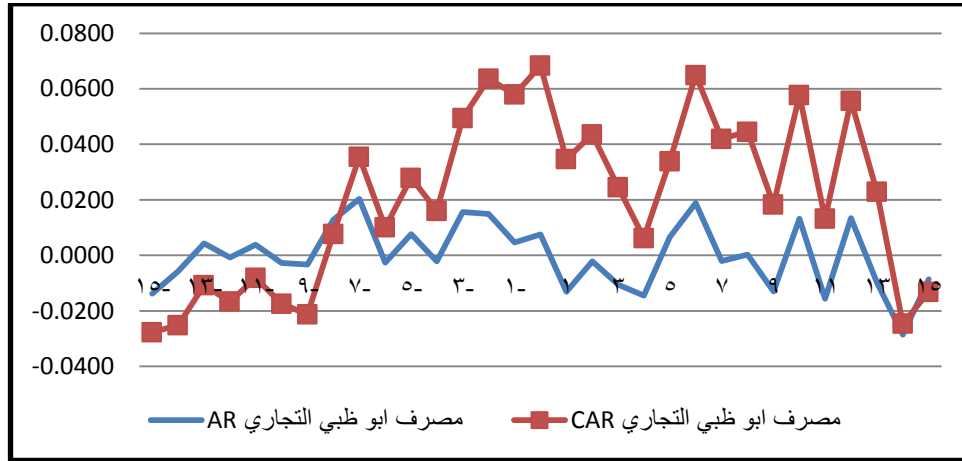
المصدر: من اعداد الباحث اعتماداً على تقارير سوق ابو ظبي للأوراق المالية

في الجدول (3-6) العمودان (2و3) يمثلان العوائد غير العادية (AR) والعوائد غير العادية المتراكمة (CAR) لسهم (شركة مصرف ابو ظبي التجاري)، تبين ان (AR) يعطي عوائد موجبة لمدة (8) وسالبة لمدة (7) ايام قبل الإعلان، وموجبة لمدة (5) وسالبة لمدة (10) بعد الحدث من اصل (31) يوماً عدد ايام نافذة الحدث، قيم العوائد الموجبة هي غالبية طويلة نافذة الحدث، ومن ثم ادى ذلك الى ان العوائد غير العادية المتراكمة الموجبة كانت غالبية طويلة نافذة الحدث، وهذا قد

يكون نتيجة لتوقعات ايجابية وصلت الى السوق والتي تتعلق بالدرجة الجديدة التي يمكن ان تحصل عليها الشركة وتقييم الشركة المُصدرة لأدوات الدين، والتي ربما ساهمت في توقع ان العوائد سترتفع، ومن ثم تحقيق عوائد غير عادية تدل على عدم التماثل المعلوماتي بين المستثمرين.

كذلك يتضح من الجدول أن (CAR) سالبة لمدة (8) وموجبة لمدة (7)، قبل الإعلان عن حدث ترقية تدريج السندات، وأيضا كانت موجبة لجميع الأيام بعد الإعلان باستثناء يوم واحد وهو اليوم الخامس عشر بعد الإعلان. وهذا يشير إلى أن اغلب ايام (CAR) هي موجبة، الا انه يلاحظ انها بدأت سالبة في اليوم الخامس عشر (-15) واستمرت كذلك مع انخفاض في قيم الخسائر، ثم تحولت الى موجبة في اليوم (-7)، ثم بدأت تتصاعد باستمرار الى اليوم الاول (-1) قبل يوم الحدث مع انخفاض بسيط في اليوم (-6) ما قبل الحدث كذلك كانت قيمتها في يوم الإعلان قد حققت اعلى عائد غير عادي. و هذا يكشف عن أن المعلومات ايجابية من وكالات التدرج الائتماني وتم تضمينها في عوائد الأسهم قبل مدة الحدث وان استجابتها كانت صحيحة وفقاً لشروط الكفاءة قبل الإعلان وفي يوم الإعلان، وان استمرار عوائد الأسهم الموجبة بعد فترة الحدث يدل على استجابة بطء الاستجابة للمعلومات الجديدة .

ومن جانب اخر ولطالما كانت قيم (CAR) ترتفع تصاعدياً خلال المدة التي تسبق الإعلان، كما ان قيمتها يوم الإعلان حققت اعلى عائد ففي ذلك دلالة على ان الاستجابة صحيحة من جانب السوق وتحقق الشرط الاول والثاني للكفاءة وهو ان تبدأ موجبة وتستمر بالارتفاع وتكون اعلى ما يكون يوم الإعلان، والمفروض ان تستقر خلال مدة ما بعد الحدث وتكون صفراً إلا انه يلاحظ انها استمرت موجبة ترتفع تارة وتنخفض تارة اخرى لتستقر سالبة عند (-0.0046) لليوم الاخير من نافذة الحدث والتي تشير الى ان السوق بدأ بتصحيح نفسه، وهذا يدل على استجابة متحيزة من جانب السوق لإعلان ترقية التدرج وان هناك تأثير ايجابي لإعلانات ترقية التدرج الائتماني في عوائد الأسهم، 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 ومن ثم يؤدي الى وجود مشكلة عدم تماثل معلوماتي وهذا يتناقض مع محتوى الفرضية الفرعية ثانياً (لا يوجد أثر لإعلان ترقية التدرج الائتماني لسندات الشركات في المحتوى المعلوماتي الذي يرسل الى الاسواق المالية، و من ثم التأثير في عوائد اسهم الشركة). وكذلك تدل على ان استجابة السوق مبالغ فيها نتيجة العوائد غير العادية المتركمة الموجبة المستمرة بأغلبيتها ، ومع استجابة بطيئة وليست تامة نتيجة تحقيق عوائد غير عادية متقلبة بعد الإعلان وهذا دليل على عدم كفاءة سوق ابو ظبي للأوراق المالية ، الذي يتناقض مع الفرضية الرئيسية الثالثة التي تشير الى ان سوق ابو ظبي للأوراق المالية كفوءة بالشكل نصف قوي في الاستجابة لإعلانات ترقية التدرج الائتماني. والشكل (3-15) يوضح سلوك كل من (AR,CAR) لإعلانات ترقية الدرجة الائتمانية لمصرف ابو ظبي التجاري



الشكل (3-15) سلوك كل من (CAR,AR) لإعلانات ترقية الدرجة الانتمائية لمصرف ابو ظبي التجاري

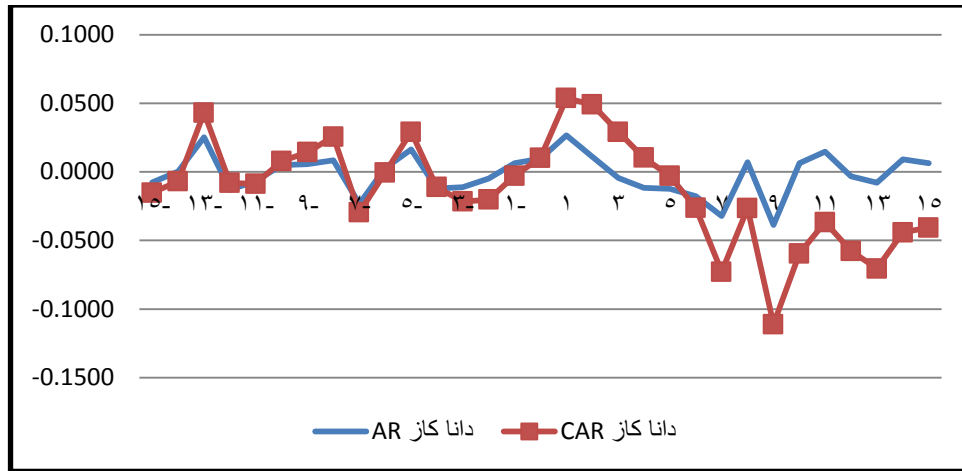
وفي العمودين (5و4)، اللذين يمثلان العوائد غير العادية (AR) والعوائد غير العادية المتراكمة (CAR) لسهم (دانا كاز)، تبين ان (AR) يعطي عوائد سالبة لمدة (7) ايام وإيجابيه لمدة (8) يوماً قبل الإعلان عن ترقية تدرج السندات، في حين أنها سالبة لمدة (8) ايام وموجبة لمدة (7) ايام بعد الإعلان عن ترقية تدرج السندات. 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 عوائد الأسهم متغيرة الاتجاه نتيجة عدم التماثل المعلوماتي بين المستثمرين.

وتبين من العوائد غير العادية (AR) لشركة (دانا كاز) بأن اعلى عائد غير عادي تحقق في اليوم (-13) للمدة التي تسبق يوم الإعلان حيث بلغ (0.0252)، اما اقل عائد غير عادي كان في اليوم السابع (-7) للمدة التي تسبق يوم الإعلان حيث بلغ (-0.0234)، وهي اعلى خسارة يتعرض لها السهم، بينما في يوم الإعلان كان العائد غير العادي موجبا وبلغ (0.0097) ومن المفترض ان يكون العائد في هذا اليوم اعلى ما يمكن نتيجة انخفاض عدم التماثل المعلوماتي، واستمرت العوائد غير العادية تارةً سالبة وتارةً موجبة طوال المدة التي تلت يوم الإعلان، حتى استقرت موجبة في المشاهدة الاخيرة لنافذة الحدث عند (-0.0063)، وهذا يدل على ان الانعكاس غير صحيح لأنه من المفترض ان يكون موجباً قبل الإعلان وفي اثنائه وصفرأ بعد الإعلان، وفي ذلك دلالة على عدم كفاءة السوق في الاستجابة للمحتوى المعلوماتي من الإعلان عن ترقية التدرج الائتماني فيما يخص شركة دانا كاز.

كذلك يتضح من الجدول أن (CAR) كانت موجبة لمدة (7) ايام وسالبة لمدة (8) ايام قبل الإعلان ، بينما كانت موجبة لمدة (5) ايام وسالبة لمدة (10) ايام للمدة بعد الإعلان. وذلك يعود الى تناقض العوائد غير العادية بين السالبة والموجبة خلال نافذة الحدث ، مما يشير الى وجود استجابة الى الإعلان في يوم الحدث ، والذي يكشف عن أن السوق كان يتوقع معلومات ايجابية من وكالات التدرج الائتماني ، وان المعلومات تم تضمينها في عوائد الأسهم قبل مدة الحدث ،

واستمرار عوائد الأسهم الموجبة لغاية اليوم الخامس بعد فترة الحدث يدل على استجابة متحيزة ايجابية للمعلومات الجديدة .

ومن جانب اخر ولأن العوائد غير العادية المتراكمة بعد الإعلان لم تستقر عند (0.0006) وهو (CAR) يوم الحدث، والمفروض ان تستقر خلال مدة ما بعد الحدث وتكون صفراً إلا انه يلاحظ انها استمرت موجبة لغاية اليوم الخامس بعد الإعلان، ثم تحولت الى سالبة تنخفض تارة وترتفع تارة اخرى بعد الإعلان لتستقر سالبة عند (-0.0470) لليوم الاخير من نافذة الحدث، وهذا يدل على استجابة متحيزة من جانب السوق لإعلان ترقية التدرج، والذي يدل على محتوى معلوماتي مؤثرا والدليل تحقيق عوائد غير عادية بغض النظر عن اشارتها والتي يفترض ان تكون صفرا اذا لم يكن هناك محتوى معلوماتي مؤثراً للإعلان عن التدرج ومن ثم يؤدي الى وجود مشكلة عدم تماثل معلوماتي وهذا يتناقض مع محتوى الفرضية الفرعية ثانياً (لا يوجد أثر لإعلان ترقية التدرج الائتماني لسندات الشركات في المحتوى المعلوماتي الذي يرسل الى الاسواق المالية، و من ثم التأثير في عوائد اسهم الشركة). وكذلك تدل على ان استجابة السوق مبالغ فيها نتيجة العوائد غير العادية المتراكمة الموجبة المستمرة، وكذلك هناك استجابة بطيئة وليست تامة نتيجة تحقيق عوائد غير عادية متقلبة خلال المدة بعد الإعلان وهذا دليل على عدم كفاءة السوق. والشكل (3-16) يوضح سلوك كل من (AR,CAR) لإعلان ترقية التدرج الائتماني لشركة دانا كاز.



الشكل (3-16) سلوك كل من (AR,CAR) لإعلان ترقية التدرج الائتماني لشركة دانا كاز.

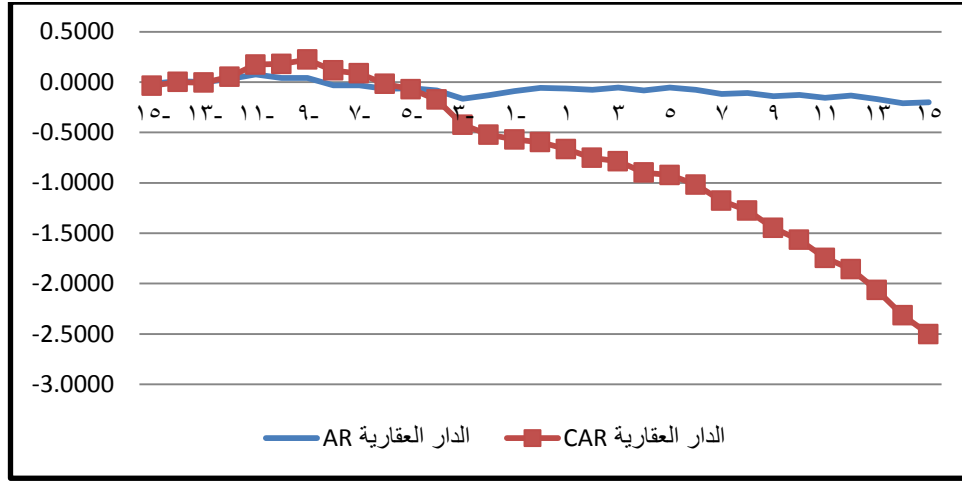
في العمودين (6و7) اللذين يمثلان العوائد غير العادية (AR) والعوائد غير العادية المتراكمة (CAR) لسهم شركة (الدار العقارية)، تبين ان (AR) اعطي عوائد سالبة لمدة (9) ايام وإيجابيه لمدة (6) ايام قبل الإعلان عن ترقية تدرج السندات، ويلاحظ انها بدأت سالبة في اليوم الخامس عشر قبل الإعلان وتغيرت الى موجبة لمدة ستة ايام متتالية، وهذا يشير الى توقع معلومات ايجابية في بداية مدة الحدث، الا انها تغيرت بعد ذلك الى سالبة واستمرت كذلك لغاية يوم الحدث، في حين أنها كانت سالبة بالكامل للمدة بعد الإعلان عن تدرج السندات. خلال فترة الحدث كانت (AR) سالبة لمدة (25) يوماً وموجبة لمدة (5) ايام. التناقض في حركة (AR) سلباً وإيجاباً ارتفاعاً وانخفاضاً قبل و بعد الإعلان يكشف عن أن تحركات عوائد الأسهم متغيرة الاتجاه

نتيجة عدم التماثل المعلوماتي بين المستثمرين. كما ان استمرار عوائد الأسهم السالبة بعد فترة الحدث لا يدل على أي معلومات جديدة، مما كان متوقعا ولا ينقل اي اشارات إلى السوق من خلال الإعلان عن ترقية تدريج السندات.

وتبين من العوائد غير العادية (AR) لشركة الدار العقارية بأن اكبر عائد غير عادي تحقق في اليوم الحادي عشر قبل الإعلان (-11) للمدة التي تسبق يوم الإعلان حيث بلغ (0.0754) اما اقل عائد غير عادي كان في اليوم الثالث للمدة التي تسبق يوم الإعلان حيث بلغ (-0.1657)، وهي اعلى خسارة يتعرض لها السهم، اما في يوم الإعلان فقد بلغ العائد غير العادي (-0.0581) ومن المفترض ان يكون العائد في هذا اليوم اعلى ما يمكن، نتيجة انخفاض عدم التماثل المعلوماتي، واستمرت العوائد غير العادية سالبة طوال المدة التي تلت يوم الإعلان تتصاعد باستمرار وبقيم سالبة (ارتفاع قيم الخسائر التي يحققها السهم)، حتى استقرت سالبة في المشاهدة الاخيرة لنا فذة الحدث عند (-0.1989)، وهذا يدل على استجابة سلبية مبالغ فيها وان الانعكاس غير صحيح لأنه من المفترض ان يكون موجبا قبل الإعلان وفي اثنائه وصفرأ بعد الإعلان، وفي ذلك دلالة على عدم كفاءة السوق في الاستجابة للمحتوى المعلوماتي من الإعلان عن ترقية التدرج الائتماني فيما يخص شركة الدار العقارية.

كذلك يتضح من الجدول أن (CAR) بدأت سالبة لمدة ثلاثة ايام، من اليوم الخامس عشر قبل الإعلان الى اليوم الثالث عشر وتحولت في اليوم الثاني عشر الى موجبة واستمرت لمدة (7) ايام متتالية ترتفع تارة وتنخفض تارة اخرى ثم تغيرت الى سالبة لمدة (4) ايام قبل الإعلان عن تدرج السندات، مع ملاحظة انها بدأت ترتفع بقيمتها السالبة واستمرت كذلك يوم الإعلان، بينما كانت سالبة وتتصاعد لغاية نهاية نافذة الحدث. أن الغالبية العظمى من (CAR) أيام هي سالبة نتيجة العوائد غير العادية السالبة. وهذا يكشف عن أن السوق كانت تتوقع معلومات سلبية من وكالات التدرج الائتماني. وتم تضمينها في عوائد 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 الإعلان عن ترقية تدريج السندات، كما تبين من الجدول ان قيم (CAR) كانت متقلبة تارة موجبة وتارة اخرى سالبة حتى وصلت بقيمة سالبة (-0.5382) في يوم الحدث، ولكن ولطالما كانت قيم (CAR) ترتفع تارة وتنخفض تارة اخرى خلال المدة السابقة ليوم الإعلان نتيجة تحقيق عوائد غير عادية (AR) سالبة تارة وموجبة تارة اخرى ففي ذلك استجابة متحيزة من السوق لإعلان ترقية التدرج لشركة الدار العقارية، ومن جانب اخر ولأن العوائد غير العادية المتراكمة بعد الإعلان لم تستقر عند (-0.5382) وهو (CAR) يوم الحدث، والمفروض ان تستقر خلال مدة ما بعد الحدث وتكون صفرأ إلا انه يلاحظ انها اخذت تتصاعد بقيم سالبة نتيجة للعوائد غير العادية السالبة بعد الإعلان لتستقر عند (-2.303) لليوم الاخير من نافذة الحدث، وهذا يدل على استجابة متحيزة سالبة مبالغ فيها من جانب السوق لإعلان ترقية التدرج الائتماني، والذي 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 مؤثر للإعلان عن التدرج، ومن ثم يؤدي الى وجود مشكلة عدم تماثل معلوماتي وهذا يتناقض مع محتوى الفرضية الفرعية ثانياً (لا يوجد أثر لإعلان ترقية التدرج الائتماني لسندات الشركات في المحتوى

المعلوماتي الذي يرسل الى الاسواق المالية، ومن ثم التأثير في عوائد اسهم الشركة). وكذلك تدل على ان استجابة السوق متحيزة نتيجة العوائد غير العادية المتراكمة السالبة تارة والموجبة تارة اخرى والتي ترتفع تارةً وتخفض تارةً اخرى ، وكذلك هناك استجابة بطيئة وليست تامة نتيجة تحقيق عوائد غير عادية متقلبة خلال المدة بعد الإعلان وهذا دليل على عدم كفاءة السوق في الاستجابة لإعلانات ترقية الائتماني. ويوضح الشكل (3-17) سلوك (AR و CAR) لإعلان ترقية الدرجة الائتمانية لشركة الدار العقارية.

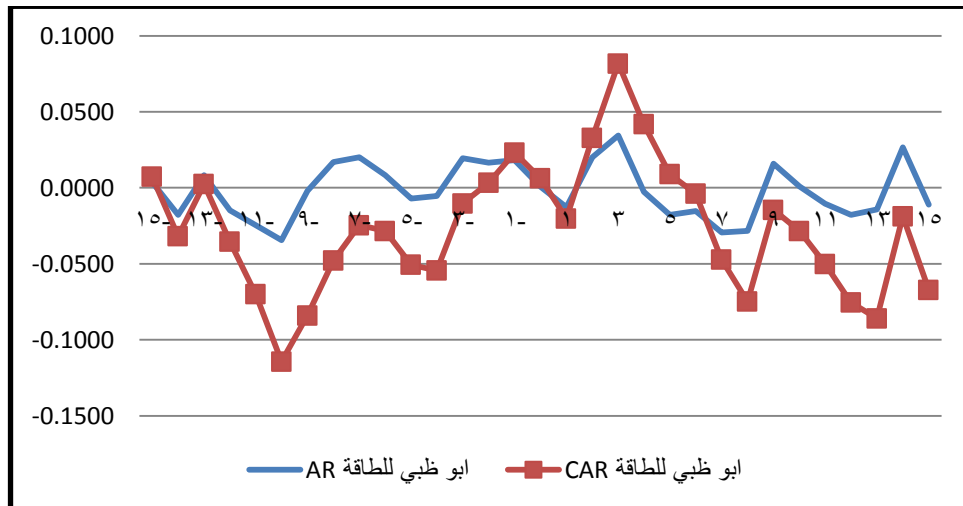


الشكل (3-17) سلوك (AR و CAR) لإعلان ترقية الدرجة الائتمانية لشركة الدار العقارية

وفي العمودين (8 و9) اللذين يمثلان العوائد غير العادية (AR) والعوائد غير العادية المتراكمة (CAR) لسهم (شركة ابو ظبي للطاقة)، تبين ان العوائد غير العادية (AR) كانت سالبة لمدة (7) ايام قبل الإعلان وموجبة لمدة (8) يوماً، بينما كانت موجبة لمدة (5) ايام وسالبة لمدة (10) ايام بعد الإعلان، وبذلك تكون العوائد غير العادية خلال نافذة الحدث موجبة لمدة (14) يوماً وسالبة لمدة (17) حيث كانت العوائد السالبة هي الغالبة، وتحقيق عوائد غير عادية متقلبة تدل على عدم التماثل المعلوماتي بين المستثمرين.

وتبين من جدول العوائد غير العادية (AR) لأسهم شركة ابو ظبي للطاقة، بأن اعلى عائد غير عادي تحقق في اليوم السابع (-7) للمدة التي تسبق يوم الإعلان حيث بلغ (0.0201). بينما اقل عائد غير عادي كان في اليوم العاشر (-10) للمدة التي تسبق يوم الإعلان حيث بلغ (-0.0345) اما في يوم الإعلان فقد كان العائد غير العادي موجباً وبلغ (0.0006) ومن المفترض ان يكون العائد في هذا اليوم اعلى ما يمكن، نتيجة انخفاض عدم التماثل المعلوماتي، واستمرت العوائد غير العادية متقلبة مرتفعة مرة ومنخفضة مرة اخرى وقيم سالبة وأخرى موجبة طوال المدة التي تلت يوم الإعلان، حتى استقرت سالبة في المشاهدة الاخيرة لنافذة الحدث عند (-0.0110)، وهذا يعني ان الانعكاس غير صحيح لأنه من المفترض ان يكون موجبا قبل الإعلان وفي اثنائه وصفرأ بعد الإعلان، وفي ذلك دلالة على عدم كفاءة السوق في الاستجابة للمحتوى المعلوماتي من الإعلان عن ترقية التدرج الائتماني فيما يخص شركة ابو ظبي للطاقة.

كذلك يتضح من الجدول أن (CAR) سالبة لكافة الايام قبل الإعلان فيما عدا يومان وهما اليوم الخامس عشر واليوم الاول كانا موجبين قبل الإعلان عن حدث ترقية تدريج السندات، وأيضا كانت سالبة لجميع الأيام عدا خمسة ايام كانت موجبة بعد الإعلان عن ترقية تدريج السندات. ولا بد من الاشارة الى ان ترقية التدريج تعد معلومة ايجابية ولا بد ان تنعكس بشكل ايجابي في عوائد الأسهم، ولكن يلاحظ ان السوق عكسها باتجاه سلبي. وتم تضمين ذلك في عوائد الأسهم قبل مدة الحدث، وان استمرار عوائد الأسهم المتقلبة بعد فترة الحدث يدل على استجابة متحيزة للمعلومات الجديدة، ولكن ولطالما كانت قيم (CAR) سالبة بأغلب قيمها ترتفع تارةً وتتنخفض تارةً فإن ذلك يدل على استجابة متحيزة من جانب السوق، ومن جانب اخر وطالما لم تكن العوائد غير العادية المتراكمة بعد الإعلان مستقرة عند (0.0056) وهو (CAR) يوم الإعلان، حيث من المفترض ان تبقى ثابتة ولا تضيف شيئاً بعد يوم الإعلان وتكون صفراً، إلا انه يلاحظ انها استمرت متقلبة سالبة تارةً وموجبة تارةً اخرى ترتفع تارةً وتنخفض تارةً اخرى لتستقر سالبة بقيمة (-0.0562) لليوم الاخير من نافذة الحدث، فذلك يدل على استجابة متحيزة من جانب السوق لإعلان ترقية التدريج. والذي يشير الى محتوى معلوماتي مؤثرا والدليل تحقيق عوائد غير عادية بغض النظر عن اشارتها والتي يفترض ان تكون صفرا اذا لم يكن هناك محتوى معلوماتي مؤثراً للإعلان عن التدريج ومن ثم يؤدي الى وجود مشكلة عدم تماثل معلوماتي وهذا يتناقض مع محتوى الفرضية الفرعية ثانياً من ان (لا يوجد أثر لإعلان ترقية التدريج الائتماني لسندات الشركات في المحتوى المعلوماتي الذي يرسل الى الاسواق المالية، ومن ثم التأثير في عوائد اسهم الشركة). وكذلك تدل على ان استجابة السوق متحيزة نتيجة العوائد غير العادية المتراكمة المتقلبة، وكذلك هناك استجابة بطيئة وليست تامة نتيجة تحقيق عوائد غير عادية متقلبة خلال المدة بعد الإعلان وهذا دليل على عدم كفاءة السوق في الاستجابة لإعلانات ترقية التدريج الائتماني. ويوضح الشكل (3-18) سلوك كل من (AR و CAR) لإعلان ترقية الدرجة الائتمانية لشركة ابو ظبي للطاقة.



الشكل (3-18) سلوك كل من (AR و CAR) لإعلان ترقية الدرجة الائتمانية لشركة ابو ظبي للطاقة

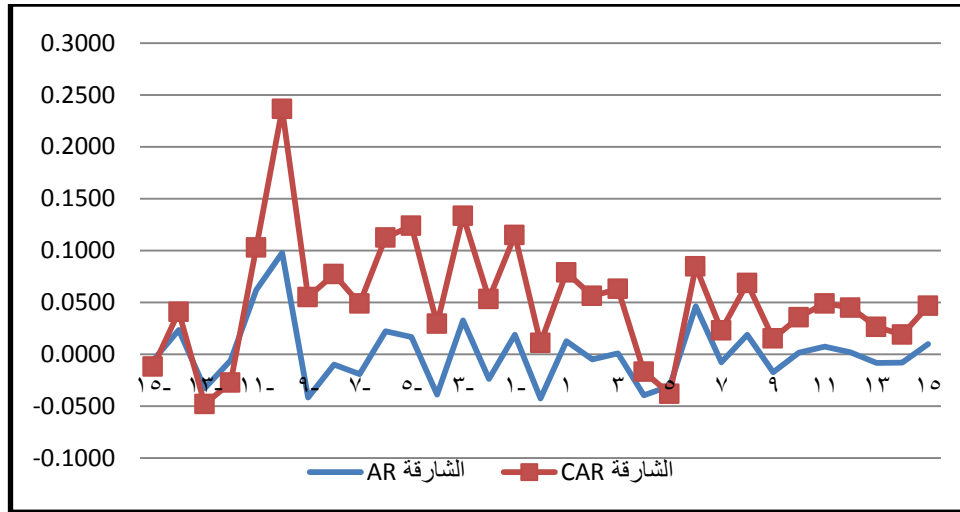
في العمودين (10 و11)، اللذين يمثلان العوائد غير العادية (AR) والعوائد غير العادية المتراكمة (CAR) لسهم (مصرف الشارقة الاسلامي)، تبين ان (AR) يعطي عوائد سالبة لمدة (8) ايام وإيجابيه لمدة (7) أيام قبل الإعلان عن ترقية تدريج السندات، في حين أنها سالبة لمدة (7) يوماً وموجبة لمدة (8) ايام بعد الإعلان عن تدريج السندات. خلال فترة الحدث كانت (AR) سالبة لمدة (16) يوماً وموجبة لمدة (15) يوماً. التناقض في حركة (AR) سلباً وإيجاباً قبل وبعد الإعلان يكشف عن أن تحركات عوائد الأسهم متغيرة الاتجاه نتيجة لعدم التماثل المعلوماتي بين المستثمرين وان ذلك يشير الى عدم وضوح المعلومات التي ترد الى السوق.

وتبين من العوائد غير العادية (AR) لأسهم مصرف الشارقة الإسلامي بأن أكبر عائد غير عادي تحقق في اليوم العاشر (-10) للمدة التي تسبق يوم الإعلان حيث بلغ (0.0978)، اما اقل عائد غير عادي كان في اليوم التاسع (-9) للمدة التي تسبق يوم الإعلان حيث بلغ (-0.0417) اما في يوم الإعلان فقد كان العائد غير العادي سالباً حيث بلغ (-0.0426) ومن المفترض ان يكون العائد في هذا اليوم اعلى ما يمكن، نتيجة انخفاض عدم التماثل المعلوماتي، واستمرت العوائد غير العادية سالبة تارة وتارة موجبة ترتفع تارة وتنخفض اخرى طوال المدة التي تلت يوم الإعلان، حتى استقرت موجبة في المشاهدة الاخيرة لنافذة الحدث عند (0.0099)، وهذا يدل على ان انعكاس المعلومات في عوائد الأسهم غير صحيح، لأنه من المفترض ان يكون موجباً قبل الإعلان وفي اثنائه وصفرأ بعد الإعلان، وفي ذلك دلالة على عدم كفاءة السوق في الاستجابة للمحتوى المعلوماتي من الإعلان عن ترقية التدرج الائتماني فيما يخص مصرف الشارقة الاسلامي. كما يشير الى ان هناك اثراً ايجابياً في عوائد الأسهم نتيجة الإعلان عن ترقية التدرج الائتماني وهو ما يتطابق مع التوقعات من ان الإعلان عن الترقية له اثر ايجابي في عوائد الأسهم وتحقيق عوائد غير عادية ايجابية

كذلك يتضح من الجدول أن (CAR) سالبة لمدة (3) يوم وموجبة لمدة (12) يوماً قبل الإعلان عن تدريج السندات بينما كانت سالبة لمدة يوم واحد وموجبة لمدة (14) يوماً بعد الإعلان عن تدريج السندات. وخلال هذا مدة الحدث (CAR) هي سالبة لمدة (4) ايام وموجبة لمدة (27) ايام. هذا يشير إلى أن الغالبية العظمى من (CAR) أيام هي موجبة. وقيمها ترتفع تارة وتنخفض تارة اخرى، و هذا يكشف عن أن المعلومات التي ترد الى السوق من وكالات التدرج الائتماني تم تضمينها في عوائد الأسهم قبل مدة الحدث.

ومن جانب اخر لوحظ ان قيم (CAR) بدأت سالبة في اليوم (-15) ومن ثم تحولت الى موجبة في اليوم (-14) وعادت سالبة في اليومين (13 و-12)، لتكون بعد ذلك موجبة الى اليوم الاول قبل الإعلان ترتفع تارة وتنخفض تارة اخرى نتيجة تحقق عوائد غير عادية (AR) موجبة في أغلبها، حيث ادى هذا الى استجابة متحيزة من جانب السوق لإعلان ترقية التدرج. ومن جانب اخر ولأن العوائد غير العادية المتراكمة بعد الإعلان لم تستقر عند (0.0534) وهو (CAR) في يوم الإعلان واستمرت موجبة لغاية نهاية نافذة الحدث فيما عدا يوم واحد وهو اليوم (الخامس) بعد الإعلان ترتفع تارة وتارة اخرى تنخفض عن هذه القيمة خلال مدة ما بعد الحدث، فأن ذلك 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 ومن ثم

يؤدي الى وجود مشكلة عدم تماثل معلوماتي وهذا يتناقض مع محتوى الفرضية الفرعية ثانياً من ان (لا يوجد أثر لإعلان ترقية التدرج الائتماني لسندات الشركات في المحتوى المعلوماتي الذي يرسل الى الاسواق المالية، ومن ثم التأثير في عوائد اسهم الشركة). وكذلك تدل على ان استجابة السوق متحيزة نتيجة العوائد غير العادية السالبة وكذلك هناك استجابة بطيئة وليست تامة نتيجة تحقيق عوائد غير عادية متقلبة بعد يوم الحدث . والشكل(3-19) يوضح سلوك كل من (AR وCAR) لمصرف الشارقة الإسلامي عن الإعلان عن ترقية الدرجة الائتمانية للشركة.



الشكل(3-19)سلوك كل من(AR وCAR) لمصرف الشارقة الإسلامي عند الإعلان عن ترقية الدرجة الائتمانية للشركة

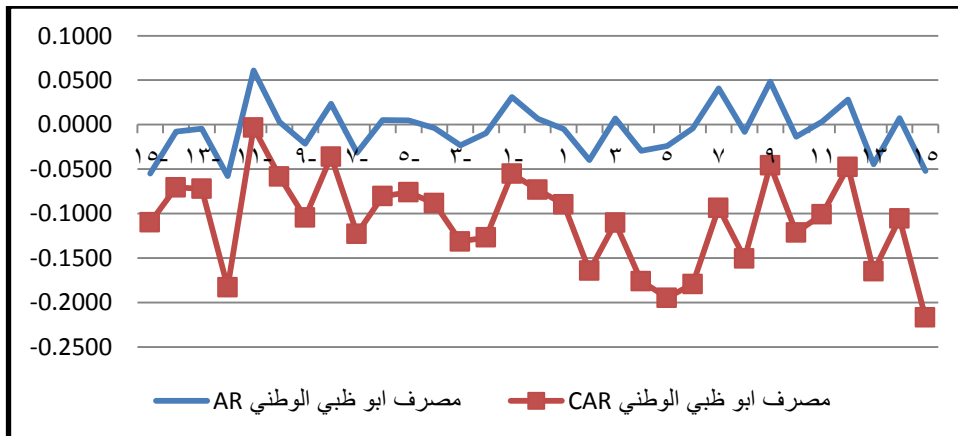
في العمودين (12 و13)، اللذين يمثلان العوائد غير العادية (AR) والعوائد غير العادية المتراكمة (CAR) لسهم (مصرف ابو ظبي الوطني)، تبين ان (AR) يعطي عوائد سالبة لمدة (9) ايام وإيجابيه لمدة (6) ايام قبل الإعلان عن تدرج السندات، في حين أنها كانت موجبة لمدة (6) ايام وسالبة لمدة (9) للمدة بعد الإعلان عن تدرج السندات. خلال فترة الحدث كانت (AR) سالبة لمدة (19) يوماً وموجبة لمدة (12) يوماً. التناقض في حركة (AR) سلباً وإيجاباً وارتفاعاً وانخفاضاً قبل وبعد الإعلان يكشف عن أن تحركات عوائد الأسهم متغيرة الاتجاه نتيجة عدم التماثل المعلوماتي بين المستثمرين.

ويتبين من العوائد غير العادية (AR) لشركة (مصرف ابو ظبي الوطني) بأن اكبر عائد غير عادي تحقق في اليوم الحادي عشر (-11) للمدة التي تسبق يوم الإعلان حيث بلغ (0.0609) اما اقل عائد غير عادي كان في اليوم الثاني عشر (-12) للمدة التي تسبق يوم الإعلان حيث بلغ (-0.0577) وهي اعلى خسارة يتعرض لها السهم، اما في يوم الإعلان فقد بلغ العائد غير العادي (0.0065) ومن المفترض ان يكون العائد في هذا اليوم اعلى ما يمكن، نتيجة انخفاض عدم التماثل المعلوماتي، واستمرت العوائد غير العادية (سالبة - موجبة) طوال المدة التي تلت يوم الإعلان وكانت النتائج مرتفعة تارةً وتارةً اخرى منخفضة، حتى استقرت سالبة في المشاهدة الاخيرة لنافاذة الحدث عند (-0.0519)، وهذا يدل على ان هناك انعكاس غير صحيح في الاستجابة واستجابة متحيزة، لأنه من المفترض ان يكون موجباً قبل الإعلان وفي اثنائه وصفرًا

بعد الإعلان، وفي ذلك دلالة على عدم كفاءة السوق في الاستجابة للمحتوى المعلوماتي من الإعلان عن ترقية التدرج الائتماني فيما يخص شركة (مصرف الشارقة الاسلامي)

كذلك يتضح من الجدول أن (CAR) كانت سالبة لكافة ايام نافذة الحدث، نتيجة تحقيق عوائد غير عادية سالبة بغالبيتها. ووفقا للتوقعات كان المفروض ان يكون هناك تأثير ايجابي في عوائد الأسهم، لان توقعات ترقية الدرجة الائتمانية هي ايجابية بطبيعتها تعزز الجدارة الائتمانية للشركة، وهذه المعلومات تم تضمينها بشكل سلبي في عوائد الأسهم قبل مدة الحدث على عكس التوقعات، وان استمرار عوائد الأسهم السلبية بأغلبيتها بعد فترة الحدث لا يدل على أي معلومات جديدة، مما كان متوقعا ولا ينقل أي اشارات إلى السوق من خلال الإعلان عن تدرج السندات.

كما لوحظ ان قيم (CAR) كانت سالبة طيلة نافذة الحدث، ترتفع تارةً وتنخفض تارةً اخرى خلال المدة السابقة ليوم الإعلان نتيجة تحقيق عوائد غير عادية (AR) سالبة تارةً وموجبة تارةً اخرى، ويشير ذلك استجابة متحيزة من السوق للإعلان عن ترقية التدرج لمصرف ابو ظبي الوطني، ومن جانب اخر ولان العوائد غير العادية المتراكمة بعد الإعلان لم تستقر عند (-0.0797) وهو العائد غير العادي المتراكم (CAR) يوم الحدث، والمفروض ان تستقر خلال مدة ما بعد الحدث وتكون صفراً إلا انه يلاحظ انها كانت سالبة ترتفع تارةً وتنخفض تارةً اخرى لتستقر سالبة عند (-0.1649) لليوم الاخير من نافذة الحدث، وهذا يدل على استجابة سالبة متحيزة من جانب السوق لإعلان ترقية التدرج، والذي يدل على محتوى معلوماتي مؤثرا، والدليل تحقيق عوائد غير عادية بغض النظر عن اشارتها والتي يفترض ان تكون صفرا اذا لم يكن هناك محتوى معلوماتي مؤثراً للإعلان عن التدرج ومن ثم يؤدي الى وجود مشكلة عدم تماثل معلوماتي وهذا يتناقض مع محتوى الفرضية الفرعية ثانياً من ان (لا يوجد أثر لإعلان ترقية التدرج الائتماني لسندات الشركات في المحتوى المعلوماتي الذي يرسل الى الاسواق المالية، ومن ثم التأثير في عوائد اسهم الشركة). وكذلك تدل على ان استجابة السوق متحيزة نتيجة العوائد غير العادية المتراكمة التي ترتفع تارةً وتنخفض تارةً اخرى، وكذلك هناك استجابة بطيئة وليست تامة نتيجة تحقيق عوائد غير عادية متقلبة خلال المدة بعد الإعلان وهذا دليل على عدم كفاءة السوق. ويوضح الشكل (3-20) سلوك كل من (AR وCAR) عند الإعلان عن ترقية الدرجة الائتمانية للشركة.



الشكل (3-20) سلوك كل من (CAR وAR) لمصرف ابو ظبي الوطني عند الإعلان عن ترقية الدرجة الائتمانية للشركة

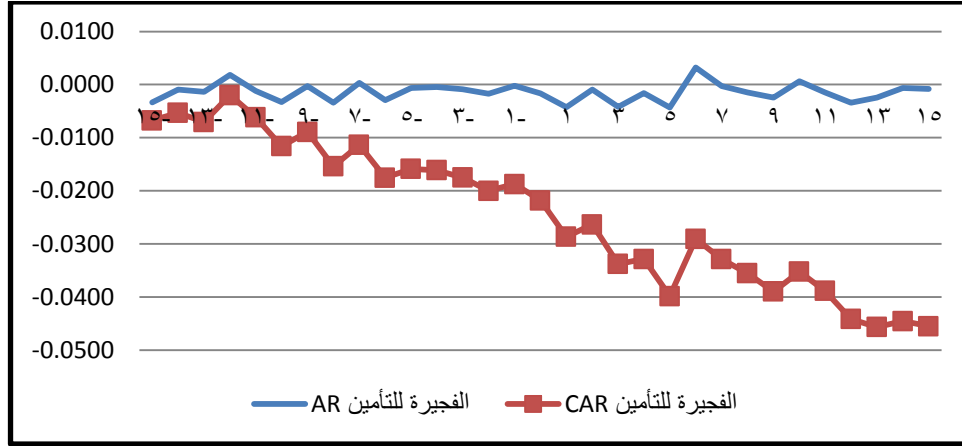
في العمودين (14 و 15) اللذين يمثلان العوائد غير العادية (AR) والعوائد غير العادية المتراكمة (CAR) لسهم (شركة الفجيرة للتأمين)، حيث تبين ان العوائد غير العادية (AR) سالبة طيلة نافذة الحدث البالغة (31) يوماً أي ان العوائد غير العادية السالبة هي الغالبة وهي قريبة جداً من الصفر، مما يشير الى تأثير غير هام في عوائد الأسهم، وهي على عكس الاتجاه العام لإعلانات الترقية التي يتوقع ان تؤثر ايجاباً في عوائد الأسهم.

ويتبين من العوائد غير العادية (AR) لأسهم شركة الفجيرة للتأمين بأن اكبر عائد غير عادي تحقق في اليوم الاول (-7) للمدة التي تسبق يوم الإعلان حيث بلغ (0.0003)، وهي اقل خسارة يتعرض لها السهم، بينما اقل عائد غير عادي كان في اليوم الخامس عشر (-15) للمدة التي تسبق يوم الإعلان حيث بلغ (-0.0034) اما في يوم الإعلان فقد كان العائد غير العادي سالباً حيث بلغ (-0.0016) ومن المفترض ان يكون العائد في هذا اليوم اعلى ما يمكن (اقل خسارة)، نتيجة انخفاض عدم التماثل المعلوماتي، واستمرت العوائد غير العادية سالبة طوال المدة التي تلت يوم الإعلان، حتى استقرت سالبة في المشاهدة الاخيرة لنافذة الحدث عن (-0.0008)، وهذا يدل على ان انعكاس المعلومات في عوائد الأسهم غير صحيح لأنه من المفترض ان يكون موجباً قبل الإعلان وفي اثنائه وصفرأ بعد الإعلان، وفي ذلك دلالة على عدم كفاءة السوق في الاستجابة للمحتوى المعلوماتي من الإعلان الاولي للتدريج الائتماني فيما يخص شركة الفجيرة للتأمين.

وكذلك يتضح من الجدول أن (CAR) سالبة طيلة نافذة الحدث البالغة (31) يوماً ترتفع تصاعدياً مما يؤثر استجابة صحيحة إلا انها سلبية تجاه الإعلان، وهذا عائد الى العوائد غير العادية السالبة، وأن السوق كانت تتوقع معلومات غير ايجابية من وكالات التدريج الائتماني. وتم تضمينها في عوائد 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 الإعلان عن ترقية تدريج السندات.

كما يلاحظ ان قيم (CAR) بدأت سالبة في اليوم (-15) واستمرت سالبة متصاعدة خلال المدة المتبقية السابقة ليوم الإعلان نتيجة تحقق عوائد غير عادية (AR) سالبة. وبذلك فإنها تحقق الشرط الاول للكفاءة، حيث تبدأ بقيمة موجبة (اقل قيمة سالبة) وتتصاعد لتصل اعلى قيمتها في يوم الإعلان وهذا ما تحقق 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 الإعلان وإنما استمرت تتصاعد في قيمها السالبة لتصل الى اعلى خسارة في اخر يوم من ايام الحدث وبذلك تكون هناك استجابة مبالغ فيها ومتحيزة من جانب السوق لإعلان ترقية التدريج. ومن جانب اخر ولان العوائد غير العادية المتراكمة بعد الإعلان لم تستقر عند (-0.0202) وهو (CAR) في يوم الإعلان واستمرت سالبة باستمرار ومتصاعدة عن هذه القيمة خلال مدة ما بعد الحدث، فإن ذلك يدل على محتوى معلوماتي مؤثرا والدليل تحقيق عوائد غير عادية بغض النظر عن اشارتها والتي يفترض ان تكون صفرا اذا لم يكن هناك محتوى معلوماتي مؤثراً للإعلان عن التدريج ومن ثم يؤدي الى وجود مشكلة عدم تماثل معلوماتي وهذا يتناقض مع محتوى الفرضية الفرعية ثانياً (لا يوجد أثر لإعلان ترقية التدريج الائتماني لسندات الشركات في المحتوى المعلوماتي الذي يرسل الى الاسواق المالية، ومن ثم التأثير في عوائد اسهم الشركة). وكذلك تدل

على ان استجابة السوق متحيزة مبالغ فيها نتيجة العوائد غير العادية السالبة ، فضلاً عن استجابة بطيئة وليست تامة نتيجة تحقيق عوائد غير عادية سالبة بعد يوم الاعلان. ويوضح الشكل (3-21) سلوك كل من (AR وCAR) عند الإعلان عن ترقية الدرجة الائتمانية لشركة الفجيرة للتأمين.



الشكل(3-21) سلوك كل من (AR وCAR) عند الإعلان عن ترقية الدرجة الائتمانية لشركة الفجيرة للتأمين

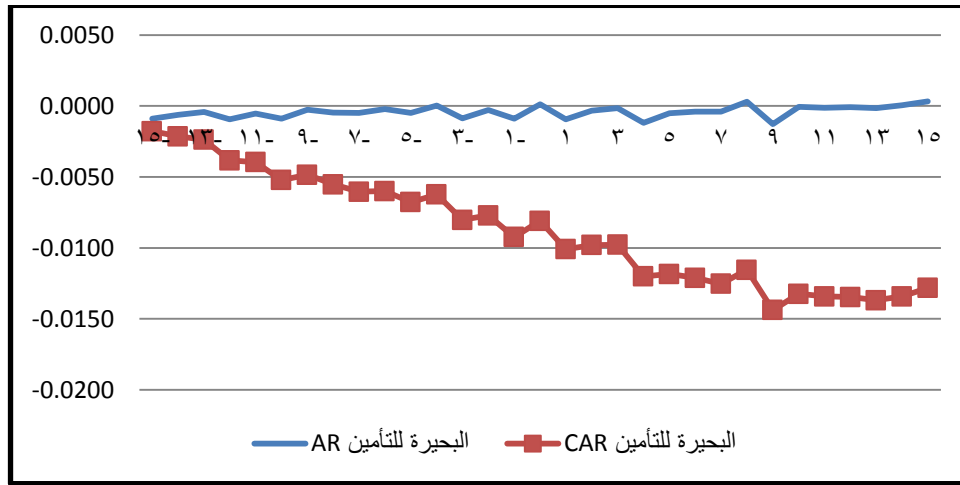
في العمودين (16 و17) اللذين يمثلان العوائد غير العادية (AR) والعوائد غير العادية المترجمة (CAR) لسهم (شركة البحيرة للتأمين)، تكشف النتائج في ان العوائد غير العادية (AR) سالبة طيلة المدة من نافذة الحدث قبل الإعلان على عكس ما كان متوقعا من ان الإعلانات عن ترقية التدرجات تمثل معلومة ايجابية المفترض ان تؤثر بصورة ايجابية في عائدات الاسهم، وبعد الإعلان كانت سالبة طيلة المدة ماعدا يومان وهما (14 و15) حيث كانت قيمهما موجبة، مما يشير الى استجابة متأخرة من السوق للإعلان، ويلاحظ ان العوائد غير العادية كانت متقاربة او مستقرة تقريبا في قيمها، اي انه لا يوجد تأثير كبير في عوائد الأسهم او تحقيق عوائد غير عادية كبيرة.

ويتبين من العوائد غير العادية (AR) والعوائد غير العادية المترجمة (CAR) لأسهم شركة البحيرة للتأمين بأن قيمها متقاربة جداً وقريبة جداً من الصفر ولا توجد فروقات هامه، ومن ثم فإن المعلومات لم تكن ذات اهمية تذكر نتيجة انخفاض عدم التماثل المعلوماتي، واستمرت العوائد غير العادية سالبة طوال المدة التي تلت يوم الإعلان ومتقاربة في قيمها وقريبة من الصفر، وهذا يدل على ان انعكاس المعلومات في عوائد الأسهم غير صحيح لأنه من المفترض ان يكون موجبا قبل الإعلان وفي اثنائه وصفرأ بعد الإعلان، وفي ذلك دلالة على عدم كفاءة السوق في الاستجابة للمحتوى المعلوماتي من الإعلان الاولي للتدرج الائتماني فيما يخص شركة البحيرة للتأمين.

كذلك يتضح من الجدول أن (CAR) سالبة طيلة نافذة الحدث البالغة (31) يوماً وهذا عائد الى العوائد غير العادية السالبة. وهذا يكشف عن أن السوق كانت تتوقع المعلومات من وكالات التدرج الائتماني. وفيما يتعلق بمحتوى المعلومات من تدرج السندات، يتضح من النتائج السابقة أن السوق يتوقع المعلومات وتم تضمينها في عوائد 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 الإعلان عن تدرج السندات.

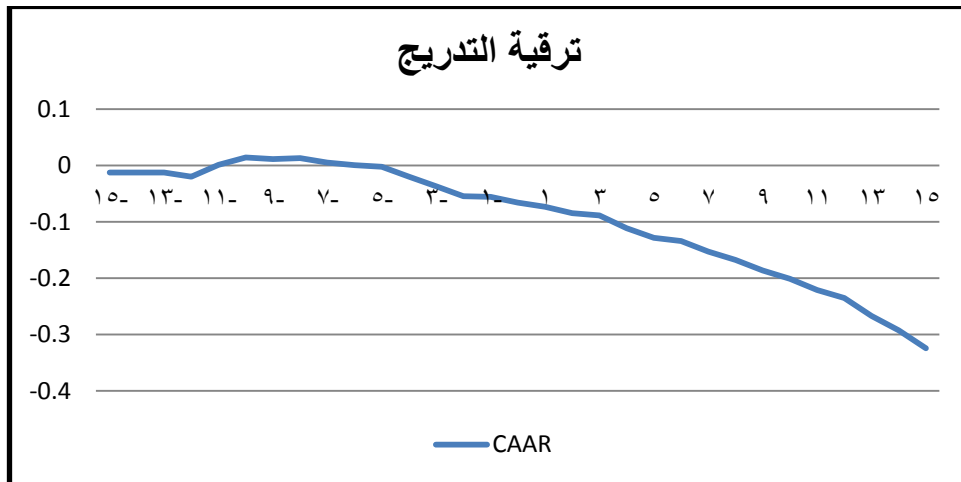
كما لوحظ ان قيم (CAR) بدأت سالبة في اليوم(15-) وباقل خسارة ومن ثم بدأت تتصاعد باستمرار لتصل الى (-0.083) قبل يوم من مدة الحدث، وبذلك فأنها تستمر تصاعديا من حيث الخسارة خلال المدة التي تسبق الإعلان، حيث يدل ذلك على استجابة صحيحة من جانب السوق لإعلان التدرج الائتماني بالاتجاه السالب، ومن جانب اخر ولان العوائد غير العادية المتراكمة بعد الإعلان لم تستقر عند (-0.0082) وهو (CAR) في يوم الإعلان واستمرت سالبة مع انخفاض مستمر عن هذه القيمة (ارتفاع قيمة الخسارة) خلال مدة ما بعد الحدث، حيث يؤدي هذا الى استجابة متحيزة مبالغ فيها سالبة من جانب السوق لإعلان التدرج الاولي، و ذلك يدل على محتوى معلوماتي مؤثرا والدليل تحقيق عوائد غير عادية بغض النظر عن اشارتها والتي يفترض ان تكون صفرا اذا لم يكن هناك محتوى معلوماتي مؤثرا للإعلان عن التدرج ومن ثم يؤدي الى وجود مشكلة عدم تماثل معلوماتي وهذا يتناقض مع محتوى الفرضية الفرعية اولا من ان (الإعلان عن ترقية الائتماني ليس له محتوى معلوماتي مؤثر يؤدي الى تحقيق عوائد غير عادية). وكذلك تدل على ان استجابة السوق متحيزة ومبالغ فيها نتيجة العوائد غير العادية السالبة وكذلك هناك استجابة بطيئة وليست تامة نتيجة تحقيق عوائد غير عادية سالبة بعد يوم الاعلان . ويوضح الشكل(3-22) سلوك كل من (CAR وAR) عند الإعلان عن ترقية الدرجة الائتمانية لشركة البحيرة للتأمين.



الشكل(3-22) سلوك كل من (CAR وAR) عند الإعلان عن ترقية الدرجة الائتمانية لشركة البحيرة للتأمين

ويظهر العمودان الثامن عشر والتاسع عشر معدل العوائد غير العادية والمتوسطات اليومية للعوائد غير العادية المتراكمة للإعلان عن ترقية الائتماني، لوحظ ان (AAR) (معدل العائد غير العادي) سالبة لغالبية الأيام قبل الإعلان، كما انها سلبية لغالبية الأيام التالية للإعلان. ومعدل العوائد غير العادية التراكمية (CAAR) سالبة بنسبة 95% خلال فترة الحدث. وعلاوة على ذلك تبدأ قيم معدل العائد غير العادي التراكمي (CAAR) تنخفض قبل يوم الحدث وتتحول الى سالبة وتستمر بعد يوم الحدث الى اليوم الاخير. كذلك فإن السوق لم يظهر أي مفاجآت

لإعلانات التدرج الائتماني الاولي لسندات الشركات عينة الدراسة 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، ومن ثم فإن الحدث نفسه. يؤكد ان هناك محتوى معلوماتي مؤثر لإعلانات ترقية التدرج للشركات عينة الدراسة. حيث تنص فرضية السوق الكفاء انه في حال عدم وجود محتوى معلوماتي مؤثر فإن العوائد غير العادية يجب ان تكون صفراً طوال نافذة الحدث، ومن ثم يظهر ذلك ضمناً وجود مشكلة عدم تماثل معلوماتي بين المستثمرين، وهذا يتعارض مع الفرضية الفرعية الثانية للدراسة. ومن جانب اخر لم تظهر المتوسطات اليومية للعوائد غير العادية المتراكمة (CAAR) سلوكاً يشير الى الاستجابة الكفوءة من عوائد اسهم الشركات عينة الدراسة لإعلان ترقية التدرج الائتماني. حيث ظهرت سالبة في الايام الاولى من نافذة الحدث قبل الإعلان لتتحول الى موجبة في منتصف نافذة الحدث قبل الإعلان ومن ثم تتحول الى سالبة قبل الإعلان وتستمر كذلك وبتصاعد الى نهاية نافذة الحدث مما يؤكد استجابة مبالغ فيها، عكس ما تنص عليه فرضية الكفاءة التي تؤكد على ضرورة ان تكون موجبة في اول يوم من ايام نافذة الحدث وتستمر صعوداً قبل يوم الإعلان لتصل الى اعلى قيمها في يوم الحدث، وتستقر عند قيمتها في يوم الإعلان طوال المدة المتبقية من نافذة الحدث، وكانت اعلى قيمة لمتوسطات العائد غير العادي المتراكم في اليوم العاشر للمدة قبل الإعلان، حيث بلغت (0.0141)، واقل متوسط يومي متراكم للعوائد غير العادية في اليوم الاول للمدة قبل الإعلان حيث بلغ (-0.0560). وكانت قيمة متوسط العائد غير العادي المتراكم سالباً في يوم الحدث وبلغ (-0.0657)، واستمر متوسط العوائد غير العادية المتراكمة سالباً ومتصاعداً للمدة بعد الإعلان ، لتستقر سالبة في اليوم الاخير من نافذة الحدث عند قيمة (-0.3264)، وكما هو واضح في الشكل (3-23). وهذا يؤكد الاستجابة البطيئة وغير الكاملة والمتحيزة والمبالغ فيها لعوائد اسهم الشركات لإعلان ترقية التدرج الائتماني، وذلك يؤكد ان سوق ابو ظبي للأوراق المالية هو سوق غير كفاء بالشكل النصف قوي في الاستجابة للإعلان عن ترقية التدرجات الائتمانية، وهو يتعارض مع الفرضية الرئيسية الثالثة التي تنص على ان (سوق ابو ظبي للأوراق المالية كفوءة بالشكل النصف قوي في الاستجابة للمحتوى المعلوماتي لإعلان التدرج الائتماني).



الشكل (3-23) سلوك (CAAR) عند الإعلان عن ترقية الدرجة الائتمانية للشركات عينة الدراسة

الجدول (7-3)

متوسط العائد غير العادي اليومي التراكمي للإعلان عن ترقية التدرج لانتماني حسب الصناعة

الصناعة	المصارف	التأمين	الطاقة والصناعة	العقارات
نافذة الحدث	CAAR	CAAR	CAAR	CAAR
-15	-0.0249	-0.0021	-0.0020	-0.0177
-14	-0.0216	-0.0029	-0.0107	-0.0084
-13	-0.0326	-0.0038	0.0060	-0.0071
-12	-0.0541	-0.0034	-0.0079	0.0232
-11	-0.0118	-0.0042	-0.0236	0.0986
-10	0.0209	-0.0063	-0.0384	0.1397
-9	-0.0013	-0.0066	-0.0366	0.1813
-8	0.0075	-0.0085	-0.0239	0.1479
-7	-0.0026	-0.0086	-0.0255	0.1169
-6	0.0057	-0.0102	-0.0200	0.0492
-5	0.0155	-0.0108	-0.0153	-0.0112
-4	0.0006	-0.0110	-0.0241	-0.0926
-3	0.0089	-0.0119	-0.0200	-0.2582
-2	0.0028	-0.0129	-0.0142	-0.3898
-1	0.0210	-0.0134	-0.0021	-0.4801
0	0.0115	-0.0142	0.0031	-0.5382
1	0.0098	-0.0168	0.0099	-0.6014
2	-0.0058	-0.0174	0.0254	-0.6769
3	-0.0067	-0.0196	0.0404	-0.7310
4	-0.0344	-0.0210	0.0332	-0.8144
5	-0.0504	-0.0234	0.0181	-0.8680
6	-0.0301	-0.0220	0.0016	-0.9432
7	-0.0198	-0.0223	-0.0292	-1.0604
8	-0.0161	-0.0229	-0.0400	-1.1680
9	-0.0101	-0.0248	-0.0514	-1.3080
10	-0.0097	-0.0245	-0.0477	-1.4367
11	-0.0113	-0.0253	-0.0455	-1.5911
12	0.0032	-0.0271	-0.0561	-1.7237
13	-0.0176	-0.0284	-0.0671	-1.8937
14	-0.0274	-0.0287	-0.0493	-2.1041
15	-0.0442	-0.0289	-0.0516	-2.3030

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

ويعرض الجدول (7-3) اعلاه مقارنة بين متوسطات العوائد غير العادية اليومية المترجمة للشركات عينة البحث وفقاً للصناعات المختلفة عند الإعلان عن ترقية التدرج الانتماني الاولي للسندات، حيث يلاحظ ان قيم (CAAR) للصناعة المصرفية حققت متوسطات عوائد غير عادية مترجمة سالبة في الايام الاولي من نافذة الحدث، ولكنها تتحول الى ايجابية كلما اقتربنا من يوم الإعلان مما يشير الى حركة شراء واسعة من المستثمرين نتيجة توقعاتهم بارتفاع العوائد، وبيعها بعد الإعلان، وكذلك تحقق استجابة كفاءة يوم الإعلان، الا انها شهدت انخفاضات كبيرة بعد ذلك نتيجة ارتفاع حركة البيع لتحقيق مكاسب. بينما يلاحظ على قطاع التأمين لديه استجابة

سلبية على طول نافذة الحدث، وكانت قيمها متقاربة وغير ذات اهمية، مما يشير الى عدم وجود تأثير كبير في عوائد الأسهم، بينما كانت استجابة قطاع الطاقة سلبية لغاية نافذة يوم الحدث حيث تحولت الى ايجابية وكفاءة واستمرت لغاية اليوم السادس بتساعد بمتوسط العوائد اليومية المتراكمة، الا انها بدأت بتغير استجابتها الى السالب لغاية نهاية نافذة الحدث، مما يشير الى ان الإعلان كان له تأثير مباشر في تحقيق عوائد غير عادية في يوم الحدث ولغاية اليوم السادس بعد الإعلان بينما كان قطاع العقارات متناقضاً بين السالب والموجب في بداية نافذة الحدث، حيث حققت عوائد ايجابية لغاية اليوم السادس قبل الحدث، مما يشير الى توقعات ايجابية، الا انها تحولت الى سالبه بتساعد قبل الإعلان وبعد الإعلان لغاية نهاية نافذة الحدث مما يشير الى استجابة سلبية مبالغ فيها على سهم قطاع العقارات، ولذلك فإن المستثمر الذي يرغب بالاستثمار في سوق ابو ظبي عند الإعلان عن ترقية السندات عليه شراء اسهم قطاع المصارف في الايام الاولى من نافذة الحدث وبيعها قبل الإعلان على ان يعود الى شراءها بعد الإعلان، وان يقوم بشراء اسهم الطاقة قبل الإعلان وبيعها بعد الإعلان، على ان يقوم بشراءها في نهاية نافذة الحدث حيث تنخفض الى اقل قيمها، وعلى العكس من ذلك عليه بيع اسهم كل من قطاعي التأمين والعقارات قبل الإعلان وشراءها بعد نهاية نافذة الحدث.

وتبين الاحصاءات الوصفية الظاهرة في الجدول(3-8) ان قيم (CAAR) تختلف اختلافاً كبيراً بين القطاعات الصناعية المختلفة عينة الدراسة، حيث ظهر متوسط عائد سلبي لجميع القطاعات وكان القطاع المصرفي اقلها انخفاضاً والعقارات اعلى انخفاضاً في عوائد الأسهم، مع ملاحظة ان قطاع العقارات لديه تتعرض الى مخاطر و تقلبات أعلى من القطاعات الأخرى (انحرافات في القيم عن وسطها الحسابي)، وكذلك الوسيط، ومن ثم يشير ذلك الى ان هناك فروقات معنوية بين الصناعات في الاستجابة للإعلان عن ترقية الدرجة الائتمانية، والذي يتفق مع مبدأ عدم التماثل المعلوماتي. وان هناك اثراً للإعلان عن ترقية التدرج الائتماني في عوائد الأسهم وان كان باتجاه سلبي لأغلبها، كذلك يلاحظ ان اختبارات (T.test) تختلف اختلافاً كبيراً عن الصفر، الذي يتعارض مع الفرضية الفرعية الثانية (لا يوجد اثر للإعلان عن ترقية التدرج الائتماني في عوائد الأسهم).

جدول(3-8)

الاحصاءات الوصفية لعائدات الأسهم عند الإعلان عن التدرج الاولي للسندات حسب الصناعات

الاحصاءات	المصارف	التأمين	الطاقة والصناعة	العقارات
Mean	-0.0105	-0.0156	-0.0182	-0.6539
Median	-0.0097	-0.0142	-0.0200	-0.5382
Std. deviation	0.0200	0.0087	0.0273	0.7380
Varians	0.0004	0.0001	0.0007	0.5446
Max	-0.0541	-0.0289	-0.0671	-2.3030
Min	0.0210	-0.0021	0.0404	0.1813
T.TEST	-2.9141	-9.9651	-3.7144	-4.9332

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

المبحث الثالث

اختبار المحتوى المعلوماتي لإعلانات خفض التدرج الائتماني في عائد

الاسهم

يعد المحتوى المعلوماتي لإعلانات خفض التدرج الائتماني لسندات الشركات بشكل عام معلومة او اشارة سلبية، ينبغي ان تستجيب لها عوائد الأسهم بشكل سلبي من خلال ظهور عوائد غير عادية سالبة قبل وأثناء تاريخ الإعلان وتصبح صفراً بعد يوم الإعلان، استناداً الى فرضية السوق المالية الكفاءة بشكلها النصف قوي. لكن عندما تكون العوائد غير العادية (AR) موجبة او متقلبة (سلبية وموجبة) قبل يوم الإعلان، فذلك يشير الى وجود استجابة متحيزة (غير موضوعية) للمحتوى المعلوماتي للإعلان وان السوق غير كفوءة في الاستجابة للمعلومة، بينما اذا كان هناك عوائد غير عادية وبغض النظر عن اشارتها (موجبة او سالبة او متقلبة) بعد يوم الإعلان (اليوم 0)، فذلك يشير الى بطء الاستجابة او استجابة غير كاملة للمعلومات من قبل السوق، اي ان عوائد السوق لم تستجب بشكل كامل وسريع، وهذا دلالة على عدم كفاءة السوق بالشكل نصف القوي.

في هذا الجزء يتم اختبار تأثير المحتوى المعلوماتي للإعلان عن خفض الدرجة الائتمانية للشركات عينة الدراسة، والتي كانت (8) شركات من عينة الدراسة البالغة (15) شركة وكان عدد اعلانات خفض التدرج الصادرة عن وكالات التدرج (16) اعلان من مجموع الإعلانات البالغة (158) اعلان، و كما موضحة في الجدول (3-9).

جدول (3-9)

الشركات التي تم الإعلان عن خفض التدرج الائتماني لسنداتها وعدد الإعلانات لكل شركة خلال مدة الدراسة

ت	الشركة	عدد الإعلانات
1	مصرف أبو ظبي التجاري	2
2	شركة دانا غاز	3
3	المصرف العربي المتحد	1
4	شركة الدار العقارية	4
5	شركة مجموعة الاتصالات	1
6	المصرف التجاري الدولي	2
7	شركة أبو ظبي للتأمين	2
8	شركة البحيرة للتأمين	1
	المجموع	16

المصدر: من اعداد الباحث اعتماداً على تقارير وكالة (Moody's)

تم حساب العوائد الفعلية (R_i) والعوائد المتوقعة (ER_i) باستخدام نموذج تسعير الموجودات الرأسمالية (CAPM)، والعوائد غير العادية اليومية (AR) للسهم من خلال الفرق بين العوائد الفعلية والعوائد المتوقعة وتكون لدينا الجدول (3-10)، الذي يتضمن العوائد غير العادية والعوائد

غير العادية المتراكمة ومتوسط العوائد غير العادية اليومية المتراكمة لإعلانات التدرج الائتماني الأولي للشركات المشار إليها في الجدول (3-9) ولمدة (15) يوماً قبل الإعلان عن الحدث (خفض التدرج الائتماني) ويوم الإعلان (اليوم 0) و(15) يوم بعد الحدث .

جدول (3-10)

(AR,CAR,CAAR) لإعلانات خفض التدرج الائتماني للشركات عينة الدراسة

الدار العقارية		المصرف العربي المتحد				دانا كاز		مصرف ابو ظبي التجاري		الشركة
(9)CAR	(8)AR	(7)CAR	(6)AR	(5)CAR	(4)AR	(3)CAR	(2)AR	(1)CAR	نافذة الحدث	
-0.0155	-0.0155	0.0028	0.0028	-0.0222	-0.0222	-0.0209	-0.0209	-0.0209	-15	
-0.0404	-0.0249	0.0050	0.0023	-0.0260	-0.0038	-0.0590	-0.0381	-0.0381	-14	
-0.0698	-0.0294	0.0055	0.0005	-0.0417	-0.0157	-0.0187	0.0403	0.0403	-13	
-0.0831	-0.0133	0.0086	0.0031	-0.0230	0.0187	0.0252	0.0439	0.0439	-12	
-0.0966	-0.0135	0.0097	0.0011	-0.0103	0.0126	0.0670	0.0418	0.0418	-11	
-0.1320	-0.0354	0.0134	0.0038	-0.0168	-0.0065	0.0910	0.0240	0.0240	-10	
-0.1479	-0.0160	0.0132	-0.0002	0.0160	0.0328	0.0829	-0.0081	-0.0081	-9	
-0.1487	-0.0008	0.0143	0.0011	-0.0236	-0.0396	0.0671	-0.0159	-0.0159	-8	
-0.1637	-0.0150	0.0141	-0.0002	-0.0568	-0.0332	0.0133	-0.0537	-0.0537	-7	
-0.1835	-0.0198	0.0125	-0.0016	-0.0283	0.0285	0.0189	0.0055	0.0055	-6	
-0.1932	-0.0096	0.0157	0.0032	0.0024	0.0308	0.0690	0.0501	0.0501	-5	
-0.2128	-0.0197	0.0155	-0.0002	0.0145	0.0120	0.0466	-0.0224	-0.0224	-4	
-0.2469	-0.0341	0.0194	0.0039	0.0484	0.0339	0.0006	-0.0460	-0.0460	-3	
-0.2699	-0.0230	0.0173	-0.0021	0.0624	0.0141	0.0341	0.0335	0.0335	-2	
-0.2980	-0.0281	0.0186	0.0013	0.0583	-0.0042	0.0227	-0.0115	-0.0115	-1	
-0.3545	-0.0565	-0.0122	-0.0308	0.0327	-0.0256	0.0280	0.0054	0.0054	0	
-0.3594	-0.0049	-0.0425	-0.0303	0.0035	-0.0292	0.0412	0.0132	0.0132	1	
-0.3720	-0.0125	-0.0365	0.0060	-0.0070	-0.0104	0.0081	-0.0331	-0.0331	2	
-0.3678	0.0042	-0.0391	-0.0026	-0.0262	-0.0192	0.0094	0.0012	0.0012	3	
-0.3541	0.0137	-0.0430	-0.0039	0.0229	0.0491	-0.0027	-0.0120	-0.0120	4	
-0.3394	0.0147	-0.0432	-0.0002	0.0464	0.0234	-0.0054	-0.0028	-0.0028	5	
-0.3283	0.0111	-0.0472	-0.0040	0.0514	0.0050	-0.0071	-0.0016	-0.0016	6	
-0.3404	-0.0121	-0.0469	0.0003	0.0478	-0.0036	0.0078	0.0149	0.0149	7	
-0.3510	-0.0106	-0.0471	-0.0002	0.0770	0.0293	0.0114	0.0036	0.0036	8	
-0.3524	-0.0014	-0.0454	0.0017	0.0784	0.0014	0.0149	0.0034	0.0034	9	
-0.3566	-0.0042	-0.0464	-0.0009	0.0665	-0.0118	0.0041	-0.0108	-0.0108	10	
-0.3599	-0.0033	-0.0460	0.0004	0.0476	-0.0189	-0.0167	-0.0208	-0.0208	11	
-0.3844	-0.0244	-0.0434	0.0026	0.0274	-0.0202	-0.0129	0.0038	0.0038	12	
-0.3889	-0.0045	-0.0474	-0.0040	0.0008	-0.0265	-0.0299	-0.0170	-0.0170	13	
-0.4113	-0.0224	-0.0454	0.0020	0.0016	0.0008	-0.0097	0.0201	0.0201	14	
-0.4222	-0.0109	-0.0463	-0.0009	0.0077	0.0060	-0.0201	-0.0104	-0.0104	15	

الفصل الثالث..... الاطار العملي لتغير اسعار الدرهم

اسم الشركة نافذة الحدث		مجموعة الاتصالات		المصرف التجاري		ابو ظبي للتأمين		البحيرة للتأمين		
(10)AR	(11)CAR	(12)AR	(13)CAR	(14)AR	(15)CAR	(16)AR	(17)CAR	(18)AAR	(19)CAAR	
0.0090	0.0090	0.0090	-0.0477	0.0100	0.0100	-0.0001	-0.0001	-0.0106	-0.0106	-15
-0.0057	0.0033	0.0326	-0.0151	0.0097	-0.0003	-0.0001	-0.0002	-0.0153	-0.0048	-14
-0.0085	-0.0052	0.0666	0.0514	0.0007	-0.0090	0.0001	-0.0001	-0.0097	0.0056	-13
0.0199	0.0147	0.0076	0.0590	0.0045	0.0038	-0.0001	-0.0002	0.0007	0.0104	-12
0.0335	0.0482	0.0797	0.1388	0.0201	0.0157	-0.0002	-0.0004	0.0220	0.0213	-11
0.0172	0.0653	0.0570	0.1958	0.0190	-0.0011	-0.0002	-0.0006	0.0294	0.0073	-10
-0.0118	0.0535	0.0687	0.2645	0.0150	-0.0040	-0.0004	-0.0010	0.0370	0.0076	-9
0.0089	0.0625	0.0511	0.3156	0.0152	0.0002	-0.0004	-0.0014	0.0376	0.0006	-8
0.0136	0.0761	-0.0535	0.2621	0.0132	-0.0020	0.0005	-0.0009	0.0197	-0.0179	-7
-0.0091	0.0670	-0.0118	0.2503	0.0148	0.0016	-0.0005	-0.0013	0.0188	-0.0009	-6
-0.0062	0.0608	0.0425	0.2929	0.0145	-0.0003	-0.0006	-0.0019	0.0325	0.0137	-5
0.0041	0.0649	0.0226	0.3155	0.0146	0.0001	-0.0005	-0.0024	0.0320	-0.0005	-4
-0.0018	0.0631	-0.0382	0.2772	-0.0323	-0.0469	-0.0009	-0.0033	0.0158	-0.0163	-3
0.0094	0.0725	0.0060	0.2833	-0.0324	-0.0002	-0.0995	-0.1028	0.0081	-0.0077	-2
-0.0060	0.0665	0.0234	0.3066	-0.0320	0.0004	0.0002	-0.1026	0.0050	-0.0031	-1
0	0.0628	-0.0227	0.2839	-0.0322	-0.0001	-0.0001	-0.1027	-0.0168	-0.0118	0
-0.0060	0.0568	0.0416	0.3256	-0.0315	0.0006	-0.0003	-0.1030	-0.0137	-0.0019	1
-0.0051	0.0517	0.0648	0.3903	-0.0324	-0.0009	-0.0007	-0.1037	-0.0127	0.0010	2
0.0024	0.0541	0.0062	0.3965	0.0370	0.0694	-0.0002	-0.1039	-0.0050	0.0077	3
0.0026	0.0567	0.0202	0.4167	-0.0010	0.0360	-0.0001	-0.1040	0.0036	0.0086	4
0.0125	0.0692	0.0525	0.4692	0.1289	0.0929	-0.0001	-0.1041	0.0277	0.0241	5
0.0133	0.0825	0.0596	0.5288	0.1317	0.0028	0.0004	-0.1037	0.0385	0.0108	6
-0.0007	0.0818	0.0684	0.5972	0.1321	0.0004	-0.0003	-0.1040	0.0469	0.0084	7
-0.0112	0.0706	-0.0615	0.5357	0.1254	-0.0066	0.0002	-0.1038	0.0398	-0.0071	8
-0.0154	0.0552	-0.0206	0.5150	0.1277	0.0022	0.0002	-0.1036	0.0362	-0.0036	9
0.0045	0.0597	-0.0221	0.4929	0.1274	-0.0003	0.0005	-0.1031	0.0306	-0.0057	10
0.0069	0.0666	-0.0514	0.4415	0.1279	0.0005	-0.0005	-0.1036	0.0197	-0.0109	11
0.0007	0.0672	0.0281	0.4696	0.1303	0.0024	-0.0003	-0.1039	0.0188	-0.0009	12
-0.0009	0.0663	0.0102	0.4798	0.1345	0.0043	-0.0003	-0.1042	0.0139	-0.0049	13
-0.0030	0.0633	0.0097	0.4894	0.1334	-0.0012	-0.0003	-0.1045	0.0146	0.0007	14
0.0033	0.0666	0.0018	0.4913	0.1332	-0.0001	-0.0006	-0.1051	0.0131	-0.0015	15

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

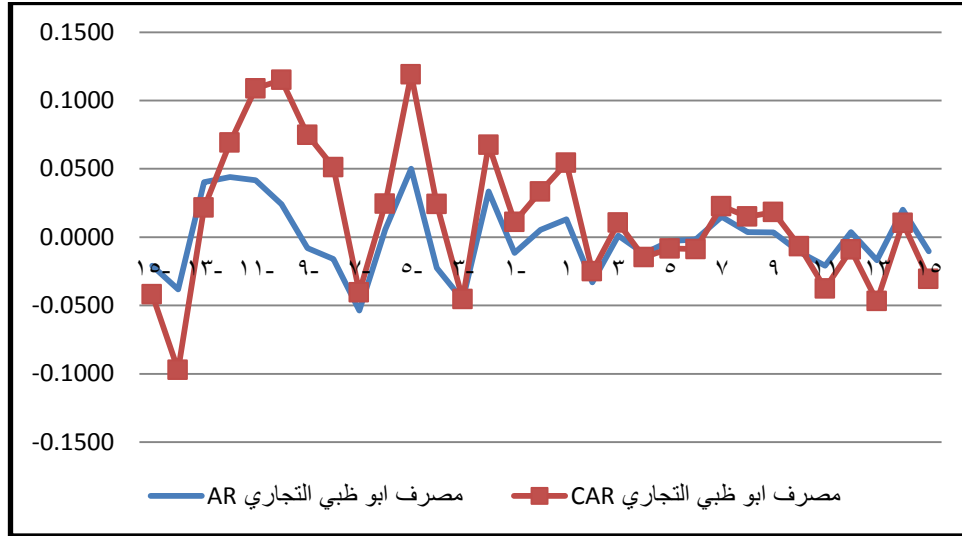
وفي العمودين (2و3)، اللذين يمثلان العوائد غير العادية (AR) والعوائد غير العادية المتراكمة (CAR) لسهم (مصرف ابو ظبي التجاري)، تبين ان (AR) يعطي عوائد سالبة لمدة (8) ايام وموجبة لمدة (7) ايام قبل الإعلان عن خفض تدريج السندات، في حين أنها سالبة لمدة (8) ايام وموجبة لمدة (7) ايام بعد الإعلان عن خفض تدريج السندات. خلال فترة الحدث كانت (AR) سالبة لمدة (16) يوماً وموجبة لمدة (15) يوماً، مع ملاحظة وجود استجابة كفوءة يوم

الإعلان بعد ان كانت سالبة في اليوم (1-). التناقض في حركة (AR) سلباً وإيجاباً بعد الإعلان يكشف عن أن تحركات عوائد الأسهم متغيرة الاتجاه نتيجة عدم التماثل المعلوماتي بين المستثمرين.

وتبين من جدول العوائد غير العادية (AR) لأسهم مصرف ابو ظبي التجاري، بأن اعلى عائد غير عادي تحقق في اليوم الثاني عشر(12-) للمدة التي تسبق يوم الإعلان حيث بلغ(0.0501)، بينما اقل عائد غير عادي كان في اليوم السابع (7-) للمدة التي تسبق يوم الإعلان حيث بلغ(0.0537 -) والذي يمثل اعلى خسارة تعرض لها السهم ، اما في يوم الإعلان فقد كان العائد غير العادي موجباً حيث بلغ (0.0054) وهو يمثل استجابة كفاءة، الا انه من المفترض ان يكون العائد في هذا اليوم اعلى ما يمكن نتيجة انخفاض عدم التماثل المعلوماتي، واستمرت العوائد غير العادية متقلبة ترتفع مرة وتنخفض مرة اخرى وقيم سالبة وأخرى موجبة طوال المدة التي تلت يوم الإعلان، حتى استقرت سالبة في المشاهدة الاخيرة لنافذة الحدث عند (-0.0104)، وهذا يعني ان الانعكاس غير صحيح لأنه من المفترض ان يكون موجبا قبل الإعلان وفي اثنا عشر وصفاً بعد الإعلان، وفي ذلك دلالة على عدم كفاءة السوق في الاستجابة للمحتوى المعلوماتي من الإعلان عن خفض التدرج الائتماني فيما يخص مصرف ابو ظبي التجاري.

كذلك يتضح من الجدول أن (CAR) كانت موجبة خلال المدة قبل الإعلان ، فيما عدا الايام الخامس عشر والرابع عشر والثالث عشر ، وهذا يكشف عن أن السوق كان يتوقع معلومات سلبية، الا انها تحولت الى ايجابية بعد ذلك لغاية نافذة الحدث وكانت عوائدها المتراكمة ترتفع تارةً وتنخفض تارةً اخرى، مع استمرار الكفاءة خلال يوم الحدث ولغاية يومان بعد الحدث ، وهذا يتناقض مع التوقعات السلبية التي ترافق خفض التدرج ، مع ملاحظة بعد الإعلان كانت هناك (8) سالبة و (7) ايام موجبة ، والتي تشير الى ان المعلومات تم تضمينها في عوائد الأسهم قبل مدة الحدث ، وان استمرار عوائد الأسهم المتقلبة بعد فترة الحدث يدل على استجابة متحيزة للمعلومات الجديدة. كما لوحظ ان قيم (CAR) بدأت سالبة في اليوم (15-) وكذلك في الرابع عشر (14-) وايضاً اليوم الثالث عشر(13-)، ثم تحولت الى موجبة في اليوم الثاني عشر واستمرت موجبة تزداد تارةً وتنخفض تارةً اخرى حتى وصلت قيمة (0.0280) في يوم الحدث وهذا دليل على استجابة متحيزة من السوق، ومن جانب اخر ولطالما ان العوائد غير العادية المتراكمة (CAR) لم تستقر عند قيمتها يوم الحدث والبالغة (0.0280)، وكانت تزداد تارةً وتنخفض تارةً اخرى مع قيم سالبة واخرى موجبة ، فأن ذلك 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 ومن ثم يؤدي الى وجود مشكلة عدم تماثل معلوماتي وهذا يتناقض مع محتوى الفرضية الفرعية ثالثاً (لا يوجد أثر لإعلان خفض التدرج الائتماني لسندات الشركات في عوائد اسهمها). وكذلك تدل على ان استجابة السوق متحيزة نتيجة العوائد غير العادية المتراكمة المتقلبة قبل الاعلان ، بالإضافة الى ذلك تعد دلالة على ان هناك استجابة بطيئة وليست تامة نتيجة تحقيق عوائد غير عادية متقلبة خلال المدة بعد الإعلان وهذا دليل على عدم كفاءة سوق ابو ظبي للأوراق المالية، الذي يتعارض مع الفرضية الرئيسية الثالثة التي تشير الى ان سوق ابو ظبي للأوراق المالية كفاءة بالشكل نصف قوي في الاستجابة لإعلانات خفض التدرج

الاثتماني. ويوضح الشكل (3-24) سلوك كل من (AR وCAR) عند الإعلان عن خفض الدرجة الاثتمانية لشركة مصرف ابو ظبي التجاري .



الشكل (3-24) سلوك كل من (AR وCAR) عند الإعلان عن خفض الدرجة الاثتمانية لشركة مصرف ابو ظبي التجاري

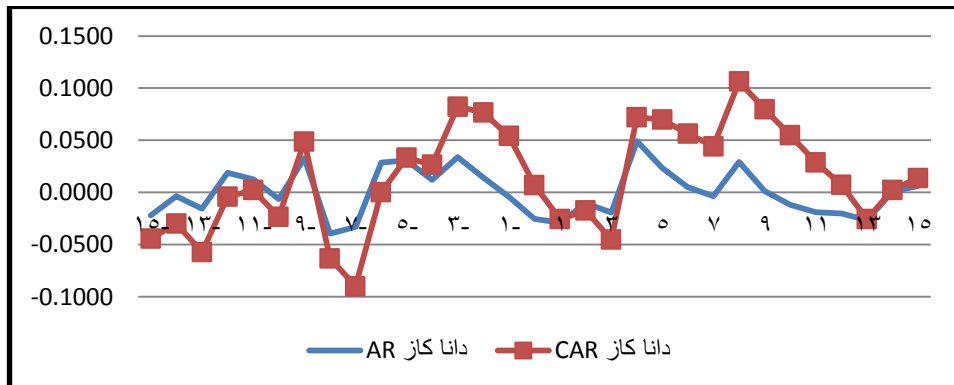
في العمودين (4 و5)، اللذين يمثلان العوائد غير العادية (AR) والعوائد غير العادية المتراكمة (CAR) لسهم (دانا كاز)، حيث تبين ان (AR) يعطي عوائد سالبة لمدة (7) ايام وإيجابيه لمدة (8) يوماً قبل الإعلان عن خفض تدرج السندات، في حين أنها سالبة لمدة (8) ايام وموجبة لمدة (7) ايام بعد الإعلان عن خفض تدرج السندات. خلال فترة الحدث كانت (AR) سالبة لمدة (16) يوماً وموجبة لمدة (15) يوماً. التناقض في حركة (AR) سلباً وإيجاباً بعد الإعلان يكشف عن أن تحركات عوائد الأسهم متغيرة الاتجاه نتيجة عدم التماثل المعلوماتي بين المستثمرين.

وتبين من العوائد غير العادية (AR) لشركة (دانا كاز) بأن اكبر عائد غير عادي تحقق في اليوم الثالث (-3) للمدة التي تسبق يوم الإعلان حيث بلغ (0.0303)، اما اقل عائد غير عادي كان في اليوم الثامن (-8) للمدة التي تسبق يوم الإعلان حيث بلغ (-0.0396)، بينما في يوم الإعلان كان العائد غير العادي سالباً وبلغ (-0.0256) ومن المفترض ان يكون العائد في هذا اليوم اعلى ما يمكن، نتيجة انخفاض عدم التماثل المعلوماتي، واستمرت العوائد غير العادية تارةً سالبة وتارةً موجبة، ترتفع مرة وتخفض اخرى طوال المدة التي تلت يوم الإعلان، حتى استقرت موجبة في المشاهدة الاخيرة لنافذة الحدث عند (0.0060)، وهذا يدل على ان الانعكاس غير صحيح لأنه من المفترض ان يكون موجباً قبل الإعلان وفي اثنائه وصفرأ بعد الإعلان، وفي ذلك دلالة على عدم كفاءة السوق في الاستجابة للمحتوى المعلوماتي من الإعلان عن خفض التدرج الاثتماني فيما يخص شركة دانا كاز.

كذلك يتضح من الجدول أن (CAR) كانت موجبة لمدة (9) وسالبة لمدة (6) قبل الإعلان، مع ملاحظة ان هناك استجابة سلبية منذ اليوم الخامس عشر (-15) ولغاية اليوم السادس (-6)، وهو ما يتوافق مع التوقعات السلبية لخفض الدرجة الاثتمانية، الا انه يلاحظ ان هناك تغيرات ايجابية

في العوائد غير العادية المتراكمة ويمكن ان يفسر ذلك انه كان هناك حركة بيع للسهم اتساقاً مع التوقعات السلبية لخفض الدرجة على ان يعاد شرائها بعد الإعلان عن خفض الدرجة، والذي يكشف عن أن السوق كان يتوقع معلومات ايجابية معاكسة لاتجاه خفض الدرجة الائتمانية قبل الإعلان عن الحدث، وان المعلومات تم تضمينها في عوائد الأسهم قبل مدة الحدث، ومن جانب اخر يلاحظ بعد الإعلان ان العوائد المتراكمة كانت ايجابية فيما عدا يومان وهما اليوم الثاني واليوم الثالث بعد الإعلان، لتعود العوائد بعد ذلك موجبة ولغاية نهاية نافذة الحدث، مما يشير الى حركة شراء واسعة بعد الإعلان عن خفض الدرجة.

وتبين ايضاً من الجدول ان قيم (CAR) بدأت سالبة في اليوم (-15) واستمرت كذلك لغاية اليوم (-6)، حيث تحولت الى موجبة وبارتفاع متصاعد حتى وصلت الى قيمة (0.0583) في اليوم الاول قبل الإعلان، مما يدل على استجابة متحيزة خلافاً للتوقعات لإعلان خفض الدرجة الائتمانية في يوم الحدث، ومن جانب اخر ولأن العوائد غير العادية المتراكمة بعد الإعلان لم تستقر عند (0.0327) وهو (CAR) يوم الحدث، واستجابة لشروط الكفاءة المفروض ان تستقر خلال مدة ما بعد الحدث وتكون صفراً إلا انه يلاحظ انها كانت موجبة خلال اليوم الاول بعد الإعلان ثم تحولت الى سالبة في اليومين الثاني والثالث لتعود موجبة ترتفع تارة وتنخفض تارة الى نهاية نافذة الحدث لتستقر موجبة عند (0.0077) لليوم الاخير من نافذة الحدث، وهذا يدل على استجابة متحيزة من جانب السوق لإعلان خفض التدرج وهو يعاكس التوقعات التي تشير الى ان استجابة سلبية لخفض الدرجة الائتمانية، ومن ثم فإن ذلك يدل على محتوى معلوماتي مؤثرا والدليل تحقيق عوائد غير عادية بغض النظر عن اشارتها والتي يفترض ان تكون صفرا اذا لم يكن هناك محتوى معلوماتي مؤثراً للإعلان عن التدرج ومن ثم يؤدي الى وجود مشكلة عدم تماثل معلوماتي وهذا يتناقض مع محتوى الفرضية الفرعية ثالثاً (لا يوجد أثر لإعلان خفض التدرج الائتماني لسندات الشركات في عوائد اسهمها). وكذلك تدل على ان استجابة السوق مبالغ فيها نتيجة العوائد غير العادية المتراكمة الموجبة المستمرة، كما ان هناك استجابة بطيئة وليست تامة نتيجة تحقيق عوائد غير عادية متقلبة خلال بعد الإعلان وهذا دليل على عدم كفاءة السوق. ويوضح الشكل (3-25) سلوك كل من (AR و CAR) عند الإعلان عن خفض الدرجة الائتمانية لشركة دانا كاز.



الشكل (3-25) سلوك كل من (AR و CAR) عند الإعلان عن خفض الدرجة الائتمانية لشركة دانا كاز وفي العمودين (6 و 7) اللذين يمثلان العوائد غير العادية (AR) والعوائد غير العادية المتراكمة (CAR) لاسهم (شركة المصرف العربي المتحد). حيث تبين ان (AR) يعطي عوائد سالبة لمدة (5) ايام وإيجابية لمدة (10) يوماً قبل الإعلان عن خفض تدرج السندات، في حين أنها

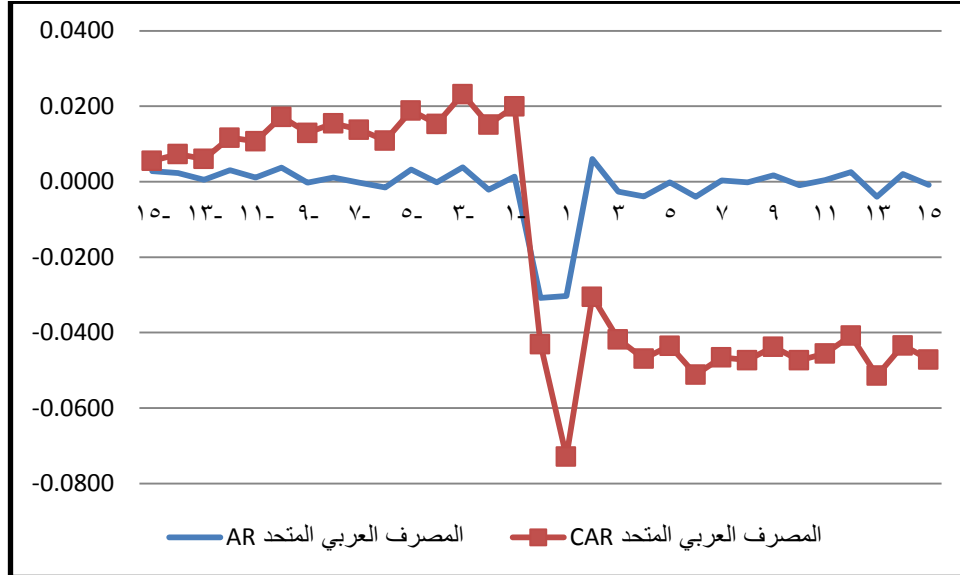
سالبة لمدة (9) ايام وموجبة لمدة(6) ايام بعد الإعلان عن خفض تدريج السندات. خلال فترة الحدث كانت (AR) سالبة لمدة (15) ايام وموجبة لمدة (16) يوماً. التناقض في حركة (AR) سلباً وإيجاباً بعد الإعلان يكشف عن أن تحركات عوائد الأسهم متغيرة الاتجاه نتيجة عدم التماثل المعلوماتي بين المستثمرين، وهذا يتناقض مع التوقعات التي تثار حول اعلانات خفض التدرج الائتماني السالبة غالباً.

وتبين من العوائد غير العادية (AR) لشركة المصرف العربي المتحد، بأن اكبر عائد غير عادي تحقق في اليوم العاشر قبل الإعلان (3-) للمدة التي تسبق يوم الإعلان حيث بلغ (0.0039) اما اقل عائد غير عادي كان في اليوم الخامس (5-) للمدة التي تسبق يوم الإعلان حيث بلغ (0.0016-)، اما في يوم الإعلان فقد كان العائد غير العادي سالباً بقيمة (0.0308-)، والمفروض ان يكون العائد في يوم الحدث اعلى ما يكون، نتيجة انخفاض عدم التماثل المعلوماتي، واستمرت العوائد غير العادية سالبة وموجبة ترتفع تارةً وتنخفض تارة اخرى، حتى استقرت سالبة في المشاهدة الاخيرة لنافذة الحدث عند (0.0009-)، وهذا يدل على ان الانعكاس غير صحيح لأنه من المفترض ان يكون موجباً قبل الإعلان وفي اثنائه وصفرأ بعد الإعلان، وفي ذلك دلالة على عدم كفاءة السوق في الاستجابة للمحتوى المعلوماتي من الإعلان عن ترقية التدرج الائتماني فيما يخص المصرف العربي المتحد.

كذلك يتضح من الجدول أن (CAR) كانت موجبة لكافة الايام قبل الإعلان وترتفع باستمرار مما يشير الى استجابة كفاءة وصحيحة من السوق وفقاً لشروط الكفاءة، و من ثم استمر تحقيق عوائد غير عادية متراكمة ايجابية الى اليوم الاول لنافذة الحدث قبل الإعلان، وفي يوم الإعلان تحولت الى سالبة مما يشير الى استجابة السوق الى اعلان خفض الدرجة الائتمانية، واستمرت العوائد بعد الإعلان سالبة ترتفع تارة وتنخفض تارة اخرى الى نهاية نافذة الحدث استجابة من السوق الى اعلان خفض الدرجة الائتمانية.

وتبين من الجدول ان قيم (CAR) بدأت موجبة واستمرت بتصاعد لغاية اليوم الاول قبل نافذة الحدث، ثم تحولت الى سالبة يوم الحدث استجابة الى اعلان خفض الدرجة الائتمانية، ويمكن ان يفسر ذلك الى ان التوقعات بخفض الدرجة قبل الإعلان لم تكن مؤثرة ولكن الإعلان عن خفض الدرجة اثر بشكل كبير ومن ثم الى حركة بيع واسعة ادت الى انخفاض في عوائد اسهم الشركة واستمر ذلك الى نهاية نافذة الحدث، ولطالما بدأت قيم (CAR) موجبة وتصاعدياً خلال فترة قبل الإعلان فأن ذلك دليل على استجابة كفاءة من السوق وتحقق الشرط الاول لها، ومن جانب اخر ولان العوائد غير العادية المتراكمة بعد الإعلان لم تستقر عند (0.0122-) وهو (CAR) يوم الحدث، والمفروض ان تستقر خلال مدة ما بعد الحدث وتكون صفرأ، حيث يلاحظ انها كانت ترتفع تارة وتنخفض تارة اخرى بعد الإعلان الى اليوم الاخير من نافذة الحدث، وهذا يدل على استجابة متحيزة من جانب السوق لإعلان خفض التدرج، والذي 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 ومن ثم يؤدي الى وجود مشكلة عدم تماثل معلوماتي وهذا يتناقض مع محتوى الفرضية الفرعية اولاً (لا يوجد أثر لإعلان خفض التدرج الائتماني لسندات الشركات في عوائد اسهمها). وكذلك تدل على ان استجابة السوق

متحيزة نتيجة العوائد غير العادية المتركمة السالبة تارة والموجبة تارة اخرى والتي ترتفع تارة وتنخفض تارة اخرى قبل الاعلان ، فضلاً عن استجابة بطيئة وليست تامة نتيجة تحقيق عوائد غير عادية متقلبة بعد الإعلان وهذا دليل على عدم كفاءة السوق. ويوضح الشكل (3-26) سلوك كل من (AR وCAR) عند الإعلان عن خفض الدرجة الائتمانية لشركة المصرف العربي المتحد.



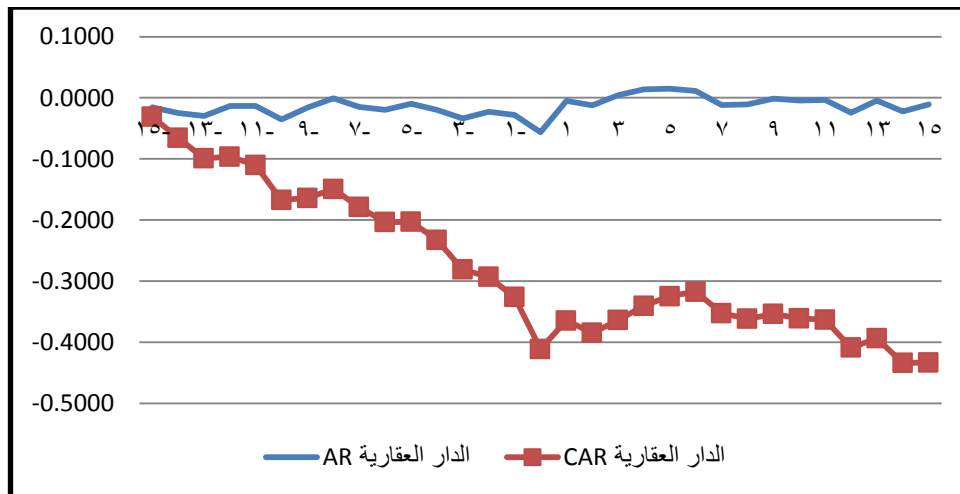
الشكل (3-26) سلوك كل من (AR وCAR) عند الإعلان عن ترقية الدرجة الائتمانية لشركة المصرف العربي المتحد

في العمودين (8 و9) اللذين يمثلان العوائد غير العادية (AR) والعوائد غير العادية المتركمة (CAR) لسهم (شركة الدار العقارية)، تبين ان العوائد غير العادية (AR) سالبة طيلة نافذة الحدث البالغة (31) يوماً. وهذا يؤشر الى ان السوق توقع المعلومات سلبية من وكالات التدرج تتوافق مع الاتجاه العام لخفض التدرجات، ومن ثم ادت الى تحقيق عوائد سالبة متقلبة ترتفع تارة وتنخفض تارة اخرى.

وتبين من العوائد غير العادية (AR) لأسهم شركة الدار العقارية بأن اكبر عائد غير عادي تحقق في اليوم الثامن (-8) وهو اقل خسارة يحققها السهم للمدة التي تسبق يوم الإعلان حيث بلغ (-0.0008)، اما اقل عائد غير عادي وهو (اعلى خسارة يحققها السهم)، كان في اليوم العاشر (-10) للمدة التي تسبق يوم الإعلان حيث بلغ (-0.0354) اما في يوم الإعلان فقد كان العائد غير العادي سالباً حيث بلغ (-0.0565) ومن المفترض ان يكون العائد في هذا اليوم اعلى ما يمكن، نتيجة انخفاض عدم التماثل المعلوماتي، وكذلك كانت العوائد غير العادية خلال اليوم الاول للمدة التي تلت يوم الإعلان ومن ثم تحولت الى موجبة لاربع ايام متتالية لتعود سالبة وتستمر كذلك ، حتى استقرت في المشاهدة الاخيرة لنافذة الحدث عن (-0.0109)، وهذا يدل على ان انعكاس المعلومات في عوائد الأسهم غير صحيح لأنه من المفترض ان يكون موجباً قبل الإعلان وفي اثناؤه وصفرأ بعد الإعلان، وفي ذلك دلالة على عدم كفاءة السوق في الاستجابة للمحتوى المعلوماتي من الإعلان عن خفض التدرج الائتماني فيما يخص شركة الدار العقارية.

وكذلك يتضح من الجدول أن (CAR) سالبة طيلة نافذة الحدث البالغة (31) يوماً ترتفع تصاعدياً مما يؤشر استجابة صحيحة وفقاً لكفاءة السوق فيما يخص المدة قبل الإعلان إلا أنها سلبية تجاه الإعلان، وهذا عائد إلى العوائد غير العادية السالبة. و أن السوق كانت تتوقع معلومات غير ايجابية من وكالات التدرج الائتماني. وتم تضمينها في عوائد 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 الإعلان عن خفض تدرج السندات.

كما لوحظ ان قيم (CAR) بدأت سالبة في اليوم (-15) واستمرت سالبة متصاعدة خلال المدة المتبقية السابقة ليوم الإعلان نتيجة تحقق عوائد غير عادية (AR) سالبة. وبذلك فإنها تحقق الشرط الاول للكفاءة، حيث تبدأ بقيمة موجبة (اقل خسارة) وتتصاعد لتصل اعلى قيمتها في يوم الإعلان، وهذا ما تحقق ولكن باستجابة سالبة حيث كان اول يوم للحدث اقل قيمة سالبة واقل خسارة ثم تصاعدت الخسارة لتصل الى (-0.3545) يوم الحدث، إلا ان انها لم تستقر بعد الحدث عند قيمتها في يوم الإعلان وإنما استمرت تتصاعد في قيمها السالبة لتصل الى اعلى خسارة في اخر يوم من ايام الحدث وبذلك تكون هناك استجابة مبالغ فيها ومتحيزة من جانب السوق لإعلان خفض التدرج. ومن جانب اخر ولان العوائد غير العادية المتراكمة بعد الإعلان لم تستقر عند (-0.3545) وهو (CAR) في يوم الإعلان واستمرت سالبة باستمرار ومتصاعدة عن هذه القيمة خلال مدة ما بعد الحدث، فإن ذلك يدل على محتوى معلوماتي مؤثرا والدليل تحقيق عوائد غير عادية بغض النظر عن اشارتها والتي يفترض ان تكون صفرا اذا لم يكن هناك محتوى معلوماتي مؤثراً للإعلان عن التدرج ومن ثم يؤدي الى وجود مشكلة عدم تماثل معلوماتي وهذا يتناقض مع محتوى الفرضية الفرعية ثالثاً (لا يوجد أثر لإعلان خفض التدرج الائتماني لسندات الشركات في عوائد اسهمها). وكذلك تدل على ان استجابة السوق متحيزة مبالغ فيها نتيجة العوائد غير العادية السالبة قبل الاعلان ، كما ان هناك استجابة بطيئة وليست تامة نتيجة تحقيق عوائد غير عادية سالبة بعد الاعلان . الذي يؤكد ان سوق ابو ظبي ليست كفوءة بالشكل نصف القوي. ويوضح الشكل (3-27) سلوك كل من (AR و CAR) عند الإعلان عن خفض الدرجة الائتمانية لشركة الدار العقارية.



الشكل (3-27) سلوك كل من (AR و CAR) عند الإعلان عن خفض الدرجة الائتمانية لشركة الدار العقارية

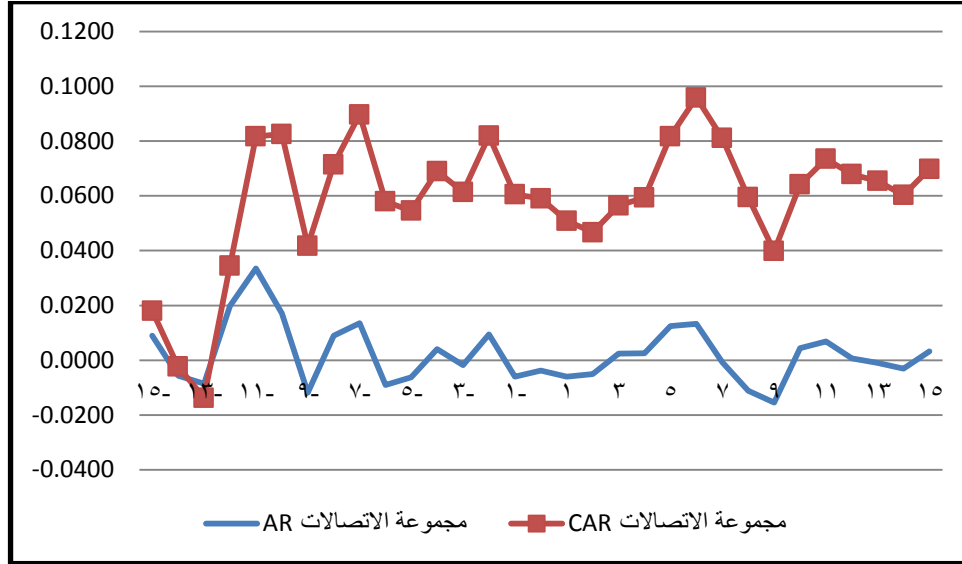
وفي العمودين (10 و11)، اللذين يمثلان العوائد غير العادية (AR) والعوائد غير العادية المتراكمة (CAR) لسهم (شركة مجموعة الامارات للاتصالات)، تبين ان العوائد غير العادية (AR) كانت موجبة لمدة (8) ايام قبل الإعلان وسالبة لمدة (7) ايام، بينما كانت موجبة لمدة (7) ايام وسالبة لمدة (8) ايام لمدة بعد الإعلان، وبذلك تكون (AR) موجبة لمدة (15) يوم وسالبة لمدة (16) وبذلك تكون متقلبة ترتفع تارةً سالبة وتارةً تنخفض طيلة نافذة الحدث، ادى ذلك الى ان العوائد غير العادية المتراكمة كانت موجبة طيلة نافذة الحدث ترتفع تارةً وتنخفض تارةً اخرى نتيجة العوائد غير العادية المتقلبة، فيما عدا يوم واحد وهو اليوم (-13) قبل الحدث.

وتبين من جدول العوائد غير العادية (AR) لأسهم شركة مجموعة الامارات للاتصالات، بأن اعلى عائد غير عادي تحقق في اليوم الحادي عشر (-11) للمدة التي تسبق يوم الإعلان حيث بلغ (0.0335) اما اقل عائد غير عادي كان في اليوم التاسع (-9) للمدة التي تسبق يوم الإعلان حيث بلغ (-0.0118)، اما في يوم الإعلان كان العائد غير العادي سالباً وبلغ (-0.0037)، ومن المفترض ان يكون العائد في هذا اليوم اعلى ما يمكن ، نتيجة انخفاض عدم التماثل المعلوماتي ، واستمرت العوائد غير العادية متقلبة مرتفعة مرةً ومنخفضة مرةً اخرى وقيم سالبة وأخرى موجبة طوال المدة التي تلت يوم الإعلان ، حتى استقرت موجبة في المشاهدة الاخيرة لنافذة الحدث عند (0.0033) ، وهذا يعني ان الانعكاس غير صحيح لأنه من المفترض ان يكون موجبا قبل الإعلان وفي اثنائه وصفرأ بعد الإعلان ، وفي ذلك دلالة على عدم كفاءة السوق في الاستجابة للمحتوى المعلوماتي من الإعلان عن خفض التدرج الائتماني فيما يخص شركة ابو ظبي للطاقة.

كذلك يتضح من الجدول أن (CAR) موجبة لكافة الايام قبل الإعلان عن حدث اعلان ترقية تدرج السندات فيما عدا اليوم (-13)، وأيضا كانت موجبة لجميع الأيام بعد الإعلان عن خفض تدرج السندات. ترتفع تارةً وتنخفض تارةً اخرى، وهذا يكشف عن أن المعلومات التي ترد الى السوق من وكالات التدرج الائتماني تم تضمينها في عوائد الأسهم قبل مدة الحدث، وان استمرار عوائد الأسهم الموجبة بعد فترة الحدث لا يدل على أي معلومات جديدة، مما كان متوقعا ولا ينقل اي اشارات إلى السوق من خلال الإعلان عن خفض تدرج السندات، وان استمرار عوائد الأسهم الموجبة بعد فترة الحدث يدل على بطء الاستجابة للمعلومات الجديدة، وهو ما يتناقض مع التوقعات من ان خفض الدرجة الائتمانية يؤثر سلباً في عوائد الأسهم ويؤدي الى تحقيق عوائد غير عادية متراكمة سالبة.

ولكن ولطالما كانت قيم (CAR) موجبة ترتفع تارةً وتنخفض تارةً، خلال المدة السابقة ليوم الإعلان نتيجة تحقيق عوائد غير عادية (AR) سالبة تارةً وموجبة تارةً اخرى ففي ذلك استجابة متحيزة من السوق لإعلان خفض التدرج، ومن جانب اخر وطالما لم تكن العوائد غير العادية المتراكمة بعد الإعلان مستقرة عند (0.0628) وهو (CAR) يوم الإعلان والتي من المفترض ان تبقى ثابتة ولا تضيف شيئاً بعد يوم الإعلان وتكون صفرأ إلا انه يلاحظ انها استمرت بالارتفاع تارةً وتنخفض تارةً اخرى لتصل الى (0.0666) لليوم الاخير من نافذة الحدث، وهذا يدل على بطء الاستجابة من جانب السوق لإعلان خفض التدرج. 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 و من ثم يؤدي الى

وجود مشكلة عدم تماثل معلوماتي وهذا يتناقض مع محتوى الفرضية الفرعية ثالثاً (لا يوجد أثر لإعلان خفض التدرج الائتماني لسندات الشركات في عوائد اسهمها). وهذا دليل على عدم كفاءة السوق في الاستجابة لمعلومات الإعلان عن خفض الدرجة الائتمانية. ويوضح الشكل (3-28) سلوك كل من (AR وCAR) عند الإعلان عن خفض الدرجة الائتمانية لشركة مجموعة الامارات للاتصالات.



الشكل (3-28) سلوك كل من (AR وCAR) عند الإعلان عن خفض الدرجة الائتمانية لشركة مجموعة الامارات للاتصالات

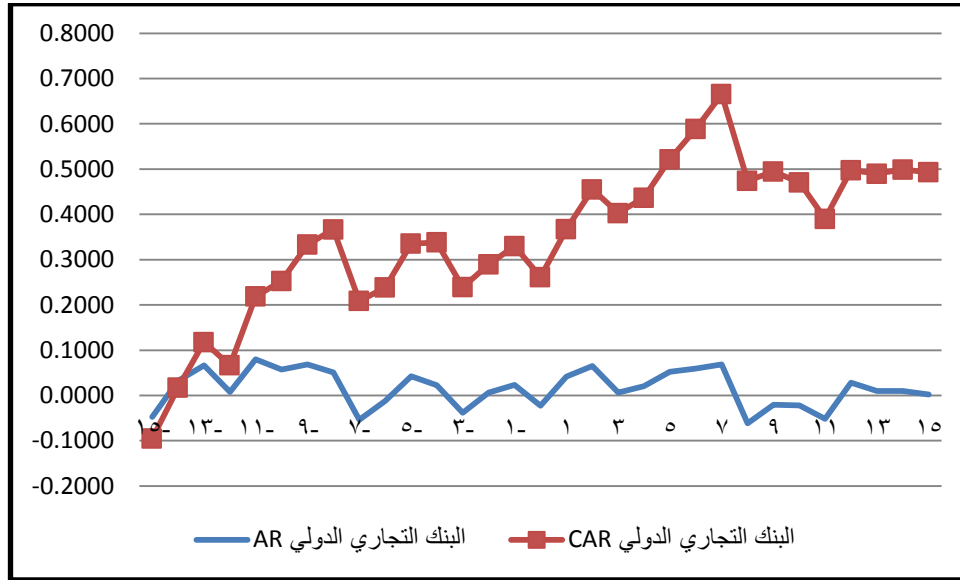
في العمودين (12 و13)، اللذين يمثلان العوائد غير العادية (AR) والعوائد غير العادية المتراكمة (CAR) لسهم (المصرف التجاري الدولي)، تبين ان (AR) يعطي عوائد سالبة لمدة (4) ايام وإيجابيه لمدة (11) يوماً قبل الإعلان عن خفض تدرج السندات، في حين أنها سالبة لمدة (4) ايام وموجبة لمدة (11) يوماً بعد الإعلان عن تدرج السندات. خلال فترة الحدث كانت (AR) سالبة لمدة (9) ايام وموجبة لمدة (22) يوماً. التناقض في حركة (AR) سلباً وإيجاباً قبل وبعد الإعلان يكشف عن أن تحركات عوائد الأسهم متغيرة الاتجاه نتيجة لعدم التماثل المعلوماتي بين المستثمرين.

وتبين من العوائد غير العادية (AR) لأسهم المصرف التجاري الدولي، بأن أكبر عائد غير عادي تحقق في اليوم الحادي عشر (-11) للمدة التي تسبق يوم الإعلان حيث بلغ (0.0797)، أما أقل عائد غير عادي كان في اليوم التاسع (-7) للمدة التي تسبق يوم الإعلان حيث بلغ (-0.0535) أما في يوم الإعلان فقد كان العائد غير العادي سلباً حيث بلغ (-0.0227) ومن المفترض ان يكون العائد في هذا اليوم اعلى ما يمكن، نتيجة انخفاض عدم التماثل المعلوماتي، واستمرت العوائد غير العادية سالبه تارة وتارة موجبة ترتفع تارة وتنخفض اخرى طوال المدة التي تلت يوم الإعلان، حتى استقرت موجبة في المشاهدة الاخيرة لنافاذة الحدث عند (0.0018)، وهذا يدل على ان انعكاس المعلومات في عوائد الأسهم غير صحيح، لأنه من المفترض ان يكون موجباً قبل الإعلان وفي اثنائه وصفرأ بعد الإعلان، وفي ذلك دلالة على عدم كفاءة السوق في

الاستجابة للمحتوى المعلوماتي من الإعلان عن خفض التدرج الائتماني فيما يخص المصرف التجاري الدولي.

كذلك يتضح من الجدول أن (CAR) جميع الايام قبل الإعلان كانت موجبة فيما عدا يومان وهما اليوم (15-) واليوم (14-) قبل الإعلان عن تدرج السندات بينما كانت موجبة لجميع الايام بعد الإعلان عن تدرج السندات. هذا يشير إلى أن غالبية ايام (CAR) هي موجبة نتيجة العوائد غير العادية الموجبة الغالبة، و هذا يكشف عن أن المعلومات التي ترد الى السوق من وكالات التدرج الائتماني تم تضمينها في عوائد الأسهم قبل مدة الحدث، وان استمرار عوائد الأسهم الموجبة بعد فترة الحدث لا يدل على أي معلومات جديدة، مما كان متوقعا ولا ينقل اي اشارات إلى السوق من خلال الإعلان عن خفض تدرج السندات. وان استمرار عوائد الأسهم الموجبة بعد فترة الحدث يدل على بطء الاستجابة للمعلومات الجديدة، وهو ما يتناقض مع التوقعات من ان خفض الدرجة الائتمانية يؤثر سلباً في عوائد الأسهم ويؤدي الى تحقيق عوائد غير عادية متراكمة سالبة.

كما لوحظ ان قيم (CAR) بدأت سالبة في اليوم (15-) واليوم (14-)، لتكون بعد ذلك موجبة الى اليوم الاول قبل الإعلان ترتفع تارة وتنخفض تارة اخرى نتيجة تحقق عوائد غير عادية (AR) موجبة في أغلبها، حيث يؤدي هذا الى استجابة متحيزة من جانب السوق لإعلان خفض التدرج. ومن جانب اخر وطالما ان العوائد غير العادية المتراكمة بعد الإعلان لم تستقر عند (0.2839) وهو (CAR) في يوم الإعلان واستمرت موجبة ترتفع متصاعدة عن هذه القيمة مما يدل على بطء استجابة خلال مدة ما بعد الحدث ، وأن ذلك يدل على وجود محتوى معلوماتي مؤثرا والدليل تحقيق عوائد غير عادية بغض النظر عن اشارتها والتي يفترض ان تكون صفرا اذا لم يكن هناك محتوى معلوماتي مؤثراً للإعلان عن التدرج ومن ثم يؤدي الى وجود مشكلة عدم تماثل معلوماتي وهذا يتناقض مع محتوى الفرضية الفرعية ثالثاً (لا يوجد أثر لإعلان خفض التدرج الائتماني لسندات الشركات في عوائد اسهمها). الذي يؤكد ان سوق ابو ظبي ليست كفوءة بالشكل نصف القوي عند الإعلان عن خفض الدرجة الائتمانية للشركة. والشكل (3-29) يوضح سلوك كل من AR وCAR خلال مدة حدث الإعلان عن خفض التدرج الائتماني للمصرف التجاري الدولي.



الشكل (3-29) سلوك كل من (AR و CAR) خلال مدة حدث الإعلان عن خفض التدرج الائتماني للمصرف التجاري الدولي

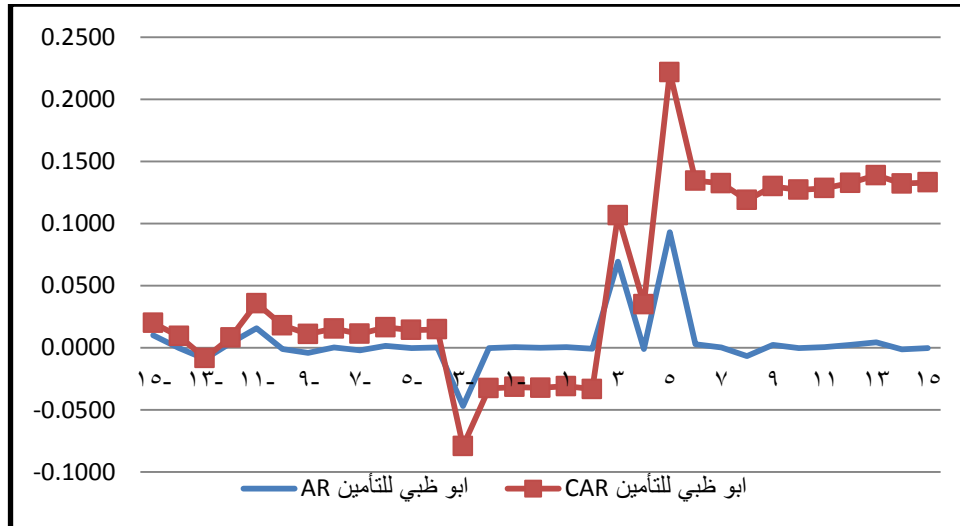
في العمودين (14 و 15) اللذين يمثلان العوائد غير العادية (AR) والعوائد غير العادية المتراكمة (CAR) لسهم (شركة ابو ظبي للتأمين)، تبين ان (AR) يعطي عوائد سالبة لمدة (8) ايام وإيجابيه لمدة (7) ايام قبل الإعلان عن خفض تدرج السندات، في حين أنها سالبة لمدة (6) ايام وموجبة لمدة (9) ايام بعد الإعلان عن خفض تدرج السندات. خلال فترة الحدث كانت (AR) سالبة لمدة (15) ايام وموجبة لمدة (16) يوماً. التناقض في حركة (AR) سلباً وإيجاباً بعد الإعلان يكشف عن أن تحركات عوائد الأسهم متغيرة الاتجاه نتيجة عدم التماثل المعلوماتي بين المستثمرين.

وتبين من العوائد غير العادية (AR) لأسهم شركة ابو ظبي للتأمين بأن أكبر عائد غير عادي تحقق كان في اليوم الحادي عشر (-11) للمدة التي تسبق يوم الإعلان حيث بلغ (0.0157)، اما اقل عائد غير عادي فكان في اليوم الثالث (-3) وبلغ (-0.0469) للمدة قبل الإعلان، اما في يوم الإعلان فقد كان العائد غير العادي سالباً حيث بلغ (-0.0001) ومن المفترض ان يكون العائد في هذا اليوم اعلى ما يمكن، واستمرت العوائد غير العادية سالبة تارة وموجبة تارة اخرى طوال المدة التي تلت يوم الإعلان ترتفع تارة وتنخفض تارة اخرى، حتى استقرت في المشاهدة الاخيرة لنافذة الحدث عند (-0.0001)، وهذا يدل على ان انعكاس المعلومات في عوائد الأسهم غير صحيح لأنه من المفترض ان يكون موجباً قبل الإعلان وفي اثنائه وصفرأ بعد الإعلان، وفي ذلك دلالة على عدم كفاءة السوق في الاستجابة للمحتوى المعلوماتي من الإعلان الاولي للتدرج الائتماني فيما يخص شركة ابو ظبي للتأمين.

كذلك يتضح من الجدول أن (CAR) موجبة منذ اليوم الخامس عشر (-15) والى اليوم الرابع (-4) ثم تحولت الى سالبة في اليوم الثالث (-3) الى اليوم الاول قبل الإعلان. مما يشير الى ان السوق بدأ يستجيب الى التوقعات السلبية عن خفض الدرجة الائتمانية، وان استمرار عوائد

الأسهم السالبة المتصاعدة بعد فترة الحدث لا يدل على أي معلومات جديدة، مما كان متوقفاً ولا ينقل أي إشارات إلى السوق من خلال الإعلان عن خفض تدرج السندات.

وتبين من الجدول ان قيم (CAR) بدأت موجبة في اليوم (-15) واستمرت الى اليوم الرابع قبل الإعلان، ثم تحولت الى سالبة لغاية اليوم الاول قبل الإعلان، ويمكن ان يشير ذلك الى ان السوق قد توقع تخفيضاً مؤثراً على الدرجة الائتمانية للشركة او ان معلومات سلبية مؤكدة وصلت الى السوق، كما استمرت القيم السالبة يوم الحدث، ومن ثم استمرت العوائد المتراكمة تنخفض وبتصاعد الى نهاية نافذة الحدث، مما يشير الى استجابة مبالغ فيها من قبل السوق الى اعلان خفض الدرجة الائتمانية. ومن جانب اخر ولان العوائد غير العادية المتراكمة بعد الإعلان لم تستقر عند (-0.0322) وهو (CAR) في يوم الإعلان واستمرت سالبة ترتفع متصاعدة عن هذه القيمة خلال مدة ما بعد الحدث، حيث يؤدي هذا الى بط الاستجابة من جانب السوق لإعلان خفض التدرج، وذلك 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 ومن ثم يؤدي الى وجود مشكلة عدم تماثل معلوماتي وهذا يتناقض مع محتوى الفرضية الفرعية ثالثاً (لا يوجد أثر لإعلان خفض التدرج الائتماني لسندات الشركات في عوائد اسهمها والعوائد التي يمكن تحقيقها). وكذلك تدل على ان استجابة السوق متحيزة ومبالغ فيها نتيجة العوائد غير العادية السالبة قبل الاعلان ، بالإضافة الى استجابة بطيئة وليست تامة نتيجة تحقيق عوائد غير عادية سالبة بعد الاعلان ، تشير الى ان السوق ليست كفوءة بالشكل نصف القوي. والشكل (3-30) يوضح سلوك كل من (AR وCAR) لإعلان خفض التدرج الائتماني لشركة ابو ظبي للتأمين.

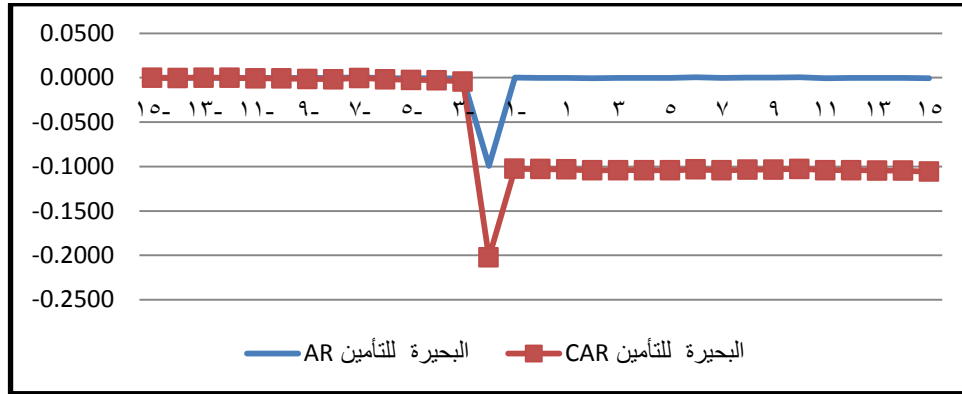


الشكل (3-30) سلوك كل من (AR وCAR) لإعلان خفض التدرج الائتماني لشركة ابو ظبي للتأمين

في العمودين (16 و17)، اللذين يمثلان العوائد غير العادية (AR) والعوائد غير العادية المتراكمة (CAR) لسهم (شركة البحيرة للتأمين)، تبين ان العوائد غير العادية (AR) سالبة طيلة نافذة الحدث البالغة (31) يوماً وهي تقريباً مستقرة بقيمتها وقريبة جداً من الصفر، فيما عدا اليوم الثاني قبل الإعلان (-2) حيث ارتفعت قيم الخسائر بشكل كبير جداً مما يشير استجابة مؤثرة

لتوقعات خفض التدرج، إلا أنها عادت لتستقر بعد ذلك في يوم الإعلان والأيام بعد نافذة الحدث عند قيمها القريبة من الصفر، وهذا يشير إلى حقيقة أن توقعات خفض الدرجة الائتمانية وإعلان خفضها ليس لها تأثير هام على العوائد غير العادية. وتبين أن العوائد غير العادية (AR) لأسهم شركة البحيرة للتأمين ثابتة تقريباً للمدة التي تسبق يوم الإعلان، واستمرت كذلك لما بعد الإعلان وهذا دليل على أن العوائد لم تتأثر كثيراً بالمعلومات، نتيجة انخفاض عدم التماثل المعلوماتي، وهذا يدل على أن انعكاس المعلومات في عوائد الأسهم وفي ذلك دلالة على كفاءة السوق في الاستجابة للمحتوى المعلوماتي من الإعلان لخفض التدرج الائتماني فيما يخص شركة البحيرة للتأمين.

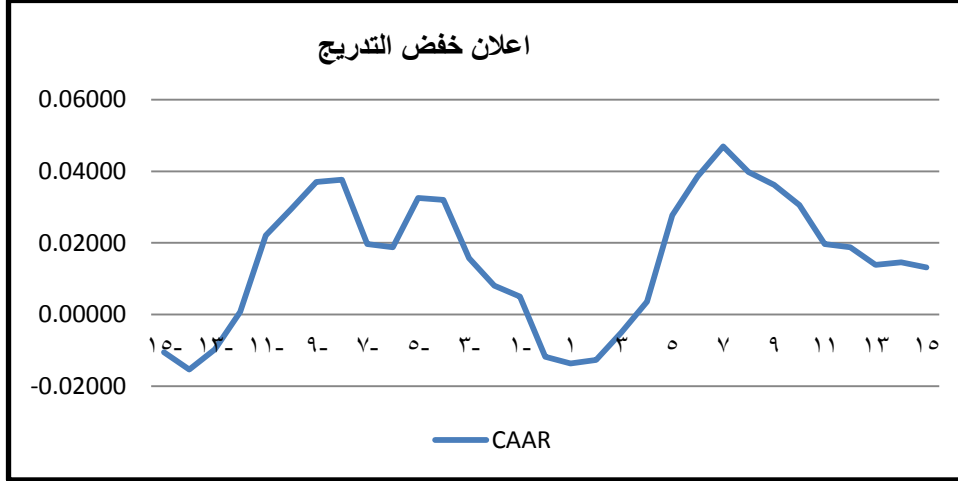
وكذلك يتضح من الجدول أن (CAR) سالبة طيلة نافذة الحدث البالغة (31) يوماً، ترتفع متصاعدة إلى يوم نافذة الحدث، حيث كانت أعلى خسارة خلال المدة واثناء الإعلان، وهذا عائد إلى العوائد غير العادية السالبة، وأن المعلومات تم تضمينها في عوائد الأسهم قبل مدة الحدث، وأن استمرار عوائد الأسهم السالبة والمتقاربة جداً بعد فترة الحدث لا يدل على أي معلومات جديدة، مما كان متوقعا ولا ينقل أي إشارات إلى السوق من خلال الإعلان عن خفض تدرج السندات. حيث لوحظ أن قيم (CAR) بدأت سالبة في اليوم (-15) واستمرت سالبة متصاعدة خلال المدة المتبقية السابقة ليوم الإعلان، نتيجة تحقق عوائد غير عادية (AR) سالبة في أغلبها. وبذلك فإنها تحقق الشرط الأول للكفاءة، حيث تبدأ بقيمة موجبة وتتصاعد لتصل أعلى قيمتها في يوم الإعلان وهذا ما تحقق ولكن باستجابة سالبة حيث كان أول يوم للحدث أقل قيمة سالبة وأقل خسارة ثم تصاعدت الخسارة لتصل إلى يوم الحدث، إلا أن أنها لم تستقر بعد الحدث عند قيمتها في يوم الإعلان وإنما استمرت تتصاعد في قيمها السالبة لتصل إلى أعلى خسارة في آخر يوم من أيام الحدث وبذلك تكون هناك استجابة مبالغ فيها و متحيزة من جانب السوق لإعلان خفض التدرج. ومن جانب آخر ولأن العوائد غير العادية المتراكمة بعد الإعلان لم تستقر عند (-0.1072) وهو (CAR) في يوم الإعلان واستمرت سالبة باستمرار ومتصاعدة عن هذه القيمة خلال مدة ما بعد الحدث، فإن ذلك يدل على محتوى معلوماتي مؤثراً والدليل تحقيق عوائد غير عادية بغض النظر عن إشارتها والتي يفترض أن تكون صفراً إذا لم يكن هناك محتوى معلوماتي مؤثراً للإعلان عن التدرج ومن ثم يؤدي إلى وجود مشكلة عدم تماثل معلوماتي وهذا يتناقض مع محتوى الفرضية الفرعية ثالثاً من أن (الإعلان عن خفض التدرج الائتماني ليس له محتوى معلوماتي مؤثر يؤدي إلى تحقيق عوائد غير عادية). وكذلك تدل على أن استجابة السوق متحيزة مبالغ فيها نتيجة العوائد غير العادية السالبة قبل الإعلان، وكذلك هناك استجابة بطيئة وليست تامة نتيجة تحقيق عوائد غير عادية سالبة بعد الإعلان، والذي يشير إلى أن السوق المالية سوق غير كفوءة في الاستجابة لإعلان خفض التدرج الائتماني. والشكل (3-31) يمثل سلوك كل من (AR و CAR) لإعلان خفض التدرج الائتماني



الشكل (31-3) سلوك كل من (AR وCAR) لإعلان خفض التدرج الائتماني

ويظهر العمودان الثامن عشر والتاسع عشر المتوسطات اليومية للعوائد غير العادية المترجمة للإعلان عن خفض التدرج الائتماني، لوحظ ان (AAR) (معدل العائد غير العادي) كانت متقلبة سالبة وموجبة للأيام قبل الإعلان وكذلك للأيام بعد الإعلان. ومتوسط العوائد غير العادية التراكمية (CAAR) ايجابية بنسبة 90% خلال فترة الحدث وهو عكس التوقعات التي تشير الى ان خفض التدرج يؤدي الى تحقيق عوائد غير عادية مترجمة سالبة. وعلاوة على ذلك تبدأ قيم معدل العائد غير العادي التراكمي (CAAR) تنخفض يوم الحدث وتستمر الى اليوم الثالث بعد الحدث. كذلك فإن السوق لم يظهر أي مفاجآت لإعلانات خفض التدرج الائتماني لسندات الشركات عينة الدراسة كما اتضح من الاتجاه المستمر الذي بدأ قبل الحدث. إن غياب أي تغيير في اتجاه ردود فعل للأسهم على تدرجات السندات بعد الحدث يكشف أن السوق يتوقع المعلومات المقدمة من وكالات التدرج الائتماني بما في ذلك المدة قبل الحدث، والذي يؤكد وجود محتوى معلوماتي، ومن ثم يظهر ذلك وجود مشكلة عدم تماثل معلوماتي بين المستثمرين، وهذا يتعارض مع الفرضية الفرعية الثالثة للدراسة (لا يوجد أثر لإعلان خفض التدرج الائتماني لسندات الشركات في عوائد اسهمها). ومن جانب اخر لم تظهر المتوسطات اليومية للعوائد غير العادية المترجمة (CAAR) سلوكاً يشير الى الاستجابة الكفوءة من عوائد اسهم الشركات عينة الدراسة لإعلان خفض التدرج الائتماني. حيث كانت سالبة لثلاث ايام قبل الإعلان وهما اليوم الخامس عشر والرابع عشر والثالث عشر، ثم تحولت بعد ذلك الى موجبة ولغاية اليوم الاول (-1) الا انها ترتفع تارة وتنخفض تارة اخرى، عكس ما تنص عليه فرضية الكفاءة التي تؤكد على ضرورة ان تكون موجبة في اول يوم من ايام نافذة الحدث وتستمر صعوداً قبل يوم الإعلان لتصل الى اعلى قيمها في يوم الحدث وتستقر عند قيمتها في يوم الإعلان طوال المدة المتبقية من نافذة الحدث، وكانت اعلى قيمة لمتوسطات العائد غير العادي المتراكم في اليوم الثامن (-8) للمدة قبل الإعلان حيث بلغت (0.0376)، واقل متوسط يومي متراكم للعوائد غير العادية في اليوم الرابع عشر (-0.0153) للمدة قبل الإعلان حيث بلغ (-0.0153). وكانت قيمة متوسط العائد غير العادي المتراكم سالباً في يوم الحدث وبلغ (-0.0118). حيث لم يكشف هذا العائد عن استجابة كفوءة للحدث، واستمر متوسط العوائد غير العادية المترجمة سالباً للأيام الثلاث بعد الإعلان، ومن ثم تحولت الى موجبة ولتستمر الى نهاية نافذة الحدث لتستقر موجبة في اليوم الاخير من نافذة الحدث عند قيمة (0.0131). ويمكن ان يفسر ذلك من السوق بدأ يستجيب الى التوقعات السلبية لإعلان خفض الدرجة الائتمانية في بداية نافذة الحدث، الا انه بعد ذلك اصبحت التوقعات غير مهمه مما أدى الى ارتفاع العوائد العادية المترجمة واستمرت كذلك الى يوم الحدث، حيث استجاب السوق الى اعلان خفض الدرجة الائتمانية واستمرت العوائد السلبية ليومان بعد الإعلان، ولتستمر ترتفع تارة وتنخفض اخرى بحسب حركة التداول على الاسهم، مع ملاحظة ان العوائد المتوسطة بدأت بالانخفاض وبدا السوق بتصحيح نفسه في الايام الحادي عشر والثاني عشر والثالث عشر والرابع

عشر والخامس عشر بعد الإعلان، وهذا يؤكد الاستجابة البطيئة وغير الكاملة والمتحيزة لعوائد اسهم الشركات لإعلان خفض التدرج الائتماني، وذلك يؤكد ان سوق ابو ظبي للأوراق المالية هو سوق غير كفاء بالشكل النصف قوي في الاستجابة للإعلان عن خفض التدرجات الائتمانية، وهو يتعارض مع الفرضية الرئيسية الثالثة التي تنص على(ان سوق ابو ظبي للأوراق المالية كفوءة بالشكل النصف قوي في الاستجابة للمحتوى المعلوماتي لإعلان التدرج الائتماني) .



الشكل (3-32) سلوك (CAAR) عند الإعلان عن خفض الدرجة الائتمانية

ومن جانب اخر يعرض الجدول (3-11) مقارنة بين متوسطات العوائد غير العادية المتراكمة للشركات عينة البحث وفقاً لأستجابة الصناعات المختلفة عند الإعلان عن خفض التدرج الائتماني للسندات، حيث يلاحظ ان قيم (CAAR) للصناعة المصرفية والاتصالات تحقق عوائد عالية وايجابية، وهذا يتعارض مع التوقعات من ان خفض الدرجات يمكن ان يؤدي الى عوائد سلبية، فعلى الرغم من ان متوسط العوائد غير العادية المتراكمة يتناقض بين الارتفاع والانخفاض لغاية يوم الحدث لكل من المصارف والاتصالات، الا انها تحقق عوائد ايجابية مستمرة، حيث يمكن ان يفسر استمرار تحقيق عوائد ايجابية بعد الإعلان عن خفض الدرجة الائتمانية، نتيجة لقيام المستثمرين بشراء الاسهم بعد الإعلان عن خفض، على امل اعادة بيعها بعد استقرار واستجابة السوق للتغيرات في الدرجة، بينما يلاحظ ان قطاع العقارات حققت متوسط عوائد متراكم سالباً وهذا يترافق مع اتجاه التوقعات السلبية لخفض التدرج قبل الإعلان واستمرارها بعد الإعلان لغاية نهاية نافذة الحدث، وتشير هذه النتيجة ايضاً الى أن السوق قد توقعت بالفعل العائد السلبى ولكن لم تتوقع المبالغة في رد الفعل على الأخبار السالبة. بينما كان كل من قطاع التأمين بدأ موجباً واستمر متوسط العوائد غير العادية المتراكمة الى اليوم الثالث قبل الإعلان وتحول الى سالباً الى اليوم الثالث بعد الإعلان ليكون موجباً الى اليوم الاخير من نافذة الحدث، ويمكن ان يفسر ذلك بوجود حركة بيع واسعة قبل الإعلان توقعاً للتخفيضات وان استجابة السوق الكفوءة السلبية لإعلان التخفيض ادى الى استمرار انخفاض العوائد المتوسطة، ومن ثم بدأت العوائد بالتحول الى الايجاب نتيجة تزايد الطلب على شراء السهم نتيجة توقع استمرار الانخفاض وامكانية تحقيق عوائد عالية عند البيع بعد استقرار العوائد، وفيما يخص قطاع الطاقة فإن التوقعات السلبية لإعلان خفض الدرجة ادت الى انخفاض العوائد ولغاية اليوم التاسع لتتحول الى موجبة. وتستمر كذلك الى اليوم الاول بعد الإعلان، حيث تحولت الى سالبة استجابة الى الإعلان عن خفض الدرجة الائتمانية، لتعود موجبة في اليوم الرابع والى نهاية مدة الحدث استجابة الى زيادة الطلب على السهم نتيجة انخفاض سرعة على ان يعاد بيعة بعد استقرار السوق وتصحيح مساره. ومن النتائج أعلاه فان المستثمرين اللذين لديهم القدرة على التحليل وقراءة السوق او ممن لديهم اطلاعات داخلية بامكانهم بيع اسهم كل من المصارف والاتصالات قبل

الإعلان، وبيع اسهم التأمين في الايام الاولى من نافذة الحدث واعادة شراءها قبل يوم الإعلان واعادة بيعها بعد الإعلان، كذلك للمستثمر شراء اسهم الطاقة في الايام من الخامس عشر الى التاسع قبل الإعلان واعادة بيعها قبل يوم الإعلان، كذلك يمكنه شراءها خلال يوم الإعلان او في اليوم الاول والثاني بعد الإعلان، واعادة شرائها في الايام الاخيرة من نافذة الحدث، وبيع اسهم العقارات قبل الإعلان واعادة شراءها في اليوم الاخير من نافذة الحدث، وتشير النتائج أعلاه الى ان هناك محتوى معلوماتي مؤثر لإعلان خفض التدرج الائتماني والدليل تحقيق عوائد غير عادية متباينة للقطاعات الاقتصادية المختلفة، والذي يتعارض مع الفرضية الفرعية ثالثاً، التي تشير الى (لا يوجد أثر لإعلان خفض التدرج الائتماني لسندات الشركات في عوائد اسهمها والعوائد التي يمكن تحقيقها) والفرضية الرئيسية ثانياً التي تشير الى ان اعلانات التدرج الائتماني لا تختلف باختلاف القطاعات الصناعية.

جدول (3-11)

CAAR للشركات عينة البحث وفقاً للصناعة عند الإعلان عن خفض التدرج

العقارات	الاتصالات	الطاقة والصناعة	التأمين	المصارف	الصناعة نافذة الحدث
CAAR	CAAR	CAAR	CAAR	CAAR	CAAR
-0.0155	0.0090	-0.0222	0.0050	-0.0219	-15
-0.0404	0.0033	-0.0260	0.0047	-0.0230	-14
-0.0698	-0.0052	-0.0417	0.0003	0.0128	-13
-0.0831	0.0147	-0.0230	0.0021	0.0309	-12
-0.0966	0.0482	-0.0103	0.0099	0.0718	-11
-0.1320	0.0653	-0.0168	0.0092	0.1001	-10
-0.1479	0.0535	0.0160	0.0070	0.1202	-9
-0.1487	0.0625	-0.0236	0.0069	0.1323	-8
-0.1637	0.0761	-0.0568	0.0061	0.0965	-7
-0.1835	0.0670	-0.0283	0.0067	0.0939	-6
-0.1932	0.0608	0.0024	0.0063	0.1259	-5
-0.2128	0.0649	0.0145	0.0061	0.1259	-4
-0.2469	0.0631	0.0484	-0.0178	0.0991	-3
-0.2699	0.0725	0.0624	-0.0676	0.1116	-2
-0.2980	0.0665	0.0583	-0.0673	0.1160	-1
-0.3545	0.0628	0.0327	-0.0674	0.0999	0
-0.3594	0.0568	0.0035	-0.0673	0.1081	1
-0.3720	0.0517	-0.0070	-0.0680	0.1206	2
-0.3678	0.0541	-0.0262	-0.0334	0.1222	3
-0.3541	0.0567	0.0229	-0.0340	0.1237	4
-0.3394	0.0692	0.0464	0.0124	0.1402	5
-0.3283	0.0825	0.0514	0.0140	0.1582	6
-0.3404	0.0818	0.0478	0.0140	0.1860	7
-0.3510	0.0706	0.0770	0.0108	0.1667	8
-0.3524	0.0552	0.0784	0.0120	0.1615	9
-0.3566	0.0597	0.0665	0.0121	0.1502	10
-0.3599	0.0666	0.0476	0.0121	0.1263	11
-0.3844	0.0672	0.0274	0.0132	0.1378	12
-0.3889	0.0663	0.0008	0.0152	0.1342	13
-0.4113	0.0633	0.0016	0.0144	0.1448	14
-0.4222	0.0666	0.0077	0.0140	0.1417	15

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

وتبين الاحصاءات الوصفية الظاهرة في الجدول (3-12) ان قيم (CAAR) تختلف اختلافاً كبيراً بين القطاعات الصناعية المختلفة عينة الدراسة، حيث ظهر متوسط عائد ايجابي لكل من الصناعة المصرفية والطاقة والاتصالات، بينما كانت سالبة لكل من التأمين والعقارات وكذلك الوسيط، بينما كان قطاع الطاقة والتأمين اكثر ثقلًا ومخاطرة، (انحرافات في القيم عن وسطها الحسابي)، ومن ثم يشير ذلك الى ان هناك فروقات معنوية بين الصناعات في الاستجابة للإعلان، والذي يتفق مع مبدأ عدم التماثل المعلوماتي، كذلك يلاحظ ان قيم (T) تختلف اختلافاً كبيراً عن الصفر، الذي يتعارض مع الفرضية الفرعية الثالثة (لا يوجد أثر لإعلان خفض التدرج الائتماني لسندات الشركات في عوائد اسهمها والعوائد التي يمكن تحقيقها) والفرضية الرئيسية ثانياً (تأثير الإعلان عن التدرج الائتماني لا يختلف باختلاف الصناعة).

جدول (3-12)

الاحصاءات الوصفية لعائدات الأسهم عند الإعلان عن خفض تدرج للسندات حسب الصناعات

الاحصاءات	المصارف	التأمين	الطاقة	الاتصالات	العقارات
Mean	0.1450	-0.2221	0.2296	0.0518	-0.2483
Median	0.1470	-0.2736	0.2315	0.0553	-0.3104
Std. Deviation	0.0551	0.1227	0.1386	0.0172	0.1096
Variance	0.0030	0.0151	0.0192	0.0003	0.0120
Maximum	0.2343	-0.0114	0.4375	0.0689	-0.0255
Minimum	-0.0153	-0.4052	-0.0153	-0.0013	-0.3866
T.TEST	12.2688	-1.2615	2.0851	2.6964	-

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

المبحث الرابع

اختبار المحتوى المعلوماتي لإعلانات تأكيد التدرج الائتماني في

عوائد الأسهم .

تأكيد التدرج او الدرجة الائتمانية يشير الى ان وكالات التدرج الائتماني تعلن استمرار الدرجة الائتمانية الحالية للسندات المصدرة كما هي دون تغير للفترات اللاحقة او لحين اجراء التقييم الدوري، لذلك فإن استجابة السوق تعتمد على نوع الدرجة الحالية، ومدى توقع احداث تغيير على التوقعات المستقبلية، وتعتمد التوقعات على نوع الدرجة الحالية، درجات استثمار او درجات مضاربة، حيث ان تأكيد الدرجات الاستثمارية يرافقتها توقعات ايجابية لعوائد الأسهم، وبالعكس اذا كانت سندات مضاربة يرافقتها توقعات سلبية لعوائد الأسهم.

واستناداً الى نوع الإعلان فإن الشركات التي قامت وكالات التدرج بتأكيد درجاتها الائتمانية للسندات التي اصدرتها كانت (15) شركة من عينة الدراسة البالغة (15) شركة وكانت عدد الإعلانات الصادرة عن وكالات التدرج (66) اعلان من مجموع الإعلانات البالغة (158) اعلان، و كما موضحة في الجدول (3-13).

جدول (3-13)

الشركات التي تم الإعلان عن تأكيد التدرج الائتماني لسنداتها وعدد الإعلانات لكل شركة خلال مدة الدراسة

ت	الشركة	عدد الاعلانات
1	مصرف ابو ظبي الإسلامي	5
2	مصرف أبو ظبي التجاري	5
3	شركة دانا كاز	3
4	مصرف رأس الخيمة الوطني	10
5	المصرف العربي المتحد	6
6	شركة الدار العقارية	1
7	مؤسسة الإمارات للاتصالات	4
8	شركة أبو ظبي الوطنية للطاقة	6
9	المصرف التجاري الدولي	3
10	مصرف الشارقة الإسلامي	3
11	مصرف الاتحاد الوطني	6
12	شركة أبو ظبي للتأمين	6
13	مصرف ابو ظبي الوطني	3
14	شركة الفجيرة للتأمين	2
15	شركة البحيرة للتأمين	3
	المجموع	66

المصدر: من اعداد الباحث اعتماداً على تقارير وكالة (Moody's)

تم حساب العوائد الفعلية (R_i) والعوائد المتوقعة (ER_i) باستخدام نموذج تسعير الموجودات الرأسمالية (CAPM)، والعوائد غير العادية اليومية (AR) للسهم من خلال الفرق بين العوائد الفعلية والعوائد المتوقعة وتكون لدينا الجدول (3-14)، الذي يتضمن العوائد غير العادية والعوائد غير العادية المتراكمة ومتوسط العوائد اليومية غير العادية المتراكمة لإعلانات التدرج الائتماني الأولي للشركات المشار إليها في الجدول (3-13) ولمدة (15) يوماً قبل الإعلان عن الحدث (التدرج الائتماني) ويوم الإعلان (اليوم 0) و(15) يوم بعد الحدث.

جدول (3-14)

CAAR, AAR, CAR, AR للشركات عينة الدراسة عن اعلان تأكيد التدرج الائتماني للشركات عينة الدراسة

اسم الشركة	ابو ظبي الاسلامي	ابو ظبي التجاري	دانا كاز	المصرف العربي المتحد	نافذة الحدث (1)	(2)AR	(3)CAR	(4)AR	(5)CAR	(6)AAR	(7)CAR	(8)AR	(9)CAR
-15	0.0067	0.0067	0.0067	0.0186	0.0186	0.0142	0.0255	0.0255	0.0142	0.0142	0.0142	0.0255	0.0255
-14	0.0059	0.0126	0.0126	0.0199	0.0013	-0.0053	0.0125	0.0125	0.0089	-0.0053	0.0089	0.0125	0.0380
-13	-0.0148	-0.0022	-0.0130	0.0069	-0.0130	-0.0083	-0.0051	-0.0051	0.0006	-0.0083	0.0006	-0.0051	0.0329
-12	-0.0196	-0.0218	-0.0074	-0.0005	-0.0074	0.0036	0.0421	0.0421	0.0042	0.0036	0.0042	0.0421	0.0750
-11	0.0031	-0.0187	-0.0108	-0.0113	-0.0108	0.0104	-0.0265	-0.0265	0.0146	0.0104	0.0146	-0.0265	0.0485
-10	-0.0032	-0.0219	0.0036	-0.0077	0.0036	0.0226	-0.0158	-0.0158	0.0372	0.0226	0.0372	-0.0158	0.0327
-9	-0.0056	-0.0274	0.0024	-0.0054	0.0024	0.0281	0.0236	0.0236	0.0653	0.0281	0.0653	0.0236	0.0563
-8	-0.0064	-0.0339	0.0040	-0.0013	0.0040	-0.0198	0.0231	0.0231	0.0455	-0.0198	0.0455	0.0231	0.0794
-7	0.0052	-0.0286	0.0042	0.0029	0.0042	0.0101	-0.0066	-0.0066	0.0556	0.0101	0.0556	-0.0066	0.0728
-6	-0.0074	-0.0360	0.0001	0.0030	0.0001	-0.0163	-0.0152	-0.0152	0.0393	-0.0163	0.0393	-0.0152	0.0576
-5	-0.0058	-0.0419	0.0250	0.0280	0.0250	0.0117	0.0308	0.0308	0.0510	0.0117	0.0510	0.0308	0.0884
-4	-0.0065	-0.0483	0.0181	0.0462	0.0181	0.0091	0.0385	0.0385	0.0601	0.0091	0.0601	0.0385	0.1269
-3	-0.0157	-0.0641	-0.0165	0.0296	-0.0165	0.0093	-0.0244	-0.0244	0.0694	0.0093	0.0694	-0.0244	0.1025
-2	0.0106	-0.0535	-0.0257	0.0039	-0.0257	0.0004	0.0278	0.0278	0.0698	0.0004	0.0698	0.0278	0.1303
-1	-0.0084	-0.0619	-0.0021	0.0018	-0.0021	-0.0124	0.0284	0.0284	0.0574	-0.0124	0.0574	0.0284	0.1587
0	0.0028	-0.0591	0.0113	0.0131	0.0113	0.0317	-0.0325	-0.0325	0.0891	0.0317	0.0891	-0.0325	0.1262
1	-0.0072	-0.0663	0.0163	0.0295	0.0163	-0.0189	0.0597	0.0597	0.0702	-0.0189	0.0702	0.0597	0.1858
2	-0.0026	-0.0689	0.0010	0.0305	0.0010	-0.0072	-0.0001	-0.0001	0.0630	-0.0072	0.0630	-0.0001	0.1857
3	-0.0100	-0.0789	-0.0157	0.0147	-0.0157	0.0335	-0.0559	-0.0559	0.0965	0.0335	0.0965	-0.0559	0.1298
4	0.0057	-0.0732	-0.0049	0.0098	-0.0049	-0.0041	-0.0942	-0.0942	0.0924	-0.0041	0.0924	-0.0942	0.0357
5	0.0058	-0.0674	-0.0047	0.0052	-0.0047	-0.0196	0.0134	0.0134	0.0727	-0.0196	0.0727	0.0134	0.0490
6	-0.0006	-0.0680	-0.0322	-0.0271	-0.0322	0.0022	0.0707	0.0707	0.0749	0.0022	0.0749	0.0707	0.1197
7	-0.0021	-0.0701	-0.0088	-0.0358	-0.0088	-0.0277	0.0877	0.0877	0.0472	-0.0277	0.0472	0.0877	0.2074
8	-0.0061	-0.0762	-0.0019	-0.0377	-0.0019	0.0044	0.0082	0.0082	0.0516	0.0044	0.0516	0.0082	0.2156
9	-0.0092	-0.0854	0.0080	-0.0298	0.0080	0.0035	0.0584	0.0584	0.0551	0.0035	0.0551	0.0584	0.2741
10	0.0006	-0.0848	-0.0015	-0.0312	-0.0015	-0.0041	-0.0400	-0.0400	0.0510	-0.0041	0.0510	-0.0400	0.2340
11	0.0045	-0.0803	-0.0160	-0.0472	-0.0160	0.0144	-0.0550	-0.0550	0.0654	0.0144	0.0654	-0.0550	0.1790
12	0.0052	-0.0751	-0.0055	-0.0527	-0.0055	0.0039	0.1806	0.1806	0.0692	0.0039	0.0692	0.1806	0.1806
13	-0.0034	-0.0785	0.0021	-0.0506	0.0021	-0.0124	-0.0244	-0.0244	0.0568	-0.0124	0.0568	-0.0244	0.1561
14	-0.0146	-0.0931	0.0051	-0.0455	0.0051	-0.0018	-0.0073	-0.0073	0.0550	-0.0018	0.0550	-0.0073	0.1488
15	-0.0040	-0.0970	0.0051	-0.0404	0.0051	0.0061	-0.0155	-0.0155	0.0611	0.0061	0.0611	-0.0155	0.1333

ابو ظبي للطاقة		شركة مجموعة الاتصالات		رأس الخيمة		الدار العقارية		الشركة
(17)CAR	(16)AR	(15)CAR	(14)AR	(13)CAR	(12)AAR	(11)CAR	(10)AR	نافذة الحدث
-0.0007	-0.0007	-0.0066	-0.0066	0.0041	0.0041	0.0145	0.0145	-15
-0.0029	-0.0022	-0.0040	0.0025	0.0043	0.0002	0.0066	-0.0079	-14
0.0198	0.0226	-0.0110	-0.0070	0.0123	0.0080	0.0507	0.0442	-13
0.0209	0.0011	-0.0149	-0.0039	0.0210	0.0086	0.0242	-0.0266	-12
0.0223	0.0014	-0.0109	0.0039	0.0176	-0.0034	0.0072	-0.0170	-11
0.0019	-0.0204	-0.0027	0.0082	0.0200	0.0024	0.0306	0.0234	-10
0.0082	0.0063	0.0133	0.0160	0.0157	-0.0044	0.0533	0.0227	-9
0.0074	-0.0008	0.0161	0.0027	0.0219	0.0063	0.0480	-0.0053	-8
0.0026	-0.0047	0.0294	0.0134	0.0307	0.0087	0.0320	-0.0160	-7
-0.0086	-0.0113	0.0234	-0.0060	0.0254	-0.0053	0.0632	0.0312	-6
-0.0153	-0.0067	0.0115	-0.0119	0.0361	0.0107	0.1014	0.0382	-5
-0.0094	0.0059	0.0121	0.0006	0.0533	0.0172	0.0780	-0.0235	-4
0.0038	0.0132	0.0111	-0.0010	0.0589	0.0056	0.1059	0.0280	-3
0.0098	0.0060	0.0196	0.0084	0.0607	0.0018	0.1325	0.0266	-2
0.0182	0.0083	0.0253	0.0057	0.0583	-0.0024	0.1022	-0.0304	-1
0.0087	-0.0095	0.0290	0.0038	0.0477	-0.0106	0.1604	0.0582	0
0.0072	-0.0015	0.0047	-0.0243	0.0595	0.0118	0.1583	0.0020	1
-0.0061	-0.0134	0.0006	-0.0041	0.0646	0.0051	0.1059	-0.0564	2
-0.0131	-0.0069	-0.0085	-0.0091	0.0467	-0.0178	0.0121	-0.0937	3
-0.0066	0.0065	-0.0161	-0.0076	0.0666	0.0199	0.0221	0.0100	4
0.0040	0.0106	-0.0166	-0.0005	0.0571	-0.0095	0.0942	0.0721	5
0.0152	0.0111	-0.0174	-0.0008	0.0517	-0.0054	0.1821	0.0879	6
0.0093	-0.0059	-0.0217	-0.0043	0.0577	0.0060	0.1908	0.0087	7
0.0158	0.0065	-0.0252	-0.0035	0.0545	-0.0033	0.2483	0.0575	8
0.0200	0.0042	-0.0284	-0.0032	0.0548	0.0003	0.2075	-0.0408	9
0.0230	0.0030	-0.0309	-0.0025	0.0469	-0.0079	0.1513	-0.0562	10
0.0247	0.0018	-0.0319	-0.0011	0.0348	-0.0121	0.1551	0.0038	11
0.0097	-0.0150	-0.0323	-0.0003	0.0393	0.0045	0.1341	-0.0209	12
0.0104	0.0007	-0.0269	0.0054	0.0202	-0.0191	0.1247	-0.0094	13
-0.0028	-0.0133	-0.0247	0.0022	0.0292	0.0090	0.1098	-0.0149	14
0.0073	0.0101	-0.0228	0.0018	0.0347	0.0055	0.1245	0.0147	15

ابو ظبي للتأمين		مصرف الاتحاد		مصرف الشارقة		المصرف التجاري الدولي		الشركة
(25)CAR	(24)AR	(23)CAR	(22)AR	(21)CAR	(20)AR	(19)CAR	(18)AR	نافذة
-0.0010	-0.0010	-0.0126	-0.0126	0.0176	0.0176	-0.0018	-0.0018	-15
-0.0011	-0.0001	-0.0199	-0.0072	0.0172	-0.0004	0.0005	0.0022	-14
-0.0061	-0.0050	-0.0096	0.0103	0.0090	-0.0081	0.0010	0.0005	-13
-0.0061	0.0000	-0.0138	-0.0042	0.0050	-0.0041	-0.0017	-0.0027	-12
-0.0063	-0.0003	-0.0265	-0.0127	0.0424	0.0374	0.0001	0.0017	-11
-0.0068	-0.0004	-0.0308	-0.0043	0.0618	0.0195	0.0013	0.0013	-10
-0.0074	-0.0006	-0.0302	0.0006	0.0621	0.0002	0.0047	0.0033	-9
-0.0074	0.0000	-0.0518	-0.0216	0.0676	0.0055	0.0558	0.0511	-8
-0.0068	0.0006	-0.0622	-0.0104	0.0759	0.0083	0.0617	0.0059	-7
-0.0068	0.0000	-0.0678	-0.0056	0.0725	-0.0034	0.0631	0.0013	-6
-0.0080	-0.0013	-0.0672	0.0006	0.0699	-0.0026	0.0403	-0.0227	-5
-0.0087	-0.0007	-0.0735	-0.0063	0.0437	-0.0261	0.0763	0.0360	-4
-0.0024	0.0063	-0.0708	0.0027	0.0444	0.0007	0.0488	-0.0276	-3
0.0237	0.0261	-0.0942	-0.0234	0.0443	-0.0001	0.0538	0.0050	-2
0.0221	-0.0017	-0.0988	-0.0045	0.0630	0.0187	0.0153	-0.0385	-1
0.0218	-0.0002	-0.0988	0.0000	0.0358	-0.0271	0.0183	0.0030	0
0.0360	0.0142	-0.1060	-0.0072	0.0356	-0.0002	0.0143	-0.0040	1
0.0316	-0.0044	-0.1011	0.0049	0.0274	-0.0082	-0.0053	-0.0195	2
0.0151	-0.0165	-0.1117	-0.0106	0.0324	0.0051	-0.0053	0.0000	3
0.0159	0.0008	-0.1220	-0.0103	0.0119	-0.0205	-0.0011	0.0042	4
0.0226	0.0067	-0.1282	-0.0062	0.0235	0.0115	0.0015	0.0026	5
0.0228	0.0001	-0.1484	-0.0202	0.0263	0.0028	0.0073	0.0058	6
0.0213	-0.0014	-0.1557	-0.0073	0.0267	0.0005	-0.0218	-0.0291	7
0.0214	0.0001	-0.1559	-0.0002	0.0338	0.0070	-0.0211	0.0007	8
0.0128	-0.0087	-0.1493	0.0066	0.0399	0.0062	-0.0269	-0.0058	9
-0.0001	-0.0128	-0.1441	0.0052	0.0367	-0.0032	-0.0226	0.0043	10
-0.0001	0.0000	-0.1184	0.0257	0.0396	0.0029	-0.0525	-0.0299	11
0.0006	0.0007	-0.1047	0.0137	0.0314	-0.0082	-0.0428	0.0097	12
0.0025	0.0018	-0.1181	-0.0135	0.0392	0.0078	-0.0556	-0.0128	13
-0.0010	-0.0034	-0.1138	0.0043	0.0524	0.0132	-0.0797	-0.0241	14
-0.0016	-0.0006	-0.1294	-0.0157	0.0566	0.0042	-0.0809	-0.0012	15

		البحيرة للتأمين		الفجيرة للتأمين		ابو ظبي الوطني		الشركة
(33)CAAR	(32)AAR	(31)CAR	(30)AR	(29)CAR	(28)AR	(27)CAR	(26)AR	نافذة
0.0044	0.0044	0.0000	0.0000	-0.0012	-0.0012	-0.0109	-0.0109	-15
0.0051	0.0007	-0.0003	-0.0003	-0.0003	0.0009	-0.0030	0.0080	-14
0.0087	0.0036	-0.0005	-0.0002	-0.0039	-0.0036	0.0305	0.0335	-13
0.0075	-0.0012	-0.0010	-0.0004	-0.0013	0.0026	0.0227	-0.0078	-12
0.0074	0.0000	-0.0012	-0.0002	-0.0026	-0.0013	0.0366	0.0140	-11
0.0099	0.0025	-0.0015	-0.0003	-0.0025	0.0000	0.0370	0.0004	-10
0.0168	0.0069	-0.0019	-0.0004	-0.0011	0.0014	0.0473	0.0103	-9
0.0199	0.0030	-0.0012	0.0007	-0.0034	-0.0022	0.0556	0.0083	-8
0.0230	0.0031	-0.0015	-0.0004	-0.0027	0.0007	0.0827	0.0271	-7
0.0191	-0.0039	-0.0022	-0.0006	-0.0054	-0.0027	0.0660	-0.0167	-6
0.0238	0.0047	-0.0026	-0.0004	-0.0074	-0.0020	0.0723	0.0063	-5
0.0260	0.0022	-0.0358	-0.0333	-0.0072	0.0001	0.0765	0.0042	-4
0.0237	-0.0023	-0.0361	-0.0003	-0.0086	-0.0013	0.0626	-0.0139	-3
0.0268	0.0031	-0.0373	-0.0012	-0.0094	-0.0009	0.0476	-0.0150	-2
0.0230	-0.0037	-0.0372	0.0001	-0.0081	0.0013	0.0292	-0.0183	-1
0.0214	-0.0016	-0.0379	-0.0007	-0.0573	-0.0492	0.0237	-0.0055	0
0.0233	0.0019	-0.0381	-0.0003	-0.0591	-0.0018	0.0133	-0.0105	1
0.0181	-0.0051	-0.0387	-0.0006	-0.0601	-0.0010	0.0433	0.0301	2
0.0059	-0.0122	-0.0387	0.0000	-0.0591	0.0010	0.0570	0.0137	3
-0.0019	-0.0078	-0.0721	-0.0334	-0.0590	0.0001	0.0676	0.0105	4
0.0035	0.0054	-0.0716	0.0005	-0.0601	-0.0010	0.0671	-0.0005	5
0.0136	0.0100	-0.0391	0.0325	-0.0602	-0.0001	0.0639	-0.0031	6
0.0137	0.0001	-0.0391	0.0000	-0.0603	-0.0001	0.0491	-0.0148	7
0.0166	0.0029	-0.0396	-0.0005	-0.0606	-0.0003	0.0241	-0.0249	8
0.0181	0.0015	-0.0403	-0.0007	-0.0607	0.0000	0.0274	0.0033	9
0.0087	-0.0094	-0.0402	0.0001	-0.0607	-0.0001	0.0019	-0.0256	10
0.0099	0.0012	-0.0412	-0.0010	0.0050	0.0658	0.0165	0.0146	11
0.0108	0.0008	-0.0042	0.0370	0.0051	0.0000	0.0030	-0.0135	12
0.0131	0.0024	0.0271	0.0313	0.0054	0.0003	0.0842	0.0813	13
0.0093	-0.0039	0.0199	-0.0072	0.0040	-0.0014	0.0802	-0.0040	14
0.0089	-0.0004	0.0192	-0.0007	0.0044	0.0004	0.0645	-0.0157	15

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

وفي الجدول (3-14) اعلاه العمودان (2و3) يمثلان العوائد غير العادية (AR) والعوائد غير العادية المتراكمة (CAR) لسهم شركة (مصرف ابو ظبي الاسلامي)، تبين ان (AR) يعطي عوائد سالبة لمدة (10) ايام وإيجابيه لمدة (5) ايام قبل الإعلان عن تأكيد تدريج السندات، في حين أنها سالبة لمدة (10) يوم وموجبة لمدة (5) يوم بعد الإعلان عن تدريج السندات. خلال فترة الحدث كانت (AR) سالبة لمدة (20) يوماً وموجبة لمدة (11) يوماً مع استجابة كفاءة يوم الإعلان

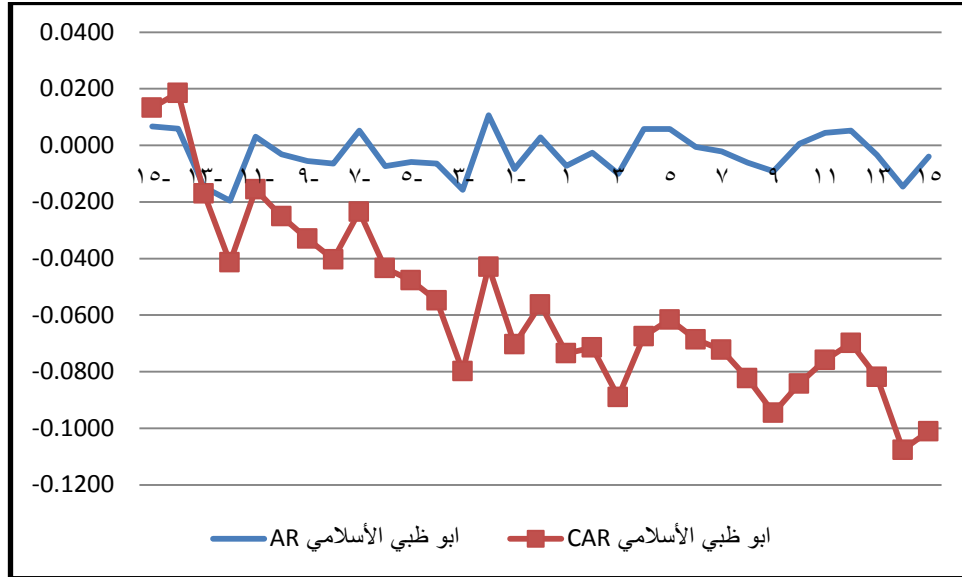
حيث تحولت موجبة بعد ان كانت سالبة في اليوم الاول قبل الإعلان. التناقض في حركة (AR) سلباً وإيجاباً، يكشف عن أن تحركات عوائد الأسهم متغيرة الاتجاه نتيجة عدم التماثل المعلوماتي بين المستثمرين. وتبين ان (AR) يعطي عوائد سالبة غالبية. ومن ثم أدى الى ان يكون الاتجاه العام للعوائد غير العادية المترجمة سالباً، وهذا يعني ان المعلومات التي ترد الى السوق معلومات سلبية، اثرت في تحقيق خسائر للسهم.

وتبين من العوائد غير العادية (AR) لأسهم مصرف ابو ظبي الإسلامي بأن اكبر عائد غير عادي تحقق في اليوم الثاني للمدة التي تسبق يوم الإعلان حيث بلغ (0.0106)، بينما اقل عائد غير عادي كان في اليوم الثاني عشر (-12) للمدة التي تسبق يوم الإعلان حيث بلغ (-0.0196) اما في يوم الإعلان فقد كان العائد غير العادي موجباً ويمثل استجابة كفاءة للإعلان بعد ان كان سالباً في اليوم السابق الا انه لم يكن اعلى عائد وفقاً لشرط الكفاءة الثاني، حيث بلغ (0.0028) ومن المفترض ان يكون العائد في هذا اليوم اعلى ما يمكن، نتيجة انخفاض عدم التماثل المعلوماتي، واستمرت العوائد غير العادية سالبة تارة وموجبة تارة اخرى طوال المدة التي تلت يوم الإعلان وترتفع تارة وتنخفض تارة اخرى، وهذا يدل على ان الانعكاس غير صحيح لأنه من المفترض ان يكون موجباً قبل الإعلان وفي اثنائه وصفرأ بعد الإعلان، وفي ذلك دلالة على عدم كفاءة السوق في الاستجابة للمحتوى المعلوماتي من الإعلان عن تأكيد التدرج الائتماني فيما يخص مصرف ابو ظبي الإسلامي.

كذلك يتضح من الجدول أن (CAR) كانت سالبة طيلة نافذة الحدث فيما عدا اليومان الخامس عشر والرابع عشر قبل الإعلان. حيث بدأت قيم CAR بالتراجع مع بداية نافذة الحدث واستمرت حتى نهاية مدة الحدث ، وهذا يكشف عن ان المعلومات التي ترد الى السوق من وكالات التدرج الائتماني غير واضحة ، مما يُمكن المطلعين والمحللين من تحقيق عوائد غير عادية، نتيجة عدم التماثل المعلوماتي بين المستثمرين، وبدء السوق استجابة متحيزة لهذه المعلومات وتم تضمينها في عوائد الأسهم قبل مدة الحدث، وان استمرار عوائد الأسهم السالبة بعد فترة الحدث يدل على استجابة متحيزة سلبية مبالغ فيها للمعلومات الجديدة

ومن الجدول يلاحظ ان قيم (CAR) بدأت موجبة في اليوم (15-) واليوم (14-)، ثم تحولت الى سالبة لتستمر الى اليوم الاول قبل الإعلان ترتفع تارة وتنخفض تارة اخرى ، وكذلك كانت سالبة في يوم الإعلان ، ومن جانب اخر ولان العوائد غير العادية المترجمة (CAR) بعد الإعلان لم تستقر عند (-0.0591) في يوم الإعلان واستمرت سالبة بعد الإعلان ترتفع تارة وتنخفض تارة اخرى عن هذه القيمة خلال مدة ما بعد الحدث، وتعني هذه النتيجة أن السوق قد توقعت بالفعل العائد السلبي ولكن لم تتوقع المبالغة في رد الفعل على الإعلان، و 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، ومن ثم يؤدي الى وجود مشكلة عدم تماثل معلوماتي، وهذا يتناقض مع محتوى الفرضية الفرعية رابعاً (لا يوجد أثر لإعلانات تأكيد التدرج الائتماني في عوائد الأسهم). وكذلك تدل على ان استجابة السوق متحيزة نتيجة العوائد غير العادية السالبة قبل الإعلان، وكذلك هناك استجابة بطيئة وليست تامة نتيجة تحقيق عوائد غير عادية متقلبة لغاية اخر يوم لنافذة الحدث مما يشير الى ان سوق ابو ظبي ليست

كفاءة بالشكل نصف القوي. ويعرض الشكل (3-33) سلوك كل من (AR و CAR) عند الإعلان عن تأكيد التدرج الائتماني لشركة مصرف ابو ظبي الاسلامي.



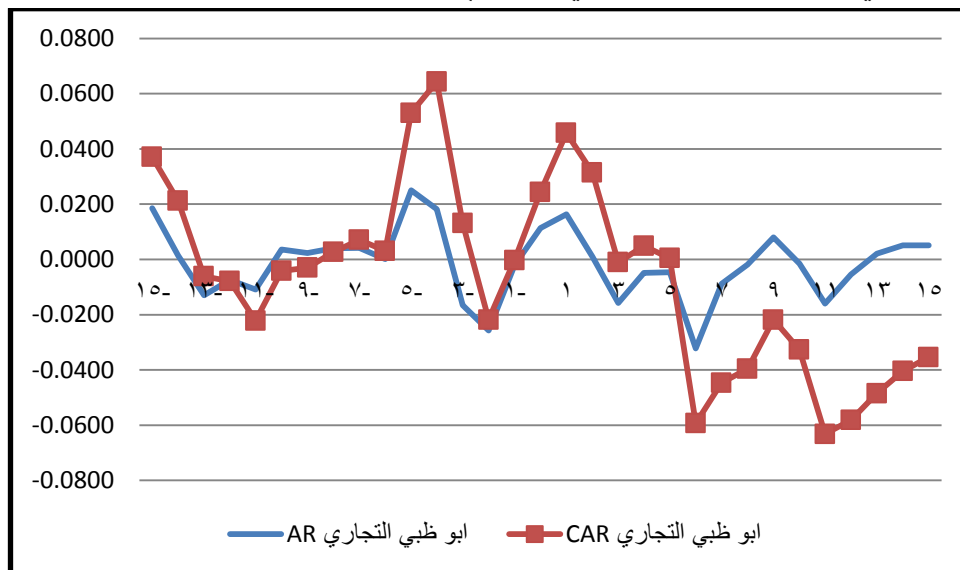
الشكل (3-33) سلوك كل من (AR و CAR) عند الإعلان عن تأكيد التدرج الائتماني لشركة مصرف ابو ظبي الاسلامي

وفي العمودين (4 و 5)، اللذين يمثلان العوائد غير العادية (AR) والعوائد غير العادية المترجمة (CAR) لسهم شركة مصرف ابو ظبي التجاري، تبين ان (AR) يعطي عوائد سالبة لمدة (6) ايام وإيجابيه لمدة (9) ايام قبل الإعلان عن تأكيد تدرج السندات، في حين أنها سالبة لمدة (9) يوم وموجبة لمدة (6) يوم بعد الإعلان عن تدرج السندات. خلال فترة الحدث كانت (AR) سالبة لمدة (15) يوما وموجبة لمدة (16) يوما مع ملاحظة وجود استجابة كفاءة من السوق في يوم الإعلان حيث تحولت العوائد غير العادية الى موجبة بعد ان كانت سالبة لمدة ثلاثة ايام متتالية قبل يوم الإعلان، التناقض في حركة (AR) سلباً وإيجاباً، يكشف عن أن تحركات عوائد الأسهم متغيرة الاتجاه نتيجة عدم التماثل المعلوماتي بين المستثمرين.

وتبين من جدول العوائد غير العادية (AR) لأسهم مصرف ابو ظبي التجاري، بأن اعلى عائد غير عادي تحقق في اليوم الخامس (-5) للمدة التي تسبق يوم الإعلان حيث بلغ (0.0250)، واما اقل عائد غير عادي كان في اليوم الثاني (-2) للمدة التي تسبق يوم الإعلان حيث بلغ (-0.0257)، اما في يوم الإعلان فقد بلغ العائد غير العادي (0.0113) وهي تمثل استجابة كفاءة من السوق للإعلان، بعد ان كان العائد المترجم سلباً في اليوم الاول قبل الإعلان، الا انه لم يحقق شرط الكفاءة حيث من المفترض ان يكون العائد في هذا اليوم اعلى ما يمكن، نتيجة عدم التماثل المعلوماتي، واستمرت العوائد غير العادية سالبة تارةً وموجبة تارةً اخرى، مرتفعة مرةً ومنخفضة مرةً اخرى طوال المدة التي تلت يوم الإعلان، حتى استقرت موجبة في المشاهدة الاخيرة لنافاذة الحدث عند (0.0051) حيث بدأ السوق بتصحيح نفسه في نهاية نافذة الحدث، وهذا يعني ان الانعكاس غير صحيح لأنه من المفترض ان يكون موجبا قبل الإعلان وفي اثنائه وصفرًا بعد الإعلان، وفي ذلك دلالة على عدم كفاءة السوق في الاستجابة للمحتوى المعلوماتي من الإعلان الاولي للتدرج الائتماني فيما يخص مصرف ابو ظبي التجاري.

كذلك يتضح من الجدول أن (CAR) موجبة للأيام (13,14,-15) قبل الإعلان، ومن ثم تحولت الى سالبة للأيام من (12-الى-8) طيلة نافذة الحدث البالغة (31) يوماً فيما عدا اليوم(-15) حيث كانت قيمتها صفراً، لتكون موجبة بعد ذلك الى اليوم الاول قبل الإعلان وايضاً موجبة يوم الإعلان، مما يشير الى استجابة كفاءة من السوق لإعلان تأكيد الدرجة الائتمانية، واستمرت موجبة بعد يوم الإعلان لمدة خمس ايام لتتحول الى سالبة الى نهاية مدة الحدث، وهذا يكشف عن ان التوقعات التي ترد الى السوق غير واضحة، وبدا السوق استجابة متحيزة لهذه المعلومات وتم تضمينها في عوائد الأسهم قبل مدة الحدث، وان استمرار عوائد الأسهم السالبة بعد فترة الحدث يدل على بط استجابة من السوق للمعلومات الجديدة.

كما يلاحظ ان قيم (CAR) بدأت موجبة في اليوم (-15) ولغاية اليوم(-12) حيث تحولت الى سالبة لمدة اربع ايام متتالية، لتعود موجبة في اليوم(-7) وتستمر ترتفع تارة وتنخفض تارة اخرى لتصل الى قيمة (0.0131) في يوم الحدث ، والمفروض ان تستقر خلال مدة ما بعد الحدث وتكون صفراً إلا انه يلاحظ انها استمرت موجبة الى اليوم الخامس بعد الإعلان مع انخفاض في قيمة العائد المتراكم للتحوّل الى سالبة متقلبة ترتفع تارة وتنخفض تارة اخرى لليوم الاخير من نافذة الحدث لتستقر عند (-0.0404) ، ومن جانب اخر وطالما ان العوائد غير العادية المتراكمة لم تستقر عند (0.0131) وهو (CAR) يوم الحدث، والذي يدل على محتوى معلوماتي مؤثرا والدليل تحقيق عوائد غير عادية بغض النظر عن اشارتها والتي يفترض ان تكون صفرا اذا لم يكن هناك محتوى معلوماتي مؤثراً للإعلان عن التدرّج ومن ثم يؤدي الى وجود مشكلة عدم تماثل معلوماتي وهذا يتناقض مع محتوى الفرضية الفرعية رابعاً (لا يوجد أثر لإعلانات تأكيد التدرّج الائتماني في عوائد الأسهم). وكذلك تدل على ان استجابة السوق متحيزة نتيجة العوائد غير العادية المتراكمة المتقلبة المستمرة قبل الاعلان ، بالإضافة الى ان هناك استجابة بطيئة وليست تامة نتيجة تحقيق عوائد غير عادية متقلبة خلال المدة بعد الإعلان وهذا دليل على عدم كفاءة السوق. ويوضح الشكل (3-34) سلوك كل من (AR وCAR) عند الإعلان عن تأكيد التدرّج الائتماني لشركة مصرف ابو ظبي التجاري.



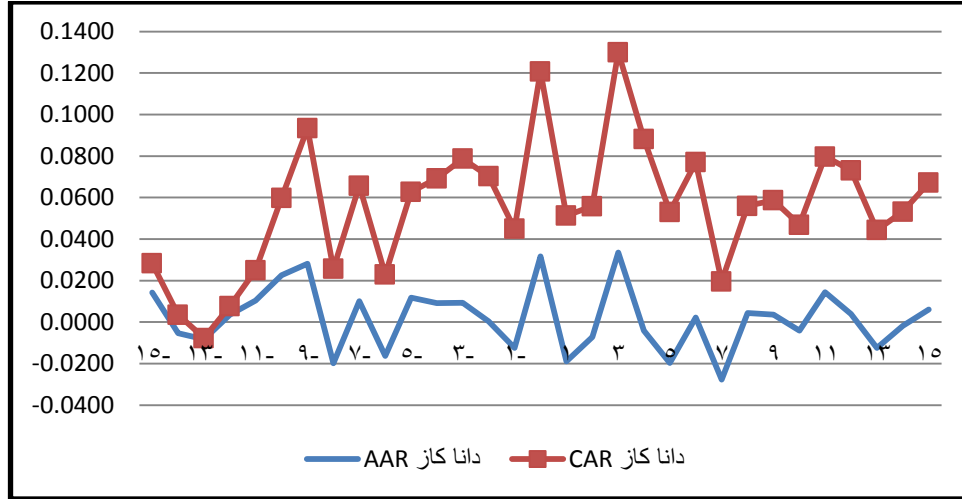
الشكل(3-34) سلوك كل من (AR و CAR) عند الإعلان عن تأكيد التدرّج الائتماني لشركة مصرف ابو ظبي التجاري

في العمودين (6 و7)، اللذين يمثلان العوائد غير العادية (AR) والعوائد غير العادية المتراكمة (CAR) لسهم (دانا كاز)، تبين ان (AR) يعطي عوائد سالبة لمدة (5) ايام وإيجابية لمدة (10) ايام قبل الإعلان عن تأكيد تدريج السندات، في حين أنها سالبة لمدة (8) ايام وموجبة لمدة (7) يوماً بعد الإعلان عن تدريج السندات. خلال فترة الحدث كانت (AR) سالبة لمدة (13) يوماً وموجبة لمدة (21) يوماً. التناقض في حركة (AR) سلباً وإيجاباً بعد الإعلان يكشف عن أن تحركات عوائد الأسهم متغيرة الاتجاه نتيجة عدم التماثل المعلوماتي بين المستثمرين.

كما تبين من جدول العوائد غير العادية (AR) لشركة (دانا كاز) بأن اكبر عائد غير عادي تحقق في اليوم العاشر (-10) للمدة التي تسبق يوم الإعلان حيث بلغ (0.0281)، بينما كان اقل عائد غير عادي كان في اليوم الثامن (-8) للمدة التي تسبق يوم الإعلان حيث بلغ (-0.0197)، بينما في يوم الإعلان كان العائد غير العادي (0.0317) وهو يمثل استجابة كفاءة للإعلان من قبل السوق، حيث كان العائد غير العادي في هذا اليوم اعلى ما يمكن وهو ما يمثل استجابة للشرط الثاني للكفاءة، واستمرت العوائد غير العادية تارةً سالبة وتارةً موجبة ترتفع تارةً وتنخفض تارةً اخرى طوال المدة التي تلت يوم الإعلان، حتى استقرت موجبة في المشاهدة الاخيرة لنافذة الحدث عند (0.0061)، وهذا يدل على ان الانعكاس غير صحيح لأنه من المفترض ان يكون موجباً قبل الإعلان وفي اثنائه وصفرأ بعد الإعلان، وفي ذلك دلالة على عدم كفاءة السوق في الاستجابة للمحتوى المعلوماتي من الإعلان عن تأكيد التدرج الائتماني فيما يخص شركة دانا كاز، نتيجة لعدم تحقق كلاً من الشرطين الاول والثالث.

كذلك يتضح من الجدول أن (CAR) كانت موجبة طويلة مدة نافذة الحدث البالغة (31) يوماً ترتفع تارةً وتنخفض تارةً اخرى. وذلك يعود الى العوائد غير العادية الموجبة التي تغلب على مدة نافذة الحدث، الذي يكشف أن السوق كان يتوقع معلومات الايجابية، وان المعلومات تم تضمينها في عوائد الأسهم قبل مدة الحدث. بالإضافة الى ذلك لوحظ ان قيم (CAR) بدأت موجبة واستمرت الى اليوم الاول للمدة قبل الإعلان، ولطالما كانت قيم (CAR) بدأت موجبة وترتفع تصاعدياً من اليوم الخامس خلال المدة السابقة ليوم الإعلان الى اليوم الاول فيما عدا انخفاضات طفيفة غير مؤثرة قبل الإعلان، كما ان العوائد غير العادية المتراكمة كانت بأعلى قيمها يوم الإعلان مما يمثل استجابة كفاءة من قبل السوق للإعلان، ومن ثمَّ يحقق استجابة صحيحة من قبل عوائد السهم للمعلومات الصادرة عن وكالات التدرج فيما يخص شركة (دانا كاز)، ومن جانب اخر ولأن العوائد غير العادية المتراكمة بعد الإعلان لم تستقر عند (0.0891) 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، لتستقر عند (0.0611) لليوم الاخير من نافذة الحدث ، 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 ومن ثمَّ يؤدي الى وجود مشكلة عدم تماثل معلوماتي وهذا يتناقض مع محتوى الفرضية الفرعية رابعاً من ان (ليس لإعلانات تأكيد التدرج الائتماني اثراً في عوائد الأسهم). وكذلك تدل على ان استجابة متحيزة مبالغ فيها نتيجة العوائد غير العادية المتراكمة الموجبة المستمرة قبل الاعلان ، وكذلك هناك استجابة بطيئة وليست تامة نتيجة تحقيق عوائد غير عادية متقلبة خلال

بعد الإعلان وهذا دليل على عدم كفاءة السوق في الاستجابة للإعلان عن تأكيد الدرجة الائتمانية. ويوضح الشكل (3-35) سلوك كل من (AR و CAR) عند الإعلان عن تأكيد التدرج الائتماني لسندات شركة دانا كاز .

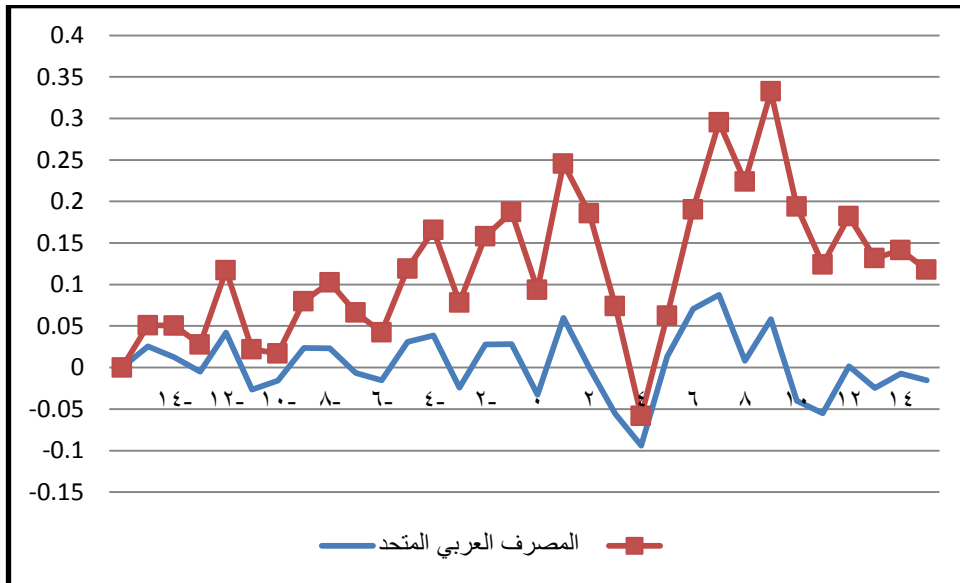


الشكل (3-35) سلوك كل من (AR و CAR) عند الإعلان عن تأكيد التدرج الائتماني لسندات شركة دانا كاز

في العمودين (8 و9)، اللذين يمثلان العوائد غير العادية (AR) والعوائد غير العادية المتراكمة (CAR) لسهم شركة (المصرف العربي المتحد)، تبين ان (AR) يعطي عوائد سالبة لمدة (7) ايام وإيجابيه لمدة (8) ايام قبل الإعلان عن تدرج السندات، في حين أنها سالبة لمدة (8) ايام وموجبة لمدة (7) يوماً بعد الإعلان عن تدرج السندات. خلال فترة الحدث كانت (AR) سالبة لمدة (16) ايام وموجبة لمدة (15) يوماً، التناقض في حركة (AR) سلباً وإيجاباً قبل وبعد الإعلان يكشف عن أن تحركات عوائد الأسهم متغيرة الاتجاه نتيجة عدم التماثل المعلوماتي بين المستثمرين.

وتبين من العوائد غير العادية (AR) والعوائد غير العادية المتراكمة (CAR) لشركة المصرف العربي المتحد بأن اكبر عائد غير عادي تحقق في اليوم الثاني عشر (-12) للمدة التي تسبق يوم الإعلان حيث بلغ (0.0421)، اما اقل عائد غير عادي كان في اليوم الثالث (-3) للمدة التي تسبق يوم الإعلان حيث بلغ (-0.0244)، وفي يوم الإعلان كان العائد غير العادي سالباً وبلغ (-0.0325)، والذي يشير الى استجابة كفاءة سلبية من السوق للإعلان، حيث كان العائد في اليوم الاول (-1) قبل الإعلان موجباً، كما انه من المفترض ان يكون العائد في هذا اليوم اعلى ما يمكن، نتيجة انخفاض عدم التماثل المعلوماتي، واستمرت العوائد غير العادية تارةً سالبة وتارةً موجبة طوال المدة التي تلت يوم الإعلان، حتى استقرت سالبة في المشاهدة الاخيرة لنافذة الحدث عند (-0.0155)، وهذا يدل على ان انعكاس غير صحيح في عوائد الأسهم لأنه من المفترض ان يكون موجباً قبل الإعلان وفي اثنائه وصفرأ بعد الإعلان، وفي ذلك دلالة على عدم كفاءة السوق في الاستجابة للمحتوى المعلوماتي من الإعلان عن تأكيد لتدرج الائتماني لشركة المصرف العربي المتحد.

كذلك يتضح من الجدول أن (CAR) كانت موجبة طويلة مدة نافذة الحدث البالغة (31) يوماً. وذلك يعود الى قيم العوائد غير العادية الموجبة المرتفعة التي تغلب على مدة نافذة الحدث، والذي يكشف عن أن السوق كان يتوقع العوائد الايجابية وتم تضمينها في عوائد الأسهم قبل مدة الحدث ، كما لوحظ ان قيم (CAR) بدأت موجبة في اليوم (-15) واستمرت كذلك الى نهاية نافذة الحدث ، وكانت ترتفع تارةً وتنخفض تارة اخرى ، ومن جانب اخر ولطالما كانت قيم (CAR) ترتفع تارةً وتنخفض تارةً اخرى خلال المدة السابقة ليوم الإعلان نتيجة تحقيق عوائد غير عادية (AR) سالبة تارةً وموجبة تارةً اخرى ففي ذلك استجابة متحيزة من السوق لإعلان تأكيد التدرج. ومن جانب اخر ولان العوائد غير العادية المتراكمة بعد الإعلان لم تستقر عند (0.1262) وهو (CAR) يوم الحدث ، والمفروض ان تستقر خلال مدة ما بعد الحدث وتكون صفراً إلا انه يلاحظ انها اخذت ترتفع تارةً وتنخفض تارةً اخرى وبقيم موجبة نتيجة للعوائد غير العادية السالبة والموجبة، لتستقر عند (0.1333) لليوم الاخير من نافذة الحدث ، كما يلاحظ ان السوق بدأ بتصحيح نفسه في الايام الاخيرة من نافذة الحدث حيث بدأت قيمها الموجبة بالانخفاض المستمر من اليوم الثاني عشر الى نهاية نافذة الحدث ، حيث يشير هذا التقلب في العوائد المتراكمة الى ان المعلومات قد لا تدرج بسرعة في عوائد الأسهم ، الذي يدل على استجابة بطيئة من جانب السوق لإعلان تأكيد التدرج ، والذي يشير الى محتوى معلوماتي مؤثرا والدليل تحقيق عوائد غير عادية بغض النظر عن اشارتها والتي يفترض ان تكون صفرا اذا لم يكن هناك محتوى معلوماتي مؤثراً للإعلان عن التدرج ومن ثم يؤدي الى وجود مشكلة عدم تماثل معلوماتي وهذا يتناقض مع محتوى الفرضية الفرعية رابعاً (لا يوجد أثر لإعلانات تأكيد التدرج الائتماني في عوائد الأسهم يؤدي الى تحقيق عوائد غير عادية). وكذلك تدل على ان استجابة متحيزة للسوق نتيجة العوائد غير العادية المتراكمة السالبة التي ترتفع تارةً وتنخفض تارةً اخرى قبل الاعلان ، و هناك استجابة بطيئة وليست تامة نتيجة تحقيق عوائد غير عادية متقلبة بعد الإعلان وهذا دلالة على عدم كفاءة السوق في الاستجابة للإعلان عن تأكيد تدرج السندات. والشكل (3-36) يوضح سلوك كل من (AR و CAR) عند الإعلان عن تأكيد الدرجة الائتمانية لشركة المصرف العربي المتحد.



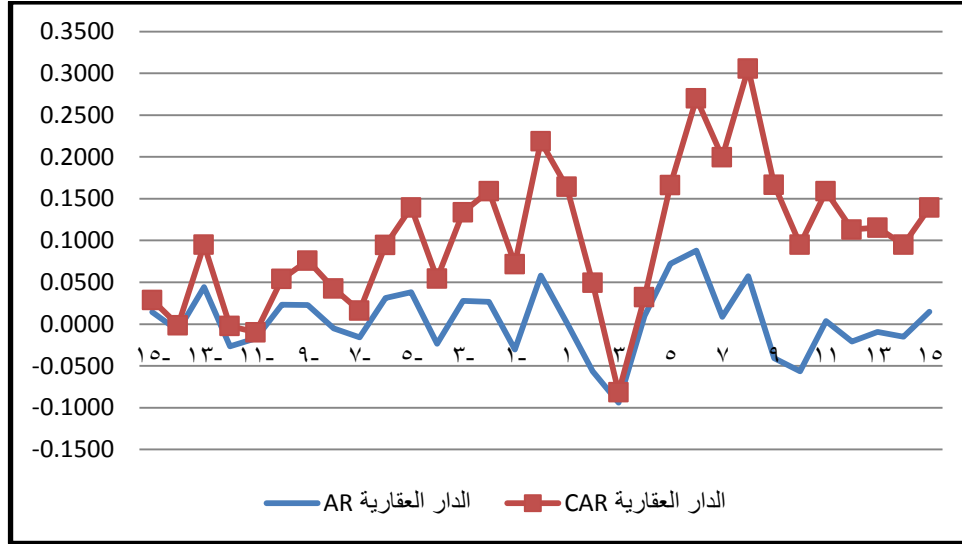
الشكل(3-36) سلوك كل من (AR و CAR) عند الإعلان عن تأكيد الدرجة الائتمانية لشركة المصرف العربي المتحد

في العمودين (10و11) اللذين يمثلان العوائد غير العادية (AR) والعوائد غير العادية المتراكمة (CAR) لسهم شركة (الدار العقارية)، تبين ان (AR) يعطي عوائد سالبة لمدة (7) ايام وإيجابيه لمدة (8) ايام قبل الإعلان عن تأكيد تدريج السندات، في حين أنها كانت موجبة لمدة (7) ايام وسالبة لمدة (8) ايام للمدة بعد الإعلان عن تأكيد تدريج السندات. خلال فترة الحدث كانت AR موجبة لمدة (16) يوماً وسالبة لمدة (15) يوماً. التناقض في حركة (AR) سلباً وإيجاباً قبل وبعد الإعلان يكشف عن أن تحركات عوائد الأسهم متغيرة الاتجاه نتيجة عدم التماثل المعلوماتي بين المستثمرين، وان التوقعات تم تضمينها في عوائد الأسهم قبل الإعلان.

وتبين من العوائد غير العادية (AR) لشركة الدار العقارية بأن اكبر عائد غير عادي تحقق في اليوم الثالث عشر (-13) للمدة التي تسبق يوم الإعلان حيث بلغ (0.0442)، اما اقل عائد غير عادي كان في اليوم الاول (-1) للمدة التي تسبق يوم الإعلان حيث بلغ (-0.0304)، اما في يوم الإعلان فقد كان العائد غير العادي موجباً وبقيمة (0.0582)، وهو يشير الى استجابة كفاءة من السوق، حيث كانت قيمة العائد في اليوم (-1) سالبة، كما ان العائد في هذا اليوم كان اعلى ما يمكن، نتيجة انخفاض عدم التماثل المعلوماتي، والذي يشير الى تحقيق الشرط الثاني للكفاءة، واستمرت العوائد غير العادية سالبة مرة وموجبة اخرى طوال المدة التي تلت يوم الإعلان مرتفعة تارةً وتارةً اخرى منخفضة، حتى استقرت موجبة في المشاهدة الاخيرة لنافذة الحدث عند (0.0147)، وهذا يدل على ان الانعكاس غير صحيح لأنه من المفترض ان يكون موجباً قبل الإعلان وفي اثناؤه وصفرأ بعد الإعلان، وفي ذلك دلالة على عدم كفاءة السوق في الاستجابة للمحتوى المعلوماتي من الإعلان الاولي للتدريج الائتماني فيما يخص شركة الدار العقارية.

كذلك يتضح من الجدول أن (CAR) موجبة طيلة نافذة الحدث، نتيجة غلبة العوائد غير العادية الموجبة، ويشير هذا الى أن السوق كانت تتوقع معلومات ايجابية من وكالات التدريج الائتماني. وتم تضمينها في عوائد الأسهم قبل مدة الحدث، وان استمرار عوائد الأسهم الموجبة بعد فترة الحدث لا يدل على أي معلومات جديدة، مما كان متوقعا ولا ينقل اي اشارات إلى السوق من خلال الإعلان عن تدريج السندات، ولكن ولطالما كانت قيم (CAR) ترتفع تارةً وتنخفض تارةً اخرى خلال المدة السابقة ليوم الإعلان نتيجة تحقيق عوائد غير عادية (AR) سالبة تارةً وموجبة تارةً اخرى ففي ذلك استجابة متحيزة من السوق لإعلان التدريج لشركة الدار العقارية، ومن جانب اخر ولان العوائد غير العادية المتراكمة بعد الإعلان لم تستقر عند (0.1604) وهو (CAR) يوم الحدث، حيث كان العائد في يوم الحدث اعلى ما يكون مما يعني استجابة كفاءة من السوق عند الإعلان، والمفروض ان تستقر خلال مدة ما بعد الحدث وتكون صفرأ، إلا انه يلاحظ انها استمرت بقيم موجبة طيلة المدة بعد الإعلان نتيجة للعوائد غير العادية الموجبة الغالبة بعد الإعلان لتستقر عند (0.1245) لليوم الاخير من نافذة الحدث، 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 التدريج ومن ثم يؤدي الى وجود مشكلة عدم تماثل معلوماتي وهذا يتناقض مع محتوى الفرضية الفرعية رابعاً (لا يوجد أثر لإعلانات تأكيد التدريج الائتماني في عوائد الأسهم يؤدي الى تحقيق عوائد غير عادية). وكذلك تدل على ان استجابة السوق متحيزة نتيجة العوائد غير العادية المتراكمة الموجبة والتي ترتفع تارةً وتنخفض

تارةً اخرى قبل الاعلان ، وكذلك هناك استجابة بطيئة وليست تامة نتيجة تحقيق عوائد غير عادية متقلبة بعد الإعلان وهذا دليل على عدم كفاءة السوق. ويوضح الشكل (3-37) سلوك كل من (AR وCAR) عند الإعلان عن تأكيد الدرجة الائتمانية لشركة الدار العقارية.



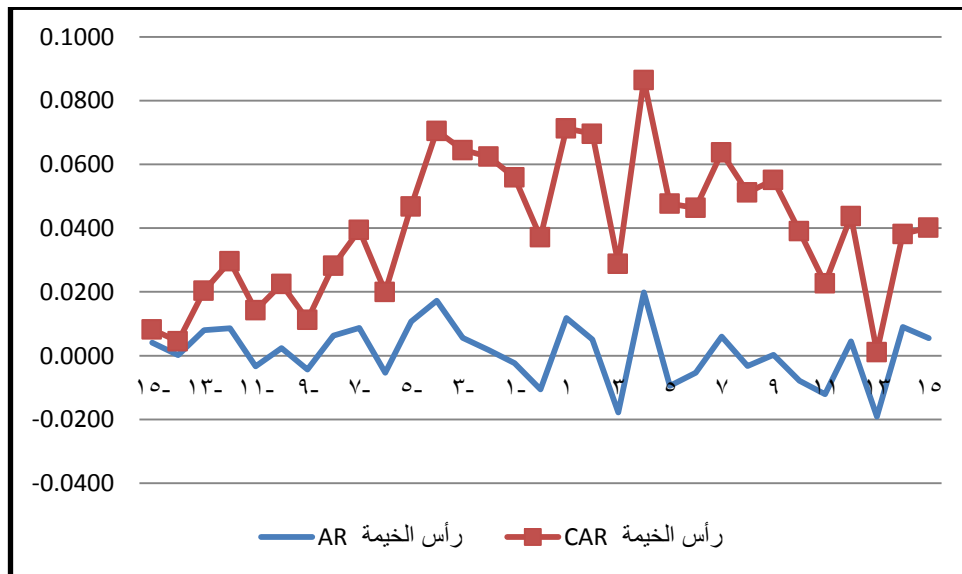
الشكل(3-37) سلوك كل من (AR وCAR) عند الإعلان عن تأكيد الدرجة الائتمانية لشركة الدار العقارية

في العمودين (12و13) اللذين يمثلان العوائد غير العادية (AR) والعوائد غير العادية المتراكمة (CAR) لسهم شركة (مصرف رأس الخيمة)، تبين ان (AR) يعطي عوائد سالبة لمدة (4) ايام وإيجابيه لمدة (11) ايام قبل الإعلان عن تأكيد تدرج السندات، في حين كانت سالبة لمدة (7) ايام وموجبة لمدة (8) ايام للمدة بعد الإعلان عن تأكيد تدرج السندات. خلال فترة الحدث كانت (AR) موجبة لمدة (19) يوماً وسالبة لمدة (12) يوماً. التناقض في حركة (AR) سلباً وإيجاباً قبل وبعد الإعلان يكشف عن أن تحركات عوائد الأسهم متغيرة الاتجاه نتيجة عدم التماثل المعلوماتي بين المستثمرين، وان التوقعات تم تضمينها في عوائد الأسهم قبل الإعلان.

وتبين من العوائد غير العادية (AR) لأسهم شركة مصرف رأس الخيمة بأن اعلى عائد غير عادي تحقق في اليوم الرابع (-4) للمدة التي تسبق يوم الإعلان حيث بلغ (0.0172)، بينما كان اقل عائد غير عادي في اليوم السادس(-6) للمدة التي تسبق يوم الإعلان حيث بلغ(-0.0053) اما في يوم الإعلان فقد كان العائد غير العادي سالباً حيث بلغ (-0.0106) 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 الإعلان سالبة مرة و اخرى موجبة ترتفع تارة وتنخفض تارة اخرى، حتى استقرت موجبة في المشاهدة الاخيرة لنافذة الحدث عن (0.0055)، وهذا يدل على ان انعكاس المعلومات في عوائد الأسهم غير صحيح لأنه من المفترض ان يكون موجباً قبل الإعلان وفي اثناؤه وصفرأ بعد الإعلان، وفي ذلك دلالة على عدم كفاءة السوق في الاستجابة للمحتوى المعلوماتي من الإعلان الاولي للتدرج الائتماني فيما يخص شركة مصرف رأس الخيمة.

وكذلك يتضح من الجدول أن (CAR) موجبة طيلة نافذة الحدث البالغة (31) يوماً وهذا عائد الى العوائد غير العادية الموجبة التي تغلب على نافذة الحدث، وهذا يكشف عن أن السوق كانت تتوقع معلومات ايجابية من وكالات التدرج الائتماني. وتم تضمينها في عوائد الأسهم قبل مدة الحدث، وان استمرار عوائد الأسهم الموجبة بعد فترة الحدث لا يدل على أي معلومات جديدة، مما كان متوقعا ولا ينقل اي اشارات إلى السوق من خلال الإعلان عن تدرج السندات.

وتبين من الجدول ان قيم (CAR) بدأت موجبة في اليوم (-15) واستمرت بقيمتها الموجبة لغاية اليوم الاول للمدة قبل الإعلان ترتفع تارة وتنخفض تارة اخرى، مع ملاحظة استمرار القيم الموجبة متصاعدة من اليوم (-6) الى اليوم الاول قبل الإعلان، نتيجة تحقق عوائد غير عادية (AR) موجبة، مع ملاحظة انخفاض قيمتها الموجبة يوم الإعلان، الذي يشير الى استجابة سلبية للإعلان، إلا ان انها لم تستقر بعد الحدث عند قيمتها في يوم الإعلان وإنما استمرت موجبة ترتفع تارة وتنخفض تارة اخرى، ولطالما ان قيم (CAR) متقلبة قبل الإعلان ترتفع تارة وتنخفض تارة اخرى فأن ذلك يدل على استجابة متحيزة من جانب السوق لإعلان تأكيد التدرج. ومن جانب اخر ولان العوائد غير العادية المتراكمة بعد الإعلان لم تستقر عند (0.0477) وهو (CAR) في يوم الإعلان واستمرت موجبة تتقلب عن هذه القيمة خلال مدة ما بعد الحدث، فأن ذلك يدل على محتوى معلوماتي مؤثرا والدليل تحقيق عوائد غير عادية بغض النظر عن اشارتها والتي يفترض ان تكون صفرا اذا لم يكن هناك محتوى معلوماتي مؤثراً للإعلان عن التدرج ومن ثم يؤدي الى وجود مشكلة عدم تماثل معلوماتي وهذا يتناقض مع محتوى الفرضية الفرعية رابعاً (لا يوجد أثر لإعلانات تأكيد التدرج الائتماني في عوائد الأسهم). وكذلك تدل على ان استجابة السوق متحيزة مبالغ فيها نتيجة العوائد غير العادية الموجبة، فضلاً عن استجابة بطيئة وليست تامة نتيجة تحقيق عوائد غير عادية متقلبة بعد الاعلان. مما يشير الى حقيقة ان السوق المالية ليست كفوءة بالشكل النصف القوي، ويوضح الشكل (3-38) سلوك كل من (AR و CAR) عند الإعلان عن تأكيد الدرجة الائتمانية للشركة.



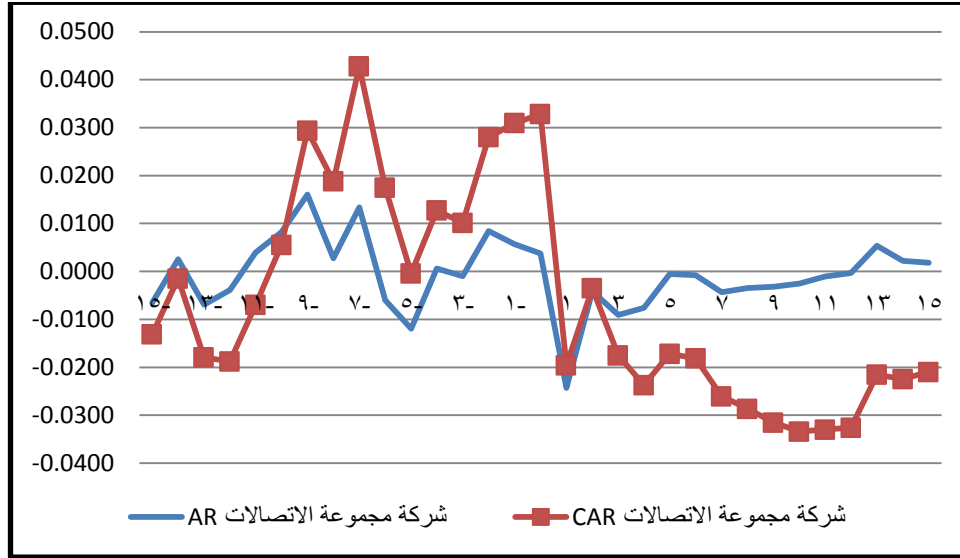
الشكل (3-38) سلوك كل من (AR و CAR) عند الإعلان عن تأكيد الدرجة الائتمانية لشركة مصرف رأس الخيمة

وفي العمودين (14 و15) اللذين يمثلان العوائد غير العادية (AR) والعوائد غير العادية المتراكمة (CAR) لسهم (شركة مجموعة الاتصالات)، تبين ان العوائد غير العادية (AR) كانت موجبة لمدة (6) ايام وسالبة لمدة (9) ايام قبل الحدث، بينما كانت سالبة لمدة (12) وموجبة لمدة (3) ايام بعد الحدث، وهي الايام الثلاث الاخيرة من نافذة الحدث، و من ثم فإن عوائد الأسهم يتعافى ببطء بعد الحدث، مما يشير إلى أن المعلومات الائتمانية الجديدة قد لا تدرج على الفور في عوائد الأسهم، العوائد السالبة هي غالبية طفيلة نافذة الحدث.

كما تبين من جدول العوائد غير العادية (AR) لشركة مجموعة الاتصالات، بأن اعلى عائد غير عادي تحقق في اليوم التاسع (-9) للمدة التي تسبق يوم الإعلان حيث بلغ (0.0160) اما اقل عائد غير عادي كان في اليوم الخامس (-5) للمدة التي تسبق يوم الإعلان حيث بلغ (-0.0119)، وهي اعلى خسارة يحققها السهم، اما في يوم الإعلان فقد كان العائد غير العادي موجباً وبلغ (0.0038) ومن المفترض ان يكون العائد في هذا اليوم اعلى ما يمكن، نتيجة انخفاض عدم التماثل المعلوماتي، واستمرت العوائد غير العادية متقلبة مرتفعة مرة ومنخفضة مرة اخرى وقيم سالبة وأخرى موجبة طوال المدة التي تلت يوم الإعلان، حتى استقرت موجبة في المشاهدة الاخيرة لنافذة الحدث عند (0.0018)، وهذا يعني ان الانعكاس غير صحيح لأنه من المفترض ان يكون موجبا قبل الإعلان وفي اثنائه وصفرأ بعد الإعلان، وفي ذلك دلالة على عدم كفاءة السوق في الاستجابة للمحتوى المعلوماتي من الإعلان عن تأكيد التدرج الائتماني فيما يخص شركة مجموعة الاتصالات.

كذلك يتضح من الجدول أن (CAR) موجبة لكافة لمدة (6) ايام وهي الايام من (-15) الى (-10) لتستمر بعد ذلك موجبة الى اليوم الاول قبل الإعلان، بينما كانت موجبة لمدة يومان وسالبة لمدة (13) يوم بعد الحث. وهذا يشير إلى أن اغلب ايام (CAR)، وان استمرار عوائد الأسهم المتقلبة بعد فترة الحدث يدل على استجابة بطيئة للمعلومات الجديدة، نتيجة الى العوائد غير العادية السالبة الغالبة، مع ملاحظة ان (CAR) يوم الإعلان كانت استجابتها كفاءة للإعلان وحققت اعلى عائد خلال المدة قبل ويوم الإعلان، كما لوحظ ان قيم (CAR) بدأت سالبة في اليوم (-15) واستمرت الى اليوم العاشر (-10)، الا انها تحولت الى موجبة في اليوم التاسع (-9) واستمرت موجبة ترتفع تارة وتنخفض تارة اخرى الى اليوم الاول قبل الإعلان، ولتحقق اعلى عائد متراكم في يوم الإعلان، مما يشير الى استجابة كفاءة وتحقق الشرط الثاني للكفاءة وهو ان تكون بأعلى عائد متراكم يوم الإعلان. الا انها عادت لتتنخفض في اليوم الاول بعد الإعلان وتستمر بقيم سالبة الى نهاية نافذة الإعلان ترتفع تارة وتنخفض تارة اخرى حيث استقرت عند (-0.0228)، والمفروض ان تستقر خلال مدة ما بعد الحدث وتكون صفرأ، وهذا يدل على استجابة متحيزة من جانب السوق للإعلان عن تأكيد التدرج. ومن جانب اخر ولطالما ان (CAR) لم تستقر عند قيمتها يوم الإعلان وكانت باغلبها سالبة، فان ذلك 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، و من ثم يؤدي الى وجود مشكلة عدم تماثل معلوماتي وهذا يتناقض مع محتوى الفرضية الفرعية اولاً (لا يوجد أثر لإعلانات تأكيد التدرج الائتماني في عوائد الأسهم يؤدي الى تحقيق عوائد غير عادية). وكذلك

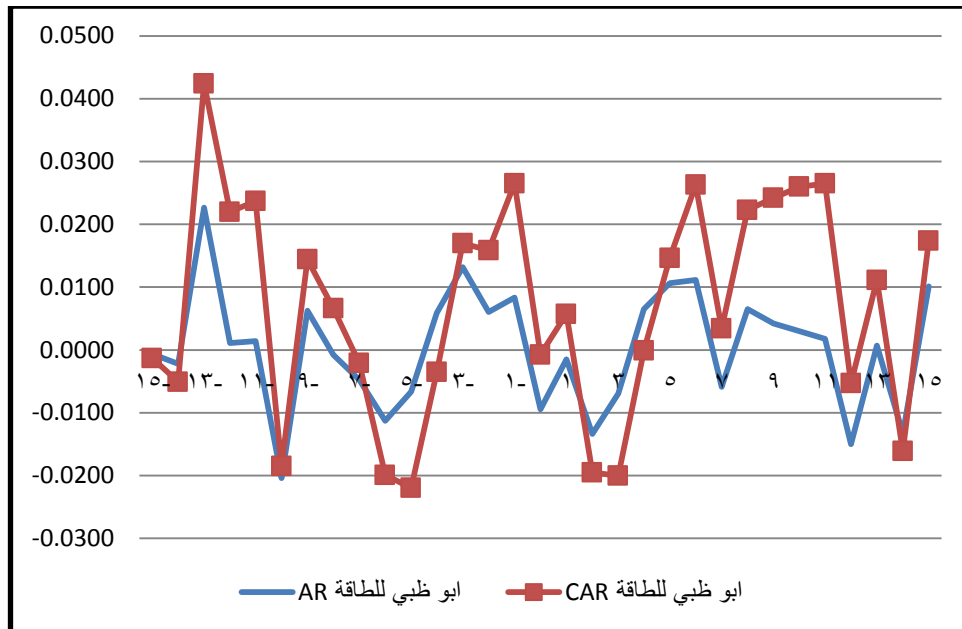
تدل على ان استجابة السوق مبالغ فيها نتيجة العوائد غير العادية المتراكمة المتقلبة، وكذلك هناك استجابة بطيئة وليست تامة نتيجة تحقيق عوائد غير عادية متقلبة بعد الإعلان وهذا دليل على عدم كفاءة السوق في الاستجابة لإعلان تأكيد الدرجة الائتمانية. والشكل (3-39) يوضح سلوك كل من (AR وCAR) عند الإعلان عن تأكيد الدرجة الائتمانية لسندات شركة مجموعة الاتصالات.



الشكل (3-39) سلوك كل من (AR وCAR) عند الإعلان عن تأكيد الدرجة الائتمانية لسندات شركة مجموعة الاتصالات

وفي العمودين (16 و17) اللذين يمثلان العوائد غير العادية (AR) والعوائد غير العادية المتراكمة (CAR) لسهم (شركة ابو ظبي للطاقة)، تبين ان العوائد غير العادية (AR) كانت موجبة لمدة (8) ايام وسالبة لمدة (7) ايام قبل الحدث، بينما كانت سالبة لمدة (6) وموجبة لمدة (9) ايام بعد الحدث، العوائد الموجبة هي غالبية طيلة نافذة الحدث، العوائد الموجبة هي الغالبة طيلة نافذة الحدث، الذي يشير الى معلومات ايجابية وصلت الى السوق ربما ساهمت في توقع ان العوائد سترتفع، ومن ثم ادى الى استجابة موجبة. وتحقيق عوائد غير عادية تدل على عدم التماثل المعلوماتي بين المستثمرين، وتبين من جدول العوائد غير العادية (AR) لأسهم شركة ابو ظبي للطاقة، بأن اعلى عائد غير عادي تحقق في اليوم الثالث عشر (-13) للمدة التي تسبق يوم الإعلان حيث بلغ (0.0226) اما اقل عائد غير عادي كان في اليوم الاول (-5) للمدة التي تسبق يوم الإعلان حيث بلغ (-0.0067) اما في يوم الإعلان فقد كان العائد غير العادي سالباً وبلغ (0.0095) ومن المفترض ان يكون العائد في هذا اليوم اعلى ما يمكن، نتيجة انخفاض عدم التماثل المعلوماتي، واستمرت العوائد غير العادية متقلبة مرتفعة مرة ومنخفضة مرة اخرى وقيم سالبة وأخرى موجبة طوال المدة التي تلت يوم الإعلان، حتى استقرت سالبة في المشاهدة الاخيرة لنافذة الحدث عند (-0.0101)، وهذا يعني ان انعكاس المعلومات في عوائد الأسهم وفقاً لكفاءة السوق غير صحيح، لأنه يفترض ان يكون موجبا قبل الإعلان وفي اثنائه وصفرًا بعد الإعلان، وفي ذلك دلالة على عدم كفاءة السوق في الاستجابة للمحتوى المعلوماتي من الإعلان عن تأكيد التدرج الائتماني فيما يخص شركة ابو ظبي للطاقة.

كذلك يتضح من الجدول أن (CAR) موجبة لكافة الايام قبل الإعلان عن حدث تأكيد تدرج السندات فيما عدا خمسة ايام، وأيضا كانت موجبة لجميع الأيام فيما عدا اربعة ايام بعد الإعلان. هذا يكشف عن أن السوق كانت تتوقع معلومات ايجابية من وكالات التدرج الائتماني. وتم تضمينها في عوائد الأسهم قبل مدة الحدث، وان استمرار عوائد الأسهم الموجبة باغلبها بعد فترة الحدث يدل على استجابة متحيزة للمعلومات الجديدة، كما يلاحظ ان قيم (CAR) بدأت سالبة في اليوم (-15) واليوم (-14) ومن ثم واستمرت موجبة ترتفع تارةً وتتنخفض تارةً الى اليوم السادس (-6)، للمدة التي تسبق الإعلان، ولكن من جانب اخر لم تكن العوائد غير العادية المتراكمة بعد الإعلان مستقرة عند (0.0087) وهو (CAR) يوم الإعلان والتي من المفترض ان تبقى ثابتة ولا تضيف شيئاً بعد يوم الإعلان وتكون صفراً إلا انه يلاحظ انها استمرت متقلبة ترتفع تارةً وتنخفض تارة اخرى بقيم موجبة غالبية، لتستقر موجبة عند قيمة (0.0073) لليوم الاخير من نافذة الحدث، وهذا يدل على استجابة متحيزة من جانب السوق للإعلان. والذي يدل على محتوى معلوماتي مؤثرا والدليل تحقيق عوائد غير عادية بغض النظر عن اشارتها والتي يفترض ان تكون صفرا اذا لم يكن هناك محتوى معلوماتي مؤثراً للإعلان عن التدرج ومن ثم يؤدي الى وجود مشكلة عدم تماثل معلوماتي وهذا يتناقض مع محتوى الفرضية الفرعية رابعاً (لا يوجد أثر لإعلانات تأكيد التدرج الائتماني في عوائد الأسهم). وكذلك تدل على ان استجابة السوق متحيزة نتيجة العوائد غير العادية المتراكمة الموجبة المستمرة قبل الاعلان، وكذلك هناك استجابة بطيئة وليست تامة نتيجة تحقيق عوائد غير عادية متقلبة بعد الإعلان وهذا دليل على عدم كفاءة السوق. والشكل (3-40) يوضح سلوك كل من (AR وCAR) عند الإعلان عن تأكيد التدرج الائتماني لشركة ابو ظبي للطاقة.



الشكل (3-40) سلوك كل من (AR وCAR) عند الإعلان عن تأكيد التدرج الائتماني لشركة ابو ظبي للطاقة

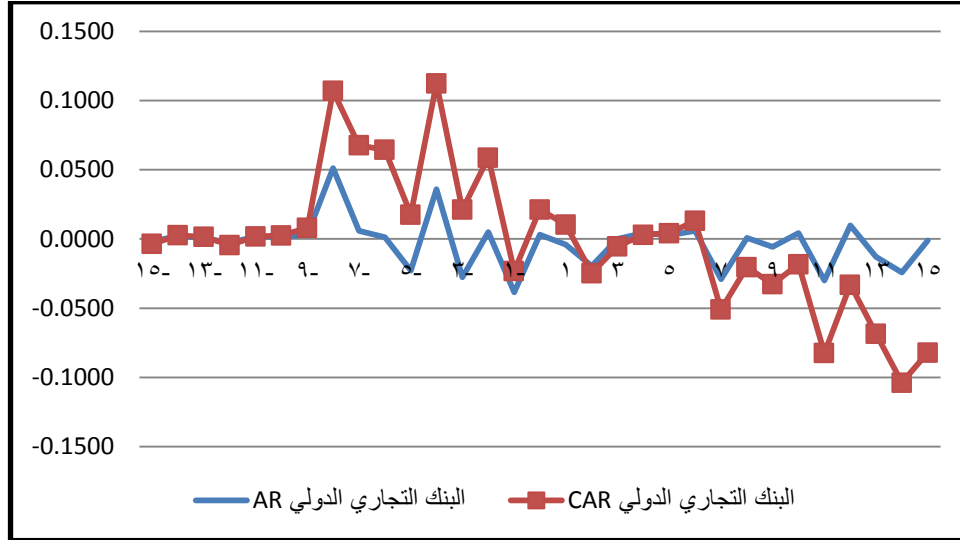
في العمودين (18 و19)، اللذين يمثلان العوائد غير العادية (AR) والعوائد غير العادية المتراكمة (CAR) لسهم (المصرف التجاري الدولي)، تبين ان العوائد غير العادية (AR) كانت

موجبة لمدة (10) ايام وسالبة لمدة (5) ايام قبل الحدث، بينما كانت سالبة لمدة (8) وموجبة لمدة (7) ايام بعد الحدث، العوائد الموجبة هي غالبية طيلة نافذة الحدث، وهذا قد يكون نتيجة لمعلومات جيدة وايجابية وصلت الى السوق، ربما ساهمت في توقع ان العوائد سترتفع، ومن ثم ادى الى استجابة موجبة. و تحقيق عوائد غير عادية تدل على عدم التماثل المعلوماتي بين المستثمرين.

ويتبين من العوائد غير العادية (AR) لأسهم المصرف التجاري الدولي بأن اكبر عائد غير عادي تحقق في اليوم الثامن (-8) للمدة التي تسبق يوم الإعلان حيث بلغ (0.0511)، اما اقل عائد غير عادي كان في اليوم الاول (-1) للمدة التي تسبق يوم الإعلان حيث بلغ (-0.0385) اما في يوم الإعلان فقد كان العائد غير العادي موجباً حيث بلغ (0.0030) ومن المفترض ان يكون العائد في هذا اليوم اعلى ما يمكن، نتيجة انخفاض عدم التماثل المعلومات ، واستمرت العوائد غير العادية متقلبة تارةً سالبة واخرى موجبة طوال المدة التي تلت يوم الإعلان، حيث استقرت سالبة في المشاهدة الاخيرة لنافذة الحدث عند (-0,0012)، وهذا يدل على ان انعكاس المعلومات في عوائد الأسهم غير صحيح لأنه من المفترض ان يكون موجباً قبل الإعلان وفي اثنائه وصفرأ بعد الإعلان، وفي ذلك دلالة على عدم كفاءة السوق في الاستجابة للمحتوى المعلوماتي من الإعلان لتأكيد التدرج الائتماني للمصرف التجاري الدولي.

كذلك يتضح من الجدول أن (CAR) كانت موجبة لمدة (13) وسالبة لمدة يومان قبل الإعلان، بينما كانت سالبة لمدة (12) يوماً وموجبة لمدة ثلاثة ايام بعد الإعلان وهذا عائد الى العوائد غير العادية المتقلبة. والذي يكشف عن أن السوق كانت يتوقع معلومات متناقضة من وكالات التدرج الائتماني وتم تضمينها في عوائد 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 الإعلان.

كما لوحظ ان قيم (CAR) بدأت سالبة في اليوم (-15) وتحولت الى موجبة في اليوم (-14) واليوم (-13) لتعود سالبة في اليوم (-12)، وبعد ذلك استمرت موجبة خلال المدة المتبقية السابقة ليوم الإعلان نتيجة تحقق عوائد غير عادية (AR) ترتفع تارة وتنخفض تارة اخرى، الذي ادى الى استجابة متحيزة من جانب السوق للإعلان. ومن جانب اخر ولان العوائد غير العادية المتراكمة بعد الإعلان لم تستقر عند (0.0183) وهو (CAR) في يوم الإعلان واستمرت سالبة ومتصاعدة في قيمة الخسائر عن هذه القيمة خلال مدة ما بعد الحدث، فأن ذلك يدل على محتوى معلوماتي مؤثرا والدليل تحقيق عوائد غير عادية بغض النظر عن اشارتها والتي يفترض ان تكون صفرا اذا لم يكن هناك محتوى معلوماتي مؤثراً للإعلان عن التدرج ومن ثم يؤدي الى وجود مشكلة عدم تماثل معلوماتي وهذا يتناقض مع محتوى الفرضية الفرعية رابعاً (لا يوجد أثر لإعلانات تأكيد التدرج الائتماني في عوائد الأسهم يؤدي الى تحقيق عوائد غير عادية). وكذلك تدل على ان استجابة السوق متحيزة مبالغ فيها نتيجة العوائد غير العادية السالبة المتصاعدة قبل الاعلان ، فضلاً عن استجابة بطيئة وليست تامة نتيجة تحقيق عوائد غير عادية سالبة الى نهاية نافذة الحدث. والشكل (3-41) يوضح سلوك كل من (AR و CAR) عند الإعلان عن تأكيد الدرجة الائتمانية للمصرف التجاري الدولي.



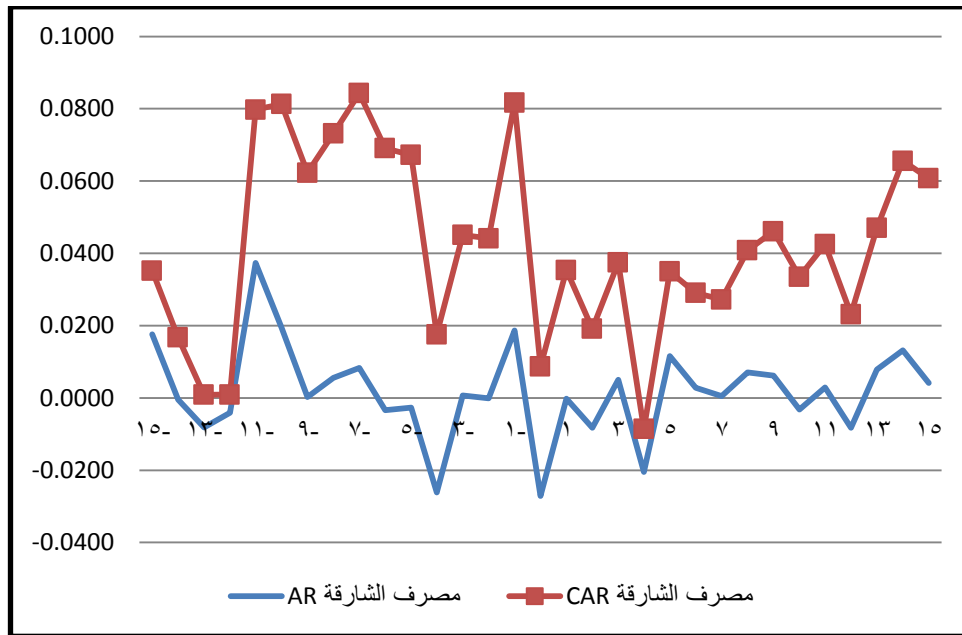
الشكل (3-41) سلوك كل من (AR وCAR) عند الإعلان عن تأكيد الدرجة الائتمانية للمصرف التجاري الدولي

في العمودين (20 و21)، اللذين يمثلان العوائد غير العادية (AR) والعوائد غير العادية المتراكمة (CAR) لسهم (مصرف الشارقة الإسلامي)، تبين ان (AR) يعطي عوائد سالبة لمدة (7) ايام وإيجابيه لمدة (8) أيام قبل الإعلان، في حين أنها سالبة لمدة (5) يوماً وموجبة لمدة (10) ايام بعد الإعلان عن تدريج السندات. خلال فترة الحدث كانت (AR) سالبة لمدة (13) يوماً وموجبة لمدة (18) يوماً. التناقض في حركة (AR) سلباً وإيجاباً، يكشف عن أن تحركات عوائد الأسهم متغيرة الاتجاه نتيجة لعدم التماثل المعلوماتي بين المستثمرين.

كما تبين من العوائد غير العادية (AR) لأسهم مصرف الشارقة الإسلامي بأن أكبر عائد غير عادي تحقق في اليوم الحادي عشر (-11) للمدة التي تسبق يوم الإعلان حيث بلغ (0.0374)، اما اقل عائد غير عادي كان في اليوم الرابع (-4) للمدة التي تسبق يوم الإعلان حيث بلغ (-0.0261)، اما في يوم الإعلان فقد كان العائد غير العادي سالباً حيث بلغ (-0.0271) ومن المفترض ان يكون العائد في هذا اليوم اعلى ما يمكن، نتيجة انخفاض عدم التماثل المعلوماتي، واستمرت العوائد غير العادية متقلبة سالبه تارةً وموجبة تارةً اخرى، ترتفع تارةً وتنخفض تارةً اخرى طوال المدة التي تلت يوم الإعلان، حتى استقرت موجبة في المشاهدة الاخيرة لنافذة الحدث عند (0.0042)، وهذا يدل على ان هناك انعكاس غير صحيح للمعلومات في عوائد الأسهم، لأنه من المفترض ان يكون موجباً قبل الإعلان وفي اثنائه وصفرأ بعد الإعلان، وفي ذلك دلالة على عدم كفاءة السوق في الاستجابة للمحتوى المعلوماتي من الإعلان عن تأكيد الائتماني فيما يخص مصرف الشارقة الإسلامي.

كذلك يتضح من الجدول أن (CAR) موجبة طيلة نافذة الحدث، نتيجة غلبة العوائد غير العادية الموجبة خلال نافذة الحدث، ويمكن ان يفسر ذلك نتيجة التوقعات الايجابية عن الإعلان وان هذه التوقعات تم تضمينها في عوائد الأسهم قبل مدة الحدث، وان استمرار عوائد الأسهم بعد فترة الحدث لا يدل على أي معلومات جديدة، مما كان متوقعا ولا ينقل اي اشارات إلى السوق من خلال الإعلان.

كما لوحظ ان قيم (CAR) بدأت موجبة في اليوم (-15) لغاية اليوم الاول قبل الإعلان، نتيجة تحقق عوائد غير عادية (AR) موجبة باغلبها ، ولطالما كانت العوائد غير العادية المتراكمة متقلبة تارة ترتفع وتارة تنخفض، فقد ادى ذلك الى استجابة متحيزة من جانب السوق للإعلان. ومن جانب اخر ولان العوائد غير العادية المتراكمة بعد الإعلان لم تستقر عند (0.0385) وهو (CAR) في يوم الإعلان واستمرت موجبة طيلة الايام بعد الإعلان تنخفض تارة وترتفع تارة اخرى عن هذه القيمة خلال مدة ما بعد الحدث، فأن ذلك يدل على محتوى معلوماتي مؤثرا والدليل تحقيق عوائد غير عادية بغض النظر عن اشارتها والتي يفترض ان تكون صفرا اذا لم يكن هناك محتوى معلوماتي مؤثراً للإعلان عن التدرج ومن ثم يؤدي الى وجود مشكلة عدم تماثل معلوماتي وهذا يتناقض مع محتوى الفرضية الفرعية رابعاً (لا يوجد أثر لإعلانات تأكيد التدرج الائتماني في عوائد الأسهم) . وكذلك تدل على ان استجابة السوق متحيزة نتيجة العوائد غير العادية السالبة قبل الاعلان ، وكذلك هناك استجابة بطيئة وليست تامة نتيجة تحقيق عوائد غير عادية موجبة الى نهاية نافذة الحدث. ويوضح الشكل (3-42) سلوك كل من (AR وCAR) عند الإعلان عن تأكيد التدرج الائتماني لمصرف الشارقة الاسلامي.

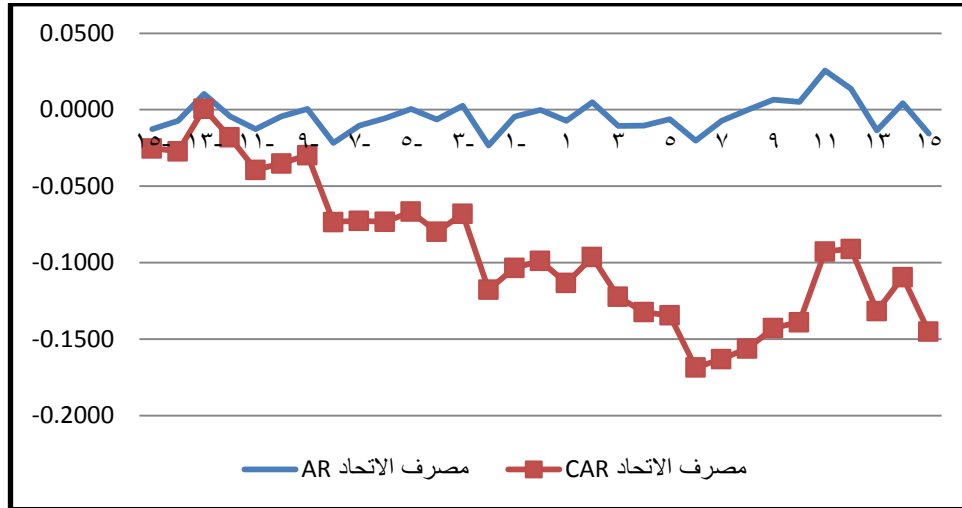


الشكل (3-42) سلوك كل من (AR وCAR) عند الإعلان عن تأكيد التدرج الائتماني لمصرف الشارقة الاسلامي

في العمودين (22 و23)، اللذين يمثلان العوائد غير العادية (AR) والعوائد غير العادية المتراكمة (CAR) لسهم (مصرف الاتحاد)، تبين ان العوائد غير العادية (AR) سالبة طيلة نافذة الحدث البالغة (31) فيما عدا اربعة ايام وكانت هذه العوائد السلبية ترتفع تارة وتنخفض تارة اخرى، كما ان قيمة العائد غير العادي يوم الإعلان كانت صفراً، ويكشف هذا على ان تحركات عوائد الأسهم متغيرة الاتجاه نتيجة لعدم التماثل المعلوماتي بين المستثمرين. وتبين من العوائد غير العادية (AR) لأسهم مصرف الاتحاد بأن اكبر عائد غير عادي تحقق في اليوم الثالث عشر (-13) للمدة التي تسبق يوم الإعلان حيث بلغ (0.0103)، اما اقل عائد غير عادي كان في اليوم الاول (-2) للمدة التي تسبق يوم الإعلان حيث بلغ (-0.0234) وهي اعلى خسارة للسهم للمدة قبل الحدث،

اما في يوم الإعلان فقد كان العائد غير العادي سالباً وبلغ (0.00001)، ومن المفترض ان يكون العائد في هذا اليوم اعلى ما يمكن نتيجة انخفاض عدم التماثل المعلوماتي، واستمرت العوائد غير العادية منقلبة سالبه وموجبة ترتفع احياناً وتنخفض احياناً اخرى طوال المدة التي تلت يوم الإعلان، حتى استقرت سالبة في المشاهدة الاخيرة لنافذة الحدث عند (-0.0157)، وهذا يدل على ان انعكاس المعلومات في عوائد الأسهم غير صحيح لأنه من المفترض ان يكون موجباً قبل الإعلان وفي اثنائه وصفرأ بعد الإعلان، وفي ذلك دلالة على عدم كفاءة السوق في الاستجابة للمحتوى المعلوماتي لإعلان تأكيد التدرج الائتماني فيما يخص مصرف الاتحاد

كذلك يتضح من الجدول أن (CAR) سالبة طويلة نافذة الحدث البالغة (31) يوماً وهذا عائد الى العوائد غير العادية السالبة. وهذا يشير الى ان السوق كانت تتوقع معلومات غير ايجابية من وكالات التدرج الائتماني وتم تضمينها في عوائد 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 الإعلان عن تدرج السندات، كما لوحظ ان قيم (CAR) بدأت سالبة في اليوم (-15) واستمرت سالبة متصاعدة خلال المدة المتبقية السابقة ليوم الإعلان نتيجة تحقق عوائد غير عادية (AR) سالبة، وهذا ادى الى استجابة صحيحة للسوق ويشير الى كفاءة للسوق باتجاه سالب، وكذلك كانت القيمة خلال يوم الحدث اعلى ما يكون من الخسائر المتحققة، ومن ثم يتحقق الشرط الثاني. ومن جانب اخر ولان العوائد غير العادية المتراكمة بعد الإعلان لم تستقر عند (-0.988) وهو (CAR) في يوم الإعلان واستمرت سالبة متصاعدة عن هذه القيمة خلال مدة ما بعد الحدث، فإن ذلك يدل على بطء الاستجابة، وان السوق توقع العوائد السالبة ولكن لم يتوقع رد الفعل المبالغ فيه، والذي يدل على محتوى معلوماتي مؤثرا والدليل تحقيق عوائد غير عادية بغض النظر عن اشارتها والتي يفترض ان تكون صفرا اذا لم يكن هناك محتوى معلوماتي مؤثراً للإعلان عن التدرج ومن ثم يؤدي الى وجود مشكلة عدم تماثل معلوماتي وهذا يتناقض مع محتوى الفرضية الفرعية رابعاً (لا يوجد أثر لإعلانات تأكيد التدرج الائتماني في عوائد الأسهم). وكذلك تدل على ان استجابة السوق متحيزة نتيجة العوائد غير العادية السالبة قبل الاعلان، وان هناك استجابة بطيئة وليست تامة نتيجة تحقيق عوائد غير عادية سالبة حتى بعدة مرور (15) يوم من الإعلان. ويوضح الشكل (3-43) سلوك كل من (AR و CAR) لإعلان تأكيد التدرج لمصرف الاتحاد.

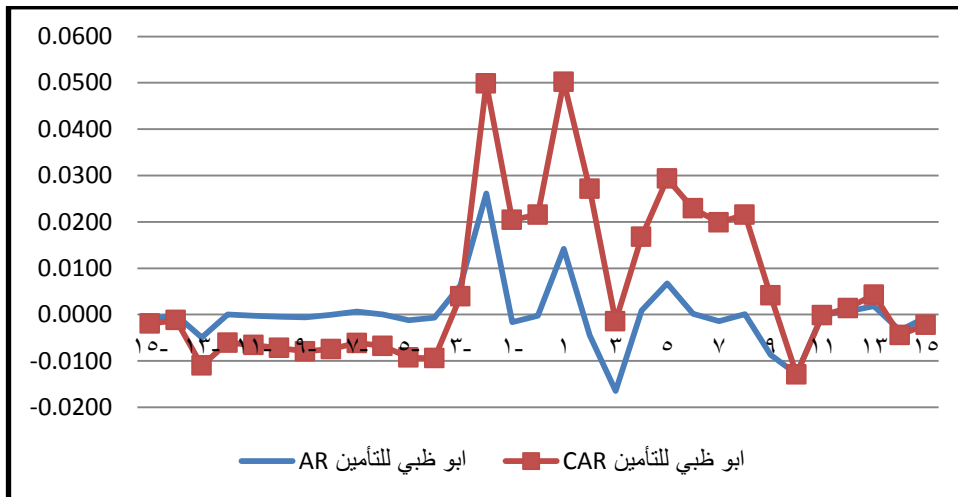


الشكل (3-43) سلوك كل من (AR و CAR) لإعلان تأكيد التدرج لمصرف الاتحاد

وفي العمودين (24 و 25) اللذين يمثلان العوائد غير العادية (AR) والعوائد غير العادية المترجمة (CAR) لسهم (شركة ابو ظبي للتأمين)، حيث تبين ان (AR) يعطي عوائد سالبة لمدة (9) ايام وإيجابيه لمدة (6) ايام قبل الإعلان، في حين أنها كانت سالبة لمدة (7) ايام وموجبة لمدة (8) للمدة بعد الإعلان عن تأكيد تدرج السندات. خلال فترة الحدث كانت (AR) سالبة لمدة (17) يوماً وموجبة لمدة (14) يوماً. التناقض في حركة (AR) سلباً وإيجاباً وارتفاعاً وانخفاضاً قبل وبعد الإعلان يكشف عن أن تحركات عوائد الأسهم متغيرة الاتجاه نتيجة عدم التماثل المعلوماتي بين المستثمرين، وتبين من العوائد غير العادية (AR) لأسهم شركة ابو ظبي للتأمين بأن اكبر عائد غير عادي تحقق في اليوم الثاني (-2) للمدة التي تسبق يوم الإعلان حيث بلغ (0.0261) اما اقل عائد غير عادي كان (-0.0050) وتكرر لأكثر من يوم قبل نافذة الحدث، اما في يوم الإعلان فقد كان العائد غير العادي سالباً حيث بلغ (-0.0002) وهي قريبة جداً من الصفر، ومن المفترض ان يكون العائد في هذا اليوم اعلى ما يمكن، نتيجة انخفاض عدم التماثل المعلوماتي، واستمرت العوائد غير العادية متقلبة سالبه وموجبة، وقريبة جداً من الصفر وتكاد تكون مستقرة مما يؤشر حالة كفاءة للسوق في الاستجابة للإعلان طوال المدة التي تلت يوم الإعلان، حتى استقرت في المشاهدة الاخيرة لنافذة الحدث عن (-0.0006).

وكذلك يتضح من الجدول أن (CAR) سالبة طيلة نافذة الحدث البالغة (31) يوماً وهذا عائد الى العوائد غير العادية السالبة التي تغلب على نافذة الحدث. و يكشف هذا عن أن السوق كانت تتوقع معلومات سلبية من وكالات التدرج الائتماني. وتم تضمينها في عوائد 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 الإعلان عن تدرج السندات، كما يلاحظ من الجدول ان قيم (CAR) بدأت سالبة في اليوم (-15) واستمرت سالبة متصاعدة خلال المدة المتبقية السابقة ليوم الإعلان نتيجة تحقق عوائد غير عادية (AR) سالبة غالبية. وبذلك فإنها تحقق الشرط الاول للكفاءة بانها تبدأ بقيمة موجبة وتتصاعد لتصل اعلى قيمتها في يوم الإعلان وهذا ما تحقق ولكن باستجابة سالبة حيث كان اول يوم للحدث اقل قيمة سالبة واقل خسارة ثم تصاعدت الخسارة لتصل الى يوم الحدث، مع ملاحظ ان هناك استجابة من عوائد الأسهم خلال اليومين

الاول والثاني قبل الإعلان وفي يوم الإعلان، إلا ان انها لم تستقر بعد الحدث عند قيمتها في يوم الإعلان وإنما استمرت بقيمها المتقلبة بين القيم السالبة والموجبة. مع الإشارة الى ان القيم الموجبة كانت غالبية، التي ترتفع تارة وتنخفض تارة اخرى. ومن جانب اخر ولان العوائد غير العادية المتراكمة بعد الإعلان لم تستقر عند (0.0218) وهو (CAR) في يوم الإعلان واستمرت متقلبة بين السالب والموجب خلال مدة ما بعد الحدث، فأن ذلك يدل على محتوى معلوماتي مؤثرا والدليل تحقيق عوائد غير عادية بغض النظر عن اشارتها والتي يفترض ان تكون صفرا اذا لم يكن هناك محتوى معلوماتي مؤثراً للإعلان عن التدرج ومن ثم يؤدي الى وجود مشكلة عدم تماثل معلوماتي وهذا يتناقض مع محتوى الفرضية الفرعية رابعاً (لا يوجد أثر لإعلانات تأكيد التدرج الائتماني في عوائد الأسهم). وكذلك تدل على ان استجابة السوق متحيزة مبالغ فيها نتيجة العوائد غير العادية السالبة المتصاعدة قبل الاعلان، وكذلك هناك استجابة بطيئة وليست تامة نتيجة تحقيق عوائد غير عادية متقلبة بعد الإعلان، والذي يشير الى ان السوق المالية غير كفوءة. ويوضح الشكل (3-44) سلوك (CAR وAR) خلال الإعلان عن تأكيد الدرجة الائتمانية لشركة ابو ظبي للتأمين.



الشكل (3-44) سلوك (CAR وAR) خلال الإعلان عن تأكيد الدرجة الائتمانية لشركة ابو ظبي للتأمين

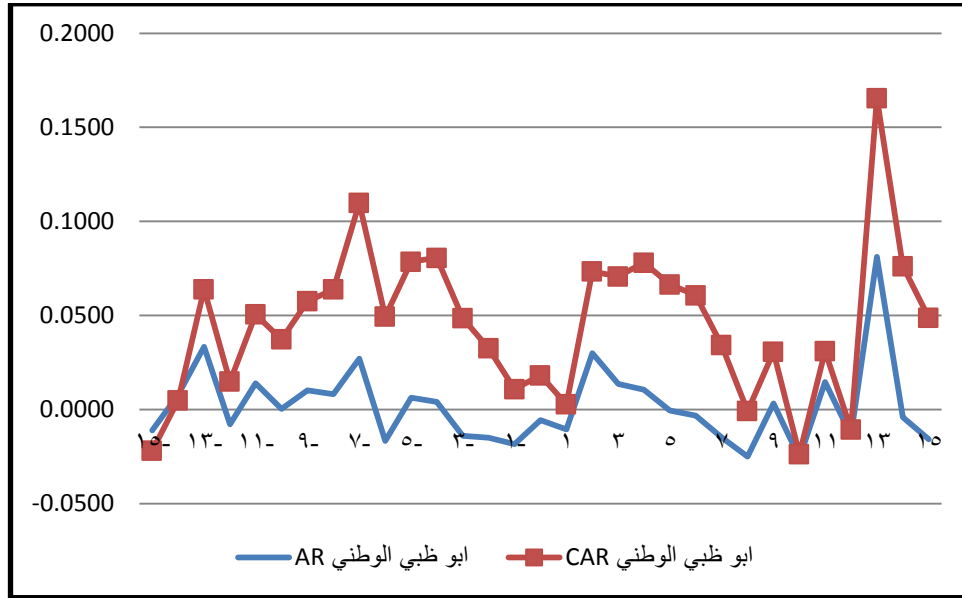
في العمودين (26 و27)، اللذين يمثلان العوائد غير العادية (AR) والعوائد غير العادية المتراكمة (CAR) لسهم (مصرف ابو ظبي الوطني)، حيث تبين ان (AR) يعطي عوائد سالبة لمدة (6) ايام وإيجابيه لمدة (8) ايام قبل الإعلان، في حين أنها كانت سالبة لمدة (9) ايام وموجبة لمدة (6) للمدة بعد الإعلان عن تأكيد تدرج السندات. خلال فترة الحدث كانت (AR) سالبة لمدة (16) يوماً وموجبة لمدة (15) يوماً. التناقض في حركة (AR) سلباً وإيجاباً وارتفاعاً وانخفاضاً قبل وبعد الإعلان يكشف عن أن تحركات عوائد الأسهم متغيرة الاتجاه نتيجة عدم التماثل المعلوماتي بين المستثمرين.

وتبين من العوائد غير العادية (AR) لشركة مصرف ابو ظبي الوطني بأن اعلى عائد غير عادي تحقق في اليوم السابع (-13) للمدة التي تسبق يوم الإعلان حيث بلغ (0.0335) اما اقل عائد غير عادي كان في اليوم الاول (-1) للمدة التي تسبق يوم الإعلان حيث بلغ (-0.0183)، اما

في يوم الإعلان فقد كان العائد غير العادي سالباً وبلغ (-0.0055) ومن المفترض ان يكون العائد في هذا اليوم اعلى ما يمكن، واستمرت العوائد غير العادية (سالبة- موجبة) طوال المدة التي تلت يوم الإعلان وكانت النتائج مرتفعة تارةً وتارةً اخرى منخفضة، حتى استقرت سالبة في المشاهدة الاخيرة لنافذة الحدث عند (-0.0157)، وهذا يدل على ان الانعكاس غير صحيح لأنه من المفترض ان يكون موجباً قبل الإعلان وفي اثنائه وصفرأ بعد الإعلان، وفي ذلك دلالة على عدم كفاءة السوق في الاستجابة للمحتوى المعلوماتي من الإعلان لتأكيد التدرج الائتماني فيما يخص شركة (مصرف ابو ظبي الوطني).

كذلك يتضح من الجدول أن (CAR) كانت موجبة لكافة الايام فيما عدا اليوم الخامس عشر (-15) قبل الإعلان عن تدرج السندات بينما كانت موجبة طيلة الايام للمدة بعد الإعلان الا انها متناقضة حيث ترتفع تارةً وتنخفض تارةً اخرى، وهذا يكشف عن أن السوق كانت تتوقع معلومات ايجابية من وكالات التدرج الائتماني، وتم تضمينها في عوائد الأسهم قبل مدة الحدث، وان استمرار عوائد الأسهم الموجبة بعد فترة الحدث لا يدل على أي معلومات جديدة، مما كان متوقعا ولا ينقل اي اشارات إلى السوق من خلال الإعلان عن تدرج السندات.

كما يلاحظ ان قيم (CAR) كانت سالبة في اليوم (-15)، وتحولت الى موجبة في اليوم (-14) واستمرت موجبة، الا انها متقلبة حيث ترتفع تارةً وتنخفض تارةً، ولكن ولطالما كانت قيم (CAR) ترتفع تارةً وتنخفض تارةً اخرى خلال المدة السابقة ليوم الإعلان نتيجة تحقيق عوائد غير عادية (AR) سالبة تارةً وموجبة تارةً اخرى ففي ذلك استجابة متحيزة من السوق لإعلان تأكيد التدرج لمصرف ابو ظبي الوطني، ومن جانب اخر ولان العوائد غير العادية المتراكمة بعد الإعلان لم تستقر عند (0.0237) وهو العائد غير العادي المتراكم (CAR) يوم الحدث، والمفروض ان تستقر خلال مدة ما بعد الحدث وتكون صفرأ إلا انه يلاحظ انها استمرت موجبة الى نهاية نافذة الحدث، ترتفع تارةً وتنخفض تارةً اخرى نتيجة للعوائد غير العادية الموجبة الغالبة بعد الإعلان لتستقر عند (0.0645) لليوم الاخير من نافذة الحدث، وهذا يدل على استجابة متحيزة من جانب السوق للإعلان، 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 ومن ثم يؤدي الى وجود مشكلة عدم تماثل معلوماتي وهذا يتناقض مع محتوى الفرضية الفرعية رابعاً (لا يوجد أثر لإعلانات تأكيد التدرج الائتماني في عوائد الأسهم). وكذلك تدل على ان استجابة السوق متحيزة نتيجة للعوائد غير العادية المتراكمة التي ترتفع تارةً وتنخفض تارةً اخرى قبل الاعلان ، وكذلك هناك استجابة بطيئة وليست تامة نتيجة تحقيق عوائد غير عادية متقلبة بعد الإعلان وهذا دليل على عدم كفاءة السوق. ويوضح الشكل (3-45) سلوك (AR وCAR) عند الإعلان عن تأكيد الدرجة الائتمانية لمصرف ابو ظبي الوطني



الشكل (3-45) سلوك (CAR و AR) عند الإعلان عن تأكيد الدرجة الائتمانية لمصرف ابو ظبي الوطني

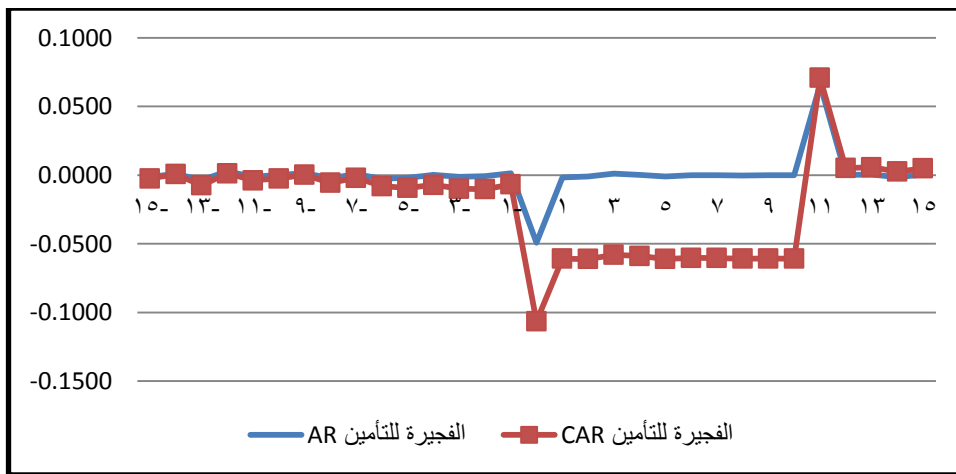
في العمودين (28 و 29) اللذين يمثلان العوائد غير العادية (AR) والعوائد غير العادية المتراكمة (CAR) لسهم (شركة الفجيرة للتأمين)، تبين ان (AR) يعطي عوائد سالبة لمدة (8) ايام وإيجابيه لمدة (7) ايام قبل الإعلان، في حين أنها كانت سالبة لمدة (8) ايام وموجبة لمدة (7) للمدة بعد الإعلان عن تأكيد تدرج السندات. خلال فترة الحدث كانت AR سالبة لمدة (17) يوماً وموجبة لمدة (14) يوماً. كما يلاحظ ان قيم العوائد غير العادية كانت متقاربة جداً وقريبة من الصفر، مما يشير الى ان التوقعات غير مؤثرة في السوق، بالإضافة الى ذلك لوحظ ان هناك استجابة سلبية مبالغ فيها يوم الإعلان، التناقض في حركة (AR) سلباً وإيجاباً وارتفاعاً وانخفاضاً قبل وبعد الإعلان يكشف عن أن تحركات عوائد الأسهم متغيرة الاتجاه نتيجة عدم التماثل المعلوماتي بين المستثمرين

ويتبين من العوائد غير العادية (AR) لأسهم شركة الفجيرة للتأمين بأن اكبر عائد غير عادي تحقق في اليوم الثاني عشر (-12) للمدة التي تسبق يوم الإعلان حيث بلغ (0.0026)، اما اقل عائد غير عادي كان في اليوم الثاني عشر (-13) للمدة التي تسبق يوم الإعلان حيث بلغ (-0.0036) وهو يمثل اعلى خسارة للسهم خلال المدة قبل الحدث، اما في يوم الإعلان فقد كان العائد غير العادي سالباً حيث بلغ (-0.0492)، وهو يمثل استجابة مبالغ فيها للإعلان عن تأكيد الدرجة الائتمانية، وتشير النتيجة الى ان السوق توقع العوائد السالبة لكن لم يتوقع رد الفعل المبالغ فيه ، حيث المفترض ان يكون العائد في هذا اليوم اعلى ما يمكن (اقل خسارة)، واستمرت العوائد غير العادية سالبة طوال المدة التي تلت يوم الإعلان وكانت قيمها قريبة جداً من القيمة يوم الحدث واذا كانت هناك تغيرات فأنها طفيفة جداً لا تكاد تذكر، مع ملاحظة تحقيق عوائد غير عادية مبالغ فيها في اليوم الحادي عشر، مما يشير إلى أن المعلومات الائتمانية الجديدة قد لا تدرج على الفور في عوائد الأسهم، حتى استقرت في المشاهدة الاخيرة لنافذة الحدث عن (-0.0004)، وهذا يدل على ان انعكاس المعلومات في عوائد الأسهم غير صحيح لأنه من المفترض ان يكون موجباً قبل

الإعلان وفي اثنائه وصفرأ بعد الإعلان، وفي ذلك دلالة على عدم كفاءة السوق في الاستجابة للمحتوى المعلوماتي من الإعلان الاولي للتدريج الائتماني فيما يخص شركة الفجيرة للتأمين.

كذلك يتضح من الجدول أن (CAR) سالبة طيلة نافذة الحدث البالغة (31) يوماً وهذا عائد الى العوائد غير العادية السالبة الغالبة. و يكشف عن أن السوق كانت تتوقع معلومات سلبية من وكالات التدريج الائتماني. وتم تضمينها في عوائد الأسهم قبل مدة الحدث، وان التأثير يكاد يكون غير موجود لتقارب قيم العوائد المتراكمة قبل الإعلان ويمكن ان يؤشر حالة استجابة كفوءة من السوق ولكن باتجاه سلبي، 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 الإعلان عن تدريج السندات.

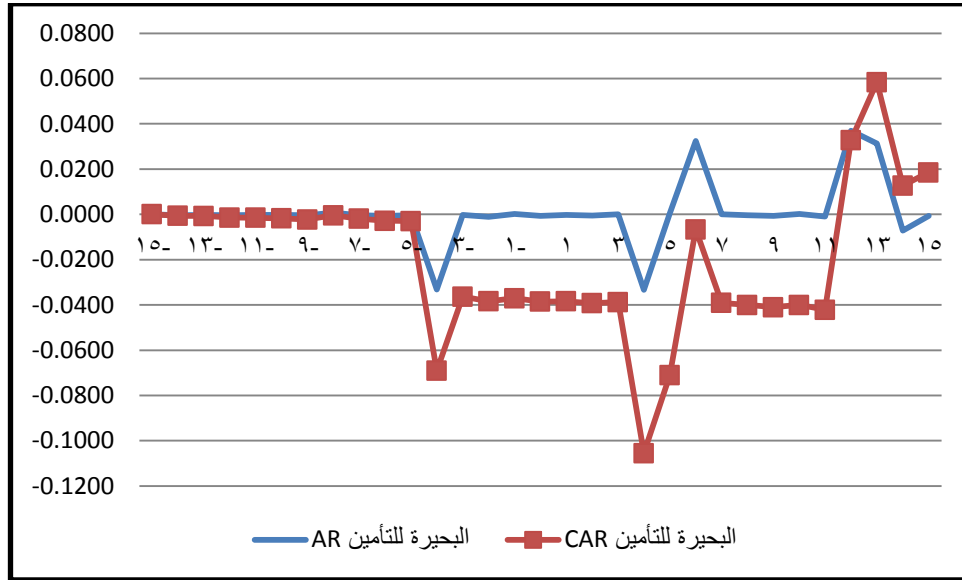
ويلاحظ من الجدول ان قيم (CAR) بدأت سالبة في اليوم (-15) وباقل خسارة ومن ثم بدأت تتصاعد باستمرار لتصل الى (-0.0573) قبل يوم من مدة الحدث، وبذلك فأنها تستمر تصاعدية من حيث الخسارة خلال المدة التي تسبق الإعلان، حيث يدل ذلك على استجابة صحيحة من جانب السوق لإعلان التدريج الائتماني بالاتجاه السالب. ومن جانب اخر ولان العوائد غير العادية المتراكمة بعد الإعلان لم تستقر عند (-0.0573) وهو (CAR) في يوم الإعلان واستمرت سالبة وقريبة جداً من هذه القيمة الى اليوم العاشر بعد الإعلان لتبدأ بالانخفاض، وهذه النتيجة تشير الى ان السوق يتعافى ببطء، وان المعلومات لا تدرج على الفور في عوائد الأسهم، حيث يؤدي هذا الى استجابة متحيزة مبالغ فيها سالبة من جانب السوق للإعلان، وذلك يدل على محتوى معلوماتي مؤثرا والدليل تحقيق عوائد غير عادية بغض النظر عن اشارتها والتي يفترض ان تكون صفرا اذا لم يكن هناك محتوى معلوماتي مؤثراً للإعلان عن التدريج ومن ثم يؤدي الى وجود مشكلة عدم تماثل معلوماتي وهذا يتناقض مع محتوى الفرضية الفرعية رابعاً (لا يوجد أثر لإعلانات تأكيد التدريج الائتماني في عوائد الأسهم). وكذلك تدل على ان استجابة السوق متحيزة ومبالغ فيها نتيجة العوائد غير العادية السالبة قبل الاعلان، وكذلك هناك استجابة بطيئة وليست تامة نتيجة تحقيق عوائد غير عادية سالبة بعد الاعلان. والشكل (3-46) يوضح سلوك (AR و CAR) للإعلان عن تأكيد الدرجة الائتماني لشركة الفجيرة للتأمين.



الشكل (3-46) سلوك (AR و CAR) للإعلان عن تأكيد الدرجة الائتماني لشركة الفجيرة للتأمين.

في العمودين (30 و31)، اللذين يمثلان العوائد غير العادية (AR) والعوائد غير العادية المتراكمة (CAR) لسهم (شركة البحيرة للتأمين)، تبين ان العوائد غير العادية (AR) سالبة طيلة نافذة الحدث البالغة (31) يوماً فيما عدا ثلاثة ايام قبل الاعلان ترتفع تارة وتنخفض تارة اخرى. وتبين من العوائد غير العادية (AR) والعوائد غير العادية المتراكمة (CAR) لأسهم شركة البحيرة للتأمين ثابتة تقريباً للمدة التي تسبق يوم الإعلان، واستمرت كذلك لما بعد الإعلان وهذا دليل على ان العوائد لم تتأثر كثيراً بالمعلومات، نتيجة انخفاض عدم التماثل المعلوماتي، وهذا يدل على ان انعكاس المعلومات في عوائد الأسهم وفي ذلك دلالة على كفاءة السوق في الاستجابة للمحتوى المعلوماتي من الإعلان لتأكيد التدرج الائتماني فيما يخص شركة البحيرة للتأمين.

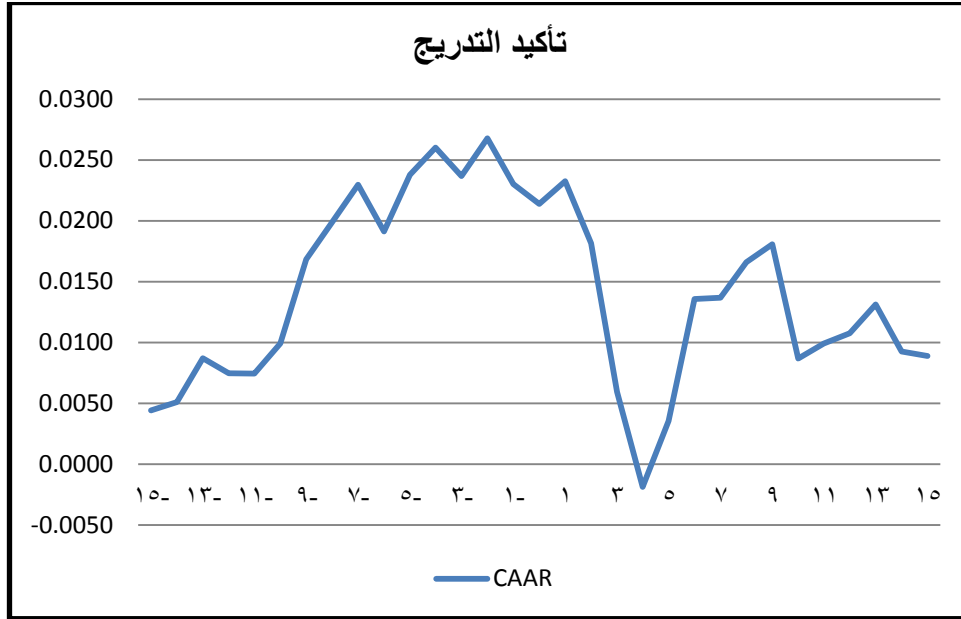
وكذلك يتضح من الجدول أن (CAR) سالبة طيلة نافذة الحدث البالغة (31) يوماً ترتفع تارة وتنخفض تارة اخرى، وهذا عائد الى العوائد غير العادية السالبة، كما يلاحظ ان الارتفاعات والانخفاضات السلبية في العوائد غير العادية متقاربة جداً ولا تشكل فروقات كبيرة مما يشير الى ان عوائد الأسهم لم تتأثر كثيراً بالمعلومات التي ترد الى السوق، وان المعلومات تم تضمينها في عوائد الأسهم قبل مدة الحدث، كما ان استمرار عوائد الأسهم السالبة والمتقاربة جداً بعد فترة الحدث لا يدل على أي معلومات جديدة، مما كان متوقعا ولا ينقل اي اشارات إلى السوق من خلال الإعلان عن تأكيد تدرج السندات، كما لوحظ ان قيم (CAR) بدأت سالبة في اليوم (-15) واستمرت سالبة متصاعدة خلال المدة المتبقية السابقة ليوم الإعلان، نتيجة تحقق عوائد غير عادية (AR) سالبة في أغلبها. وبذلك فأنها تحقق الشرط الاول للكفاءة، حيث تبدأ بقيمة موجبة وتتصاعد لتصل الى قيمتها في يوم الإعلان، وهذا ما تحقق ولكن باستجابة سالبة حيث كان اول يوم للحدث قيمة سالبة وقل خسارة ثم تصاعدت الخسارة لتصل الى يوم الحدث، إلا انها لم تستقر بعد الحدث عند قيمتها في يوم الإعلان وإنما استمرت تتصاعد في قيمها السالبة لتصل الى اعلى خسارة في اخر مشاهدة من ايام الحدث مما ادى الى استجابة مبالغ فيها ومتحيزة من جانب السوق لإعلان تأكيد التدرج. ومن جانب اخر ولان العوائد غير العادية المتراكمة بعد الإعلان لم تستقر عند (-0.0379) وهو (CAR) في يوم الإعلان واستمرت سالبة باستمرار ترتفع تارة وتنخفض تارة اخرى عن هذه القيمة خلال مدة ما بعد الحدث، فإن ذلك يدل على محتوى معلوماتي مؤثرا والدليل تحقيق عوائد غير عادية بغض النظر عن اشارتها والتي يفترض ان تكون صفرا اذا لم يكن هناك محتوى معلوماتي مؤثراً للإعلان عن التدرج ومن ثم يؤدي الى وجود مشكلة عدم تماثل معلوماتي وهذا يتناقض مع محتوى الفرضية الفرعية رابعاً (لا يوجد أثر لإعلانات تأكيد التدرج الائتماني في عوائد الأسهم). وكذلك تدل على ان استجابة السوق متحيزة مبالغ فيها نتيجة العوائد غير العادية السالبة قبل الاعلان ، وكذلك هناك استجابة بطيئة وليست تامة نتيجة تحقيق عوائد غير عادية سالبة بعد الاعلان . والشكل (3-47) يمثل سلوك كل من (AR وCAR) لإعلان تأكيد التدرج الائتماني لشركة البحيرة للتأمين.



الشكل (3-47) سلوك كل من (AR وCAR) لإعلان تأكيد التدرج الائتماني لشركة البحيرة للتأمين

ويظهر العمودان (32 و 33) ، معدل العوائد غير العادية والمتوسطات اليومية للعوائد غير العادية المترجمة للإعلان عن تأكيد التدرج الائتماني، حيث لوحظ ان (AAR) (معدل العائد غير العادي) متقلبة بين الايجابية والسلبية للأيام قبل الإعلان وأنها سالبة لغالبية الأيام التالية للإعلان. ومتوسط العوائد غير العادية التراكمية (CAAR) كانت موجبة لغالبية الايام قبل الإعلان، ترتفع تارة وتنخفض تارة، وكانت سالبة بجميع ايامها بعد الإعلان، وتركزت العوائد السلبية في الايام الاولى البعيدة عن نافذة الحدث قبل الإعلان والعوائد الموجبة استمرت لغاية اليوم الاول قبل الإعلان لتتحول الى سالبة في يوم الحدث وتستمر الى نهاية نافذة الحدث، وعلاوة على ذلك تبدأ قيم متوسط العائد غير العادي التراكمي (CAAR) تنخفض يوم الحدث وتستمر بعد يوم الحدث. كما ان السوق لم يظهر أي مفاجآت لإعلانات تأكيد التدرج الائتماني لسندات الشركات عينة الدراسة. والذي يؤكد ان هناك محتوى معلوماتي مؤثر لإعلانات تأكيد التدرج للشركات عينة الدراسة. حيث تنص فرضية السوق الكفاء انه في حال عدم وجود محتوى معلوماتي مؤثر فإن العوائد غير العادية يجب ان تكون صفراً طوال نافذة الحدث، ومن ثم يظهر ذلك ضمناً وجود مشكلة عدم تماثل معلوماتي بين المستثمرين، وهذا يتعارض مع الفرضية الفرعية الرابعة للدراسة (لا يوجد أثر لإعلانات تأكيد التدرج الائتماني في عوائد الأسهم). ومن جانب اخر لم تظهر المتوسطات اليومية للعوائد غير العادية المترجمة (CAAR) سلوكاً يشير الى الاستجابة الكفوءة من عوائد اسهم الشركات عينة الدراسة لإعلان خفض التدرج الائتماني. حيث ظهرت سالبة في اليوم الخامس عشر (-15) قبل الإعلان، واستمرت تتقلب بين السلب والايجاب الى اليوم الادي عشر (-11)، ومن ثم تتحول الى موجبة الى اليوم الاول قبل الإعلان، كما انها كانت موجبة يوم الإعلان الا انها لم تكن اعلى القيم، ولكنها تحولت الى سالبة في اليوم الاول بعد الإعلان ولتستمر كذلك الى اليوم الاخير من نافذة الحدث، مما يؤكد ان الإعلان لم يكن متطابقاً مع التوقعات، فإن هذا يؤكد الاستجابة البطيئة وغير الكاملة والمتحيزة لعوائد اسهم الشركات للإعلان، ويؤكد ذلك ان سوق ابو ظبي للأوراق المالية هو سوق غير كفء بالشكل النصف قوي في الاستجابة للإعلان عن تأكيد التدرجات الائتمانية وهو يتعارض مع الفرضية الرئيسة الثالثة التي

تنص على(ان سوق ابو ظبي للأوراق المالية كفاءة بالشكل النصف قوي في الاستجابة للمحتوى المعلوماتي لإعلان التدرج الائتماني).



الشكل(3-48)متوسط العائد غير العادي المتراكم لأسهم الشركات عند الإعلان عن تأكيد التدرج الائتماني

ومن جانب اخر يعرض الجدول (3-15) اعلاه مقارنة بين متوسطات العوائد غير العادية المتراكمة للشركات عينة البحث وفقاً لأستجابة الصناعات المختلفة عند الإعلان عن تأكيد التدرج الائتماني للسندات، حيث يلاحظ ان قيم (CAAR) لصناعة المصارف والعقارات والطاقة عوائد عالية وايجابية، حيث لوحظ ان متوسط العوائد غير العادية المتراكمة لقطاع المصارف والطاقة يتصاعد منذ اليوم الخامس عشر قبل الإعلان ولغاية اليوم الاول قبل الإعلان مع انخفاضات طفيفة غير مؤثرة، وتشير هذه النتيجة الى استجابة كفاءة من السوق لإعلان تأكيد الدرجة الائتمانية، الا انها لم تحقق الشرط الثاني بالنسبة للمصارف وتحقق لقطاع الطاقة، الذي يتطلب ان تكون قيمتها اعلى ما يكون يوم الحدث، وكذلك الشرط الثالث ان تستقر قيمتها في الايام بعد الإعلان وتكون صفر حيث كانت تنخفض باستمرار بعد الإعلان وترتفع تارة وتنخفض تارة اخرى بالنسبة لقطاع المصارف، وهذا مع ملاحظة ان قطاع الطاقة يحقق شرطي الكفاءة الاول والثاني وهو ان تبدأ القيم موجبة وتستمر بالتصاعد لتكون اعلى قيمها في يوم الحدث وصفرية بعد الإعلان وهو الشرط الذي لم يتحقق، لذلك على المستثمرين القيام ببيع الاسهم نتيجة توقع انخفاض العوائد بعد الإعلان، على ان يعاد شراءها بعد الإعلان والذي سبب الارتفاع المتصاعد في العوائد الايجابية للسهم خاصة لسهم الطاقة، بينما يلاحظ ان قطاع التأمين حقق متوسط عوائد متراكم سالباً متقلباً يرتفع تارة وينخفض تارة اخرى لغاية نافذة الحدث، وفيما يخص قطاع الاتصالات فإنه يلاحظ انها تبدأ سالبة في الايام البعيدة عن يوم الإعلان، ولتتحول الى متوسط عوائد متراكم موجب كلما اقتربنا من يوم الإعلان مع ارتفاع وانخفاض في العائد المتوقع، وتستمر الى اليوم الثالث بعد الإعلان، ولتتحول الى سلبية تستمر الى نهاية نافذة الحدث مما يؤثر تأثير سلبي للإعلان على متوسط العوائد غير العادية المتراكمة.

جدول (3-15)

متوسطات العوائد الغير عادية اليومية المتراكمة (CAAR) وفقاً للصناعات عند الإعلان عن تأكيد التدرج

العقارات	الاتصالات	الطاقة والصناعة	التأمين	المصارف	الصناعة
CAAR	CAAR	CAAR	CAAR	CAAR	نافذة الحدث
0.0145	-0.0066	0.0068	-0.0007	0.0059	-15
0.0066	-0.0040	0.0030	-0.0006	0.0087	-14
0.0507	-0.0110	0.0102	-0.0035	0.0101	-13
0.0242	-0.0149	0.0125	-0.0028	0.0107	-12
0.0072	-0.0109	0.0184	-0.0034	0.0111	-11
0.0306	-0.0027	0.0195	-0.0036	0.0116	-10
0.0533	0.0133	0.0367	-0.0035	0.0154	-9
0.0480	0.0161	0.0264	-0.0040	0.0242	-8
0.0320	0.0294	0.0291	-0.0037	0.0295	-7
0.0632	0.0234	0.0153	-0.0048	0.0230	-6
0.1014	0.0115	0.0179	-0.0060	0.0282	-5
0.0780	0.0121	0.0253	-0.0173	0.0376	-4
0.1059	0.0111	0.0366	-0.0157	0.0265	-3
0.1325	0.0196	0.0398	-0.0077	0.0241	-2
0.1022	0.0253	0.0378	-0.0077	0.0207	-1
0.1604	0.0290	0.0489	-0.0245	0.0134	0
0.1583	0.0047	0.0387	-0.0204	0.0207	1
0.1059	0.0006	0.0284	-0.0224	0.0220	2
0.0121	-0.0085	0.0417	-0.0276	0.0106	3
0.0221	-0.0161	0.0429	-0.0384	-0.0006	4
0.0942	-0.0166	0.0384	-0.0363	0.0010	5
0.1821	-0.0174	0.0450	-0.0255	0.0032	6
0.1908	-0.0217	0.0283	-0.0260	0.0072	7
0.2483	-0.0252	0.0337	-0.0263	0.0046	8
0.2075	-0.0284	0.0376	-0.0294	0.0131	9
0.1513	-0.0309	0.0370	-0.0337	0.0046	10
0.1551	-0.0319	0.0451	-0.0121	-0.0036	11
0.1341	-0.0323	0.0395	0.0005	-0.0026	12
0.1247	-0.0269	0.0336	0.0117	-0.0004	13
0.1098	-0.0247	0.0261	0.0076	-0.0027	14
0.1245	-0.0228	0.0342	0.0073	-0.0073	15

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

وتبين الاحصاءات الوصفية الظاهرة في الجدول (3-16) ان قيم (CAAR) تختلف اختلافاً كبيراً بين القطاعات الصناعية المختلفة عينة الدراسة حيث ظهر قيم الوسط موجبة لكل من الصناعة المصرفية والطاقة والاتصالات، بينما كانت سالبة لكل من التأمين والعقارات وكذلك الوسيط، بينما كان قطاع العقارات اكثر تقلباً ومخاطرة في قيمه (انحرافات في القيم عن وسطها الحسابي)، ومن ثم يشير ذلك الى ان هناك فروقات معنوية بين الصناعات في الاستجابة للإعلان، والذي يتفق مع مبدأ عدم التماثل المعلوماتي. وان هناك اثراً عن تأكيد التدرج في عوائد الأسهم،

الذي يتعارض مع الفرضية الفرعية رابعاً (لا يوجد أثر لإعلانات تأكيد التدرج الائتماني في عوائد الأسهم يؤدي الى تحقيق عوائد غير عادية)، كما يظهر اختبار (T) ان العائدات المتحققة للأسهم تختلف عن الصفر الذي يشير الى ان هناك اثراً للإعلان في عوائد الأسهم، كما يؤكد وجود فروقات في الاستجابة بين الصناعات المختلفة للإعلان والذي يتعارض مع الفرضية الرئيسية ثانياً التي تشير الى عدم وجود اختلافات بين الصناعات في الاستجابة الى اعلان تأكيد الدرجة الائتمانية .

جدول (3-16)

الاحصاءات الوصفية لعائدات الأسهم عند الإعلان عن التدرج الاولي للسندات حسب الصناعات

العقارات	الاتصالات	الطاقة والصناعة	التأمين	المصارف	
average	-0.0051	0.0301	-0.0123	0.0119	0.0979
median	-0.0085	0.0337	-0.0077	0.0107	0.1022
std. deviation	0.0193	0.0119	0.0135	0.0112	0.0643
Varians	0.00037	0.00014	0.00018	0.00012	0.00413
max	0.0294	0.0489	0.0117	0.0376	0.2483
min	-0.0323	0.0030	-0.0384	-0.0073	0.0066
T.TEST	-1.3442	13.8969	-4.9907	5.8653	0.5657

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

المبحث الخامس

اختبار المحتوى المعلوماتي لإعلانات الأدرج على قائمة المراقبة

الائتمانية في عوائد الأسهم

تقوم وكالات التدرج الائتماني بأدرج السندات المصدرة من قبل الشركات على قائمة المراقبة قبل الإعلان عن تغيير التدرج الائتماني لها، والهدف من ذلك دراسة اثار ونتائج احداث منفصلة للشركة يمكن ان تؤثر على قرار التقييم، مثل الإعلان عن اندماج، او شراء حصة في شركة اخرى او اعلان نتائج مالية، وقد يكون الادراج على قائمة المراقبة يرافقها اعلان عن احتمال خفض الدرجة او ترفيتها او يكون الاتجاه المستقبلي غير مؤكد، ومن ثم فإن القرار المحتمل اتخاذه من قبل المستثمر يرتبط بالتوقعات المستقبلية التي ترافق الإعلان، حيث يترافق احتمال الترقية مع توقعات ايجابية من قبل المستثمرين ومن ثم يؤدي ذلك الى سلوك ايجابي من عوائد اسهم الشركات، وعلى العكس من ذلك قد يرافق الادراج على قائمة المراقبة احتمال خفض التدرج، مما يشير الى توقعات سلبية تؤثر باتجاه سلبي في عوائد الأسهم والعوائد المتوقع تحقيقها.

سيتم في هذا الجزء النظر في تأثيرات الادراج على قائمة المراقبة مع احتمال خفض الدرجة الائتمانية.

واستناداً الى نوع الإعلان فإن الشركات التي قامت وكالات التدرج بأدراجها على قائمة المراقبة الائتمانية مع احتمال خفض الدرجة كانت (6) شركات، وكان عدد الإعلانات الصادرة عن وكالات التدرج (23) اعلان، من مجموع الإعلانات البالغة (158) اعلان، وكما موضحة في الجدول (3-17).

جدول (3-17)

الشركات التي تم الإعلان عن ادراج سنداتها على قائمة المراقبة وعدد الإعلانات لكل شركة خلال مدة الدراسة

ت	الشركة	ادراج على قائمة المراقبة مع احتمال خفض الدرجة
1	مصرف أبو ظبي التجاري	5
2	المصرف العربي المتحد	3
3	شركة دانا غاز	2
4	شركة الدار العقارية	6
5	مؤسسة الإمارات للاتصالات	6
6	شركة البحيرة الوطنية للتأمين	1
	المجموع	23

المصدر: من اعداد الباحث اعتماداً على تقارير وكالة (Moody's)

وبعد حساب العوائد الفعلية (R) والعوائد المتوقعة (ER) باستخدام نموذج تسعير الموجودات الرأسمالية والعوائد غير العادية اليومية (AR) للسهم من خلال الفرق بين العوائد الفعلية والعوائد

المتوقعة تكون لدينا الجدول (3-18)، الذي يتضمن العوائد غير العادية والعوائد غير العادية المتراكمة ومتوسط العوائد اليومية غير العادية المتراكمة لإعلانات التدرج الائتماني الأولي للشركات المشار إليها في الجدول(3-17) ولمدة (15) يوماً قبل الإعلان عن الحدث(الادراج على قائمة المراقبة) ويوم الإعلان (اليوم 0) و(15) يوماً بعد الحدث.

جدول(3-18)

(CAAR,AAR,CAR,AR) للشركات عينة الدراسة عن اعلان ادراج الشركات على قائمة المراقبة

الدار العقارية		المصرف العربي المتحد		دانا كاز		مصرف ابو ظبي التجاري		اسم الشركة
(9)CAR	(8)AR	(7)CAR	(6)AR	(5)CAR	(4)AR	(3)CAR	(2)AR	نافذة الحدث(1)
-0.0250	-0.0250	-0.0040	-0.0040	-0.0626	-0.0626	0.0109	0.0109	-15
-0.0457	-0.0207	-0.0563	-0.0523	-0.1163	-0.0537	0.0070	-0.0038	-14
-0.0687	-0.0229	-0.0560	0.0003	-0.1378	-0.0215	0.0257	0.0186	-13
-0.0915	-0.0228	-0.0572	-0.0012	-0.1634	-0.0256	0.0371	0.0115	-12
-0.1063	-0.0148	-0.0380	0.0192	-0.1222	0.0412	0.0468	0.0097	-11
-0.1134	-0.0072	-0.0378	0.0002	-0.0842	0.0379	0.0669	0.0201	-10
-0.1200	-0.0066	-0.0371	0.0007	-0.1042	-0.0200	0.0436	-0.0234	-9
-0.1320	-0.0120	-0.0501	-0.0130	-0.1814	-0.0772	0.0075	-0.0361	-8
-0.1457	-0.0137	-0.0477	0.0024	-0.1771	0.0043	-0.0300	-0.0375	-7
-0.1678	-0.0221	-0.0478	-0.0001	-0.1371	0.0400	-0.0410	-0.0110	-6
-0.1872	-0.0193	-0.0470	0.0008	-0.1003	0.0368	-0.0261	0.0149	-5
-0.2111	-0.0240	-0.0473	-0.0003	-0.1417	-0.0414	-0.0233	0.0029	-4
-0.2458	-0.0346	-0.0962	-0.0489	-0.1306	0.0110	-0.0078	0.0155	-3
-0.2768	-0.0310	-0.1103	-0.0141	-0.1304	0.0003	0.0089	0.0166	-2
-0.2990	-0.0222	-0.1081	0.0022	-0.1402	-0.0098	0.0264	0.0175	-1
-0.3087	-0.0097	-0.1095	-0.0013	-0.1324	0.0078	0.0380	0.0116	0
-0.3121	-0.0034	-0.1107	-0.0013	-0.1078	0.0246	0.0505	0.0125	1
-0.3059	0.0062	-0.1132	-0.0025	-0.1223	-0.0145	0.0559	0.0055	2
-0.2985	0.0073	-0.1145	-0.0013	-0.1069	0.0155	0.0460	-0.0099	3
-0.2999	-0.0014	-0.1148	-0.0003	-0.0958	0.0110	0.0465	0.0005	4
-0.3053	-0.0054	-0.1154	-0.0006	-0.0861	0.0097	0.0463	-0.0002	5
-0.3084	-0.0031	-0.1168	-0.0014	-0.0734	0.0127	0.0179	-0.0283	6
-0.3088	-0.0004	-0.1124	0.0043	-0.0533	0.0201	0.0075	-0.0105	7
-0.3112	-0.0024	-0.1145	-0.0021	-0.0574	-0.0041	0.0150	0.0076	8
-0.3200	-0.0088	-0.1149	-0.0004	-0.0874	-0.0300	0.0055	-0.0096	9
-0.3424	-0.0224	-0.1133	0.0016	-0.1166	-0.0292	0.0001	-0.0054	10
-0.3554	-0.0130	-0.1102	0.0032	-0.1475	-0.0309	-0.0038	-0.0039	11
-0.3580	-0.0026	-0.0612	0.0489	-0.1923	-0.0448	-0.0158	-0.0120	12
-0.3685	-0.0105	-0.0618	-0.0006	-0.1779	0.0144	-0.0093	0.0065	13
-0.3725	-0.0040	-0.0635	-0.0017	-0.1298	0.0480	-0.0065	0.0028	14
-0.3699	0.0026	-0.0633	0.0001	-0.1306	-0.0008	-0.0215	-0.0151	15

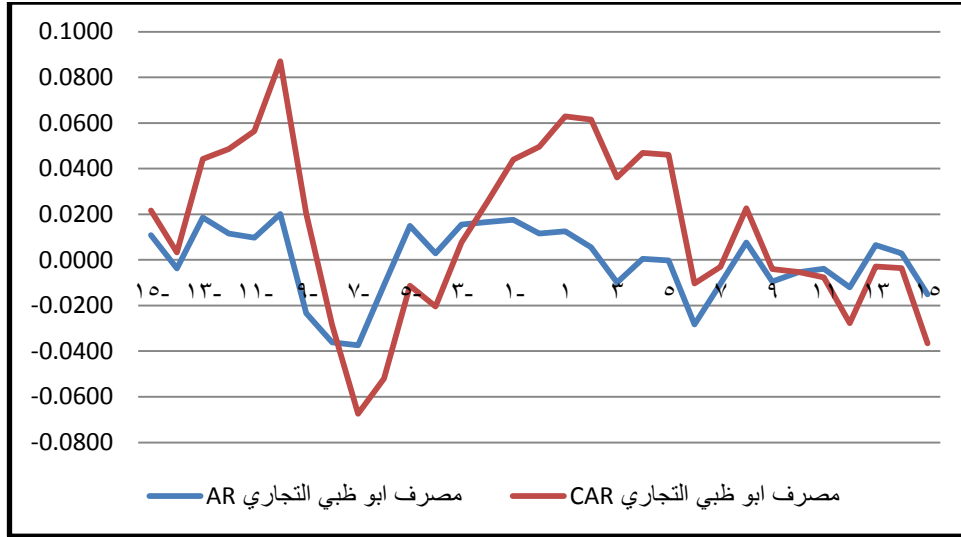
		البحيرة للتأمين		مجموعة الاتصالات		الشركة
(15)CAAR	(14)AAR	(13)CAR	(12)AR	(11)CAR	(10)AR	نافذة الحدث
-0.0130	-0.0130	0.0002	0.0002	0.0026	0.0026	-15
-0.0350	-0.0220	0.0001	-0.0001	0.0013	-0.0014	-14
-0.0390	-0.0040	-0.0003	-0.0004	0.0032	0.0020	-13
-0.0446	-0.0056	-0.0007	-0.0004	0.0078	0.0046	-12
-0.0361	0.0085	-0.0009	-0.0002	0.0037	-0.0041	-11
-0.0292	0.0070	-0.0011	-0.0002	-0.0053	-0.0090	-10
-0.0362	-0.0070	-0.0012	-0.0001	0.0021	0.0074	-9
-0.0582	-0.0220	-0.0013	-0.0001	0.0083	0.0063	-8
-0.0657	-0.0076	-0.0014	-0.0001	0.0074	-0.0009	-7
-0.0631	0.0026	-0.0013	0.0001	0.0163	0.0089	-6
-0.0618	0.0013	-0.0014	-0.0001	-0.0088	-0.0251	-5
-0.0706	-0.0088	-0.0016	-0.0002	0.0012	0.0101	-4
-0.0822	-0.0115	-0.0019	-0.0002	-0.0108	-0.0120	-3
-0.0866	-0.0045	-0.0023	-0.0004	-0.0090	0.0018	-2
-0.0897	-0.0031	-0.0026	-0.0004	-0.0147	-0.0057	-1
-0.0895	0.0002	-0.0021	0.0005	-0.0226	-0.0078	0
-0.0847	0.0048	-0.0026	-0.0005	-0.0258	-0.0032	1
-0.0861	-0.0014	-0.0031	-0.0006	-0.0282	-0.0024	2
-0.0801	0.0060	-0.0036	-0.0005	-0.0033	0.0248	3
-0.0795	0.0006	-0.0046	-0.0009	-0.0085	-0.0051	4
-0.0959	-0.0164	-0.1041	-0.0995	-0.0110	-0.0025	5
-0.1007	-0.0047	-0.1039	0.0002	-0.0196	-0.0086	6
-0.0990	0.0016	-0.1040	-0.0001	-0.0232	-0.0036	7
-0.1029	-0.0039	-0.1042	-0.0003	-0.0451	-0.0219	8
-0.1090	-0.0061	-0.1049	-0.0007	-0.0324	0.0127	9
-0.1184	-0.0093	-0.1051	-0.0002	-0.0329	-0.0005	10
-0.1283	-0.0099	-0.1052	-0.0001	-0.0477	-0.0149	11
-0.1301	-0.0018	-0.1054	-0.0001	-0.0482	-0.0005	12
-0.1283	0.0019	-0.1050	0.0004	-0.0473	0.0009	13
-0.1199	0.0084	-0.1052	-0.0003	-0.0416	0.0057	14
-0.1219	-0.0020	-0.1050	0.0002	-0.0409	0.0007	15

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

في العمودين (2 و3)، اللذين يمثلان العوائد غير العادية (AR) والعوائد غير العادية المتراكمة (CAR) لسهم (شركة مصرف ابو ظبي التجاري)، تبين ان (AR) يعطي عوائد سالبة لمدة (5) ايام وإيجابيه لمدة (10) ايام قبل الإعلان عن الادراج على قائمة المراقبة مع احتمال خفض الدرجة، في حين أنها سالبة لمدة (9) يوم وموجبة لمدة (6) يوم بعد الإعلان. خلال فترة الحدث كانت (AR) سالبة لمدة (14) يوماً وموجبة لمدة (17) يوماً. التناقض في حركة (AR) سلباً وإيجاباً، يكشف عن أن تحركات عوائد الأسهم متغيرة الاتجاه نتيجة عدم التماثل المعلوماتي بين المستثمرين. وتبين من جدول العوائد غير العادية (AR) لسهم مصرف ابو ظبي التجاري، بأن اعلى عائد غير عادي تحقق في اليوم الثالث عشر (13) للمدة التي تسبق يوم الإعلان حيث بلغ (0.0186)، بينما اقل عائد غير عادي كان في اليوم السابع (-7) للمدة التي تسبق يوم الإعلان حيث بلغ (-0.0375)، اما في يوم الإعلان فقد كان العائد غير العادي موجباً وبلغ (0.0116)، ومن المفترض ان يكون العائد في هذا اليوم اعلى ما يمكن نتيجة انخفاض عدم التماثل المعلوماتي بين المستثمرين، واستمرت العوائد غير العادية سالبة تارةً وموجبة تارةً اخرى، مرتفعة مرةً ومنخفضة مرةً اخرى طوال المدة التي تلت يوم الإعلان، حتى استقرت سالبة في المشاهدة الاخيرة لنافذة الحدث عند (-0.0151)، وهذا يعني ان الانعكاس غير صحيح لأنه من المفترض ان يكون موجبا قبل الإعلان وفي اثنائه وصفرأ بعد الإعلان، وفي ذلك دلالة على عدم كفاءة السوق في الاستجابة للمحتوى المعلوماتي من الإعلان الاولي للتدريج الائتماني فيما يخص مصرف ابو ظبي التجاري.

كذلك يتضح من الجدول أن (CAR) سالبة لمدة (5) ايام وموجبة لمدة (10) ايام للمدة قبل الإعلان عن الحدث، وكانت سالبة لمدة (5) وموجبة لمدة (10) يوماً للمدة بعد الحدث، التناقض في حركة العائد غير العادي المتراكم سلباً وإيجاباً قبل الحدث يكشف عن ان المعلومات التي ترد الى السوق من وكالات التدريج الائتماني متقلبة، وتم تضمينها في عوائد الأسهم قبل مدة الحدث، وان استمرار عوائد الأسهم الموجبة بعد فترة الحدث لا يدل على أي معلومات جديدة، مما كان متوقعا ولا ينقل اي اشارات إلى السوق من خلال الإعلان. كما انه يدل على استجابة متحيزة للمعلومات الجديدة، وهو ما يتناقض مع التوقعات من ان الادراج على قائمة المراقبة يؤثر سلباً في عوائد الأسهم ويؤدي الى تحقيق عوائد غير عادية متراكمة سالبة، كما يلاحظ ان قيم (CAR) بدأت موجبة في اليوم (-15) واستمرت الى اليوم (-8) ترتفع تارةً وتنخفض تارةً اخرى، وتحولت في اليوم (-7) الى سالبة متقلبة من حيث الارتفاع والانخفاض الى اليوم (-3)، لتعود موجبة وتستمر الى يوم الإعلان، مما يشير الى استجابة كفوءة في يوم الإعلان حيث كانت قيمتها موجبة وبلغت (0.0380)، والمفروض ان تستقر خلال مدة ما بعد الحدث وتكون صفرأ إلا انه يلاحظ انها استمرت موجبة الى اليوم العاشر بعد الإعلان ترتفع تارةً وتنخفض تارةً اخرى، لتتحول في اليوم الحادي عشر الى سالبة وتستمر الى اليوم الاخير من نافذة الحدث، حيث استقرت سالبة عند قيمة (-0.0215)، ويشير هذا الى استجابة متحيزة من جانب السوق الى الإعلان عن الادراج على قائمة المراقبة، ومن جانب اخر وطالما ان العوائد غير العادية المتراكمة لم تستقر عند (0.0380) وهو (CAR) يوم الحدث، والذي يدل على محتوى معلوماتي مؤثرا والدليل تحقيق عوائد غير عادية بغض النظر عن اشارتها والتي يفترض ان تكون صفرا اذا لم يكن هناك محتوى معلوماتي مؤثراً للإعلان عن التدريج ومن ثم يؤدي الى وجود مشكلة عدم تماثل معلوماتي وهذا يتناقض مع

محتوى الفرضية الفرعية خامساً (لا يوجد أثر لإعلانات ادراج سندات الشركات على قائمة المراقبة الائتمانية في عوائد اسهم الشركة). وكذلك تدل على ان استجابة السوق متحيزة نتيجة العوائد غير العادية المتراكمة السالبة والموجبة قبل الاعلان ، فضلاً عن استجابة بطيئة وليست تامة نتيجة تحقيق عوائد غير عادية متقلبة بعد الإعلان وهذا دليل على عدم كفاءة السوق. ويوضح الشكل (3-49) سلوك كل من (AR وCAR) عند الإعلان عن ادراج شركة مصرف ابو ظبي التجاري في قائمة المراقبة مع احتمال خفض الدرجة الائتمانية.

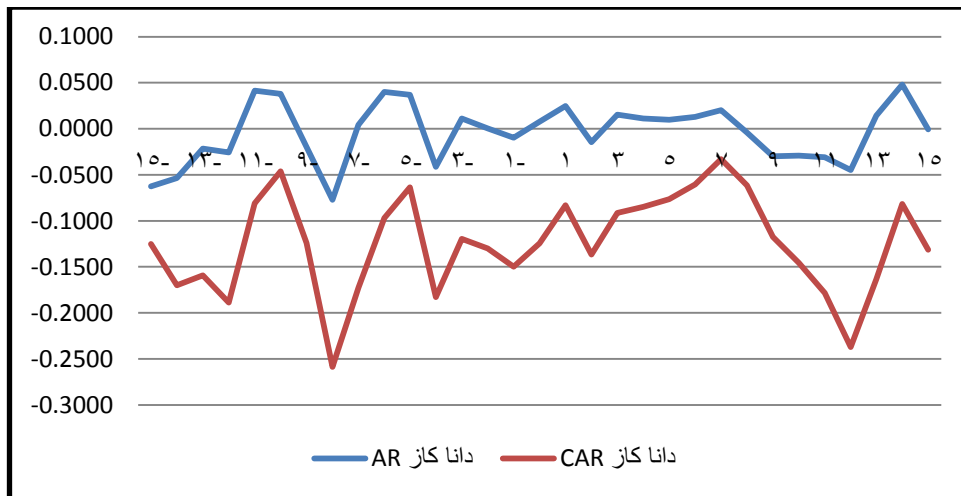


الشكل (3-49) سلوك كل من (AR وCAR) عند الإعلان عن ادراج شركة مصرف ابو ظبي التجاري في قائمة المراقبة مع احتمال خفض الدرجة الائتمانية

وفي العمودين (5 و4)، اللذين يمثلان العوائد غير العادية (AR) والعوائد غير العادية المتراكمة (CAR) لسهم (دانا كاز)، حيث تبين ان (AR) يعطي عوائد سالبة لمدة (8) ايام وإيجابيه لمدة (7) يوماً قبل الإعلان عن ادراج الشركة على قائمة المراقبة، في حين أنها سالبة لمدة (7) ايام وموجبة لمدة (8) ايام بعد الإعلان. خلال فترة الحدث كانت (AR) سالبة لمدة (15) يوماً وموجبة لمدة (16) يوماً. التناقض في حركة (AR) سلباً وإيجاباً بعد الإعلان يكشف عن أن تحركات عوائد الأسهم متغيرة الاتجاه نتيجة عدم التماثل المعلوماتي بين المستثمرين، وتبين من العوائد غير العادية (AR) لشركة (دانا كاز) بأن أكبر عائد غير عادي تحقق في اليوم الحادي عشر (11) للمدة التي تسبق يوم الإعلان حيث بلغ (0.0412)، اما اقل عائد غير عادي كان في اليوم الثامن (-8) للمدة التي تسبق يوم الإعلان حيث بلغ (-0.0772)، بينما في يوم الإعلان كان العائد غير العادي موجباً وبلغ (0.0078)، وهو يمثل استجابة كفاءة للإعلان بعد ان كان العائد غير العادي سالباً في اليوم الاول قبل الإعلان، الا انه من المفترض ان يكون العائد في هذا اليوم اعلى ما يمكن، نتيجة انخفاض عدم التماثل المعلوماتي، واستمرت العوائد غير العادية موجبة تارة وتنخفض تارة اخرى ترتفع تارة وتنخفض تارة اخرى، حيث استقرت في المشاهدة الاخيرة لناذة الحدث سالبة عند قيمة (0.0008)، وهذا يدل على ان الانعكاس غير صحيح لأنه من المفترض ان يكون موجباً قبل الإعلان وفي اثنائه وصفرأ بعد الإعلان، وفي ذلك دلالة على عدم كفاءة السوق في الاستجابة للمحتوى المعلوماتي من الإعلان عن ادراج الشركة على قائمة المراقبة مع احتمال خفض الدرجة الائتمانية فيما يخص شركة دانا كاز.

كذلك يتضح من الجدول أن (CAR) كانت سالبة لكافة ايام نافذة الحدث. وذلك يعود الى العوائد غير العادية السالبة التي تغلب على مدة نافذة الحدث، الذي يكشف عن أن السوق كان يتوقع معلومات سلبية، كما ان التوقعات التي ترد الى السوق من وكالات التدرج الائتماني تم تضمينها في عوائد 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 الإعلان عن خفض تدرج السندات. وان هذا يدل على استجابة متحيزة للمعلومات الجديدة، وهو يتطابق مع التوقعات من ان الادراج على قائمة المراقبة مع احتمال خفض الدرجة الائتمانية يؤثر سلباً في عوائد الأسهم ويؤدي الى تحقيق عوائد غير عادية متراكمة سالبة.

وتبين من الجدول ان قيم (CAR) بدأت سالبة في اليوم(-15) واستمرت ترتفع تارة وتنخفض تارة اخرى الى اليوم الاخير من نافذة الحدث قبل الإعلان، كما ان قيمتها يوم الحدث كانت سالبة، ومن جانب اخر ولأن العوائد غير العادية المتراكمة بعد الإعلان لم تستقر عند (-0.1324) وهو (CAR) يوم الحدث، والمفروض ان تستقر خلال مدة ما بعد الحدث وتكون صفراً إلا انه يلاحظ انها استمرت سالبة ترتفع تارة وتنخفض تارة اخرى، لتستقر سالبة عند (-0.1306) لليوم الاخير من نافذة الحدث وهذا يدل على استجابة متحيزة من جانب السوق للإعلان، والذي يدل على محتوى معلوماتي مؤثرا والدليل تحقيق عوائد غير عادية بغض النظر عن اشارتها والتي يفترض ان تكون صفرا اذا لم يكن هناك محتوى معلوماتي مؤثراً للإعلان عن التدرج ومن ثم يؤدي الى وجود مشكلة عدم تماثل معلوماتي وهذا يتناقض مع محتوى الفرضية الفرعية خامساً(لا يوجد أثر لإعلانات ادراج سندات الشركات على قائمة المراقبة الائتمانية في عوائد اسهم الشركة يؤدي الى تحقيق عوائد غير عادية). وكذلك تدل على ان استجابة متحيزة نتيجة العوائد غير العادية المتراكمة السالبة المستمرة قبل الاعلان ، بالإضافة الى استجابة بطيئة وليست تامة نتيجة تحقيق عوائد غير عادية متقلبة بعد الإعلان وهذا دليل على عدم كفاءة السوق في الاستجابة لإعلانات الادراج على قائمة المراقبة الائتمانية. ويوضح الشكل (3-50) سلوك كل من العوائد غير العادية والعوائد غير العادية المتراكمة عن الإعلان عن الادراج على قائمة المراقبة مع احتمال خفض الدرجة الائتمانية لشركة دانا كاز.

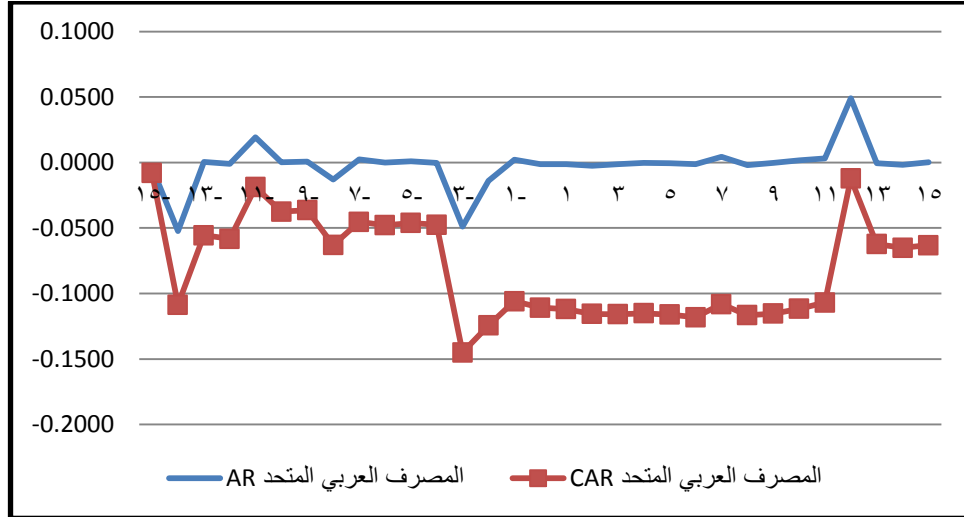


الشكل(3-50)سلوك كل من(CARوAR)عن الإعلان عن الادراج على قائمة المراقبة مع احتمال خفض الدرجة الائتمانية لشركة دانا كاز

وفي العمودين (6و7)، اللذين يمثلان العوائد غير العادية (AR) والعوائد غير العادية المتراكمة (CAR) لسهم (شركة المصرف العربي المتحد)، تبين ان (AR) يعطي عوائد سالبة لمدة (8) ايام وإيجابيه لمدة (7) يوماً قبل الإعلان عن ادراج الشركة على قائمة المراقبة مع احتمال خفض التدرج الائتماني، في حين أنها سالبة لمدة (10) ايام وموجبة لمدة (5) ايام بعد الإعلان. خلال فترة الحدث كانت AR سالبة لمدة (19) يوماً وموجبة لمدة (12) يوماً، التناقض في حركة (AR) سلباً وإيجاباً قبل وبعد الإعلان يكشف عن أن تحركات عوائد الأسهم متغيرة الاتجاه نتيجة عدم التماثل المعلوماتي بين المستثمرين، وتبين من العوائد غير العادية (AR) لشركة المصرف العربي المتحد بأن اكبر عائد غير عادي تحقق في اليوم الحادي عشر (11) للمدة التي تسبق يوم الإعلان حيث بلغ (0.0192)، اما اقل عائد غير عادي كان في اليوم الثالث (-14) للمدة التي تسبق يوم الإعلان حيث بلغ (-0.0523)، وفي يوم الإعلان كان العائد غير العادي سالباً وبلغ (-0.0013)، ومن المفترض ان يكون العائد في هذا اليوم اعلى ما يمكن، نتيجة انخفاض عدم التماثل المعلوماتي. واستمرت العوائد غير العادية تارةً سالبة وتارةً موجبة طوال المدة التي تلت يوم الإعلان، حتى استقرت موجبة في المشاهدة الاخيرة لنافذة الحدث عند (0.0001)، وهذا يدل على انعكاس غير صحيح في عوائد الأسهم لأنه من المفترض ان يكون موجباً قبل الإعلان وفي اثنائه وصفرأ بعد الإعلان، وفي ذلك دلالة على عدم كفاءة السوق في الاستجابة للمحتوى المعلوماتي من الإعلان الاولي للتدرج الائتماني فيما يخص شركة المصرف العربي المتحد.

كذلك يتضح من الجدول أن (CAR) كانت سالبة طيلة مدة نافذة الحدث البالغة (31) يوماً. وذلك يعود الى قيم العوائد السالبة غير العادية المرتفعة التي تغلب على مدة نافذة الحدث، وهذا يكشف عن أن السوق كان يتوقع معلومات سلبية من وكالات التدرج الائتماني وتم تضمينها في عوائد الأسهم قبل مدة الحدث. وبعد ذلك يظل ثابتاً ومستقراً عند قيمته في يوم الإعلان الى اخر يوم في نافذة الحدث، كما يلاحظ من الجدول ان قيم (CAR) بدأت سالبة في اليوم (-15) واستمرت كذلك طيلة نافذة الحدث ترتفع تارةً وتنخفض تارةً اخرى، ومن جانب اخر ولطالما كانت قيم (CAR) سالبة ترتفع تارةً وتنخفض تارةً اخرى خلال المدة السابقة ليوم الإعلان نتيجة تحقيق عوائد غير عادية (AR) سالبة تارةً وموجبة تارةً اخرى ففي ذلك استجابة متحيزة من السوق لإعلان الادراج على قائمة المراقبة الائتمانية لشركة المصرف العربي المتحد، ومن جانب اخر ولان العوائد غير العادية المتراكمة بعد الإعلان لم تستقر عند (-0.1095) وهو (CAR) يوم الحدث خلال مدة ما بعد الحدث وتكون صفرأ، إلا انه يلاحظ انها اخذت ترتفع تارةً وتنخفض اخرى وبقيم سالبة نتيجة للعوائد غير العادية السالبة، لتستقر سالبة عند (-0.0663) لليوم الاخير من نافذة الحدث وهذا يدل على استجابة متحيزة مبالغ فيها من جانب السوق لإعلان الادراج على قائمة المراقبة، 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، ومن ثم يؤدي الى وجود مشكلة عدم تماثل معلوماتي وهذا يتناقض مع محتوى الفرضية الفرعية خامساً (لا يوجد أثر لإعلانات ادراج سندات الشركات على قائمة المراقبة الائتمانية في عوائد اسهم الشركة). وكذلك تدل على استجابة متحيزة للسوق نتيجة العوائد غير العادية المتراكمة السالبة التي ترتفع تارةً وتنخفض تارةً اخرى قبل الاعلان، وكذلك هناك استجابة بطيئة وليست تامة نتيجة تحقيق عوائد غير عادية متقلبة الى نهاية نافذة الإعلان

وهذا دلالة على عدم كفاءة السوق. والشكل (3-51) يوضح سلوك كل من (AR وCAR) عند الإعلان عن ادراج الشركة على قائمة المراقبة الائتمانية مع احتمال خفض الدرجة الائتمانية لشركة المصرف العربي المتحد



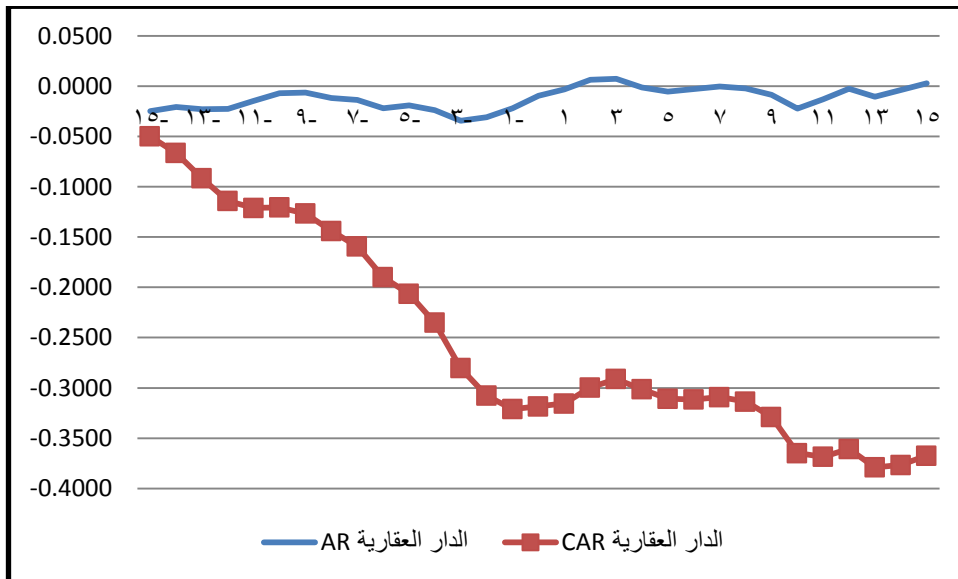
الشكل (3-51) سلوك كل من (AR وCAR) عند الإعلان عن ادراج الشركة على قائمة المراقبة الائتمانية مع احتمال خفض الدرجة الائتمانية لشركة المصرف العربي المتحد.

في العمودين (8 و9) اللذين يمثلان العوائد غير العادية (AR) والعوائد غير العادية المتراكمة (CAR) لسهم (شركة الدار العقارية)، تبين ان العوائد غير العادية (AR) سالبة طيلة نافذة الحدث البالغة (31) يوماً فيما عدا اليوم الاخير حيث تحولت الى موجبة. وهذا يؤشر الى ان السوق يتوقع معلومات سلبية من وكالات التدرج ادت الى تحقيق عوائد سالبة متقلبة ترتفع تارة وتنخفض تارة اخرى.

وتبين من العوائد غير العادية (AR) لأسهم شركة الدار العقارية بأن اكبر عائد غير عادي تحقق في اليوم التاسع (-9) وهو اقل خسارة يحققها السهم للمدة التي تسبق يوم الإعلان حيث بلغ (-0.0066)، اما اقل عائد غير عادي وهو اعلى خسارة يحققها السهم، كان في اليوم الثالث (-3) للمدة التي تسبق يوم الإعلان حيث بلغ (-0.0346) اما في يوم الإعلان فقد كان العائد غير العادي سالباً حيث بلغ (-0.0097) ومن المفترض ان يكون العائد في هذا اليوم اعلى ما يمكن، نتيجة انخفاض عدم التماثل المعلوماتي، واستمرت العوائد غير العادية سالبة طوال المدة التي تلت يوم الإعلان، حتى استقرت موجبة في المشاهدة الاخيرة لنافذة الحدث عن (0.0026)، وهذا يدل على ان انعكاس المعلومات في عوائد الأسهم غير صحيح ، لأنه من المفترض ان يكون موجباً قبل الإعلان وفي اثنائه وصفرأ بعد الإعلان، وفي ذلك دلالة على عدم كفاءة السوق في الاستجابة للمحتوى المعلوماتي من الإعلان عن ادراج الشركة على قائمة المراقبة الائتمانية مع احتمال خفض التدرج فيما يخص شركة الدار العقارية.

وكذلك يتضح من الجدول أن (CAR) سالبة طيلة نافذة الحدث البالغة (31) يوماً ترتفع تصاعدياً مما يؤشر استجابة صحيحة وفقاً لكفاءة السوق فيما يخص المدة قبل الإعلان إلا انها سالبة تجاه الإعلان، وهذا عائد الى العوائد غير العادية السالبة، وأن السوق كانت تتوقع معلومات

غير ايجابية من وكالات التدرج الائتماني وتم تضمينها في عوائد الأسهم قبل مدة الحدث، وان استمرار عوائد الأسهم السالبة بعد فترة الحدث لا يدل على أي معلومات جديدة، مما كان متوقعا ولاينقل اي اشارات إلى السوق من خلال الإعلان عن ترقية تدرج السندات، كما تبين من الجدول ان قيم (CAR) بدأت سالبة في اليوم(15-) واستمرت سالبة متصاعدة خلال المدة المتبقية السابقة ليوم الإعلان نتيجة تحقق عوائد غير عادية (AR) سالبة. وبذلك فأنها تحقق الشرط الاول للكفاءة، حيث تبدأ بقيمة موجبة وتتصاعد لتصل اعلى قيمتها في يوم الإعلان، وهذا ما تحقق ولكن باستجابة سالبة حيث كان اول يوم للحدث اقل قيمة سالبة واقل خسارة ثم تصاعدت الخسارة لتصل الى (-0.3087) يوم الحدث، إلا ان انها لم تستقر بعد الحدث عند قيمتها في يوم الإعلان وإنما استمرت تتصاعد في قيمها السالبة لتصل الى اعلى خسارة في اليوم قبل الاخير من نافذة الحدث، وعادت لتتخفف في اليوم الاخير نتيجة تحقيق عوائد غير عادية موجبة في اليوم الاخير من نافذة الحدث، وبذلك تكون هناك استجابة مبالغ فيها ومتحيزة من جانب السوق لإعلان ادراج الشركة على قائمة المراقبة وهو ما يتطابق مع التوقعات من ان الادراج على قائمة المراقبة مع احتمال خفض التدرج يفضي الى تحقيق عوائد غير عادية سالبة. ومن جانب اخر ولان العوائد غير العادية المتراكمة بعد الإعلان لم تستقر عند (-0.3087) وهو (CAR) في يوم الإعلان، واستمرت سالبة باستمرار ومتصاعدة عن هذه القيمة خلال مدة ما بعد الحدث، فان ذلك يدل على محتوى معلوماتي مؤثرا والدليل تحقيق عوائد غير عادية بغض النظر عن اشارتها والتي يفترض ان تكون صفرا اذا لم يكن هناك محتوى معلوماتي مؤثرا للإعلان عن التدرج ومن ثم يؤدي الى وجود مشكلة عدم تماثل معلوماتي وهذا يتناقض مع محتوى الفرضية الفرعية خامسا (لا يوجد أثر لإعلانات ادراج سندات الشركات على قائمة المراقبة الائتمانية في عوائد اسهم الشركة). وكذلك تدل على ان استجابة السوق متحيزة مبالغ فيها نتيجة العوائد غير العادية السالبة وكذلك هناك استجابة بطيئة وليست تامة نتيجة تحقيق عوائد غير عادية سالبة. ويوضح الشكل (3-52) سلوك كل من (AR,CAR) عند الإعلان عن ادراج الشركة على قائمة المراقبة لدار العقارية .



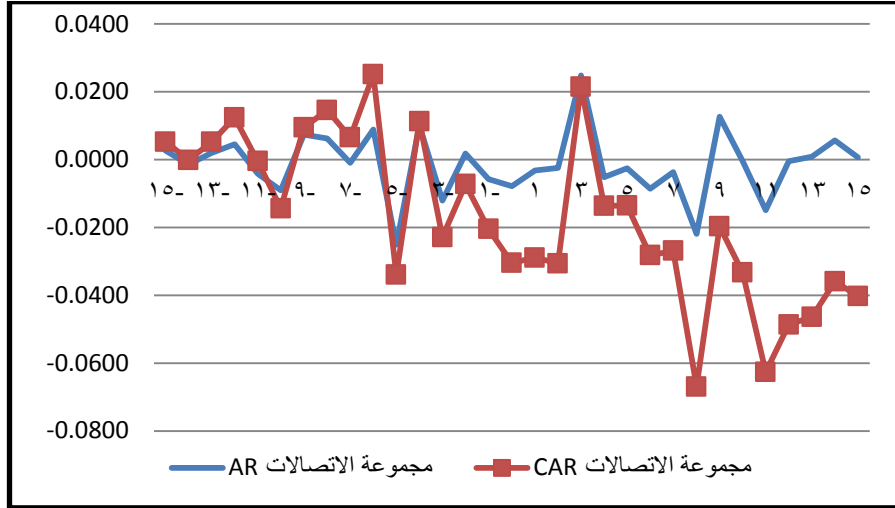
الشكل (3-52) سلوك كل من (AR ,CAR) عند الإعلان عن ادراج الشركة على قائمة المراقبة لشركة الدار العقارية.

وفي العمودين (10 و 11) اللذين يمثلان العوائد غير العادية (AR) والعوائد غير العادية المتراكمة (CAR) لسهم (شركة مجموعة الاتصالات)، تبين ان العوائد غير العادية (AR) كانت سالبة لمدة (7) ايام وموجبة لمدة (8) ايام قبل الحدث، بينما كانت سالبة لمدة (10) وموجبة لمدة (5) ايام بعد الحدث بعد الحدث، التناقض في العوائد بين السالب والموجب، نتيجة لتوقعات غير واضحة وصلت الى السوق، ومن ثم ادى الى استجابة متقلبة. و تحقيق عوائد غير عادية تدل على عدم التماثل المعلوماتي بين المستثمرين.

وتبين من جدول العوائد غير العادية (AR) (لشركة مجموعة الاتصالات)، بأن اعلى عائد غير عادي تحقق في اليوم الرابع (-4) للمدة التي تسبق يوم الإعلان حيث بلغ (0.0101) اما اقل عائد غير عادي كان في اليوم الخامس (-5) للمدة التي تسبق يوم الإعلان حيث بلغ (-0.0251)، وهي اعلى خسارة يحققها السهم، اما في يوم الإعلان فقد كان العائد غير العادي سالباً وبلغ (-0.0078) ومن المفترض ان يكون العائد في هذا اليوم اعلى ما يمكن، نتيجة انخفاض عدم التماثل المعلوماتي، واستمرت العوائد غير العادية متقلبة مرتفعة مرة ومنخفضة مرة اخرى وقيم سالبة واخرى موجبة طوال المدة التي تلت يوم الإعلان، حتى استقرت موجبة في المشاهدة الاخيرة لنفاذ الحدث عند (0.0007)، وهذا يعني ان الانعكاس غير صحيح لأنه من المفترض ان يكون موجبا قبل الإعلان وفي اثنائه وصفرأ بعد الإعلان، وفي ذلك دلالة على عدم كفاءة السوق في الاستجابة للمحتوى المعلوماتي من الإعلان عن الادراج على قائمة المراقبة الائتمانية فيما يخص شركة مجموعة الاتصالات.

كذلك يتضح من الجدول أن (CAR) موجبة لكافة الايام قبل الإعلان عن حدث الادراج على قائمة المراقبة فيما عدا خمسة ايام، بينما كانت سالبة طيلة الايام بعد الحدث. وهذا يشير إلى أن غالبية ايام (CAR) سالبة، نتيجة الى العوائد غير العادية السالبة. استمرار عوائد الأسهم السالبة بعد فترة الحدث يدل على استجابة متحيزة للمعلومات الجديدة. وتم تضمينها في عوائد 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 الإعلان عن الادراج على قائمة المراقبة، كما لوحظ ان قيم (CAR) بدأت موجبة في اليوم (-15) واستمرت كذلك الى اليوم (-10) حيث كانت سالبة وعادت لتتحول موجبة في اليوم الخامس (-5) واستمرت سالبة لتصل الى (-0.0226) في يوم الحدث، والمفروض ان تستقر خلال مدة ما بعد الحدث وتكون صفراً، إلا انه يلاحظ انها استمرت سالبة ترتفع تارةً وتنخفض تارةً اخرى، حيث استقرت سالبة في اخر مشاهدة من مدة الحدث عند قيمة (-0.0409) ويلاحظ انه منذ اليوم الرابع بعد الإعلان بدأت العوائد المتراكمة ترتفع تصاعدياً وبقيم سالبة (ارتفاع قيمة الخسائر)، وهذا يدل على استجابة متحيزة مبالغ فيها من جانب السوق للإعلان. ومن جانب وطالما ان العوائد غير العادية المتراكمة لم تستقر عند (-0.0226) وهو (CAR) يوم الحدث، فإن ذلك دلالة 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، ومن ثم يؤدي الى وجود مشكلة عدم تماثل معلوماتي وهذا يتناقض مع محتوى الفرضية الفرعية خامساً (لا يوجد أثر لإعلانات ادراج سندات الشركات على قائمة المراقبة الائتمانية في عوائد اسهم الشركة). وكذلك تدل على

ان استجابة السوق متحيزة مبالغ فيها نتيجة العوائد غير العادية المتراكمة الموجبة المستمرة قبل الاعلان ، فضلاً عن استجابة بطيئة وليست تامة نتيجة تحقيق عوائد غير عادية متقلبة بعد الإعلان وهذا دليل على عدم كفاءة السوق . والشكل (3-53) يوضح سلوك كل من (AR وCAR) عند الإعلان عن ادراج الشركة على قائمة المراقبة مع احتمال خفض الدرجة الائتمانية لشركة مجموعة الاتصالات .



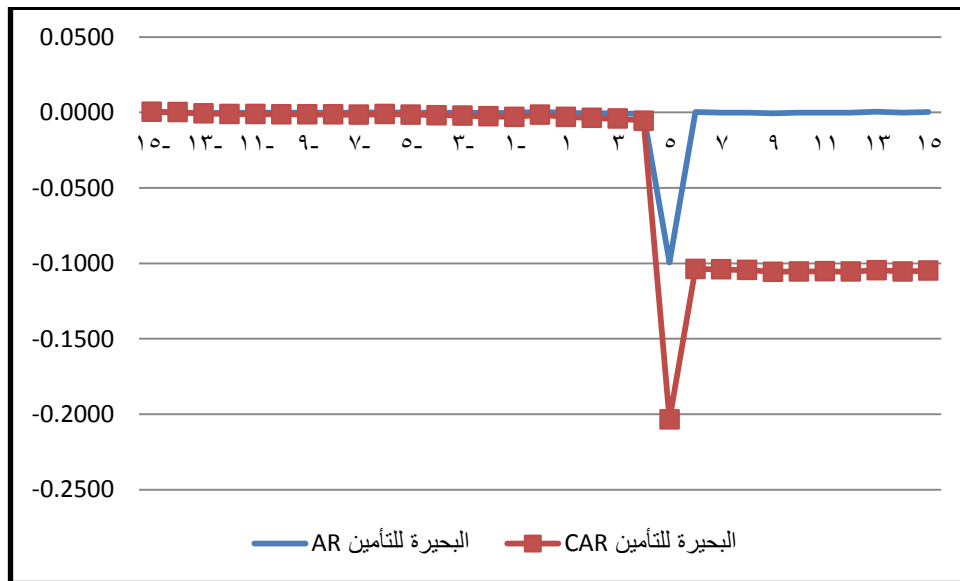
الشكل (3-53) سلوك كل من (AR وCAR) عند الإعلان ادراج الشركة على قائمة المراقبة مع احتمال خفض الدرجة الائتمانية لشركة مجموعة الاتصالات.

في العمودين (12 و13)، اللذين يمثلان العوائد غير العادية (AR) والعوائد غير العادية المتراكمة (CAR) لسهم (شركة البحيرة للتأمين)، حيث تبين ان العوائد غير العادية (AR) سالبة طيلة نافذة الحدث البالغة (31) يوماً عدا يومان وهما الثالث عشر والخامس عشر بعد الاعلان ترتفع تارة وتنخفض تارة اخرى بقيم متقاربة جداً، كما يلاحظ ان الارتفاعات والانخفاضات السلبية في العوائد غير العادية متقاربة جداً ولا تشكل فروقات كبيرة مما يشير الى ان عوائد الأسهم لم تتأثر كثيراً في المعلومات التي ترد الى السوق، وان استمرار عوائد الأسهم السالبة والمتقاربة جداً بعد فترة الحدث لا يدل على أي معلومات جديدة، مما كان متوقعا ولا ينقل اي اشارات إلى السوق من خلال الإعلان عن خفض تدرج السندات.

وتبين من العوائد غير العادية (AR) لأسهم شركة البحيرة للتأمين ان (AR) ثابتة تقريباً للمدة التي تسبق يوم الإعلان، واستمرت كذلك لما بعد الإعلان وهذا دليل على ان العوائد لم تتأثر كثيراً بالمعلومات، نتيجة انخفاض عدم التماثل المعلوماتي، وهذا يدل على ان انعكاس المعلومات في عوائد الأسهم وفي ذلك دلالة على كفاءة السوق في الاستجابة للمحتوى المعلوماتي من الإعلان لخفض التدرج الائتماني فيما يخص شركة البحيرة للتأمين.

وكذلك يتضح من الجدول أن (CAR) سالبة طيلة نافذة الحدث البالغة (31) يوماً ترتفع متصاعدة، وهذا عائد الى العوائد غير العادية السالبة، وان المعلومات تم تضمينها في عوائد الأسهم قبل مدة الحدث.

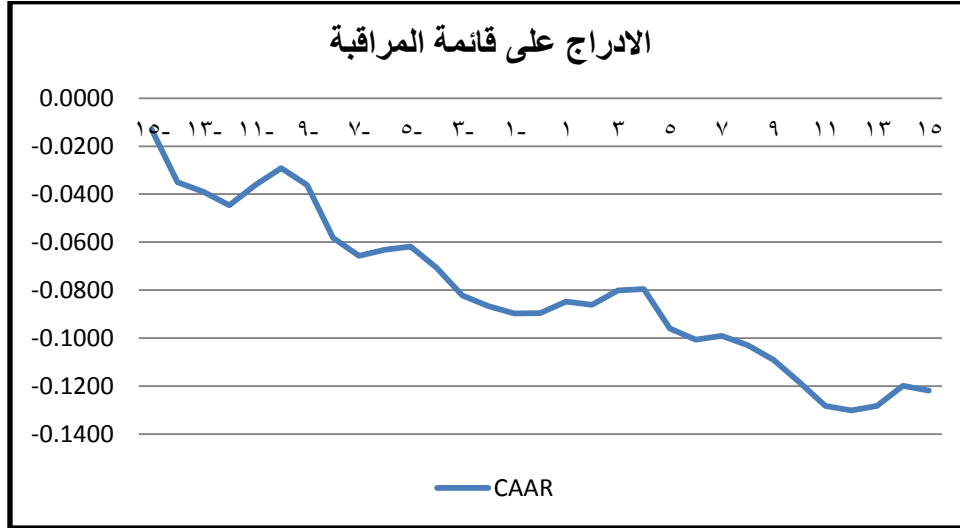
كما لوحظ ان قيم (CAR) بدأت سالبة في اليوم (-15) واستمرت سالبة متصاعدة خلال المدة المتبقية السابقة ليوم الإعلان، نتيجة تحقق عوائد غير عادية (AR) سالبة في أغلبها. وبذلك فأنها تحقق الشرط الاول للكفاءة، حيث تبدأ بقيمة موجبة وتتصاعد لتصل اعلى قيمتها في يوم الإعلان، وهذا ما تحقق ولكن باستجابة سالبة حيث كان 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 الإعلان وإنما استمرت تتصاعد في قيمها السالبة لتصل الى اعلى خسارة في اخر يوم من ايام الحدث وبذلك تكون هناك استجابة مبالغ فيها ومتحيزة من جانب السوق لإعلان خفض التدرج. ومن جانب اخر ولان العوائد غير العادية المتراكمة بعد الإعلان لم تستقر عند (-0.0021) وهو (CAR) في يوم الإعلان واستمرت سالبة باستمرار ومتصاعدة عن هذه القيمة خلال مدة ما بعد الحدث، فأن ذلك يدل على محتوى معلوماتي مؤثرا والدليل تحقيق عوائد غير عادية بغض النظر عن اشارتها والتي يفترض ان تكون صفرا اذا لم يكن هناك محتوى معلوماتي مؤثرا للإعلان عن التدرج ومن ثم يؤدي الى وجود مشكلة عدم تماثل معلوماتي وهذا يتناقض مع محتوى الفرضية الفرعية خامساً من ان (لا يوجد أثر لإعلانات ادراج سندات الشركات على قائمة المراقبة الائتمانية في عوائد اسهم الشركة). وكذلك تدل على ان استجابة السوق متحيزة مبالغ فيها نتيجة العوائد غير العادية السالبة قبل الاعلان ، وكذلك هناك استجابة بطيئة وليست تامة نتيجة تحقيق عوائد غير عادية سالبة بعد الاعلان . والشكل (3-54) يمثل سلوك كل من (AR,CAR) لإعلان الادراج على قائمة المراقبة الائتمانية لشركة البحيرة للتأمين.



الشكل (3-54) سلوك كل من (AR,CAR) لإعلان الادراج على قائمة المراقبة الائتمانية لشركة البحيرة للتأمين.

ويُظهر العمودان الرابع عشر والخامس عشر معدل العائد غير العادي والمتوسطات اليومية للعوائد غير العادية المتراكمة للإعلان عن ادراج الشركات على قائمة المراقبة مع احتمال خفض الدرجة الائتمانية، لوحظ ان (AAR) (معدل العائد غير العادي) سالبة لغالبية الأيام قبل الإعلان وأنها إيجابية لغالبية الأيام التالية للإعلان. ومعدل العوائد غير العادية التراكمية (CAAR) سالبة بنسبة 100 % خلال فترة الحدث وكانت تتصاعد بقيمها السالبة. حيث تبدأ قيم

معدل العائد غير العادي التراكمي (CAAR) سالبة قبل يوم الحدث وتستمر بعد يوم الحدث. كذلك توصلت الدراسة الى ان السوق لم يظهر أي مفاجآت لإعلانات التدرج الائتماني الاولي لسندات الشركات عينة الدراسة 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، الذي يؤكد ان هناك محتوى معلوماتي مؤثر للإعلانات عن الادراج على قائمة المراقبة للشركات عينة الدراسة. حيث تنص فرضية السوق الكفاءة على انه في حال عدم وجود محتوى معلوماتي مؤثر فإن العوائد غير العادية يجب ان تكون صفراً طوال نافذة الحدث، ومن ثم يُظهر ذلك ضمناً وجود مشكلة عدم تماثل معلوماتي بين المستثمرين، وهذا يتعارض مع الفرضية الفرعية الخامسة للدراسة التي تنص على (لا يوجد أثر لإعلانات ادراج سندات الشركات على قائمة المراقبة الائتمانية في عوائد اسهم الشركة). ومن جانب اخر لم تظهر (CAAR) سلوكاً يشير الى الاستجابة الكفاءة من عوائد اسهم الشركات عينة الدراسة لإعلان الادراج على قائمة المراقبة ولكن بقيم سالبة الاتجاه. حيث ان جميع قيمها سالبة ترتفع تصاعدياً بقيمة الخسائر التي تتحقق، وبما يتفق مع فرضية الكفاءة التي تؤكد على ضرورة ان تكون موجبة (سالبة بأقل قيمة) في اول يوم من ايام نافذة الحدث وتستمر صعوداً قبل يوم الإعلان لتصل الى اعلى قيمها (اعلى خسائرها) في يوم الحدث، وتستقر عند قيمتها في يوم الإعلان طوال المدة المتبقية من نافذة الحدث. ويلاحظ ان متوسط العوائد غير العادية المتراكمة قبل الإعلان كانت جميعها سالبة ويلاحظ انها بدأت بقيمة (-0.0130) وهي اقل خسارة يتعرض لها السهم واستمرت تتصاعد بقيم سالبة الى ان وصلت الى قيمة (-0.895) اعلى قيمة سالبة واعلى خسارة يتعرض لها السهم في يوم الحدث، وبذلك فإنها تمثل دلالة على استجابة صحيحة لشروط الكفاءة في شرطها الاول والثاني، واستمر متوسط العوائد غير العادية المتراكمة سالباً للمدة بعد الإعلان بارتفاع متصاعد بالقيم السالبة والخسائر وهذا يتناقض مع شرط الكفاءة الثالث، التي من المفترض ان تستقر عند قيمتها في يوم الإعلان، وكما هو واضح في الشكل (3-55) فقد كانت قيم (CAAR) خلال المدة قبل الإعلان تحقق شروط الكفاءة وفي يوم الإعلان كذلك، ومن جانب اخر ولطالما لم تستقر قيم (CAAR) بعد الإعلان، عند قيمتها في يوم الحدث عند الإعلان عن ادراج الشركات على قائمة المراقبة حيث استمرت سالبة تصاعدياً، فذلك يؤكد ان سوق ابو ظبي للأوراق المالية هو سوق غير كفاء بالشكل النصف قوي في الاستجابة للإعلان عن ادراج الشركات على قائمة المراقبة الائتمانية وهو يتعارض مع الفرضية الرئيسية الثالثة التي تنص على (ان سوق ابو ظبي للأوراق المالية كفاءة بالشكل النصف قوي في الاستجابة للمحتوى المعلوماتي لإعلان التدرج الائتماني).



الشكل(3-55)متوسط العائد غير العادي المتراكم لأسهم الشركات عند الإعلان عن ادراج الشركات على قائمة

ومن جانب اخر يعرض الجدول(3-19) مقارنة بين متوسطات العوائد غير العادية المتراكمة للشركات عينة البحث وفقاً لأستجابة الصناعات المختلفة عند الإعلان عن الادراج على قائمة المراقبة الائتمانية للسندات، حيث يلاحظ ان قيم(CAAR) للصناعة المصرفية كانت سالبة بأغلب قيمها ترتفع تارة وتنخفض تارة اخرى، بينما كانت صناعة التأمين سالبة متقاربة في متوسط العوائد غير العادية اليومية المتراكمة للمدة قبل الإعلان مما يشير الى ان توقع المعلومات السلبية عن الادراج على قائمة المراقبة الائتمانية لخفض الدرجة الائتمانية، واستمرت كذلك لغاية اليوم الخامس بعد الإعلان لترتفع في قيمها السالبة بصورة مبالغ فيها، وبعد الارتفاع تستمر متقاربة الى نهاية نافذة الحدث، وتعني هذه النتيجة أن السوق قد توقعت بالفعل العائد السلبي ولكن لم تتوقع المبالغة في رد الفعل المبالغ فيه. وكانت الطاقة تحقق عوائد سلبية عالية بأغلب قيمها مع تصاعد مستمر الى اليوم الاول قبل الإعلان وكذلك في يوم الإعلان، ويلاحظ ان العوائد غير العادية بدأت في التعافي الى اليوم التاسع بعد الإعلان لتعود مرة اخرى الى تحقيق عوائد سلبية تصاعديّة مرة اخرى الى نهاية نافذة الحدث، وتشير النتيجة الى ان المستثمرين وتوقعاً لخفض الدرجة الائتمانية تبدأ ببيع اسهم قطاع التأمين على امل اعادة شراءها بعد الإعلان، ومن ثم ادى ذلك الى انخفاض متوسط العوائد اليومية المتراكمة الى اليوم الاول قبل الإعلان ويوم الإعلان، وبعد الإعلان بدأ المستثمرون بأعادة شراء السهم، مما ادى الى تعافي في قيم المتوسط بعد الإعلان، لكن ذلك لم يستمر طويلاً حيث بدأت العوائد بالانخفاض، ويمكن ان يفسر ذلك الى قيام المستثمرين بالبيع نتيجة ارتفاع الطلب وتحقيق عوائد ايجابية لتحقيق الارباح، على عكس ذلك كانت صناعة الاتصالات بدأت موجبة وتحقيق متوسط عوائد يومية متراكمة ايجابية، ويمكن ان يفسر ذلك الى عدم اهمية التوقعات للادراج على قائمة المراقبة، الا انه يلاحظ كلما تم الاقتراب من يوم الإعلان فإن العوائد المتوسطة بدأت بالتراجع نتيجة توقع العوائد السلبية واستمرت الى يوم الإعلان، لتستمر الى نهاية نافذة الحدث ترتفع وتنخفض، وتعني هذه النتيجة أن السوق قد توقعت بالفعل العائد السلبي ولكن لم تتوقع المبالغة في رد الفعل المبالغ فيه وان العائدات المتحققة للأسهم تختلف عن الصفر، مما يشير إلى أن المعلومات الائتمانية الجديدة قد لا تدرج على الفور

في عوائد الأسهم. والذي يتعارض مع فرضية (ان الإعلان عن التدرج الائتماني لا يختلف باختلاف الصناعات).

جدول (3-19) CARR عند الإعلان عن الادراج للسندات على قائمة المراقبة للسندات حسب الصناعات

الصناعة	المصارف	التأمين	الطاقة والصناعة	الاتصالات
نافذة الحدث	CAAR	CAAR	CAAR	CAAR
-15	0.0034	0.0002	-0.0626	0.0026
-14	-0.0246	0.0001	-0.1163	0.0013
-13	-0.0152	-0.0003	-0.1378	0.0032
-12	-0.0100	-0.0007	-0.1634	0.0078
-11	0.0044	-0.0009	-0.1222	0.0037
-10	0.0146	-0.0011	-0.0842	-0.0053
-9	0.0032	-0.0012	-0.1042	0.0021
-8	-0.0213	-0.0013	-0.1814	0.0083
-7	-0.0388	-0.0014	-0.1771	0.0074
-6	-0.0444	-0.0013	-0.1371	0.0163
-5	-0.0366	-0.0014	-0.1003	-0.0088
-4	-0.0353	-0.0016	-0.1417	0.0012
-3	-0.0520	-0.0019	-0.1306	-0.0108
-2	-0.0507	-0.0023	-0.1304	-0.0090
-1	-0.0409	-0.0026	-0.1402	-0.0147
0	-0.0357	-0.0021	-0.1324	-0.0226
1	-0.0301	-0.0026	-0.1078	-0.0258
2	-0.0286	-0.0031	-0.1223	-0.0282
3	-0.0342	-0.0036	-0.1069	-0.0033
4	-0.0342	-0.0046	-0.0958	-0.0085
5	-0.0346	-0.1041	-0.0861	-0.0110
6	-0.0494	-0.1039	-0.0734	-0.0196
7	-0.0525	-0.1040	-0.0533	-0.0232
8	-0.0498	-0.1042	-0.0574	-0.0451
9	-0.0547	-0.1049	-0.0874	-0.0324
10	-0.0566	-0.1051	-0.1166	-0.0329
11	-0.0570	-0.1052	-0.1475	-0.0477
12	-0.0385	-0.1054	-0.1923	-0.0482
13	-0.0355	-0.1050	-0.1779	-0.0473
14	-0.0350	-0.1052	-0.1298	-0.0416
15	-0.0424	-0.1050	-0.1306	-0.0409

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

وتبين الاحصاءات الوصفية الظاهرة في الجدول (3-20) ان قيم (CAAR) تختلف اختلافاً كبيراً بين القطاعات الصناعية المختلفة عينة الدراسة، حيث ظهرت قيم الوسط سالبة لكافة القطاعات، وكذلك الوسيط، وكان قطاع التأمين الاكثر تقلباً بين القطاعات (انحرافات القيم عن وسطها الحسابي)، ومن ثم يشير ذلك الى ان هناك فروقات معنوية بين الصناعات في الاستجابة للإعلان، والذي يتفق مع مبدأ عدم التماثل المعلوماتي. وان هناك اثرًا للإعلان عن الادراج على

قائمة المراقبة في عوائد الأسهم، الذي يتعارض مع الفرضية الفرعية الخامسة من الإعلان عن الادراج على قائمة المراقبة ليس له محتوى معلوماتي مؤثر في عوائد الأسهم) والفرضية الرئيسية ثانيا (الإعلان عن التدرج الائتماني لا يختلف باختلاف الصناعة)، وان العائدات المتحققة للأسهم تختلف عن الصفر كما يتضح ذلك من اختبار (T)، مما يشير إلى أن المعلومات الائتمانية الجديدة قد لا تدرج على الفور في عوائد الأسهم.

جدول (3-20)

الاحصاءات الوصفية لعائدات الأسهم عند الإعلان عن الادراج للسندات على قائمة المراقبة للسندات حسب الصناعات

	المصارف	التأمين	الطاقة والصناعة	الاتصالات
Mean	-0.0327	-0.0382	-0.1209	-0.0153
Median	-0.0355	-0.0026	-0.1223	-0.0108
Std. deviation	0.0188	0.0493	0.0356	0.0191
Varians	0.0004	0.0024	0.0013	0.0004
Max	0.0146	0.0002	-0.0533	0.0163
Min	-0.0570	-0.1054	-0.1923	-0.0482
T.TEST	-9.51311	-4.24835	-18.6165	-2.12625

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

المبحث الاول

الاستنتاجات

1- تُسهم التدرجات الائتمانية في الحد من عدم التماثل المعلوماتي بين المستثمرين من خلال تحديد مخاطر الائتمان المرتبطة بأدوات الدين، و تؤدي دوراً مهماً وفريداً في تعزيز اداء اسواق رأس المال وبناء ثقة المستثمرين في النظام المالي. كما ان وكالات التدرج تقوم بتحديث التدرجات استجابة للتغيرات في الاوضاع المالية والاقتصادية للشركة تبعاً لهذه التغيرات تتغير التدرجات ارتفاعاً وانخفاضاً، ومن ثم وجود معلومات محدثة دائماً عن الاصدار يساهم باتخاذ القرار الاستثماري المناسب.

2- إن وكالات التصنيف الائتماني هي أكبر قوة غير خاضعة للسيطرة في النظام المالي العالمي، ومستقلة استقلال تام عن اي سيطرة، وكما ان المصدر هو من يتحمل تكاليف التقارير التي تصدرها وكالات التدرج، فأن ذلك يسبب مشكلة اساسية وهي ما يعرف بتضارب المصالح. حيث تقوم الوكالات بمراعاة الجهات المصدرة لأدوات الدين ومنح درجات عالية بهدف الحفاظ على تعاملات مستقبلية للوكالات، وخفض كلف الاقتراض للشركات المصدرة.

3- من خلال التحليل لإعلانات التدرج الاولي تبين ان (CAAR) كانت طوال نافذة الحدث تنقلب بين الارتفاع والانخفاض وتتحول من الاشارة الموجبة الى الاشارة السالبة قبل الإعلان، وبعد الحدث كانت سالبة تصاعدياً بجميع ايامها، ومن ثم ادى الى ظهور عوائد غير عادية متقلبة الاشارة تؤكد ان هناك اثراً لإعلانات التدرج الاولي للشركات في اسعار الاسهم للشركات عينة الدراسة، مما يؤكد وجود مشكلة عدم تماثل معلوماتي بين المستثمرين. كما اظهرت النتائج المالية والإحصائية اختلاف متوسطات الصناعات عينة الدراسة في الاستجابة لإعلان التدرج الائتماني الاولي.

4- التحليل باستخدام منهجية دراسة الحدث اكد ظهور عوائد غير عادية متغيرة الاشارة عند الإعلان عن ترقية الدرجة الائتمانية، والذي يؤكد ان هناك اثر مباشراً لإعلانات ترقية التدرج في اسعار اسهم الشركات عينة الدراسة والذي يتعارض مع الفرضية الفرعية الثانية التي تشير الى انه لا يوجد تأثير لإعلانات ترقية التدرج الائتماني في اسعار الاسهم. كما اظهرت نتائج التحليل ان قيم (CAAR) تنقلب على طول نافذة الحدث بين السلب والإيجاب والارتفاع المستمر صعوداً بالقيم السالبة بعد الإعلان، مما يؤثر استجابة سالبة متحيزة مبالغ فيها وغير كفوءة من قبل السوق، والذي يتعارض مع الفرضية الرئيسية الثالثة من ان سوق ابو ظبي كفوءة بالشكل نصف القوي، كما اظهرت النتائج المالية والإحصائية اختلاف متوسطات الصناعات عينة الدراسة في الاستجابة لإعلان ترقية التدرج الائتماني، وهذا يتناقض مع الفرضية الرئيسية الثانية التي تشير الى ان تأثير اعلانات ترقية التدرج الائتماني في اسعار الأسهم لا يختلف باختلاف الصناعة.

5- اكدت النتائج ظهور عوائد غير عادية متقلبة (سلبية، ايجابية) ترتفع تارة وتنخفض تارة اخرى، والذي يؤكد ان هناك اثر مباشر لإعلانات خفض التدرج الائتماني في اسعار اسهم الشركات

عينة الدراسة والذي يتعارض مع الفرضية الفرعية الثالثة التي تشير الى انه لا يوجد تأثير للإعلان عن خفض التدرج الائتماني في اسعار الاسهم، كما ان تقلب العوائد غير العادية بعد الإعلان تتعارض مع فرضية ان سوق ابو ظبي كفوءة بالشكل نصف القوي. كما اظهر تحليل (CAAR) للشركات وفقاً للصناعات المختلفة، ان تأثير الإعلان يختلف باختلاف الصناعة وبعكس التوقعات التي تشير الى ان خفض الدرجة الائتمانية يؤثر سلباً في اسعار الأسهم.

6- اكدت النتائج ظهور عوائد غير عادية متقلبة (سلبية، ايجابية) ترتفع تارة وتنخفض تارة اخرى، والذي يؤكد ان هناك اثر مباشر لإعلانات تأكيد التدرج الائتماني في اسعار اسهم الشركات، كما ان التحليل اظهر ان السوق حقق استجابة كفوءة بشرطها الاول والثاني، وهو ان تبدأ بقيم موجبة وتستمر بالارتفاع لتبلغ اعلى قيمها يوم الحدث، وهو ما تحقق، الا انها لم تستقر عند قيمتها يوم الإعلان وهو الشرط الثالث الذي لم يتحقق، والذي يشير الى ان السوق غير كفوء في الاستجابة لإعلان تأكيد الدرجة الائتمانية. كما اظهر تحليل (CAAR) للشركات وفقاً للصناعات المختلفة، ان تأثير الإعلان يختلف باختلاف الصناعة حيث اظهرت صناعة المصارف والطاقة والعقارات استجابة موجبة. بينما اظهرت صناعة التأمين والاتصالات استجابة سلبية، إلا انها كانت استجابة مبالغ فيها بعد الإعلان وذلك يتعارض مع الفرضية الرئيسية الثانية التي تشير الى ان اثر الإعلان عن تأكيد التدرج الائتماني لا يختلف باختلاف الصناعات.

7- اكدت النتائج ظهور عوائد غير عادية متقلبة (سلبية، ايجابية) ترتفع تارة وتنخفض تارة اخرى، والذي يؤكد ان هناك اثر مباشر لإعلانات الادراج على قائمة المراقبة الائتمانية في اسعار اسهم الشركات عينة الدراسة والذي يتعارض مع الفرضية الفرعية الخامسة التي تشير الى ان الإعلان عن الادراج على قائمة المراقبة الائتمانية لا يوجد له تأثير في اسعار الأسهم، كما اظهر التحليل ان هناك استجابة كفوءة من السوق بشرطها الاول والثاني ولكن باتجاه سالب، ويستمر صعوداً بعد الإعلان، مما يشير الى عدم كفاءة السوق بالشكل نصف القوي، كما اظهر تحليل (CAAR) للشركات وفقاً للصناعات المختلفة، ان تأثير الإعلان يختلف باختلاف الصناعة حيث اظهرت صناعة المصارف والطاقة كانت سالبة بجميع قيمها على طول نافذة الحدث ترتفع تارة وتنخفض اخرى، بينما التأمين كانت سالبة متقاربة لا تشير الى وجود تأثير على اسعار الاسهم، بينما حققت الاتصالات والعقارات عوائد غير عادية ايجابية. وذلك يتعارض مع الفرضية الرئيسية الثالثة التي تشير الى ان اثر الإعلان عن خفض التدرج الائتماني لا يختلف باختلاف الصناعات.

المبحث الثاني

التوصيات

1- التوعية بأهمية قيام الشركات بإصدار ادوات الدين(السندات) 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.

2- محاولة انشاء وكالات محلية لمنح التدرجات الائتمانية في العراق تهدف الى تقييم الشركات التي ترغب في اصدار ادوات الدين والعمل على زيادة الوعي بأهمية التدرج الائتماني للشركات في السوق العراقية بما يساهم في زيادة الاقبال على التداول في اسهم وسندات هذه الشركات التي تصدرها ، ومن ثم تفعيل دور سوق العراق للأوراق المالية. على ان تتمتع بالاستقلالية التامة ، والاعتماد على مجموعة من الخبراء الماليين والمحللين مع العمل على اشراك العاملين فيها في دورات وورش عمل بالتعاون مع الوكالات العالمية بهدف رفع ادائهم.

3- من أجل الوضوح وفهم افضل من المستثمرين للتدرجات الائتمانية ، يجب على وكالات التدرج وضع نماذج تقييم وتقدير عامة على ان تتضمن التدرجات التاريخية ومعلومات 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 الافصاح عنها.

4- ضرورة ان يقوم سوق ابو ظبي بإقامة دورات وورش عمل الغاية منها شرح وتوضيح لآليات التقييم ومنح التدرجات للشركات والمعلومات التي تتضمنها التقارير التي تصدرها الشركات مع شرح للدرجات الائتمانية والية التفريق بين الدرجات الاستثمارية ودرجات المضاربة والمستويات الفرعية للدرجات، وكيف يمكن ان تفسر وعلاقتها بالتخلف عن السداد، بالإضافة الى العلاقة بين اسعار الفائدة التي تدفع عن السندات والدرجة الائتمانية، وكيف ترتفع الفائدة كلما انخفضت الدرجة التي تصل عليها الشركة والعكس بالعكس.

5- تشجيع التنافسية في صناعة التصنيف الائتماني. بهدف انتهاء احتكار عملية التقييم وتدرج السندات التي تسيطر عليها وكالات (Moody's و Fitch و s&p) 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 وحقيقية. بالإضافة الى ذلك اعادة تنظيم عمليات دفع تكاليف اجراء التقييمات بما يساهم في الحد من تضارب المصالح في ظل نموذج الزبون يدفع المتبع حالياً .

6- 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 وتفعيل اداء السوق، بما يساهم في خفض عدم التماثل المعلوماتي بين المستثمرين.

7- على المستثمرين قراءة وتحليل الإعلان بصورة دقيقة والاستعانة بذوي الخبرة قبل الاستثمار في اسهم الشركات التي تقوم بإصدار ادوات الدين، بما يساهم باتخاذ القرار الاستثماري المناسب، حيث لوحظ ان العوائد غير العادية المتحققة تتناقض مع التوقعات، حيث لوحظ تحقيق عوائد سلبية عند الإعلان عن ترقية الدرجة الائتمانية، على الرغم من ان الإعلان ايجابي ويشير الى جدارة ائتمانية اعلى للشركة بعد الإعلان.

أولاً: المصادر العربية

أ. الوثائق والنشرات الرسمية

1- زعتري، رامي، عرنوص، فرح واخرون، المرصد الوطني للتنافسية، التقرير الوطني الثاني لتنافسية الاقتصاد السوري 2011.

ب. الدوريات

- 2- احمد، مداني، دور وكالات التدرج الائتماني في صناعة الازمات في الاسواق المالية ومتطلبات إصلاحها، الاكاديمية للدراسات الاجتماعية والانسانية، قسم العلوم الاقتصادية والقانونية، العدد 10، 2013.
- 3- بن بوزيان، محمد، وآخرون، كفاءة الأسواق المالية في الدول النامية، دراسة حالة بورصة السعودية- عمان- تونس- المغرب، مجلة اداء المؤسسات الجزائرية، العدد 2، 2012.
- 4- بورسلي، امانى، التصنيف الائتماني وعلاقته باتفاقية بازل 2، الكويت، كابتال ستاندرز، 2008.
- 5- التميمي، ارشد فؤاد مجيد، نعوم، ريان يوسف، تحليل مستوى ادراك المستثمرين لمحتوى الإعلان عن الارباح، دراسة ميدانية في بورصة عمان للأوراق المالية، رسالة ماجستير غير منشورة، جامعة الاسراء الخاصة، عمان الاردن، 2007.
- 6- دادن، عبد الوهاب، بديدة، حورية، تأثير سياسة توزيع الارباح على قيمة المؤسسات المسعرة- حالة المؤشر CAC40 خلال الفترة 2007-2009، مجلة الباحث العدد 10-

ج. الرسائل و الأطاريح الجامعية

- 7- الجنابي، سعد مجيد، اثر اعلان اعادة شراء الاسهم العادية في اسهمها بإطار نظرية الإشارة، دراسة تحليلية في سوق الكويت للأوراق المالية، اطروحة دكتوراه، قسم ادارة الاعمال جامعة كربلاء، العراق، 2015.
- 8- الدهلكي، احمد جواد حسن، اثر التصنيف الائتماني للديون السيادية في أسعار الصرف دراسة تحليلية مقارنة، رسالة ماجستير غير منشورة، كلية الادارة والاقتصاد، الجامعة المستنصرية، بغداد، 2012.
- 9- زعتري، رامي، التصنيف الائتماني وأفاق تطبيقه في الاقتصاد السوري، رسالة ماجستير غير منشورة، جامعة حلب، كلية الاقتصاد، سوريا، 2011.

د. مواقع الانترنت

- 10- تقارير بنك الامارات المركزي ، <https://www.centralbank.ae>
- 11- تقارير سوق ابو ظبي للأوراق المالية ، <https://www.adx.ae>

ثانياً: المصادر الأجنبية

A-Books

- 12- Altman, Edward I., "Financial Hand Book, 5th ed., New York: John Willey and Sons, Inc.,.
- 13- Bekaert, Geert & Hodrick, Robert J. International financial management, 2nd ed, Pearson Education, Inc., publishing as Prentice Hall,2012.
- 14- Berk, Jonathan, Demarzo, Peter, Corporate Finance, Pearson education, Inc, USA, 3th ed 2014 .
- 15- Bodie zvi & kane Alex & Marcus alan J.,Essentials investments, Edition, new York, McGraw hill, 10th ed , 2011.
- 16- Bodie zvi & kane Alex & Marcus alan J., investments , , new York, McGraw hill, 10th ed , 2014 .
- 17- Bodie, Z., A. Kane, and A.J. Marcus, Investments. 6th ed, London: McGraw -Hill Irwin, 2005.
- 18- Bodie, Zvi, Alex Kane, & Alan J, Essentials investments, Edition, new York, McGraw hill, 9th ed , 2010.
- 19- Bodie, Zvi, Alex Kane, & Alan J. Marcus,Investments,7th ed, Boston: McGraw-Hill, 2008.
- 20- Brealey, Richard & Myers, Stewart C, Principles of Corporate Finance, 10th ed., N. U., McGraw Hell Co, 1996.
- 21- Brealey, Richard & Meyers, Stewart C., Principles of Corporate Finance, 7th ed McGraw – Hil Companies, 2003
- 22- Brigham & Houston, Fundamentals of Financial Management, 10th, McGraw-Hill, 2003.
- 23- Brigham, Eugene. F. & C., Houston, Michael, Financial Management: Theory & Practice, 14th ed. south- western cengage. Learning, Inc, 2014 .
- 24- Brigham, F. Eugene and Houston, Michael, Financial Management ,theory and Practice, south- western cengage. Learning inc,13th ed, 2011 .
- 25- Brown, Keith C. & FrankK, Rielly ,ANALYSISOF INVESTMENT AND MANAGEMENT OF PORTFOLIOS,9th ed, South-Western, 2009.
- 26- Cecchetti, Stephen G & Schoenholtz, Kermit L, Money, Banking and Finanacial Market, 4th, McGraw-Hill Education 2015 .

- 27- Choudhry, Moorad, The Bond and Money Markets: Strategy, Trading, Analysis, 1th ed BH ,Inc, USA ,2006,
- 28- Christensen, John A., and Demski, Jel S, Accounting Theory, International Edition, McGraw-Hill. Co., Inc, U.S.A. (2003)
- 29- Cuthbertson, Keith & Nietzsche, Dirk, Quantitative Financial Economics; stocks, bonds and Foreign Exchange, 2th ed, John WILEY & Sons ,Ltd , 2004.
- 30- Grandville , Olivier, BOND PRICING AND PORTFOLIO ANALYSIS , Protecting Investors in the Long Run, The MIT Press Cambridge, Massachusetts London, England, 1th ed 2001.
- 31- Ehrhardt, Michael C. Brigham Eugene F, Financial Management: Theory and Practice, South-Western, a part of Cenga, ge Learning 12th , 2008.
- 32- Ehrhardt, Michael C. Brigham Eugene F, Financial Management: Theory and Practice, South-Western, a part of Cengage Learning 13th ed ,2012
- 33- Elton ,Ed win J. & Gruber ,Martin J., Modern portfolio theory and investment analysis, , 10th Ed , USA , John Wiley& sons, Inc,2014.
- 34- Elton ,Ed win J. & Gruber ,Martin J., Modern portfolio theory and investment analysis, , 8th Ed , USA , John Wiley& sons, Inc,2009.
- 35- Emery ,Douglas , R, Finnerty , Johnd & Stowe, Johnd , Corporate Financial Management , 3rd ed ,Prentice Hall. 2007.
- 36- Eun. ChealS & Resnick , Bruce G , International Financial Management , 6th , The McGraw·Hill Companies ,2012.
- 37- Eun–Resnick: International Financial Management, 3th ed , The McGraw–Hill Companies, 2004.
- 38- Fabozzi, Frank J., Franco, Mosigilani & Frank J., Jones, FUNDATIONS OF FINANCIAL MARKETS, 4th ed, Prentice Hall, 2010.
- 39- Francis , Jack , c . investment : Analysis and management , 2th ed , new York ;Mc Gaw –hill Inc 1976
- 40- Frank J. Fabozzi Pamela. Peterson , Capital Markets, Financial Management, and Investment Management, John Wiley & Sons 2009.
- 41- Frank J. Fabozzi Pamela. Peterson , Financial Management and Analysis, 2th ed , John Wiley & Sons, Inc. 2003.
- 42- Garman ,forgue, Personal Finance , Houghton Mifflin Company ,USA, 10th , 2010.

- 43- Garman ,forgue, Personal Finance , Houghton Mifflin Company ,USA, 9th , 2008.
- 44- Gitman , J. Lawrence, Principles Of Managerial Finance, 10 th. Ed., Printed in the U.S.A. (2003).
- 45- Gitman , Lawrence J .Chad j . Zutter ,Principles of Managerial Finance , 13th ed . Addison Wesley Publishing Co., 2010.
- 46- Gitman , Lawrence J. " Principles of Managerial Finance " 12th ed- Pearson Prentice Hall , U.S.A , 2009 .
- 47- Gitman , Lawrence J. "Personal Finance", 2nd. ed., Illinois: The Dryden Press, 1981.
- 48- Gitman ,Lawrencej & Joehnk ,Michael , fundamentals of investment ,10th , new York ,Pearson International , 2008.
- 49- Higgins , rebert , c Analysis for financial Management , 6th ed , USA, Mc Gaw –Hill Inc ,2001.
- 50- Higgins , Robert C. Analysis for Financial Management,10th ,McGraw-Hill ,2007.
- 51- Hoover, Scott A .Stock Valuation An Essential Guide to Wall Street's Most Popular Valuation Models, 1th ed, USA, McGraw–Hill ,2006.
- 52- Horne, Van, JAMES, Wachowicz, Jr, JOHN, Fundamentals of Financial Management, 13th ed, FT prentice Hall, 2013.
- 53- Howells ,Peter & Bain , Keith ,Financial Markets and institutions ,John Wiley & sons, Ltd , 5TH, 2008.
- 54- Hubbard, R. Glenn, O'Brien, Anthony Patrick, Money, Banking, and the Financial System, 1st ed.Prentice Hall, New York, USA, 2012.
- 55- J. Timmermans, Financial Management: AN Introduction—Tutor's - Guide, 1th ed, Taylor & Francis e-Library, 2005.
- 56- Jordan , BradfordD.,&ThomasW.Miller, FUNDAMENTALSOFFINVESTMENTS: VALUATIONANDMANAGEMENT,5thed,N.Y:McGraw-Hill,2009.
- 57- Kapoor, Jack, Dlabay, les, et, Personal Finance ,McGraw- Hill Inc, 10th ed, USA, 2012.
- 58- Keown , Arthur J , martin , John D , et , Foundations of Finance the Logic and practice of Financial Management .8th ed, Pearson Education ,Inc. 2014
- 59- Levisaukaite , Kristina , Investment Analysis and Portfolio Management, education and culture DG, lifelong learning programme, vytautas Magnus University , Kaunas , Lithuania ,2010.

- 60- Levy , Haim , Post,Thierry , Investments, South-Western College Publishing , England, 1th, 2005.
- 61- M. Langohr , T. Langohr,2008, The Rating Agencies and their Credit Ratings What They Are, How They Work and Why They Are Relevant , A John Wiley and Sons, Ltd, , USA, 2008.
- 62- Madura , Jeff, International Corporate Finance , 10th ed , south – western ,USA, 2010.
- 63- Malkiel , Burton G.," The Efficient Market Hypothesis and Its Critics" Princeton University, 2003.
- 64- Paramasivan , Subramanian ,Financial Management, NEW AGE INTERNATIONAL, Ltd, New Delhi, , 1th ed 2009.
- 65- Rose, Peter,S , Hudgins, salvia c, Bank Management & financial services 8th.ed, the McGraw Hill,U.S.A,2010
- 66- Pilbeam, Keith, Finance and Financial Markets, 3th ed., UK: Palgrave Macmillan, 2010.
- 67- Reilly, Frank K , Brown, Keith C. &., " Analysis Of Investment & Management Of Portfolio , 10th Ed , 2012
- 68- Reilly, Frank K. and Keith C. Brown, Investment Analysis and Portfolio Management,8th ed., Australia: Thomson,2006.
- 69- Ross, et , Stephen & et al., Essentials of Corporate Finance , McGraw-Hill Inc., U.S.A10th ed , 2013
- 70- Ross, Stephen & et al, Essentials of Corporate Finance, McGraw-Hill Inc., U.S.A., 9th ed 2010..
- 71- Ross, Stephen, Randolph W. Westerfield , Jeffery F. Jaffe, & Bradford D. Jordan, Modern Financial Management, N.Y.: McGraw-Hill/Irwin, 2008.
- 72- Van Horne, JAMES C , , Wachowicz, Jr, JOHN, Fundamentals of Financial Management , 10th ed, Pearson Education limited UK , 2009 .
- 73- Ziemba ,WilliAM T, Arrow, Kenneth J , & et , Handbooks in Finance , 1st ed North – Holland is an imprint of Elsevier , 2008

B- Thesis

- 74- Asgarian, Hossein, Reformation of the Credit Rating Industry – Is there a need?”, Master Thesis, Lund University, Lund, Sweden

- 75- Chen. Zhou, Information Value of Credit ratings in Asia EX- Japan Markets, A Thesis Master of Science in Finance, SINGAPORE MANAGEMENT University , 2006
- 76- BENJAMIN, Ee, the Impact of Credit Watch & Bond Rating Changes on Abnormal Stock Returns for NON –USA Domiciled Corporations, A Thesis Master of Science in Financial Singapore Management University 2008.
- 77- 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.
- 78- Kaur , Kuljeet ,Evaluation of Working and Performance of Credit Rating Agencies in India, A Thesis of Doctor of Philosophy in Commerce , Punjabi University ,INDIA,2011.
- 79- 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
- 80- 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.
- 81- Naimat , Khan, Ullah , 2011, Dividend policy and the stock market reaction to dividend announcements in Pakistan, DOCTOR OF PHILOSOPHY , University of Dundee , Pakistan 2011.
- 82- Sok, Chamroeun , Corporate Credit Rating Announcements : Information Content of Raring Announcements and Rating Announcements Models Evidence From the Australian Financial Markets , Thesis Master of Business (Finance and Economics, University of Technology, Sydney ,2012 .
- 83- Yen, N, T. Kem, " Efficient Market and Signaling Hypothesis on Vietnam Stock Exchange 2006-2009"A thesis submitted in fulfillment of the requirements of the degree of Master of Science in Finance and Accounting, 2011.

C-Periodicals

- 84- Abada, Pilar, Díazb, Antonio, Ana et,al, Credit Rating Announcements and Bond Liquidity , September , 2014
- 85- Sumit , Agarwal, Chen, Vincent, et ,al, The Information Value of Credit Rating Reports ,2014.
- 86- Altman, Edward, Li Kao, Duen, Corporate Bond Rating Drift: An Examination of Credit Quality Rating Changes Over Time , 1991
- 87- Bailey, Dennis Market and Investment Evaluation Methods ,Money Concepts Wealth management & Financial Planning , 2015
- 88- Bannier, Christina E. Hirsch,Christian, The economic function of credit rating agencies- What does the watchlist tell us?, Electronic copy available at: <http://ssrn.com/abstract=1343421> , 2010.
- 89- Barry M Jackson, “Obtaining a Municipal Credit Rating”, UK Limited, London, 2006.
- 90- Bhagat, S. and R. Ramano, "Event Studies and The law: Technique and Corporate Litigation", Working Paper, University of Colorado, April, 2001.
- 91- Blume, M. E., Lim, F.& Mackinlay, C. 1998, ‘The Declining Credit Quality of U.S. Corporate Debt: Myth or Reality?’, Journal of Fiance, vol. 17, no.
- 92- Bongaerts, Dion, ALTERNATIVES for Issuer – Paid Credit Rating Agencies, Working Paper Series NO 1703/ European Central Bank, 2014
- 93- Bowman, R.G., "Understanding and Conducting Event Studies", Journal of Business Finance and Accounting", Vol. 10.No(4),1983
- 94- 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
- 95- Chandrashekar R. T. Mallikarjunappa. Impact of Bond Rating on Stock Returns, PARIPEX - INDIAN JOURNAL OF RESEARCH Volume : 2 | Issue : 4 | April 2013.
- 96- 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.
- 97- Creighton, A., Gower, L., & Richards, A.J. The impact of rating changes in Australian financial markets, Pacific-Basin Finance Journal, 15(1), (2007).

- 98- Creighton, Gower, et, the Impact of Rating Changes in Australian Financial Markets, Research Discussion Paper, Economic Research Department, Reservs Bank of Australia, 2004.
- 99- Elayan, Fayez A, Hsu, Wei Huei& Meyer, Thomas O. The informational content of credit rating announcements for share prices in a small market Journal of Economics and Finance, Volume 27, Issue 3, September 2003
- 100- Elkhoury, Marwan, Credit Rating Agencies and Their Potential Impact on Developing Countries., United Nations Conference on Trade and Development Vol. 186. January 2008.
- 101- Fama, Eugene F. "Efficient Capital Markets: A review of Theory an Empirical Work", "Journal of Finance", Vol . 31, No(1), 1970 .
- 102- 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 .
- 103- Hand, John R. M., Holthausen, Robert W. and Leftwich, Richard W. 1992. "The Effect of Bond Rating Agency Announcements on Bond and Stock Prices." Journal of Finance
- 104- 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
- 105- J. White, Lawrence, A Brief History of Credit Ra ting 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
- 106- J. White, Lawrence, Markets The Credit Rating Agencies, Journal of Economic Perspectives—Volume 24, Number 2, 2010 .
- 107- jrklund, OlleBj, Sepehr Sharafuddin, How Moody's Credit Ratings Impact the Swedish Stock Market, 2013.
- 108- Karolak , Monik & Wolszczak , M.K., "Information Content of Dividend Changes Empirical Study on Nasdaq Listed Companies", 2004 .
- 109- Kruck, Andreas, Private Rating, Public Regulations Credit rating Agencies and Global Financial Governance, London, 1th ed 2011.
- 110- Kumar, K.S.Venkateswara, Rao, S. Hanumantha, Credit Rating– Role in Modern Financial L System, Services & Management

- Research International Journal of Marketing, Financial, Vol.1 Issue 8, August 2012, ISSN 2277 3622
- 111- Leventis, Stergios & Dasilas, Apostoios, et, The Effect of Timeliness and Credit Ratings on the Information Content of Earnings Announcements, *Int. J. of the Economics of Business*, Vol. 21, No. 3, 261–289, 2014.
- 112- Levisaukaite, Kristina, *Investment Analysis and Portfolio Management*, Vytautas Magnus University Kaunas, Lithuania, 2010.
- 113- Li, Xiang Hong, Visaltanachoti¹, Nuttawat ,et,al, Market Reaction to Credit Rating Announcements in the Irish Stock Market, Working Paper, Department of Commerce, Massey University, Albany, Auckland, New Zealand.
- 114- MacKinlay, Craig.. "Event Studies in Economics and Finance," *Journal of Economic Literature* , 1997.
- 115- Marwan & Ramzi Nekhili 2016: Credit Rating Changes and Stock 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
- 116- Micu, Marian & Wooldridge ,Eli Remolona and Philip, The Price impact of Rating announcements: which announcements matter? BIS Working Papers No 207 Bank for International Settlements , 2006.
- 117- Miyamoto, Michiko, Event Study of Credit Rating Announcement in the Tokyo Stock Market, *Journal of Economics, Business and Management*, Vol. 4, No. 2, February 2016 .
- 118- Pinches, George E & Mingo, Kent A, The Role of Subordination and Industrial Bond Ratin The Journal of Finance Vol. 30, No.1 (Mar, 1975)
- 119- Prahala R .N, "Conditional Methods in Event Studies and an Equilibrium Justification for Standard Event-Study Procedures". "The Review of Financial Studies", Vol .10, No.(1) , 1997
- 120- R. Mason, Joseph, Rosner, Joshua, Where Did the Risk Go? How Misapplied Bond Ratings Cause Mortgage Backed Securities and Collateralized Debt Obligation Market Disruptions ,2007 .

- 121- R.MASON, JOSEPH, ROSNER, JOSHUA, Where Did the Risk Go? How Misapplied Bond Ratings Cause Mortgage Backed Securities and Collateralized Debt Obligation Market Disruptions ,2007.
- 122- RAO, S.V.D.NAGESWARA. & SREEJITH. U, EVENT STUDY METHDOLOGY: A CRITICAL REVIEW, The Macrotheme Review 3(1)A, Spring 2014 .
- 123- SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION (SEC) Office of Investor, Education and Advocacy, The ABCs of Credit Rating, 2010.
- 124- T. Mallikarjunappa, Chandrashekar R, The Effect of Initial Bond Rating on Share Price Performance, IJSR- INTERNATIONAL JOURNAL OF SCIENTIFIC RESEARCH Volume: 2 | Issue:6| June 2013 • ISSN No 2277 - 8179 2013
- 125- 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.
- 126- United nations conference on trade and development, Credit rating Agencies and their Potential Impact on developing Countries, 2008.
- 127- Woon , Wong Shou, Introduction to the Event Study Methodology, Singapore Management University, 2010.
- 128- 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

D-Internet Resources

- 129- Jain T. & Sharma R. Credit Rating Agencies in India: A Case of Authority without Responsibility, Working Paper Series, Supreme Court of India and National Law University, April, (2008).
www.ssrn.com
- 130- Gopalan ,Song,e,t, Do Credit Agencies Underestimate Liquidity Risk? Electronic copy available at; <http://ssrn.com> / 1495849, 2009.
- 131- www. Moody's investors service. US Municipal Bond Defaults and Recoveries, 1970-2014, JULY 24, 2015
- 132- Chava, Sudheer, Ganduri, Rohan, et al, Are Credit Ratings Still Relevant? Georgia Institute of Technology, April 2012 Available at SSRN: <https://ssrn.com/>

- 133- Ekins , Emily McClintock & Calabria, Mark A. Regulation, Market Structure, and Role of the Credit Rating Agencies, 2012, <https://www.cato.org/publications/policy-analysis/>
- 134- Ferri, Giovanni, Li-Gang Liu Do Global Credit Rating Agencies Think Globally? The Information Content of Firm Ratings around the World, 2002 [http://repec.org/res/2002/ Ferri](http://repec.org/res/2002/Ferri)
- 135- Fitch Ratings, Definitions of Ratings and Other Forms of Opinion, 2014
- 136- Linciano, Nadia, the Reaction of Stock Prices to Rating Changes, 2004 https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id
- 137- Moody's Investment Service, Rating Symbols and Definitions ,2016.
- 138- Moody's investors service, Moody's Rating Approach for private Colleges and Universities , 2002.
- 139- 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
- 140- Sumit , Agarwal, & et al, The Information Value of Credit Rating Action Reports: A Textual Analysis , <https://doi.org/10.1287/mnsc.2015.2243>
- 141- www. Standard and Poor's, (2016), "Guide to Credit Rating Essentials
- 142- www.fitchratings.com
- 143- WWW.STANDARD AND POORS. /RATINGS DIRECT , , 2014
- 144- www.standardandpoors.com,2011
- 145- WWW.STANDARDANDPOORS.COM/RATINGSDIRECT, 2012
- 146- WWW.STANDARDANDPOORS.COM/RATINGSDIRECT, STANDARD & POORS, RATINGS DEFINITIONS 2016.
- 147- US Municipal Bond Defaults and Recoveries, 1970-2014 Moody's , JULY 24, 2015

ملحق رقم (1)
وكالات التدرج الائتماني المحلية والاقليمية

ت	وكالة التدرج Rating Agency	التدرجات المحددة Ratings Assigned	الملكية Ownership	التوزيع الجغرافي للتدرجات Geo Dist of Ratings	إقليمية / محلية National/Regional
1	Bonniers KreditfaktaI Norden AB	تدرج جميع الشركات السويدية البالغ عددها 780000	خاصة(*) Private تملكها مجموعة بونبير The Bonnier Group	السويد	محلية
2	Canadian Bond Rating Service Credit Safe AB	تدرج اكثر من 500 شركة	خاصة	كندا	محلية
3	Credit Safe AB	تدرج 690000 شركة في السويد	خاصة تملكها الشركة النرويجية Norwegian company	السويد	محلية
4	Dominion Bond Rating Service	تدرج اكثر من 500 شركة و السندات الحكومية	خاصة	كندا	محلية
5	SVEA Kredit- Information AB	تدرج جميع الشركات السويدية	خاصة	السويد	محلية
6	Egan-Jones Credit Rating Co.	تدرج 2000 شركة امريكية	خاصة	امريكا	محلية
7	Mikuni & Co	تدرج 4000 اصدار و 1000 شركة	خاصة	اليابان	محلية
8	MIRA	تدرج الشركات الروسية	خاصة تملكها وكالة Moody's	روسيا	محلية
9	R@S Rating Services AG	تدرج المؤسسات الصغيرة ومتوسطة الحجم في المانيا	خاصة تملك جمعية (Bavarian employer's) الحصة الاكبر فيها	المانيا	محلية
10	SVEFO Sverige AB	تدرج جميع الشركات السويدية	خاصة تملكها شركة Telia AB (اكبر شركة للهواتف في السويد)	السويد	محلية
11	Unternehmensratin gagentur AG (URA)	تدرج المؤسسات الصغيرة ومتوسطة الحجم في المانيا	خاصة	المانيا	محلية
12	CCXI	تدرج الشركات	خاصة	الصين	محلية

(*)معظم وكالات التدرج الائتماني هي شركات مساهمة خاصة و تحصل على ايراداتها بشكل رئيس من الجهات طالبة التدرج من دول وشركات ومصدرين وتختلف رسوم التصنيف الائتماني بحسب حجم الاصدار النقدي ودرجة تعقيده.

إقليمية / محلية National/Regional	التوزيع الجغرافي للتدرجات Geo Dist of Ratings	الملكية Ownership	التدرجات المحددة Ratings Assigned	وكالة التدرج Rating Agency	ت
			والمؤسسات المالية الصينية		
محلية	الهند	خاصة	تدرج الشركات الهندية	ICRA	13
محلية	كوريا الجنوبية	تدرج الشركات الكورية الجنوبية	تدرج الشركات الكورية الجنوبية	KIS	14
إقليمية (مقرها في البيرو)	البيرو والسلفادور وبنما	خاصة	تدرج الشركات في البيرو و السلفادور وبنما	Equilibrium	15
إقليمية (مقرها في مصر)	منطقة الشرق الاوسط	خاصة	تدرج الشركات في منطقة الشرق الاوسط	MERIS	16
إقليمية (مقرها في المانيا)	المانيا وكندا	خاصة	تدرج الشركات الألمانية والكندية	Euro Ratings AG	17
إقليمية (مقرها في السويد)	السويد والنمسا	خاصة تعود لعائلة كوستر Private (The Köster family)	تدرج جميع الشركات السويدية وبعض شركات النمسا	Instantia Creditsystem AB International	18
إقليمية	السويد و النرويج	خاصة يملكها 4 مصارف خاصة في السويد	تدرج جميع الشركات السويدية وشركات نرويجية	Upplýsningscentral en AB (UC AB)	19
إقليمية	(منطقة الخليج العربي والبحر الأبيض المتوسط وآسيا والمحيط الهادي و وسط أوروبا وشرقها)	خاصة	تدرج اكثر من 400 مصرف في 37 بلداً	Capital Intelligence	20

Abstract

The Purpose of this Study is to Investigate the Response of Stock Companies that Issued Debt Instruments (ADS) listed on the Abu Dhabi Exchange to obtain the content of the Information sent by Moody's Credit Rating for the Period "January1, 2005 – May 30, 2017". The Methodology of event we used to ascertain the response Market. The methodology of the event study and the event window was used 15 days prior to the event and 15 days after the event to test the efficiency of the market. The study focused on testing the effect of announcing the changes in the first steps, upgrade, downgrade or confirming the credit score, The study included the following hypotheses:

1. There is no impact the announcement of credit Rating change for corporate bonds in their common stock returns.
2. The announcement of credit arrangements for bonds is not different depending on the industries.
3. Abu Dhabi Securities Exchange is half-efficient in responding to the content of advertising credit rating.

The study showed that there is an influential information content to announce credit ratings in the returns of ordinary shares, with different responses between negative and positive and by type of advertisement. It was also found that the companies sample study individually differ in their response to the announcement, where the banks were more responsive than other companies and most of the response was positive while the insurance companies saw a negative impact on the returns of their shares, and noted high negative returns before and after the announcement On promotions for credit ratings and contrary to market expectations that an upgrade of credit score could lead to extraordinary positive returns.

The impact of this study has led to exceptional returns that vary according to the advertisements. This indicates that the Abu Dhabi market is not efficient in the semi-strong form.

The study reached a number of recommendations, the most important of which was to encourage the establishment of local agencies and reduce obstacles to entry of new agencies to financial markets and labor. To increase efficiency and activate the performance of the Abu Dhabi Securities Market, which contributes to reducing information asymmetry among investors, and encourage Iraqi companies to enter the issuance of debt securities and listing in the Iraqi market for securities to finance its activities, whether financial or non-financial, leading To promote n Market and economy.