



وزارة التعليم العالي والبحث العلمي
جامعة كربلاء - كلية الإدارة والاقتصاد
قسم ادارة الاعمال

أثر اعلان اعادة شراء الاسهم العادية في أسعارها بإطار نظرية الإشارة

(دراسة تحليلية في سوق الكويت للأوراق المالية)

اطروحة تقدم بها

سعد مجيد عبد علي الجنابي

إلى مجلس كلية الإدارة والاقتصاد - جامعة كربلاء وهي جزء
من متطلبات نيل درجة دكتوراه فلسفة في علوم إدارة الأعمال

بإشراف

الأستاذ المساعد الدكتور

ميثم ربيع هادي الحسناوي

بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ



... رَبَّنَا لَا تُؤَاخِذْنَا إِنْ نَسِينَا أَوْ

أَخْطَأْنَا ...

صَدَقَ اللَّهُ الْعَلِيُّ الْعَظِيمُ

البقرة/٢٨٦

اللَّهُمَّ

إلى من كان رضا الله من رضاهما..

إلى من ادعوا لهما دائماً ربي ارحمهما كما ربياني صغيراً وبرهما أحب الأعمال إلى الله

قرة عيني أمي اطل الله في عمرها وأبي رحمه الله بواسع رحمته

إلى من كانوا يسنداً في السراء والضراء

وتهمى العين رؤيتهم زوجتي وأولادي الاعزاء

إلى من لهم مكانة في قلبي أخوتي وأخواتي الاحباء

اهدي ثمرة هذا الجهد المتواضع

شكر وامتنان

الحمد لله أولاً وأخيراً على نعمه التي لا تعد ولا تحصى ، والحمد لله الذي تجلى للقلوب في عظمته واحتجب عن الابصار بعزته واقتدر عن الاشياء بقدرته والصلاة والسلام على نبي الرحمة والهدى محمد وعلى اله الطاهرين وصحبه المنتجبين وسلم تسليماً كثيراً .

من واجب العرفان بالجميل اتقدم بالشكر والامتنان الى استاذي الكريم أ.م. د. ميشم مريع هادي الحسنوي لما ابداه من ارشادات وتوجيهات قيمة كان لها الاثر الكبير في اخراج هذا المجهود هذه الكيفية ، فكان نعم الاخ والأستاذ الذي لم يبخل على الباحث بغزير علمه ، فجزاه الله خير الجزاء وأتمنى له من القلب كل التوفيق ودوام الصحة والعافية ليبقى ذخرا لطالبي العلم والمعرفة . كما أتقدم بالشكر والعرفان إلى الأساتذة الكرام أ.د. عواد كاظم الخالدي عميد كلية الإدارة والاقتصاد - أ.د. فيصل علوان الطائي رئيس قسم ادارة الاعمال - أ.د. حميد عبيد عبد معاون العميد للشؤون العلمية والدراسات العليا لما أولوه من رعاية وتعاون مع طلبة الدراسات العليا متمنياً لهم التوفيق .

وان من واجب العرفان يلمني على الباحث ان يتقدم بالشكر والامتنان للسادة رئيس وأعضاء لجنة المناقشة المحترمين لما تحملوه من عناء المراجعة والتقويم على الرغم من مشاغلهم فجزاهم الله خير جزاء المحسنين . وشكري وتقديري الى الاساتذة المقوم العلمي والمصحح اللغوي لبذلهم المجهود الكبير من أجل اخراج الاطروحة بشكلها النهائي . وشكري وتقديري واعتزائي بالفضل الكبير للأساتذتي الكرام الذين تعلمت منهم الكثير أثناء دراستي في مرحلة الكورسات . وأخيراً اتقدم بشكري وامتناني الى زملائي في الدراسة في قسم ادارة الاعمال ، وهم (صالح مهدي ، ارشد عبد الامير ، حسين حربجة ، امير غازي ، محمد ثابت ، علي محمود ، نرينب هادي ، بشرى مهدي ، سعدية حاييف ، عادل عبد حسين) وخالص شكري وعرفاني لكل من وقف بجانبني بكلمة او نصيحة او مشورة صادقة ، فلن انسى فضلهم وجزاهم الله عني خير الجزاء ووفقهم انه سميع مجيب ومن الله التوفيق .

الباحث

هدفت هذه الدراسة الى تسليط الضوء لبيان اثر اعلان اعادة شراء الاسهم العادية في اسعارها باطار نظرية الاشارة ، والدور الذي تلعبه هذه النظرية في تفسير معالجة عدم التماثل المعلوماتي وبالشكل الذي يسهم في رفع كفاءة السوق ، وتوافر المعلومات لمساعدة المستثمرين باتخاذ قرارات اكثر دقة ، فإعادة الشراء تعد كإشارة ايجابية مرسله الى السوق تعبر عن انخفاض اسعار الاسهم دون قيمتها الحقيقية . وتمحورت الدراسة على عدد من الابعاد الرئيسية والفرعية للمشكلة ، والتي صيغت لأجلها عدداً من الفرضيات ابرزها :

- ليس لإعلان اعادة شراء الاسهم العادية من اثر في اسعارها باطار نظرية الاشارة .
- ان سوق الكويت للأوراق المالية ليست كفوءة بالمستوى نصف القوي في الاستجابة للمحتوى المعلوماتي لإعلان اعادة الشراء .

وتكونت عينة الدراسة من 170 اعلان من قبل 65 شركة مدرجة في سوق الكويت للأوراق المالية للمدة من 1/1/2012 الى 24/4/2015 . ومن الجدير بالذكر ان اختيار سوق الكويت للأوراق المالية جاء وسيلة وليس غاية ، اذ ان الغاية الاساس هو دراسة سوق العراق للأوراق المالية لكن ولأسباب فنية ترتبط بغياب الوعي العلمي اللازم لبرامج اعادة الشراء من جانب الشركات من جهة ومن جانب المتعاملين في السوق من جهة اخرى ، انعدم استخدام هذه الآلية المبدعة لسياسة الدفع وغابت معها المزايا المتعددة التي يمكن ان تأتي بها لجميع الاطراف والتي تبدأ بمصالح المستثمر الفردي ولا تنتهي عند راب فجوة عدم التماثل المعلوماتي والارتقاء بكفاءة السوق التخصيصية لموارد الاقتصاد النادرة .

وباستخدام عدد من الأساليب المالية والاحصائية باستخدام برنامج (EXCEL) من أجل تحليل متغيرات الدراسة واختبار فرضياتها ، وتوصلت الدراسة إلى عدد من الاستنتاجات لعل من أهمها ان لإعلان اعادة الشراء محتوى معلوماتي مؤثر يفضي الى تحقيق عوائد غير عادية ما يعني معاناة سوق الكويت من مشكلة عدم التماثل المعلوماتي ، وأن لحجم الشركة ، فضلاً عن تكرار الاعلان ونمط السهم وكمية الاسهم المعاد شراؤها فعلياً أثراً بقوة الاشارة المرسله للسوق عبر اعلان اعادة الشراء ، وكل ذلك يؤكد ان لإعلان اعادة شراء الاسهم العادية أثر في اسعارها باطار نظرية الاشارة وهذا يتعارض مع الفرضية الرئيسية الاولى للدراسة . كما أثبتت النتائج الاستجابة غير الكفوءة (متحيزة وبطيئة وغير تامة) من قبل سوق الكويت للأوراق المالية للمحتوى المعلوماتي لإعلان اعادة الشراء ما يؤكد عدم كفاءة السوق بالشكل نصف القوي وهذا يدعم صحة فرضية الدراسة الرئيسية الثانية . وبناءً على ذلك خرجت الدراسة بعدد من التوصيات لعل من اهمها ضرورة الاعتماد على نظرية الاشارة خصوصاً في الاسواق المالية غير الكفوءة لتقليل مشكلة عدم التماثل المعلوماتي بين المطلعين والمستثمرين الخارجيين ، لان هذه النظرية تعد من الادوات التي توفر المعلومات للمستثمرين في الاسواق المالية وتسهم في رفع كفاءة السوق المالية من خلال تخفيض فجوة عدم التماثل المعلوماتي . كما انها ترسل اشارات تحمل في طياتها معلومات جيدة عن اعادة الشراء تساعد المستثمرين باتخاذ القرارات الرشيدة .

قائمة المحتويات

الصفحة	الموضوع
أ	المستخلص
ب	قائمة المحتويات
ج	قائمة الاشكال
د - هـ	قائمة الجداول
2- 1	المقدمة
92-3	الفصل الاول : اعلان اعادة شراء الاسهم وعدم التماثل المعلوماتي ونظرية الاشارة : تغطية معرفية
51-3	المبحث الاول : الاسس النظرية الفلسفية لإعلان اعادة شراء الاسهم
75 -52	المبحث الثاني : عدم التماثل المعلوماتي و نظرية الاشارة
92 -76	المبحث الثالث : اختبار كفاءة السوق في الاستجابة لإعلانات اعادة شراء الاسهم
123-93	الفصل الثاني : مراجعة بعض الدراسات السابقة ومنهجية الدراسة
115-93	المبحث الاول : مراجعة دراسات سابقة ومناقشة الجهود المعرفية
123-116	المبحث الثاني : المنهجية العلمية للدراسة
217-124	الفصل الثالث : التغطية التحليلية للدراسة: اختبار اثر اعلان اعادة شراء الاسهم في اسعارها باطار اشارة المحتوى المعلوماتي
147-125	المبحث الاول: اختبار اثر المحتوى المعلوماتي لإعلانات اعادة شراء الاسهم في اسعارها اعتماداً على حجم الشركة
174-148	المبحث الثاني: اختبار اثر المحتوى المعلوماتي لإعلانات اعادة شراء الاسهم في أسعارها اعتماداً على التكرار
191- 175	المبحث الثالث: اختبار اثر المحتوى المعلوماتي لإعلانات اعادة الشراء اعتماداً على نمط الاسهم
211-192	المبحث الرابع: اختبار اثر المحتوى المعلوماتي لإعلانات اعادة الشراء اعتماداً على كمية الاسهم المعاد شراؤها فعلياً (مصدقية الاشارة)
217-212	المبحث الخامس : اختبار اثر استجابة السوق لإعلانات اعادة الشراء لكافة الشركات عينة الدراسة :
222-218	الفصل الرابع: الاستنتاجات والتوصيات
220-218	المبحث الاول: الاستنتاجات
222-221	المبحث الثاني : التوصيات
241 -223	مصادر الاطروحة

قائمة الاشكال

الصفحة	الشكل	رقم الشكل
7	طريقة اختيار للبدائل الثلاثة للتدفقات النقدية الحرة	(1-1)
12	اجمالي اعادة الشراء ومقسوم الارياح للشركات المدرجة في الاسواق الامريكية من 1980-2006	(2-1)
60	آلية نقل المعلومات كإشارة الى المستثمرين	(3-1)
80	طبيعة العلاقة بين الاشكال الثلاثة لكفاءة السوق المالية	(4-1)
81	العلاقة بين المعلومات والمستثمرين وسعر السهم	(5-1)
82	مجموعة المعلومات الخاصة بكل شكل من اشكال الكفاءة	(6-1)
89	الخط الزمني لنافذتي الحدث والتقدير	(7-1)
135	سلوك CAAR بظل استجابة السوق الكفوءة لإعلان اعادة شراء الاسهم	(1-3)
136	متوسط العائد غير العادي المتراكم لاسهم الشركات الكبيرة المعاد شرائها	(2-3)
146	متوسط العائد غير العادي المتراكم لاسهم الشركات الصغيرة التي اعلنت عن اعادة شرائها	(3-3)
162	متوسطات العوائد غير العادية المتراكمة للشركات متكررة الاعلان عن اعادة شراء اسهمها	(4-3)
172	متوسط العوائد غير العادية المتراكمة للشركات نادرة الاعلان عن اعادة شراء اسهمها	(5-3)
183	متوسط العائد اليومي غير العادي المتراكم لاسهم شركات القيمة التي اعلنت عن اعادة شرائها	(6-3)
189	متوسط العائد غير العادي المتراكم لاسهم شركات النمو التي اعلنت عن اعادة شرائها	(7-3)
202	متوسط العائد غير العادي المتراكم لاسهم الشركات التي اعادت شراء اسهمها بشكل فعلي	(8-3)
209	متوسط العائد غير العادي المتراكم لاسهم الشركات التي لم تعيد شراء اسهمها بشكل فعلي	(9-3)
217	متوسط العوائد غير العادية المتراكمة لإعلانات اعادة شراء الاسهم بحسب نظرية الاشارة	(10-3)

قائمة الجدول

الصفحة	الجدول	رقم الجدول
14	عمليات اعادة شراء الاسهم الامريكية مقابل مقسوم الارياح النقدي خلال المدة 1977 - 2005	(1-1)
22	نسب حالات اعادة شراء الاسهم الامريكية بحسب الطريقة خلال المدة (1980 - 2005)	(2-1)
37	ملخص الصيغ الثلاث لنظرية توقيت السوق لإعادة شراء الاسهم	(3-1)
38	ملخص دوافع اعادة شراء الاسهم	(4-1)
40	مثال افتراضي على الآثار المالية لإعادة الشراء	(5-1)
112	تنوع طبيعة الجهود المعرفية السابقة والسلسلة الزمنية للدراسة	(1-2)
113	مجالات الاستفادة من الجهود المعرفية السابقة	(2-2)
120-122	الشركات عينة الدراسة والقطاع الذي تنتمي اليه وعدد الاعلانات لكل شركة	(3-2)

126	اكبر 7 شركات في سوق الكويت المالي التي اعلنت عن اعادة شراء اسهمها	(1-3)
127	العوائد اليومية غير العادية المتراكمة ومتوسطاتها لاسهم الشركات الكبيرة	(2-3)
136	اصغر 7 شركات في سوق الكويت المالي التي اعلنت عن اعادة شراء اسهمها	(3-3)
140	العوائد غير العادية المتراكمة ومتوسطاتها لاسهم الشركات الصغيرة	(4-3)
146	متوسطات العوائد غير العادية المتراكمة لاسهم الشركات الكبيرة بالمقارنة مع الشركات الصغيرة	(5-3)
147	نتائج تحليل التباين بين قيم CAAR للشركات الكبيرة بالمقارنة مع الشركات الصغيرة	(6-3)
149	الشركات التي كثيراً ونادراً ما تعلن عن اعادة شراء اسهمها خلال مدة الدراسة	(7-3)
151-150	العوائد غير العادية والعوائد غير العادية المتراكمة ومتوسطاتها لاسهم الشركات ذات التكرار العالي لإعلانات اعادة الشراء	(8-3)
166-165	العوائد غير العادية والعوائد غير العادية المتراكمة ومتوسطاتها لاسهم الشركات التي نادراً ما تعلن عن اعادة شرائها	(9-3)
173	متوسطات العوائد اليومية غير العادية المتراكمة لاسهم الشركات متكررة الاعلان بالمقارنة مع الشركات نادرة الاعلان عن اعادة شراء اسهمها	(10-3)
174	نتائج تحليل التباين بين قيم CAAR للشركات نادرة الشراء بالمقارنة مع الشركات متكررة الشراء	(11-3)
176	الشركات التي اعلنت عن اعادة شراء اسهمها بحسب النمط	(12-3)
177	متوسط العوائد اليومية غير العادية ومتوسط العوائد غير العادية المتراكمة ومتوسطاتها لاسهم القيمة المعاد شرائها	(13-3)
186	متوسطات العوائد غير العادية والمتوسطات المتراكمة ومتوسطاتها لاسهم شركات النمو التي اعلنت عن اعادة شرائها	(14-3)
190	متوسطات العوائد غير العادية المتراكمة لاسهم القيمة بالمقارنة مع نظيراتها من اسهم النمو المعاد شرائها	(15-3)
191	نتائج تحليل التباين بين قيم CAAR لشركات اسهم القيمة بالمقارنة مع شركات اسهم النمو	(16-3)
194-193	اعلانات الاسهم المعاد شرائها فعلياً ونسبة شراء كل اعلان	(17-3)
195-194	الشركات التي اعلنت عن اعادة شراء اسهمها وعدد اعلاناتها التي لم تعيد شرائها فعلاً	(18-3)
198	متوسطات العوائد اليومية غير العادية والمتوسطات المتراكمة للسهم ومتوسطاتها لإعلانات الشركات التي اعدت شراء اسهمها بشكل فعلي	(19-3)
205	متوسطات العوائد غير العادية والمتوسطات المتراكمة ومتوسطاتها لاسهم الشركات التي لم تعيد شراء اسهمها فعلياً	(20-3)
210-209	متوسطات العوائد غير العادية المتراكمة للاسهم المعاد شرائها بالمقارنة مع نظيراتها من الاسهم التي لم يعاد شرائها	(21-3)
210	نتائج تحليل التباين بين قيم CAAR للشركات التي اعادة شراء اسهمها فعلياً بالمقارنة مع الشركات التي لم يعاد شراء اسهمها	(22-3)
215-213	متوسطات العوائد غير العادية المتراكمة ومتوسطاتها لإعلانات اعادة الشراء حسب نظرية الاشارة	(23-3)

المقدمة

ان عدم استقرار الاسواق المالية نتيجة لمشكلة عدم التماثل المعلوماتي ، والتي تعبر عن الحالة التي يكون فيها لأحد المشتركين في السوق ، وهم المطلعون معلومات اكثر من المستثمرين الآخرين مما يجعل هؤلاء غير قادرين على تقدير العوائد والمخاطر بشكل سليم ، وهذا يفضي الى اتخاذ قرارات خاطئة ، نتيجة نقص المعلومات التي تعد بمثابة المادة الاولية في الاسواق المالية ، وهذا يعني ان اسعار الاسهم لا تعكس وبشكل تام وفي اي وقت من الاوقات جميع المعلومات ، وهذا يعني خرقاً لعدالة وكفاءة السوق في تخصيص موارد الاقتصاد للبلد بشكل امثل ، لذلك تناولت هذه الدراسة موضوعاً على درجة كبيرة من الاهمية ، وهو الدور الذي تلعبه نظرية الاشارة في القضاء على مشكلة عدم التماثل المعلوماتي عبر الاعلانات العامة ومنها اعلانات اعادة الشراء كإشارة مرسلة الى المستثمرين تساعد باتخاذ قرارات افضل . فأى نشاط يقوم به المديرين سوف يفسره المستثمرين كإشارة مرسلة اليهم وسوف يتصرفون تبعاً لذلك ، وعليه ، تعد نظرية الاشارة من أهم الادوات التي توصل اليها الفكر المالي الحديث الذي جاءت اساساً لمساعدة المستثمرين في التخفيف من مشكلة عدم التماثل المعلوماتي . ان برامج اعادة شراء الاسهم في الاسواق المالية تعد وسيلة مهمة جداً في توزيع الفائض النقدي على المساهمين والتخلص من مشكلة الوكالة ومواجهة عمليات الاستيلاء العدائي للسيطرة على الشركة ورفع سعر السهم اذا كان دون قيمته الحقيقية وتأمين خيارات الاسهم لتحفيز العاميين وتعديل هيكل راس مال الشركة، وبناءً على ما تقدم تسعى هذه الدراسة لمحاولة ايجاد حل للجذلية الفكرية القائمة والمتمحورة حول التساؤل: هل ان لإعلان اعادة شراء الاسهم اثراً في اسعارها باطار نظرية الاشارة ؟ ، ولأجل تحقيق غايات الدراسة فقد تم تقسيمها على اربعة فصول وكالاتي :-

الفصل الاول : تم عبره عرض تغطية معرفية للمفاهيم النظرية لإعلان اعادة شراء الاسهم وعدم التماثل المعلوماتي ونظرية الاشارة وسيقسم على ثلاثة مباحث يهتم المبحث الاول بتقديم لمحة حول الاسس النظرية الفلسفية لإعلان اعادة شراء الاسهم. اما المبحث الثاني فتتناول عدم التماثل المعلوماتي ونظرية الاشارة، ويهتم المبحث الثالث في اختبار كفاءة السوق في الاستجابة لإعلانات اعادة شراء الاسهم.

الفصل الثاني : يتكون هذا الفصل من مبحثين ، يعرض المبحث الاول مجموعة من الدراسات السابقة المرتبطة بالدراسة الحالية او القريبة منها ، التي تم الاستفادة منها وحُصص المبحث الثاني لعرض منهجية الدراسة في وصف العينة المستخدمة والاساليب المالية والاحصائية التي استخدمت في الدراسة .

الفصل الثالث : يتكون هذا الفصل من خمسة مباحث يتناول الاول اختبار اثر المحتوى المعلوماتي لإعلانات اعادة شراء الاسهم في اسعارها اعتماداً على حجم الشركة ، فيما يهتم الثاني باختبار اثر المحتوى المعلوماتي لإعلانات اعادة شراء الاسهم بأسعارها اعتماداً على التكرار ، ويعرض المبحث الثالث اختبار اثر المحتوى المعلوماتي لإعلانات اعادة الشراء اعتماداً على نمط الاسهم ، وخصص المبحث الرابع باختبار اثر المحتوى المعلوماتي لإعلانات اعادة الشراء اعتماداً على كمية الاسهم المعاد شراؤها فعلياً (مصداقية الاشارة) ، اما المبحث الخامس فيهتم باختبار اثر استجابة السوق لإعلانات اعادة الشراء لكافة الشركات عينة الدراسة .

الفصل الرابع : يتم في هذا الفصل بتقديم اهم الاستنتاجات التي توصلت اليها الدراسة في مبحثه الاول ومجموعة من التوصيات التي توصلت اليها الدراسة اعتماداً على استنتاجاتها في مبحثه الثاني .

الفصل الأول

إعلان الحادثة شراء الأسهم وعدم التماثل المعلوماتي

ونظرية الإشارة : تغطية معرفية

المبحث الأول : الأسس النظرية الفلسفية لإعلان الحادثة شراء الأسهم

المبحث الثاني : عدم التماثل المعلوماتي و نظرية الإشارة

المبحث الثالث : اختبار كفاءة السوق في الاستجابة للإعلانات الحادثة شراء الأسهم

1.1 . المبحث الأول : الأسس النظرية الفلسفية لإعلان إعادة شراء الأسهم

1.1.1: نشأة إعادة شراء الأسهم وتطوراتها :

بدأت نشأة عمليات إعادة شراء الأسهم في أسواق الولايات المتحدة الأمريكية بوصفها أكبر الأسواق العالمية وأكثرها تطوراً، و تعد من أولى الدول التي سمحت للشركات بإعادة شراء أسهمها، لذا تعد الولايات المتحدة صاحبة أطول تاريخ في إعادة شراء الأسهم . وإعادة شراء الأسهم ظهرت في الولايات المتحدة في أواخر الستينات من القرن الماضي، وأصبحت أكثر شهرةً في منتصف الثمانينات (Chatterjee & Rakshit,2012: 29) . إذ كان نظام إعادة الشراء في ذلك الوقت لا يخضع لأي تنظيم فدرالي خاص حتى عام (1982) ، على الرغم من ان هيئة الأوراق المالية والبورصات في الولايات المتحدة (Securities & Exchange Commission) (SEC) اشارت الى ذلك منذ مدة طويلة جداً (Douglas,et.al, 2003: 289) .

وتجدر الإشارة هنا الى ان الشركات في الولايات المتحدة تأسست بموجب أنظمة وقوانين خاصة بكل ولاية، ولم تكن تحت اي قانون فدرالي في ذلك الوقت، وكانت هنالك منافسة كبيرة بين الولايات لجذب مؤسسي الشركات (promoters) لتأسيس شركات جديدة، وكانت الانظمة والقوانين تختلف من ولاية لأخرى، وبالرغم من ذلك، فان تنظيم سوق الأوراق المالية كان تحت السيطرة الكاملة للسلطات الاتحادية، وتعد الشركات الأمريكية المبتكرة لبرامج إعادة شراء الأسهم، وربما يعود السبب في ذلك للانظمة والقوانين الخاصة بتلك الولايات والمتعلقة بتأسيس وحوكمة الشركات وميلها الى ان تكون أكثر مرونة، وقد يكون لاصحاب المشاريع التأثير على المشرعين في الولاية اسهل من السلطات الاتحادية، وأن ممارسة الشركات لإعادة الشراء في بعض الولايات ادى الى انتشارها بسرعة الى الولايات الأخرى، وهكذا اخذت تتوسع وتنتشر في الولايات المتحدة بشكل كبير (Gupta, et.al,2005: 4-5) .

إن نظام إعادة شراء الأسهم في الولايات المتحدة هو نظام متحرر (Kim, et.al,2010:1)، إذ انه يسمح للشركات بإعادة شراء أسهمها عن طريق اقتراض الاموال وليس هنالك اي شرط قانوني يحدد بأن إعادة شراء الأسهم يجب ان تكون من الاحتياطات او الارباح غير الموزعة، وهذا يعني ان الشركات يمكنها استبدال راس المال الممتلك بالمقترض، زيادةً على ذلك، لا يشترط في إعادة شراء الأسهم ان يتم الغاؤها في الولايات المتحدة، ويمكن إعادة إصدارها الى السوق مرة أخرى .

وانتشر فيما بعد نظام إعادة شراء الأسهم الى كندا في اوائل الثمانينات من القرن الماضي ، وتطورت بسرعة في هذا المجال، (Ikenberry,et.al,2000 : 73) . وفي وقت متأخر كثيراً عن الولايات المتحدة تبنت بلدان اخرى فكرة إعادة شراء الاسهم، وقد اختارت اكثر الانظمة والقوانين اعتدالاً من الولايات المتحدة .

اما خارج الولايات المتحدة فأخذت تنتشر عمليات إعادة شراء الاسهم في البلدان الاوروبية، اذ بدأت برامج إعادة شراء الاسهم في المملكة المتحدة في اوائل الثمانينات من القرن الماضي، وقد اصبحت العملية متداولة بشكل كبير، وكانت هذه العملية شبه معدومة او محدودة جداً في البلدان الاوروبية الاخرى حتى منتصف التسعينات بسبب سياسة الحكومات في تلك البلدان، والتي لم تكن تسمح بإعادة شراء الاسهم او جعلتها غير جذابة من خلال القوانين والضرائب الصارمة، فمن بين (489) اعلان لإعادة شراء الاسهم قدمتها الشركات الاوروبية خلال المدة ما بين يناير (1980) ويونيو (1998) كانت حصة الشركات في المملكة المتحدة لوحدها %60 (Rau&Vermaelen,2002:260) . وأخذت برامج إعادة الشراء تمارس في اوروبا بشكل فعلي في اواخر التسعينات ، فبدأت الدول الاوروبية تتطور تدريجياً لتحقيق الفائدة من إعادة شراء الاسهم كوسيلة لتوزيع الفائض النقدي المتراكم على المساهمين، اذ بدأت بتقليل مخاطر إعادة الشراء من خلال وضع الانظمة والقوانين، التي تنظم هذه العمليات، وتحد من عمليات التلاعب بالأسعار والممارسات غير المشروعة التي تمارسها بعض الشركات، وشهدت المدة بين عامي (1995- 2000) ارتفاعاً كبيراً في نشاط إعادة شراء الاسهم في كثير من البلدان (Gupta ,et.al,2005: 6)، وأخذت تنتشر وتتطور عملية إعادة شراء الاسهم في جميع انحاء العالم اذ تم قبولها بشكل واسع في عقد التسعينات وعدت كأداة من ادوات مالية الشركات اذ عكست التأييد القوي والتبني (strong advocacy) من قبل الاقتصاديين في كافة البلدان الأوروبية، وينطبق ذلك على الهند ايضاً . اذ يشير الباحثون في هذا البلد الى ان إعادة شراء الاسهم يعد مكوناً مهماً للأسواق المالية الكفوءة، وان الحكومات الاوربية لن تألو جهداً لادراك حقيقة ذلك .

وسمحت هيئة الاوراق المالية والبورصات في كل من فرنسا والمانيا للشركات بإعادة شراء اسهمها في عام (1998) ، فكانت البداية متواضعة في اعلانات إعادة الشراء اذ كان عدد الاعلانات (49) اعلاناً فقط في عام (1998) والمعدل السنوي لعدد اعلانات إعادة الشراء في فرنسا وصل الى حوالي (400) اعلان للمدة من (1999-2001) و في المانيا كانت عدد الاعلانات لإعادة الشراء شيء لا يذكر فكان عدد الاعلانات (4) في عام 1998، وارتفع معدل

اعلانات إعادة الشراء الى (55) اعلاناً للمدة من (1999-2002)، (Gupta et.al,2005:7)، . وبعدها تم ادخال اللوائح والقوانين التي تنظم عمليات إعادة شراء الاسهم في مايو عام (1998) حتى يناير (2003) تم الاعلان عن رغبة الشركات بإعادة شراء اسهمها بما لا يقل عن 25 مرة عما كانت عليه، وكان ارتفاع شعبية إعادة شراء الاسهم في الولايات المتحدة، وفي بلدان اخرى دافعاً قوياً لرفع القيود عن إعادة الشراء في ألمانيا (Seifert& Stehle,2003:3).

وبالمقابل سمح للشركات الاسيوية بإعادة شراء اسهمها في اواخر التسعينات من القرن الماضي، اذ سمحت اليابان فعلياً بإعادة شراء الاسهم عام (1995) ، وتعزيز ذلك حينما قامت الحكومة اليابانية في الاول من اكتوبر (2001) بتعديل القانون التجاري، فهذا التعديل ألغى تماماً القيود المفروضة على عمليات إعادة شراء الاسهم ومنذ ذلك التاريخ ، اصبحت الشركات اليابانية قادرة على إعادة شراء اسهمها، بغض النظر عن الكمية، وأصبحت قادرة على ممارسة عمليات إعادة شراء الاسهم على المدى الطويل، وهذا لم يكن ممكناً في ظل الشروط الصارمة السابقة والتي كانت السبب في تأخر اليابان عن بقية دول العالم . وحينما تم تعديل القانون ارتفعت قيمة اعلانات إعادة شراء الاسهم اليابانية المدرجة في بورصة طوكيو بنسبة %448 إذ إن قيمتها ارتفعت من (75) مليار ين ياباني الى (411) مليار ين ياباني (Hachiya, 2010 : 2) .

وتلتها بعد ذلك ماليزيا عام (1997) فقبل هذا التاريخ لم يكن مسموحاً للشركات بإعادة شراء اسهمها، ومنذ ذلك الحين شهدت السوق الماليزية عدداً كبيراً من الشركات التي تعيد شراء اسهمها (Isa,et.al,2011:27) وفي سنغافورة وهونك كونك تم الشروع باعادة الشراء في عام 1998 ، كما اعترفت الهند بفائدة برامج إعادة شراء الاسهم في اواخر عام (1998) وتايوان في عام (2000) (Gupta , et.al, 2005:7) .

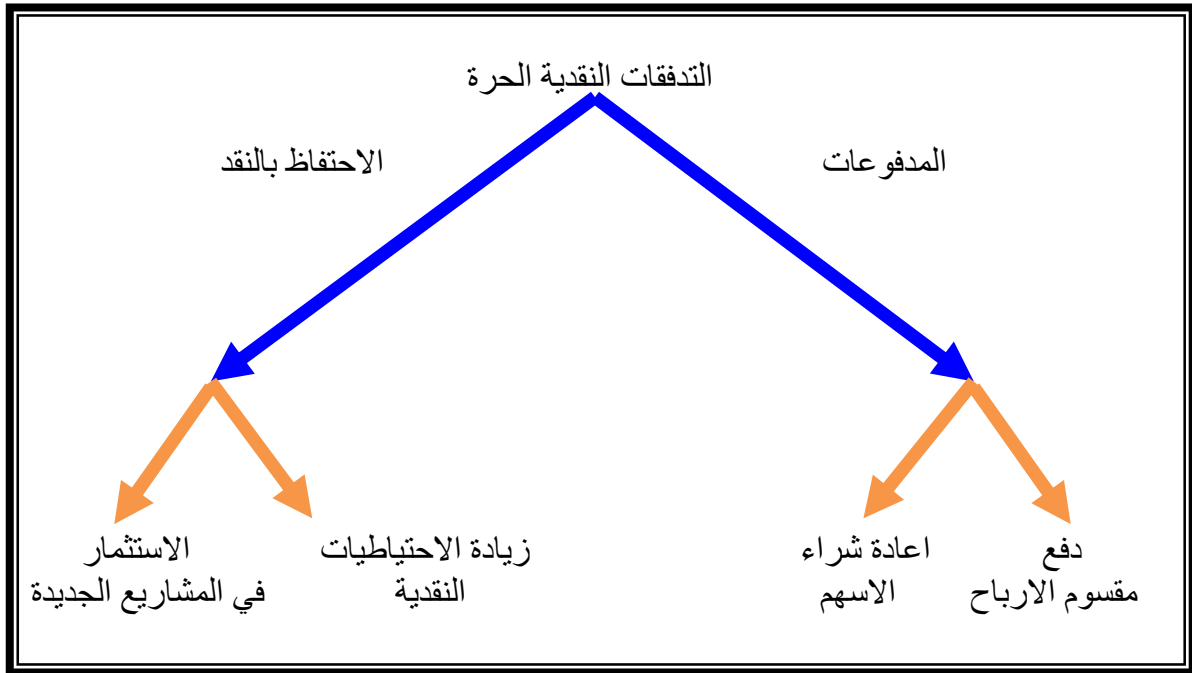
اما في منطقة الشرق الاوسط فإن بعض الشركات المساهمة تعاني عامةً ودول الخليج خاصةً من انخفاض أسعار أسهمها عن قيمتها العادلة وأحياناً انخفاض عن قيمتها الدفترية ، من دون وجود أداة بيد الشركة لتصحيح هذا المسار، ولذا سمح قانون الشركات الأردني سنة (1997) للشركة شراء أسهمها وبيع تلك الأسهم، وفقاً لأحكام هذا القانون والتشريعات النافذة ذات العلاقة . وفي عام (1998) بدأت مصر وسلطنة عمان بالشروع في تنظيم قوانين تسمح للشركات المساهمة بإعادة شراء اسهمها وبيعها، وتلتها بعد ذلك الكويت والبحرين عام (1999)، وسمحت دولة الامارات العربية المتحدة للشركات بشراء اسهمها وبيعها عام (2001) .

2.1.1: إعادة شراء الأسهم المفهوم والطبيعة :

ويقصد بعمليات إعادة شراء الشركة لأسهمها (Share Repurchases) الحدث الذي تقوم الشركة بمقتضاه بإعادة شراء جزء من أسهمها القائمة من المساهمين الحاليين بأستخدام النقد (Pettit, 2001:141) . وهذه العملية تتضمن تعديل قائمة الميزانية العمومية وقائمة التدفقات النقدية، ويطلق على هذه الأسهم التي يتم إعادة شرائها بواسطة الشركة أسهم الخزينة Treasury - stocks (Chen,2013:1) . والتي تظهر كقيمة سالبة في قائمة الميزانية وتطرح تكلفة الاسهم المعاد شرائها عند تحديد حقوق الملكية العادية (Brigham & Ehrhardt,2005 : 626) . ولا تشمل بحقي التصويت أو التوزيع خلال فترة ملكية الشركة لها، وان الشركات التي تعيد شراء اسهمها لها اداء تشغيلي متفوق عن تلك التي لا تعيد شراء اسهمها، وينسجم هذا مع فكرة ان الشركات تعيد شراء اسهمها حينما تحقق تدفقات نقدية حرة اضافية، وهذا الاداء التشغيلي يزداد في السنة التالية لإعادة الشراء مما يشير بأن الاداء المتفوق سيستمر مستقبلا لهذه الشركات (Gup & Nam, 2001: 99) .

وتُعد إعادة الشراء احدى سياسات المقسوم النقدي، فعمليات اعادة شراء الاسهم هي وسيلة مهمة جداً لتوزيع الفائض النقدي على المساهمين (Washer & Blanch, 2003 : 1) فالتدفقات النقدية الحرة التي تحصل عليها الشركات اما ان تقوم الشركة بتوزيعها كمدفوعات نقدية الى المساهمين (اعادة شراء ومقسوم نقدي) او بأحتجازها لغرض دعم وتمويل المشاريع الاستثمارية المتاحة ويوضح الشكل (1-1) البدائل المتاحة امام الشركات المساهمة للتصرف بتدفقاتها النقدية الحرة (Berk & DeMarzo, 2007 : 532) . اذ تمثل اليوم اعادة الشراء جزءاً كبيراً من اجمالي سياسة التوزيع النقدية للشركات في الولايات المتحدة في السنوات الاخيرة.

فكانت المدفوعات النقدية في اعادة شراء الاسهم متساوية تقريباً مع مقسوم الارباح النقدي، وكانت الزيادة ليس فقط في كمية اعادة الشراء ولكن ازدادت الشركات التي تستخدمها بشكل كبير في الالونة الاخيرة، واطهرت تراجعاً كبيراً في عدد الشركات التي تدفع مقسوم الارباح النقدي (Fama & French, 2001: 35) . كما ان سياسة التوزيع النقدي تعتمد على تفضيلات المستثمرين، فحينما تغير الشركة سياسة مقسوم الارباح الحالية فان المستثمرين الذين لا يرغبون بهذه السياسة الجديدة ينجذبون الى شركات اخرى تتناسب مع رغباتهم في سياسة مقسوم الارباح (Mu,2006:8)، وبهذا فان رغبات الزبائن والاعتبارات الضريبية تلعب دوراً كبيراً في تغيير سياسة الدفع سواء كانت اعادة شراء ام مقسوم ارباح (Wu ,et.al,2008: 9) .



شكل (1-1) طريقة اختيار للبدائل الثلاثة للتدفقات النقدية الحرة

Source : Berk & DeMarzo Corporate Finance "Pearson/Addison Wesley, New York. 2007: 532.

وحيثما تقوم الشركة المصدرة بإعادة شراء أسهمها يقابلها تخفيضاً في حق الملكية، إذ يتم الدفع مقابل ذلك إلى المساهمين مقابل تنازلهم عن أسهمهم، وبذلك يمكن النظر إلى إعادة شراء الأسهم على أنه تخفيض لحق الملكية ، وليس الحصول على موجود جديد للشركة فليس من المعقول أن تمتلك الشركة نفسها وتضع أسهمها ضمن موجوداتها، وعلى الرغم من ذلك فإن بيع هذه الأسهم يوفر للشركة سيولة نقدية مثل بيع أي موجود من الموجودات الأخرى التي بحوزة الشركة (Picardo, 2013 : 2) . وتحتوي إعادة الشراء على عنصر الانتقائية (Selectivity) بمعنى أن حملة الأسهم لديهم خيار عند توزيع الشركة الفائض النقدي لإعادة شراء أسهمها فالمساهمون يمكنهم أن يكونوا مخيرين بين بيع أسهمهم من عدمها، لذا، فإن حملة الأسهم الذين يحتاجون إلى نقد يمكنهم أن يبيعوا بعض أسهمهم، بينما المساهمين الذين لا يحتاجون إلى نقد إضافي يمكنهم أن يحتفظوا بأسهمهم (Brigham & Ehrardt, 2005 : 630) . ويترتب على ذلك تحويل الثروة من حملة الأسهم الذين قاموا ببيع أسهمهم إلى حملة الأسهم الذين احتفظوا بأسهمهم .

وأصبحت إعادة شراء الأسهم تستخدم من قبل الشركات كأداة مهمة من أدوات الهندسة المالية في حقل الإدارة المالية وخاصة في الدول المتقدمة مثل الولايات المتحدة وكندا وأستراليا وغيرها (Chatterjee & Rakshit, 2012: 28) ، التي تؤثر على قرارات متعددة في الشركة

مثل المدفوعات النقدية وهيكل راس المال والاستثمار وسياسات تعويضات الإدارة ، فضلاً عن ذلك، ان إعادة شراء الاسهم عملية متزايدة الأهمية في الاسواق المالية الأكثر تطوراً (6: Lasfer, 2014).

ان إعادة شراء الاسهم ازدادت أهميتها بشكل كبير في السنوات الأخيرة فقد أصبحت تلك العمليات نشاط مالي رئيسي ، ويبدو انه في تزايد مستمر ليصبح النشاط الأول لسياسات المقسوم النقدي وذلك من خلال إعادة سيولة نقدية أكثر الى حملة الأسهم في إعادة الشراء (517 : Ross et.al, 2008) مما يحصلوا عليه في صيغة المدفوعات النقدية منذ اواخر تسعينات القرن العشرين (626 : Brigham & Ehrardt, 2005).

إن ازدياد تنفيذ عمليات إعادة الشراء في السنوات الأخيرة يعزى الى أهمية تلك العمليات في المساعدة في منع عمليات الاستيلاء العدائية ، وفي تعزيز ثروة المساهمين ، وسعر السهم السوقي من خلال (616 : Gitman , 2009) ; (1: Young & Yang , 2008) ; (3 : Hribar et al. 2006) ; (625 : Ross, et.al, 2003) ; (20 : Isagawa, 2002) ; (77 : Wiyada & Aekkachai, 2013) :-

1. تخفيض عدد الأسهم القائمة في السوق المالية ، ينعكس ايجابياً على ربحية السهم الواحد . اذ يرتفع نصيب السهم الواحد من صافي الربح القابل للتوزيع ، وذلك نظراً لانخفاض عدد الأسهم المصدرة بافتراض ثبات الأرباح بعد شراء الشركة لأسهمها، والواقع ان إعادة شراء الاسهم تؤثر بشكل كبير ومباشر على كل من البسط والمقام في احتساب ربحية السهم الواحد (EPS) . بعبارة أخرى ، أن عملية إعادة الشراء تؤدي الى تخفيض عدد الأسهم المصدرة من جانب، ومن جانب آخر فإنها تؤثر ايجابياً في ربحية السهم الواحد مما ينعكس ذلك ايجابياً على سعر السهم في السوق المالية .

2. إرسال إشارة ايجابية (Positive Signal) الى المستثمرين في السوق المالية ، يشير مضمونها الى أن الإدارة ترى بأن السهم يتداول في السوق المالية بأقل من قيمته الحقيقية العادلة (Fair Value) ، إذ يمكن تفسير قرارات إعادة شراء الاسهم بوصفها اشارة ايجابية جيدة الى المستثمرين حول مستقبل الشركة وقيمتها، فقد يفسر المستثمرون بأن ادارة الشركة لها اطلاع اكثر على اسعار الاسهم من المستثمرين الاخرين. وحينما تتجه الشركة الى إعادة شراء اسهمها هذا يعني ان اسعار اسهمها الحالية فعلاً دون قيمتها الحقيقية العادلة .

اذ ان عمليات إعادة شراء الاسهم اصبحت الطريقة المفضلة للبدأ بالتوزيعات النقدية على حملة الاسهم ، وفي سنة (1981) بدأت اكثر من 81% من الشركات الامريكية بإعادة شراء

اسهمها القائمة في السوق بدلاً من دفع مقسوم الأرباح (Brigham & Ehrardt, 2005: 626) كما ان هناك سقف قانونية تحدد كمية الاسهم التي بالامكان اعادة شرائها، التي يمكن تعديلها (modify) حينما تقوم الشركة بأعادة شراء أسهمها، وبهذا المعنى، فإن قدرة الشركات لتعديل كمية اعادة شراء الاسهم في السوق المفتوحة (OMR) وتقديم مايبيرر ذلك من قبل الشركات تعد السمة المميزة لاعادة الشراء بالمقارنة مع المقسوم النقدي ، التي ربما تأخذ بنظر الاعتبار وجود برامج اعادة الشراء في الدول التي لديها قيود قانونية على حجوم او كميات اعادة الشراء . وتعد اعادة شراء الاسهم ذا فائدة، لأنه يمكن من خلالها تعديل هيكل راس المال والسيطرة على الشركة وصعوبة ايجاد البديل لهذا الغرض في المقسوم النقدي وهذا ما حفز المديرين على استخدام برامج اعادة الشراء لهذا الغرض (Gonzalez & Gonzalez, 2000: 12) . اذ يمكن استخدام اعادة الشراء لتنتج تغييرات كبيرة في هيكل راس المال، على سبيل المثال، عندما قررت شركة اديسون (Edison) ان تقترض (400) مليون دولار، واستخدام هذه الاموال في اعادة شراء اسهمها، لذلك استطاعت الشركة ان تغير هيكل راس مالها بسرعة، ويمكن للشركات اعادة شراء اسهمها لاستخدامها في خيارات الاسهم كمكون مهم في تعويض العاملين، وتستخدم تلك الاسهم حينما ينفذ هؤلاء العاملون خياراتهم، وهذا ما يجنب الشركة من اصدار اسهم جديدة و تخفيض الأرباح ، كما استخدمت شركة مايكروسوفت وشركات اخرى هذا الاجراء في السنوات الاخيرة (Brigham & Ehrardt, 2005 : 630) .

وفي دراسة¹ دور خصائص الشركة والمعلومات الخاصة بالمطلعين² التي تؤثر في قرارات اعادة شراء الشركات لاسهمها وعوائد الاسهم المرتبطة بمدة الاعلانات، وجد ان الشركات ترغب اكثر بإعادة شراء اسهمها اذا كان لديها تدفقات نقدية حرة كبيرة، وإذا كانت نسبة القيمة السوقية الى القيمة الدفترية منخفضة ، وكذلك ضعف الاداء السابق للاسهم ، وإذا كان المطلعون من كبار حملة الاسهم . فضلاً عن ذلك ، فقد وجدوا ان العوائد خلال مدة اعلان اعادة الشراء كبيرة وايجابية وهي مرتبطة بالمعلومات الخاصة التي يمتلكها المطلعين في الشركة حول تكلفة الوكالة للتدفقات النقدية الحرة (Thanatawee, 2009 : 31) .

¹ - للمزيد من التفاصيل انظر (Li & McNally, 2007: 65) .

² - المطلعون هم الاشخاص الذين يطلعون على المعلومات الداخلية السرية بحكم مناصبهم ووظائفهم او ملكياتهم او علاقتهم بشكل مباشر او غير مباشر بمن يحوز على المعلومات السرية وهم (اعضاء مجلس الادارة ومستشاريهم ، المدير المفوض ، المدير المالي، المدقق الداخلي والخارجي واي شخص آخر يحصل على تلك المعلومات) والذين يمكنهم اتخاذ القرارات باعادة شراء الاسهم لذا ينبغي ان لا يتداول بحق ملكيتهم في الشركة وقت تنفيذ برامج اعادة الشراء لاملاكهم هذه المعلومات عن الشركة مما يجعلهم يحققون من وراء ذلك عوائد غير عادية اثناء وبعد الاعلان وهذا ما نصت عليه المادة القانونية (5-10b) بمنعهم من التداول . (Kim, et.al, 2010 : 5) .

وفي الوقت الذي لا تفرض فيه برامج إعادة الشراء في السوق المالية أية التزامات ثابتة على الشركة، فإن إعادة الشراء تمنح الشركات المرونة الكافية في تقرير ما إذا كان من مصلحتها تنفيذ عملية إعادة الشراء من عدمها في المستقبل، وبعبارة أخرى، إن برامج إعادة شراء الأسهم في السوق المفتوحة زادت من مجموعة الفرص الاستثمارية المتاحة أمام الشركة من خلال السماح للمديرين باستخدام موارد الشركة في إعادة شراء أسهمها حينما يدركوا بأن أسعار الأسهم السوقية دون قيمتها الحقيقية أو التخلي عن تنفيذ برنامج إعادة الشراء إذا كانت أعلى من قيمتها الحقيقية (6 : Hsu & Liu, 2009) فبعد الاعلان عن إعادة شراء الأسهم من قبل الشركات، كان هناك تحسن ملموس في العوائد غير العادية والأداء التشغيلي للشركة، ولكن الاعلان عن إعادة شراء الشركة لأسهمها في السوق لا يلزم الشركة بالضرورة بإعادة شراء أسهمها فعلياً في وقت لاحق (411 : Lie, 2005) ; (65 : Chen, 2006) .

وبدلاً من دفع مقسوم ارباح لحملة الأسهم، يمكن ان تستخدم الشركة النقد في إعادة شراء أسهمها ويمكنها الاحتفاظ بهذه الأسهم التي أعادت شرائها في الخزينة، ويمكنها ان تعيد بيعها إذا احتاجت الى الاموال على ان لا يقل سعر إعادة البيع عن سعر إعادة الشراء (3 : Teng & Hachiya, 2010) . اضافة الى ذلك، ان امتلاك الشركة لأسهمها لا يعنى أن هذه الأسهم قد تم إلغاؤها أو تم استردادها بصورة نهائية . ولكن هناك عدة مجالات لاستخدامها فقد يحتفظ بها في الخزينة لإعادة بيعها في وقت آخر أو لتوزيعها على العاملين كخيارات اسهم أو على المساهمين كأسهم مجانية، أو قد يكون للشركة أغراض أخرى . فالشركات قد تستخدم اسهم الخزينة كخيارات اسهم لتحفيز المديرين العاملين في الشركة، والمبرر الرئيس لهذه الخيارات هو رفع الحوافز للعمل، ولتحقيق الموائمة بين مصالح المديرين والمساهمين . ويعتقد السوق بأنه اذا كان هناك حافز كافٍ للمديرين فهم يعملون بأخلاص لمصلحة المساهمين، وينبغي ان يتفاعلوا بشكل ايجابي لاعلانات إعادة شراء الاسهم (1 : Ghosh ,et.al, 2010) .

وتلجأ الشركة الى استخدام أسهم الخزينة المتاحة لديها في حالة توزيع الأرباح في شكل أسهم مجانية (منحة)، فالشركة حينما تلجأ الى الاعلان عن اسهم المنحة عادة تكون بدون تكلفة، وحينما تلجأ الشركة الى اصدار الاسهم المجانية تكون الشركة في وضع ليس بإمكانها تقديم اية توزيعات نقدية، وفي الوقت نفسه الذي تمتلك به الشركة احتياطات كبيرة وترغب في استغلال جزء من هذه الاحتياطات عن طريق اسهم المنحة، وقد تقرر الشركة الاستفادة من ارباحها اذا كانت لديها ارباح كبيرة الى الاعلان عن التوزيعات النقدية، ولكنها لا تمتلك السيولة الكافية لدفع هذا المبلغ (94 : Travlos et.al, 2001) . لذلك تلجأ الشركة الى توزيع اسهم الخزينة التي

بحوزتها كأسهم مجانية على المساهمين، وقد تلجأ الشركة الى بيع اسهم الخزينة حينما يكون سعر السهم اعلى من تكلفة شرائه .

هذا يعني إذا كانت الموارد المالية المتاحة للشركة تفوق احتياجاتها من الفرص الاستثمارية فقد يكون من الأفضل لها توزيع الفائض النقدي على المساهمين (Frilander, 2013: 29)، وقد يتم التوزيع من خلال إعادة شراء جزء من اسهمها المصدرة التي يتكون منها رأس مال الشركة ذاتها ، ونظراً لأن هذه السياسة لا تؤثر على القوة الإيرادية للشركة فمن المتوقع أن يؤدي انخفاض عدد الأسهم المصدرة إلى ارتفاع الارباح و ربحية السهم EPS في ظل فرضية ثبات العائد المتحقق بعد شرائها (Cremers, 2012 : 12) . وتساعد اعادة شراء الاسهم ايضاً في القضاء على مشكلة تكلفة الوكالة، فإذا تجاوزت الموارد النقدية المتاحة الفرص الاستثمارية المقبولة والمجدية، فان الادارة قد تستخدم هذه الموارد النقدية الفائضة عن الحاجة لمصلحتهم الشخصية مما يؤدي الى ظهور مشكلة الوكالة، ولكن حينما تقوم الشركة بإعادة شراء اسهمها باستخدام الفائض النقدي فان ذلك سيساعد في الحد او القضاء على مشكلة الوكالة مما يزيد من قيمة الشركة وسعر السهم (Espenlaub, et. al, 2010 : 16) .

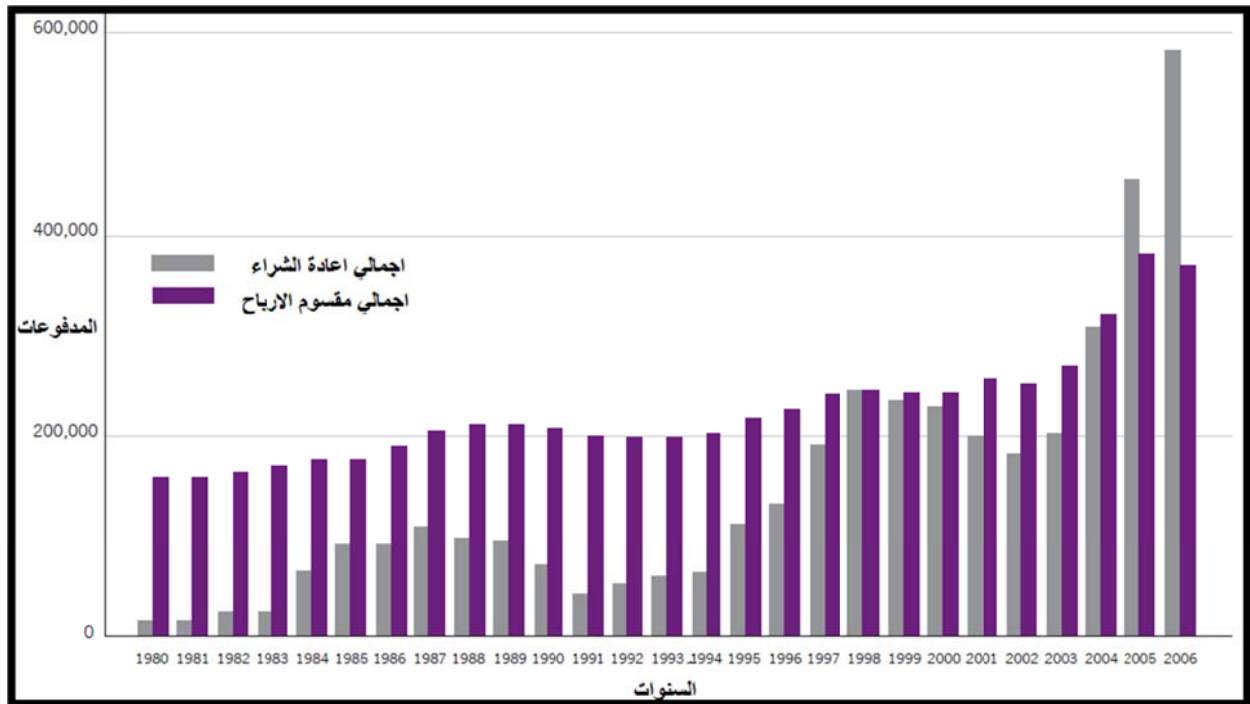
وهناك اسباب عديدة تلجأ فيها الشركات المساهمة إلى اعادة شراء جزء من أسهمها، لان ذلك سيؤدي بطبيعة الحال إلى تخفيض موجودات الشركة أو إلى زيادة التزاماتها، وفي مقابل ذلك انخفاض في حق الملكية بالمقدار نفسه، الا ان هناك ثلاثة اسباب اكثر شيوعاً : الاول، تعد بديلاً لمقسوم الارباح النقدي وهذا البديل يكون غاية بالاهمية، اذا كان هناك تفاضل في معدلات الضريبة المفروضة على العوائد الايرادية مقارنة بالعوائد الرأسمالية .

والسبب الثاني، هو تعديل هيكل رأس مال الشركات، الذي يخفض من مكون حق الملكية بالمقارنة مع مكون المديونية، والسبب الثالث، الذي ربما يكون الاكثر شيوعاً من السببين السابقين وهو فرضية الاشارة . فيظل عدم تماثل المعلومات بين الادارة وجمهور المستثمرين الخارجيين، الذي يعد اعادة شراء الاسهم اشارة من الادارة الى السوق بأن سعر السهم السوقى الحالي اقل من سعره الحقيقي ، ومن المتوقع ان يستجيب السوق بشكل ايجابي لإعادة الشراء، وقد أثبت ذلك في العديد من الدراسات (Isa,et.al, 2011: 29) .

فيكون لدى الشركة مرونة اكبر في تعديل اجمالي التوزيع عمّا يمكن ان يكون الحال عليه اذا كان التوزيع بأكمله في صورة مقسوم ارباح نقدية، لان اعادة الشراء يمكن ان تتغير من سنة لأخرى دون ان تسبب اي اشارات سلبية، وهذا الاجراء استخدم من قبل شركة فلوريدا للطاقة

والذي أوصت باستخدامه، وهو يعتبر احد اسباب الزيادة الهائلة في حجم اعادة شراء الاسهم (Brigham & Ehrardt, 2005 : 630). لذا اتجهت معظم الشركات في الولايات المتحدة قبل عام (2003) للتحويل من مدفوعات مقسوم الارباح النقدي الى اعادة شراء الاسهم نظراً لمرونتها العالية، كما ان معظم المستثمرين في الولايات المتحدة يفضلون اعادة شراء الاسهم على مقسوم الارباح النقدي (Fama & French, 2001: 3)، وتمثل اليوم اعادة شراء الاسهم جزءاً كبيراً من اجمالي سياسة التوزيع النقدية للشركات في الولايات المتحدة في السنوات الاخيرة الماضية، اذ تطورت اعادة شراء الاسهم في السنوات الاخيرة بشكل يفوق مقسوم الارباح بكثير (Dittmar , 2008 : 27).

ويبين الشكل (1-2) الذي يصور الحجم الاجمالي السنوي لإعادة الشراء بأنها تجاوزت مقسوم الارباح للمرة الاولى في عام (2005)، وكانت العوائد غير العادية من اعادة الشراء اعلى من مقسوم الارباح النقدي، وتوسعت بشكل اكبر عام (2006) (Dittmar & Dittmar, 2007).



شكل (1-2) اجمالي اعادة الشراء ومقسوم الارباح للشركات المدرجة في الاسواق الامريكية من 1980 - 2006

Source : Dittmar, Amy.K"Corporate Cash Policy and How to Manage it with Stock Repurchases, 2008 : 29

وبهذا هل تُعد اعادة شراء الاسهم بديلاً لمقسوم الارباح ؟ فمنذ عام (1980) انخفضت نسبة الشركات عامةً التي تدفع مقسوم الارباح بشكل مطرد مع مرور الوقت . من (60%) عام (1980) الى نسبة ما يصل (20%) عام (2002) ، وهذا الانخفاض في الشركات التي تدفع

مقسوم الأرباح يعزى الى التغيرات في الشركات نفسها، وان هذا الانخفاض بشكل عام يمكن ان تطلق عليه " propensity " (ميل او نزوع) الشركات عن دفع مقسوم الأرباح، فجزء من تحول او ميل الشركات عن دفع المقسوم النقدي، يمكن ان يرجع الى الزيادة الكبيرة في اعادة شراء اسهمها (Dittmar 2008 : 27٠) .

وكما يوضح الجدول (1-1) ايضاً بأن عمليات اعادة شراء الاسهم الامريكية تجاوزت مقسوم الأرباح النقدي عام (2005)، فكانت نسبة اعادة شراء الاسهم 53% بينما مقسوم الأرباح النقدي (43%) من اجمالي التوزيعات النقدية للشركات الامريكية . ففي عام (1977) كانت نسبة اعادة الشراء شيئاً لا يذكر فكانت نسبتها (5%) من اجمالي التوزيعات النقدية، اما مقسوم الأرباح فكانت اداة التوزيع السائدة في ذلك الوقت ، اذ كانت نسبتها (95%)، اما الان أضحت اعادة الشراء قناة التوزيع النقدي السائدة او الموازية للمقسوم (4 : 2006 , Mauboussin) ؛ (Dittmar, 2008 : 27) . وقد وجدت الشركات بأن اعادة شراء الاسهم هي الطريقة الافضل في التوزيع، وذلك لغرض تغيير نسبة الرافعة المالية، ومحاربة عمليات الاستيلاء ومواجهة اثر التخفيض (dilution)^٣ في خيارات الاسهم للعاملين (4 : 2012 , Anderson & McLaughlin) هذا وان الاعلانات عن برامج اعادة شراء الاسهم تؤثر في العرض والطلب على الأسهم في السوق المالية، وذلك تبعاً لحالة عدم التماثل المعلوماتي، فإذا اعتقد المستثمرون ان برامج اعادة شراء الاسهم تنقل اشارة ايجابية من ادارة الشركة الى السوق فسوف تزداد اسعار اسهمها، لذا حينما يقرر المديرون التنفيذيون المطلعون على المعلومات الداخلية اعادة شراء الاسهم فإنهم يستخدمونها كأداة لإرسال إشارة الثقة حول مستقبل الشركة (258 : 2013 , Tabtieng) ، والقرارات التي تتخذها الشركة سواء كانت قرارات تشغيلية ام استثمارية ام تمويلية تهدف الى تعظيم سعر السهم السوقي للشركة، ومن ثم تعظيم ثروة المساهمين ، وعليه تشكل قرارات الشركة اشارة الى الاسواق المالية حول اداء الشركة المستقبلي ، وهي قد تؤثر على واحدة او اكثر من محددات سعر السهم ، فقد تؤثر على التدفقات النقدية المستقبلية للشركة او توقيت تحقق التدفقات او مخاطر هذه التدفقات النقدية، وعليه، حينما ترغب الشركات باتخاذ قرار اعادة الشراء لأسهمها فينبغي عليها ان تركز الى اساس منطقي مالي واقتصادي سليم، يخلق قيمة اضافية لحملة الاسهم (189 : 1998 , Nohel & Tarhan) .

^٣ - اثر التخفيض (dilution) في بعض الاحيان تمنح الشركات المديرين والعاملين فيها خيارات اسهم كحوافز تشجيعاً لهم وهذا الامر شائع جداً في الولايات المتحدة واليابان . وأشار (Kato, et. al , 2005 : 435 - 461) عند تنفيذ هذه الخيارات يفضي الى تخفيض ربحية السهم مما يؤثر في سعر السهم اي تخفيض سعر السهم ، لذا ان اعادة شراء الاسهم تسمح للشركات بتوزيع النقد بدون تخفيض قيمة السهم (5 : 2012 , Tong, et,al) .

الجدول (1-1) عمليات إعادة شراء الأسهم الأمريكية مقابل مقسوم الأرباح النقدي خلال المدة 1977-2005

التوزيعات الاجمالية % لإعادة الشراء	التوزيعات الاجمالية % من مقسوم الأرباح	العائد	رسملة السوق	إعادة الشراء من اجمالي المدفوعات النقدية	مقسوم ارباح من اجمالي المدفوعات النقدية	السنة
5%	95%	4.1%	894,890	2,018	34,861	1977
9%	91%	4.7%	939,880	4,049	40,551	1978
10%	90%	4.5%	1,113,170	4,825	45,050	1979
9%	91%	4.6%	1,214,619	5,037	50,675	1980
11%	89%	4.7%	1,355,451	6,866	56,606	1981
10%	90%	5.5%	1,279,223	7,189	63,097	1982
13%	87%	4.3%	1,779,503	9,869	66,051	1983
14%	86%	4.9%	1,656,984	11,318	70,375	1984
28%	72%	5.6%	1,939,516	30,413	78,515	1985
37%	63%	5.3%	2,448,451	48,063	81,519	1986
36%	64%	4.8%	2,986,688	50,990	91,050	1987
40%	60%	6.1%	2,777,652	67,932	102,284	1988
37%	63%	5.1%	3,283,610	61,636	105,842	1989
35%	65%	5.1%	3,241,494	56,868	107,844	1990
27%	73%	3.8%	3,961,906	40,122	108,759	1991
25%	75%	3.2%	4,552,283	36,498	108,499	1992
27%	73%	2.9%	5,338,308	41,421	114,697	1993
30%	70%	3.1%	5,417,098	51,087	119,507	1994
38%	62%	3.0%	6,733,531	77,144	125,186	1995
42%	58%	2.9%	8,313,157	100,077	137,611	1996
49%	51%	2.5%	10,646,546	129,821	136,794	1997
56%	44%	2.5%	13,064,650	184,693	144,140	1998
55%	45%	2.2%	15,206,862	180,690	146,299	1999
55%	45%	2.4%	15,066,000	194,778	160,561	2000
52%	48%	2.6%	13,291,000	179,563	163,321	2001
52%	48%	3.3%	10,167,000	176,378	163,262	2002
49%	51%	2.6%	13,042,100	166,494	175,288	2003
53%	47%	3.2%	13,343,000	223,717	202,190	2004
53%	47%	3.6%	13,034,224	250,000	220,000	2005E

* (المبالغ بملايين الدولارات)

Source : Mauboussin,M.J. "Clear Thinking about Share Repurchase Capital Allocation, Dividends, and Share Repurchase : Why Buybacks are so Important Now" 2006 :4 .

وفى مجال المعالجة المالية والمحاسبية لعمليات شراء وبيع أسهم الخزينة فى حساب حق الملكية تجدر الإشارة إلى أن بيع أسهم الخزينة بسعر أقل من تكلفة شرائها يخفض من حق الملكية أما فى حالة بيع أسهم الخزينة بسعر أكثر من تكلفة شرائها فإن ذلك يزيد من حق الملكية ، لكن هذه الزيادة لا يترتب عليها خلق أية أرباح قابلة للتوزيع ، وإنما تعد من مكونات رأس المال المدفوع (1 : 2013 , Jan)، او الغائها اذا رغبت الشركة بتخفيض رأس مالها .

وينبغي التنبيه الى ان اعادة الشراء ربما تستخدم كوسيلة للتستر على النسب المالية السيئة فى الشركة، ويمكن للشركة شراء اسهمها وذلك لتحقيق تحسن مصطنع فى النسب المالية . والسماح للمطلعين فى الشركة من استغلال ميزة خيارات الاسهم، ولكن من دون الانخفاض فى قيمة ربحية السهم الاجمالية المعلنة للسوق، وقد لاحظ (Warren, Buffett, 1985) فى كثير من الاحيان انه يعتقد بان برامج خيارات الاسهم للعاملين وبرامج اعادة الشراء من الممكن ان تكون مضللة تماماً . هذا يعنى أن إدارة الشركة تمتلك دائما معلومات خاصة غير متاحة للجمهور مما يسمح لها باستغلال المعلومات المتاحة لها وغير المتاحة للغير، وهذا يعد تضليل للاسواق للاستفادة من آلية إعادة شراء أسهمها فى ظل وجود معلومات غير منشورة او مضللة . وإنما تخلق عادة قفزات سريعة فى سعر السهم وغالبا ما تكون مصطنعة، وبعد ذلك يقوم المطلعين ببيع هذه الاسهم بسرعة وبالسعر العالى بينما المستثمرون الآخرون عادة مايكونوا متأخرين فى عملية شراء الاسهم، ومن ثم يشترونها بمستويات السعر العالى، لذلك فأن الاسعار طويلة الاجل لاترتبط بشكل مباشر باعلانات اعادة شراء الاسهم، ولكن فى المدى القصير غالباً ما يحصل ارتفاع كبير بسعر السهم ،(2 : 2009 Smith) .

3.1.1. الجوانب القانونية والرقابية لإعادة شراء الأسهم:

كانت قوانين معظم الدول لا تسمح بإعادة شراء الشركة لأسهمها ، وبخاصة فى الدول النامية ، اذ كانت أسواق رأس المال غير متطورة ، والإطار القانوني والمؤسسي غير متكامل ، بل إن اعادة شراء الشركة لأسهمها كان ممنوعاً حتى فى بعض الدول المتقدمة التي توجد فيها أسواق مالية متطورة ، مثل المانيا وفرنسا واليابان، وذلك بسبب إمكانية استغلال الشركة لهذه الأداة والدخول فى عمليات التلاعب فى اسعار الاسهم فى تلك الأسواق . إلا انه فى الآونة الأخيرة كان لا بد من السماح للشركات بإعادة شراء أسهمها نظراً لما تتمتع به من خصائص ومميزات تصب فى مصلحة المساهمين ، ولذلك لابد من وضع ضوابط وقوانين محددة من قبل الجهات المنظمة والرقابية ، حيث تنظم هذه العملية بما يخدم المصلحة العامة ، إلا أن هذه التشريعات والقوانين تختلف من دولة إلى أخرى تبعاً لمدى تطور قطاعات سوق رأس المال فى

هذه الدول . وتضع الجهة المنظمة لعمليات إعادة شراء الاسهم في كل بلد قيود قانونية سواء فيما يتعلق منها بقرار الشراء او كمية الاسهم المشتراة او القيود القانونية المتعلقة بالجهات الاشرافية والرقابية . لذلك يمكن ان نستعرض القيود القانونية على عملية إعادة شراء الاسهم في بعض الدول التي تستخدم هذه الاداة .

ففي الولايات المتحدة يخضع نشاط إعادة شراء الاسهم لأحكام او ضوابط صارمة ضد عمليات التلاعب في الاسعار، وذلك طبقاً لقانون هيئة الاوراق المالية والبورصات (SEC) لعام (1984)، اذ تقوم الهيئة بالكشف عن التلاعب بالأسعار وتوجيه عقوبات الى الشركات للممارسات غير المشروعة ، وتحديد المخاطر لمنع الشركات من إعادة شراء اسهمها . وقد بدأت الهيئة بوضع مبادئ لتوجيه الشركات حول كيفية تنفيذ برامج إعادة الشراء بشكل صحيح دون مراوغة ، ووافقت الهيئة على تشريع الضوابط والقوانين الخاصة بإعادة شراء الاسهم في عام (1982) واعتمدت أحكام المادة القانونية (18-10b)، التي توفر الامان للشركات التي تعيد شراء اسهمها مقابل ضوابط صارمة ضد عمليات التلاعب والاحتيال من خلال قانون بورصة الاوراق المالية لعام (1934) (Allen & Michaely, 2002: 91- 92) .

فالشركات وفقاً لهذه المادة تخضع لقانون مكافحة التلاعب بالاسعار والتي تم اصدارها بموجب المادة 9a ثانياً من قانون (1934) ، وهذه المادة القانونية تجعل التلاعب بالاسعار عمل غير قانوني، وهذا الحال ينطبق عند اجراء سلسلة من عمليات إعادة الشراء لغرض خلق تداولات نشطة غايتها التلاعب بالاسعار، اذا كان القصد من إعادة الشراء هنا هو رفع سعر السهم من خلال جعل السهم يبدو كما لو ان الطلب عليه كبير بشكل غير اعتيادي، لذلك رفضت العديد من الشركات الامريكية قبل (30) عاماً الدخول في إعادة شراء حصة كبيرة من الاسهم . ومن التشريعات التي وضعتها هيئة السوق المالية في البورصات الامريكية التي تنظم عمليات إعادة شراء الاسهم هي المادة القانونية (5-10b) الخاصة بتداول المطلعين، واحكام هذه المادة تعد اكثر اهمية في وضع القيود على تداول المطلعين، وهي تحضر على المطلعين (بما في ذلك موظفي الشركة ومدرائها) الانخراط في عمليات إعادة شراء اسهم الشركة وذلك لامتلاكهم معلومات خاصة وسرية حول اسعار الشركة وقيمتها وارباحها المستقبلية التي لايعرفها المستثمرين الخارجيين (Fried , 2005.a : 20 -21)، التي يمكن للمطلعين من خلالها تحقيق عوائد غير عادية (Fried, 2005.b :1343) .والمادة (18-10b) تطالب الشركات التي تمارس إعادة شراء اسهمها من السوق المالية في الولايات المتحدة لتقليل التلاعب المحتمل في الاسعار بالآتي (8 : McNally, et.al , 2003) ; (Fried , 2005.a : 20) :-

- ❖ يجب ان تعلن الشركة عن برامج اعادة الشراء للجمهور بعد يومين من حصول موافقة الهيئة العامة .
- ❖ ان يكون التعامل بإعادة شراء الأسهم من خلال وسيط واحد خلال اليوم ، اذ لا يجوز استخدام أكثر من وسيط لتنفيذ عمليات الشراء في اليوم ذاته .
- ❖ لا يسمح التداول في أول صفقة تداول في السوق او اخر نصف ساعة قبل اغلاق السوق .
- ❖ يجب أن لا يكون سعر اعادة الشراء اعلى من السعر المعروض خلال الجلسة أو اعلى من السعر المعروض في الجلسة السابقة .
- ❖ يجب ألا يتجاوز عدد الاسهم المعاد شرائها في اليوم الواحد 25% من متوسط حجم التداول اليومي للشهر السابق .

وفي اليابان الذي يُعد سوقها ثاني أكبر سوق مالي في العالم كان ممنوعاً على الشركات إعادة شراء اسهمها حتى عام (1994) ، وحينما تغير القانون التجاري سمح للشركات بإعادة شراء اسهمها . وعلى الرغم من ذلك، فإنه يختلف عن تشريعات الولايات المتحدة، فقد كانت الضرائب المفروضة على إعادة شراء الاسهم كبيرة للغاية، مما قلل من نشاط الشركات ورغبتها في الانخراط بالاسواق المالية لإعادة شراء اسهمها . إذ إن قانون الضرائب كان يعامل إعادة شراء الاسهم معاملة مقسوم الارباح النقدي نفسها ولجميع المساهمين، ولم تتحفظ الشركات لممارسة إعادة الشراء الا بعد صدور قانون الاصلاح الضريبي عام (1995)، الذي ألغى هذه المعاملة الضريبية، وهذا ما شجع الشركات على البدء ببرامج اعادة شراء الاسهم عام (1995)، ومنذ ذلك الحين ازدهرت عمليات اعادة الشراء في اليابان (4 : Kim, et.al,2010) .

وتضع بورصة طوكيو قيوداً عند تنفيذ برامج اعادة شراء الاسهم تشبه تقريباً قيود الاسواق الامريكية، من حيث سعر اعادة الشراء، وكمية اعادة الشراء وتوقيت اعادة الشراء اذ لا يسمح للشركة بإعادة شراء اسهمها بسعر اعلى من سعر اغلاق اليوم السابق، ويحظر عليها التداول اخر نصف ساعة، وان لا تتجاوز الكمية في اليوم الواحد 25% من متوسط حجم التداول اليومي للشهر السابق . (4-5 : Kim, et.al, 2010) .

وتخضع معظم الدول الاوروبية لقيود قانونية صارمة خصوصاً على الكمية المسموح باعادة شرائها وهذه القوانين والتنظيمات متباينة في استخدام برامج اعادة شراء الاسهم، لذا فان شراء الشركة لأسهمها يخضع لأنظمة مختلفة استناداً لذلك البلد ، فمثلاً في اسبانيا يسمح للشركة بامتلاك اسهم الخزينة ألا يتجاوز (10%) من رأس المال (يتم تخفيض هذه النسبة الى 5% حينما يتم تداول الاسهم في السوق الثانوية)، ولا يتم ذلك الا بعد الحصول على

موافقة الجمعية العامة (General Assembly) . وتقوم الشركة بالافصاح للجمعية العامة عن طريقة الشراء والحد الاعلى لعدد الاسهم التي سيتم شرائها والحد الاعلى والأدنى لمعدل السعر ومدة الاحتفاظ بأسهم الخزينة التي لا ينبغي ان تتجاوز (18) شهراً ، لذا يسمح للشركات الاسبانية بإعادة شراء اسهمها بنسبة ما يصل الى (5%) من اسهمها كأسهم خزينة اذا كانت مدرجة في السوق المالية اما اذا كانت غير مدرجة في السوق المالية المنتظمة فإجمالي اعادة الشراء ان لا يتجاوز (10%) من اسهمها القائمة . وبعد ذلك تكون حرة باعادة اصدارها مرة اخرى الى السوق (اعادة بيعها) او الغائها اذا رغبت بتخفيض راس مالها . ولكن حينما تكون كمية اعادة شراء الاسهم اكثر من (5%) فان الشركات ملزمة باختيار احد هذين الخيارين . ويتعين على الشركات بإخطار البورصة عن جميع عمليات اعادة الشراء حتى النسبة التي تمثل على الاقل (1%) من اسهمها العادية قبل (7) ايام بعد اعادة الشراء . (Gonzalez& Gonzalez,2000:5-6) .

وفي المملكة المتحدة أجاز قانون الشركات لعام (1981) عمليات اعادة شراء الاسهم ، ووضع هذا القانون قيود كبيرة على عمليات اعادة الشراء من حيث الكمية والتوقيت ومعدل السعر و من حيث الضرائب ايضا ، ويشترط موافقة مجلس الادارة على عملية اعادة الشراء في السوق المفتوحة وهذا التفويض او الموافقة تبقى سارية المفعول لمدة (18) شهراً (Kim, et.al,2010: 5) . وبعد موافقة مجلس ادارة الشركة على برامج اعادة شراء الاسهم فعند تنفيذ هذه البرامج يجب على الشركات الافصاح عن برامج اعادة شراء الاسهم الى سلطة الادراج في المملكة المتحدة (United Kingdom Listing Authority (UKLA) على الفور وبالتفصيل، ولا يجوز للشركة الاحتفاظ بالأسهم المعاد شراؤها لأكثر من (18) شهراً من تاريخ اكتمال إعادة الشراء، و ان معدل سعر إعادة شراء الاسهم المدفوع يجب ان لا يزيد اكثر من 5% من معدل السعر في السوق لتلك الاسهم ، كما تسمح للشركات بإعادة شراء اسهمها من السوق المفتوحة على ان لا يتجاوز (15%) من عدد الاسهم القائمة . وفي ظل قانون الشركات لعام (2003) سمح للشركات بشراء ما يصل الى (10%) من اسهم الخزينة. (Chen, 2006 : 217) ويحظر على الأشخاص المطلعين التعامل بأسهم الخزينة (Kim,et.al,2010 : 5) .

وفي فرنسا وألمانيا تعد موافقة مجلس الادارة هي شرط اساسي لبرامج اعادة شراء الاسهم في السوق المفتوحة ، بالإضافة الى ذلك ، هناك حاجة الى موافقة الجمعية العامة للبورصة مع إحاطتها بالهدف من الشراء وسعره وكميته ، اذ يمكن للشركة اعادة شراء اسهمها بما يصل الى

(10%) من عدد الاسهم القائمة ، خلال مدة اقصاها (18) شهراً ، ويجب ان يتم تنفيذها بسعر لا يقل عن اقل سعر في السوق ولا يزيد عن اعلى سعر في السوق في ذلك اليوم ، ولا ينبغي ان يتجاوز عدد الاسهم المعاد شرائها في اليوم الواحد (25%) من متوسط حجم التداول اليومي للأيام الثلاثة السابقة ، (Kim, et.al, 2010 : 6 -7) .

واصدت هيئة الاوراق المالية لسوق الكويت تعليمات بشأن تنظيم شراء الشركات المساهمة لأسهمها (أسهم الخزينة) وكيفية استخدامها والتصرف فيها والصادرة في 30 / 12 / 2013 ، ونعرض فيما يلي الضوابط الواجب الالتزام بها من قبل الشركات المساهمة لدى رغبتها في التعامل على أسهمها (www.kuwaitse.com) :

- 1 . يشترط صدور قرار من الجمعية العامة للمساهمين بتفويض مجلس الإدارة بشراء أو بيع أسهم الخزينة بما لا يتجاوز عن (10%) من رأس المال المصدر والمدفوع ، على أن لا تتجاوز مدة سريان التفويض (18) شهراً .
- 2 . تسري موافقة الجهات الرقابية التي تصدر لأي من الجهات الخاضعة للرقابة (الشركات) في هذا الخصوص بما لا يتجاوز عن (6) أشهر (مدة الاعلان) من تاريخ إخطار الجهة الخاضعة للرقابة بهذه الموافقة .
- 3 . تقديم بيان يعد عن الفترات المالية ربع السنوية يوضح عدد وقيمة الأسهم التي تم شراؤها أو بيعها أو التصرف فيها ، وذلك خلال مدة أقصاها (10) أيام عمل من نهاية الفترة المالية المعد عنها هذا البيان.
- 4 . لا يجوز التداول على الأسهم موضوع هذه الضوابط في حال انتهاء سريان الموافقة الصادرة من الجهات الرقابية .
- 5 . يحظر على الجهات الخاضعة للرقابة التداول على أسهمها موضوع هذه الضوابط قبل (10) أيام من تاريخ انتهاء الفترات المالية ربع السنوية ولحين اعتماد البيانات المالية من قبل الجهات الرقابية والإفصاح عن ذلك الاعتماد بالبورصة .
- 6 . يتعين على الجهات الخاضعة للرقابة مراعاة عدم تعارض المصالح والاستفادة من المعلومات الداخلية، لدى التعامل على أسهمها.

وأصدت هيئة الأوراق المالية والسلع في دولة الإمارات العربية المتحدة تعليمات خاصة بتنظيم شراء الشركة لأسهمها في العام (2006) ، وذلك استناداً إلى المادة (168) من قانون الشركات التجارية وتعديلاته ، حيث حددت هذه التعليمات ضوابط لعمليات شراء أسهم الخزينة

وكذلك ضوابط لعملية البيع في حال رغبت الشركة في بيع أسهم الخزينة التي بحوزتها ، وأبرز ما جاء في هذه التعليمات ما يلي (www.sca.gov.ae/Arabic) :

- ❖ أن لا تتجاوز نسبة الأسهم المراد إعادة شراؤها من قبل الشركة 10% من الأسهم المكتتب بها
- ❖ ضرورة الحصول على موافقة الهيئة بموجب طلب يبرز موافقة مجلس الإدارة ويوضح اسباب الشراء ونسبة الأسهم التي ترغب الشركة في شرائها .
- ❖ يجب أن لا تتم عملية إعادة شراء الشركة لأسهمها قبل (15) يوماً من نهاية الفترة المالية الفصلية ونصف السنوية والسنوية و (3) أيام بعد الإفصاح عن بياناتها المالية .
- ❖ أن تتم عملية الشراء من خلال السوق المالية ، ولا يجوز إتمام عملية الشراء من خلال الصفقات .
- ❖ في حال رغبت الشركة في بيع أسهم الخزينة ، يجب الحصول على موافقة الهيئة .
- ❖ أن يتم تنفيذ عملية البيع من خلال السوق المالية ، مع التزام الشركة بمتطلبات الإفصاح اللاحق للبيع .

وأصدرت هيئة الأوراق المالية في سوق عمان التعليمات الخاصة بشراء الشركات المساهمة للأسهم الصادرة عنها " أسهم الخزينة " لعام (2014) ويعمل بها اعتباراً من 1/ 4/ 2014 .
و يشترط في عملية شراء الشركة لأسهمها ما يلي (www.ase.com.jo) :

- ❖ أن لا يتجاوز عدد الأسهم المراد شراؤها (10%) من عدد الأسهم المكتتب بها للشركة .
- ❖ أن لا يزيد المبلغ المخصص لشراء الشركة لأسهمها عن الأرباح المحتجزة المتحققة والاحتياطيات الأخرى عدا الاحتياطي القانوني .
- ❖ أن لا يتم تمويل شراء أسهم الخزينة عن طريق الاقتراض ، وان لا يكون لدى الشركة قروض قائمة .
- ❖ لا يجوز للشركة التي قامت بزيادة رأسمالها شراء اسهم خزينة قبل مرور سنة من تاريخ تسجيل اسهم الزيادة لدى مركز ايداع الاوراق المالية ، ويستثنى من ذلك زيادة رأس المال عن طريق منح اسهم مجانية (رسملة الارباح والاحتياطيات وعلاوة الاصدار)
- ❖ أن لا يتجاوز الطلب اليومي في جلسة التداول الواحدة ما نسبته (25%) من معدل التداول اليومي للسهم .
- ❖ ان تقوم الشركة بتنفيذ عملية الشراء خلال مدة لا تتجاوز سنة واحدة من تاريخ اول عملية شراء .
- ❖ يحظر على الشركة البدء بتنفيذ عملية الشراء قبل مرور (7) أيام عمل من تاريخ آخر إعلان

وباستقراء العديد من الانظمة والقوانين الدولية بشكل عام ، ولو نظرنا إلى طبيعة هذه القيود والقوانين المفروضة على اعادة شراء الاسهم سواء كانت في الدول المتطورة ام النامية نجد أنها تتلخص في المحاور الرئيسة التالية :

- ❖ موافقة الجهات الرقابية المسبقة لتنفيذ عملية إعادة الشراء ، وذلك بعد توضيح أسباب إعادة الشراء ، وخطة التنفيذ ، والحصول على موافقة الجمعية العامة للمساهمين او مجلس الإدارة .
- ❖ موافقة المجلس او الجمعية العامة تبقى سارية المفعول لمدة الاحتفاظ (18) شهراً في معظم الدول .
- ❖ عندما يتم اعادة الشراء يجب أن لا يتجاوز عدد الاسهم المعاد شرائها في اليوم الواحد (25%) من متوسط حجم التداول اليومي .
- ❖ أن لا يتجاوز عدد الأسهم المراد شرائها نسبة (10%) من مجموع عدد الأسهم الصادرة .
- ❖ معدل سعر إعادة شراء الاسهم المدفوع ينبغي الا يكون اعلى من معدل اسعار تلك الاسهم المعروضة في السوق .

4.1.1: طرائق اعادة شراء الشركة لأسهمها: توجد اربعة طرائق رئيسية لإعادة شراء

الاسهم وهي (Chen,2013:1); (Ioannidou & Rodriguez,2012: 4) :-

- ❖ إعادة الشراء من السوق المفتوحة : (Open Market) .
 - ❖ إعادة الشراء عن طريق عطاءات السعر ثابت : (Fixed price tender offer) .
 - ❖ إعادة الشراء عن طريق المزاد الالمانى : (Dutch auction) .
 - ❖ إعادة الشراء عن طريق التفاوض المباشر : (Negotiated Transaction) .
- وفيما يلي توضيح لهذه الطرائق :-

1.4.1.1 . إعادة الشراء من السوق المفتوحة : (Open Market Repurchases)

بموجب هذه الطريقة يمكن ان تقوم الشركة بإعادة شراء اسهمها عن طريق السوق المفتوحة، وهي بذلك قد تولد ضغطاً كبيراً على سعر السهم خصوصاً اذا كان عدد الاسهم المراد شرائها كبيراً نسبياً بالمقارنة مع عدد الاسهم المتداولة في السوق (Gitman, 2009 : 618) . وتعد عملية اعادة شراء الاسهم من السوق المفتوحة (OMR) الطريقة الاكثر شهرةً في الولايات المتحدة ، إذ تقوم الشركات باستخدام هذه الطريقة نظراً لأهميتها المتزايدة وانتشارها في جميع

⁴ - أصبحت هذه الطريقة الأكثر شهرة وشعبية مقارنة بسائر الطرائق الاخرى لاعادة الشراء في الولايات المتحدة خصوصاً بعد تعديل المادة (18-b-10) في الثمانينات من القرن الماضي (Allen& Michaely, 2002: 93) .

انحاء العالم ، وعادة ما ترتفع أسعار الأسهم استجابة لإعلانات إعادة الشراء في السوق المفتوحة (Chiao, et.al, 2007: 4) . لذا فإن الغالبية العظمى لبرامج إعادة الشراء تنفذ من خلال برامج السوق المفتوحة، فالشركات المدرجة في الاسواق المالية تقوم باعادة شراء اسهمها مباشرة من الاسواق المالية، وهذه الطريقة تشكل مانسبته (88%) من اجمالي برامج اعادة شراء الاسهم في الولايات المتحدة ومانسبته (87%) من اجمالي برامج اعادة الشراء في العالم (Chung, et.al, 2005 : 2) ويوضح الجدول (1-2) ارتفاع شعبية اعادة شراء الاسهم من السوق المفتوحة في الولايات المتحدة الامريكية مقارنة مع الانواع الاخرى من اعادة الشراء . وخلال الحقبة (1985- 1995) ازداد عدد اعلانات اعادة شراء الاسهم من السوق المفتوحة بشكل هائل من قبل الشركات الامريكية اذ ارتفعت بنسبة (590%) ، وفي المدة التي تقع بين عامي (1995 - 1999) ازدادت قيمة اعادة الشراء بنسبة (360%) ، اذ أعلنت (6000) شركة عن خطط اعادة شراء اسهمها، وقيمة اعادة الشراء المعلنة اكثر من (800) مليار دولار (Minnick & Zhao, 2006 :1) .

وتتميز هذه الطريقة بالمرونة التي تمنحها للشركة اذ ان الاخيرة غير ملزمة بتنفيذ عملية اعادة الشراء بعد الاعلان عنها (Skinner,2008: 582) وقد اظهرت الدراسات بأن حوالي (75%) من الشركات التي اعلنت عن برامج اعادة شراء الاسهم في السوق المفتوحة نفذت اعادة الشراء في نهاية الامر (Jagannathan, et.al, 2000 : 355) اذ ان قرابة (20%) من الشركات التي اعلنت عن برامج اعادة الشراء لم تعيد شراء اسهمها في غضون الاربع سنوات التالية للإعلان، وان حوالي (54%) من الشركات تبدأ بإعادة شراء اسهمها في الربع التالي لإعلان اعادة الشراء، هذا ويبلغ متوسط مدة برامج اعادة شراء الاسهم من السوق المفتوحة حوالي (115) يوم تداول للشركات المتداولة في بورصة (Nasdaq) و(195) يوم تداول للشركات المتداولة في بورصة (NYSE) (Dittmar, 2008 : 29) .

الجدول(1-2)نسب حالات اعادة شراء الاسهم الامريكية بحسب الطريقة خلال المدة (1980- 2005)

السنة	اعادة الشراء من السوق المفتوحة	اعادة الشراء عن طريق التفاوض	اعادة الشراء عن طريق عطاءات السعر الثابت	اعادة الشراء عرض المزاد الالمانى
1980	100%	0%	0%	0%
1981	96%	0%	4%	0%
1982	93%	0%	7%	0%
1983	73%	0%	27%	0%
1984	95%	0%	5%	0%

3%	10%	11%	76%	1985
7%	7%	14%	72%	1986
3%	8%	7%	82%	1987
12%	7%	5%	76%	1988
7%	3%	6%	84%	1989
5%	6%	9%	80%	1990
4%	4%	16%	76%	1991
5%	3%	4%	88%	1992
3%	2%	4%	91%	1993
1%	5%	2%	92%	1994
1%	1%	15%	83%	1995
2%	2%	5%	91%	1996
3%	2%	7%	88%	1997
1%	2%	2%	95%	1998
3%	1%	2%	94%	1999
2%	9%	1%	88%	2000
0%	2%	3%	95%	2001
1%	1%	5%	93%	2002
1.5%	2%	2.5%	94%	2003
2%	1%	2%	95%	2004
3%	1%	3%	93%	2005 E
3%	4%	5%	88%	الاجمالي

Source : Mauboussin,M.J. "Clear Thinking about Share Repurchase Capital Allocation, Dividends, and Share Repurchase : Why Buybacks are so Important Now" 2006 : 8 .

2.4.1.1 إعادة الشراء عن طريق عطاءات السعر الثابت (Fixed price tender offer)

في هذه الطريقة تلجأ الشركة الى تقديم العطاءات الخاصة بإعادة الشراء عن طريق احد البنوك الاستثمارية، وهذه العروض تقدم رسمياً من قبل الشركة، ويحدد فيها عدد الاسهم المراد اعادة شرائها ومدة العرض، وتحديد سعر السهم مسبقاً (Allen & Michaely, 2002:92) . والذي يكون عادة اعلى من سعر السهم المتداول في السوق المالية، وذلك لجذب اكبر عدد من البائعين، وهذا السعر يكون عادةً أعلى من مستوى السعر الحالي في السوق، ويمكن ان يكون حملة الاسهم مخبرين بقبول العرض او عدم قبوله (Brealy, et.al, 2007 : 445)، وفي حالة عدم تحقيق الشركة هدفها من اعادة شراء العدد المطلوب من الاسهم، في هذه الحالة تلجأ الشركة الى شراء الاسهم المتبقية من خلال السوق المفتوحة، وتفضل الشركة عادة طريقة العطاءات عند اعادة شراء اعداد كبيرة من الاسهم، لان الشركة توفر فرصة لكل مساهم

لبيع أسهمه حسب السعر المعروض وبشكل عادل (Gitman, 2009 : 618)، وان اتمام عملية إعادة شراء الأسهم يعتمد على العروض المقدمة من المساهمين البائعين فإذا لم يتم استيفاء العدد المستهدف من أسهم الشركة يحق للشركة أيضاً إلغاء العروض المقدمة بالكامل، أما عند تغطية العرض فان كل مساهم يستلم مبالغ نقدية، وحسب عدد الأسهم التي تم بيعها الى الشركة (Cremers, et.al, 2012 : 5) .

3.4.1.1. إعادة الشراء عن طريق المزاد الألماني (Dutch auction)

في هذه الطريقة تلجأ الشركة الى تحديد عدد الأسهم التي ترغب في إعادة شرائها ومعدل سعر إعادة الشراء، ويقدم كل مساهم من المساهمين، الذين يرغبون ببيع أسهمهم عرضاً يتضمن فيه السعر وعدد الأسهم التي سيتم عرضها، ومن ثم فان الشركة تجمع كل العروض، وتختار ادنى الاسعار المعروضة (Allen & Michaely, 2002 : 93) والمساهمين قد يعرضوا أسهمهم بأي سعر ضمن مدى الاسعار الذي حددته الشركة ابتداءً من ادنى سعر ضمن هذا المدى وتحدد الشركة العدد الاجمالي اللازم لتلبية هذا البرنامج، ومما تجدر الإشارة اليه ان طريقة المزاد الألماني عادة يرسل إشارة ايجابية قوية الى السوق والادارة يمكن ان تنفذها بكفاءة نسبية (Mauboussin, 2006 : 7) اذ ترتبط هذه الطريقة بتقديم العروض (العطاءات)، فعندما تستخدم طريقة المزاد الألماني لإعادة شراء الأسهم فان الشركة تعلن عن أسعار مختلفة وتكون مستعدة لإعادة شراء الأسهم من المساهمين القادرين على المشاركة وتقديم العدد المطلوب من الأسهم والراغبين ببيع أسهمهم بالسعر المحدد، وبعد مرور مدة معينة تقوم الشركة بإعادة شراء الأسهم بالسعر المناسب الذي يسمح للشركة بإعادة شراء جميع الأسهم المطلوبة المحددة مسبقاً (Cremers, et.al, 2012 : 5)، ويتم دفع هذا السعر لجميع المساهمين المشتركين في العرض (Berk & DeMarzo, 2007: 535) . ويعتقد ان تأثيرات إعادة الشراء في الاسعار على المدى البعيد لا يمكن اكتشافها بشكل كامل بظل السوق المفتوحة، لذا تتميز طريقة عطاءات السعر الثابت (FPTO)، وكذلك المزاد الألماني (DA) بميزتين الأولى معرفة التوقيت، والكمية وأسعار الأسهم المشتراة والإعلان عنها في الصحف والثانية تحدث إعادة الشراء هذه خلال مدة قصيرة نسبياً وعادة ماتكون (30) يوماً، وتفضل هذه المدة الزمنية القصيرة، لأنها تقلل من احتمال تغير هيكل راس المال بشكل كبير وان تقلل من تأثير بعض الاحداث المعلوماتية الاخرى على سعر السهم . وان استخدام مدة (30) يوماً يجعل من الممكن قياس اسعار الاسهم وفحصها ومقارنتها على مدى ثلاثة اوقات متميزة، وهي مقارنة الاسعار ما قبل الاعلان (ما قبل الحدث) وفي اثائه و ما بعده (Nayar, et.al, 2007: 1) .

4.4.1.1 إعادة الشراء عن طريق صفقات التفاوض المباشر (Negotiated Transaction)

تستخدم الشركة في بعض الأحيان طريقة التفاوض المباشر أو الاتفاقيات الخاصة عند إعادة شراء أسهمها بأعداد كبيرة من أحد المساهمين الكبار، وتعد هذه الطريقة وسيلة أخرى بديلة لطريقة إعادة الشراء من السوق المفتوحة (Skadden, et.al, 2013: 8)، وعند لجوء الشركة إلى هذا الأسلوب، فيلزمها إبلاغ حملة الأسهم بذلك، وأن السعر الذي تدفعه الشركة لإعادة شراء أسهمها يجب أن يكون عادلاً وتأخذ بنظر الاعتبار فرص ومصالح المساهمين الآخرين (Gitman, 2009: 619)، ويمكن أن تحدث إعادة الشراء عن طريق التفاوض مباشرة مع أحد حملة الأسهم الرئيسيين، وأكثر الأمثلة شهرةً على ذلك هي ما يعرف بعمليات البريد الأخضر (green mail)، الذي تقوم الشركة المستهدفة بمقتضاه بإعادة شراء أسهمها لمواجهة عمليات الاستيلاء العدائي من قبل الشركة المكتسبة. وذلك لأن هذه العمليات من شأنها رفع سعر السهم مما يؤدي إلى انسحاب الشركة المكتسبة ويشعرها بالارتياح لترك الشركة المستهدفة (Brealy, et.al, 2007: 445). بمعنى آخر، في حالة وجود تفاوض خاص لإعادة شراء الأسهم فإن الشركة تتفاوض مباشرة مع البائع، وهذه الحالة يمكن أن تتحقق حينما يكون هناك مساهم رئيسي يرغب ببيع مركزه في الشركة، في وقت لا تتمتع فيه السوق بالسيولة الكافية، ولغرض اتمام مثل هذا البيع دون أن يؤثر على سعر السهم بشكل كبير، فإن المساهم البائع بمقدوره التفاوض مباشرة مع إدارة الشركة لبيع أسهمه وبخصم كبير. والشركة بالمقابل بمقدورها السعي للتفاوض المباشر مع المساهم البائع، وهذا يمكن أن يكون عليه الحال حينما يهدد أحد المساهمين الكبار بالاستيلاء على الشركة واستبدال الإدارة، ولغرض منع حدوث مثل هذه الحالة يمكن للشركة أن تقدم سعر مغري لهذا المساهم، وتقوم بشراء الأسهم بعلاوة كبيرة على سعر السوق لغرض التخلص من هذا المساهم (Cremers, et.al, 2012: 5).

5.1.1. تأثيرات اعلانات إعادة الشراء في سعر السهم :

يمكن توضيح أثر إعلان إعادة الشراء في سعر السهم، باعتبار أن سعر السهم من أهم المحددات والعوامل الذي يحرك أو يحفز الشركة لاتخاذ قرارات إعادة الشراء (Cohn & Sikes, 2011: 1). والتي يمكن أن تؤدي إلى ارتفاع سعر السهم في أثناء وبعد الإعلان عن إعادة الشراء مباشرة (Rasbrant, 2011: 41-1)، إذ أنه بمجرد الإعلان عن برامج إعادة شراء الأسهم تتحقق عوائد غير عادية نتيجة زيادة سعر السهم، ويرتبط تأثير سعر السهم بشكل إيجابي في أيام إعادة الشراء الفعلية مع الكمية المعاد شرائها (Rasbrant, 2011: 1)، أضف إلى ذلك، أن الإعلان عن برامج إعادة شراء الأسهم سيعجل وبشكل إيجابي استجابة السوق لسعر السهم مما يؤدي أيضاً إلى دعم سعر السهم (Adams, et.al, 2007: 118).

فاذا كان لدى احدى الشركات غير المرفوعة فائض نقدي وهي تخطط لاستخدامه في اعادة شراء أسهمها، وكان سعر السهم الحالي $p_0 = 20$ دولار، وعدد اسهم الشركة القائمة $n_0 = 2$ مليون سهم فإن إجمالي الرسملة السوقية للشركة 40 مليون دولار، ولدى الشركة اوراق مالية قابلة للتسويق (نقد فائض او اضافي) قيمتها 5 مليون دولار، فان عملية اعادة الشراء من المفترض ان لا تؤثر على قيمة الشركة V_0 ، لان اجمالي قيمة الشركة عبارة عن قيمة عملياتها مضافاً اليها قيمة الفائض النقدي، ويمكن حساب سعر السهم P_0 عن طريق قسمة اجمالي القيمة على عدد الاسهم القائمة n_0 ، وعلى النحو الاتي (Brigham & Ehrardt, 2005 : 627) :-

$$p_0 = \frac{V_0 + \text{Extra cash}}{n_0} \dots\dots\dots(1-1)$$

ويمكن الحصول على قيمة عمليات الشركة كالآتي :

$$V_0 = p_0 (n_0) - \text{Extra cash} = 40 - 5 = \$35 \text{ مليون}$$

وبافتراض ان السعر بعد اعادة الشراء هو (p) وعدد الاسهم القائمة بعد اعادة الشراء هو (n)، فاذا تم ضرب سعر اعادة الشراء غير المعروف في عدد الاسهم المعاد شرائها فإن الحاصل ينبغي ان يساوي الفائض النقدي الذي استخدم في اعادة الشراء وكالاتي (Brigham & Ehrardt, 2005 : 627) :-

$$P (n_0 - n) = (\text{الفائض النقدي}) \dots\dots\dots(2-1)$$

ونظراً بأنه لن يكون لدى الشركة فائض نقدي بعد اعادة الشراء ، سيكون سعر السهم عبارة عن قيمة عمليات الشركة مقسومة على عدد الاسهم المتبقية (Brigham & Ehrardt, 2005 : 628) :

$$P = \frac{V_0}{n} \dots\dots\dots(3-1)$$

والواقع ان هناك ثلاثة متغيرات معلومة وهي سعر السهم الحالي P_0 ، وعدد الاسهم الحالية n_0 وكمية الفائض النقدي، وهناك متغيران مجهولان هما (n,P)، لكن يتبين من خلال حل المعادلة (3-1) ان السعر الحالي يساوي سعر اعادة الشراء $P = P_0 = 20$. وبعبارة اخرى، ان اعلان اعادة الشراء بحد ذاته لا يُغير ولا ينبغي ان يغير سعر السهم إلا ان اعادة الشراء تغير عدد الاسهم القائمة في السوق ، ويمكن إعادة كتابة المعادلة (3-1) للحصول على عدد الاسهم القائمة بعد الاعلان وكالاتي (Brigham & Ehrardt, 2005 : 628) :-

$$n = \frac{V_0}{P} = \frac{\$35 \text{ مليون}}{\$20} = 1.75 \text{ مليون سهم} \dots\dots\dots(4-1)$$

يلاحظ ان قيمة الشركة بعد الاعلان اصبحت 35 مليون دولار (20 \$ * 1.75 مليون سهم) نظراً لان إعادة الشراء نفسها حولت 5 مليون دولار من موجودات الشركة الى حملة الاسهم ولكن اجمالي ثروة حملة الاسهم لم يتغير، فقد كان (40) مليون دولار، وأصبح (40) مليون دولار بعد إعادة الشراء (35 مليون \$ في الاسهم و5 مليون \$ نقداً لدى المساهمين)، لان إعادة شراء (250000) سهم بسعر (20) دولار يساوي (5) مليون دولار وهي النقود المستخدمة في إعادة شراء الاسهم (Brigham & Ehrardt, 2005 : 628) .

إن الاستنتاج السابق القائل بعدم تأثير اعلانات إعادة شراء الاسهم على اسعارها يستند لافتراضات (مودلياني وميلر) الى أنه لا توجد ضرائب وتكاليف للمعاملات والمعلومات والتماثل المعلوماتي والسوق كفوءة بشكل تام وغيرها من الافتراضات غير الواقعية ، والواقع يوجد هناك احتكاكات في السوق على شكل ضرائب وعدم تماثل معلوماتي بين الادارة والسوق مما يؤدي الى ارتفاع تكاليف الحصول على المعلومات المرسله الى المستثمرين، فضلاً عن تكاليف المعاملات التي قد تؤثر على قرار إعادة شراء الاسهم بعدد من الطرق (8 : Brown & Day , 2005) ; (26 : Gurgul & Majdosz, 2005) . بمعنى اخر، حينما تقوم الشركة بإعادة شراء اسهمها وتحمل مقابل ذلك تكاليف معاملات فيكون عدد الاسهم المشتراة اقل من العدد المفترض بغياب تكاليف المعاملات ما يترك اثره على ثروة المساهمين بعد الاعلان .

هذا وان تأثيرات الضرائب والاشارة في ظل عدم التماثل المعلوماتي، على سبيل المثال، تلعب دوراً مهماً في اسعار الاسهم بعد إعادة شرائها حيث يساعدان على ارتفاع اسعار الاسهم فالضرائب المفروضة على عملية إعادة شراء الاسهم بوصفها مكاسباً رأسمالية عادة تكون اقل من الضرائب المفروضة على المقسوم باعتبارها ضريبة دخل، الا ان كلا النوعين يعتبران من التوزيعات النقدية على المساهمين، وهذا ما يساعد على جذب المساهمين اكثر الى إعادة الشراء وبالتالي انعكاسه على سعر السهم ، اما تأثيرات الاشارة في ظل عدم التماثل المعلوماتي فتساعد هي الاخرى على ارتفاع اسعار الاسهم بعد إعادة شرائها، فعندما تقوم الشركة بإعادة شراء اسهمها يفسر المستثمرين هذه القرارات التي اتخذتها ادارة الشركة بوصفها اشارة ايجابية مرسله اليهم تعبر عن مستقبل الشركة المشرق وقيمتها، وهذا ما يؤدي الى ارتفاع سعر السهم مباشرة اثناء وبعد الاعلان عن إعادة الشراء اكثر من السعر الحالي، نظراً لتأثير السعر باعلان إعادة الشراء ، وهذا دليل على عدم كفاءة السوق خصوصاً مع وجود عوائد غير عادية .

6.1.1 : دوافع إعادة شراء الشركة لأسهمها :

ان الدوافع الرئيسية من وراء إعادة شراء الاسهم هي ليست متشابهة في جميع الشركات ولا في جميع الاوقات ، أي انها تختلف من شركة الى اخرى ، وهي كثيراً ما ترتبط بحالة معينة

للشركة، وعلى الرغم من صعوبة تحديد دوافع إعادة الشراء المختلفة إلا أنها تتجسد عامةً بالاتي
(Dittmar, 2000 : 333) و(Hachiya , 2010 :1) :-

1.6.1.1. فرضية الإشارة لانخفاض القيمة السوقية دون الحقيقية : إعادة الشراء
وسياسة الاستثمار.

2. 6.1.1 . فرضية الإبدال : سياسة ابدال المقسوم النقدي بإعادة الشراء.

3.6.1.1. فرضية نسبة الرافعة المثالية: إعادة الشراء وسياسة تعديل هيكل راس المال.

4.6.1.1 . فرضية حوافز الادارة : إعادة الشراء وسياسة التعويضات .

5.6.1.1. فرضية محاربة الاستيلاء : إعادة الشراء وسياسة السيطرة على الشركة .

6.6.1.1. فرضية تكاليف الوكالة : إعادة الشراء وسياسة التدفقات النقدية الحرة .

7.6.1.1. فرضية توقيت السوق : اعادة الشراء وسياسة توقيت السوق .

8.6.1.1. فرضية نقل الثروة : اعادة الشراء وسياسة نقل الثروة .

1.6.1.1. فرضية الإشارة لانخفاض القيمة السوقية دون الحقيقية : اعادة الشراء

وسياسة الاستثمار

تشير هذه الفرضية بأن الدافع الرئيسي لإعادة شراء الاسهم هو ارسال اشارة الى السوق
والمستثمرين بان الاسعار السوقية لاسهم الشركة منخفضة دون قيمتها الحقيقية، ويرجع ذلك الى
عدم تماثل المعلومات بين المديرين والمساهمين التي تؤدي الى انخفاض قيمة الشركة السوقية
عن قيمتها الحقيقية (Hun & Song, 2013:1) وان اعادة شراء الاسهم لاتمنح الادارة فقط
المرونة في اختيار حجم الفائض النقدي القابل للتوزيع وانما ايضاً في توقيت توزيع هذه الاموال ،
فالمرونة في التوقيت مفيدة لأن الشركات في عمليات اعادة شراء الاسهم يمكنها الانتظار لحين
انخفاض سعر السهم دون قيمته الحقيقية (Dittmar, 2000 : 334)، وتستند فرضية الإشارة
لانخفاض القيمة السوقية دون قيمتها الحقيقية لحالة عدم تماثل المعلومات بين المطلعين وجمهور
المستثمرين . فهذه المشكلة تؤكد بأن المطلعين الداخليين هم اكثر معرفة بشركاتهم واكثر دراية
بمستقبلها المتوقع مقارنة بجمهور المستثمرين الخارجيين(8-7 : Leung, 2008) اي ان
المعلومات التي يملكها المطلعون لايمكها عامة الجمهور، لذا فهي غير موزعة بشكل متماثل
فيما بين الطرفين .

لذا يحاول المستثمرون تفسير القرارات التي تتخذها الادارة بوصفها اشارات مرسلة اليهم
بشكل مقصود . وعلى وفق ذلك يمكن تفسير قرارات اعادة شراء الاسهم بعدها اشارة ايجابية
جيدة الى المستثمرين حول مستقبل الشركة وقيمتها ، لذلك ينظر المستثمرون لهذه القرارات بأنها
اشارة الى ان اسعار الاسهم الحالية منخفضة دون قيمتها الحقيقية، وان الشركة ترغب بشراء

اسهمها بسعر منخفض في هذا الوقت (Nittayagasetwat & Nittayagasetwat, 2013:77) ، وفي هذا السياق فان اسعار الاسهم المعلن عن اعادة شرائها سوف تستجيب بشكل ايجابي مما يؤدي الى زيادة الطلب عليها في السوق (9 : Chemmanur, et.al, 2009) ، وهذه الفرضية تتوقع ايضاً بان العوائد غير العادية تكون سالبة قبل الاعلان عن اعادة الشراء اما خلال الاعلان وما بعده فتكون العوائد غير العادية موجبة (224 : Chen, 2007) .

2.6.1.1. فرضية الابدال : سياسة ابدال المقسوم النقدي باعادة الشراء

ان اول هدف تدرجه الشركة هو (اعادة الفائض النقدي الى المساهمين) الهدف الاكثر شيوعاً في اعادة شراء الاسهم ليس فقط في الولايات المتحدة، ولكن ايضاً في بلدان اخرى مثل المملكة المتحدة وكندا والهند واليابان ، وان اعادة شراء الاسهم، تعد بديلاً لمقسوم الارباح في دفع الفائض النقدي للمساهمين، (16 : Gupta et.al, 2005)، ان ميل الشركات لتخفيض مدفوعات مقسوم الارباح وميلها المتزايد لإعادة شراء اسهمها يسمى " تأثير الابدال" (substitution effect) ; (Aharoni et al., 2011: 25) . والابدال يتطلب من الشركات ان تبتعد عن سياسات الدفع الموجودة لديها او الحالية من اجل اجراء عمليات اعادة الشراء لاسهمها . وتعد الأدلة المقدمة من الولايات المتحدة قبل عام (2003) مؤشراً على تأثير الابدال، وانتشرت اكثر بعد عام (2003) خصوصاً بعد الاصلاح الضريبي ليس في الولايات المتحدة فحسب وانما في بلدان اخرى مثل اليابان (Grullon & Michaely, 2002 :1649-1684) ، ومن الدراسات التي تناولت تأثير الابدال هي دراسة (Fama & French, 2001: 3- 43) ; (Skinner 2008 : 582- 609) . فإذا كان لدى الشركة فائض نقدي يفوق الاحتياجات المالية لتمويل المشاريع الاستثمارية، ينبغي على الشركة ان تقوم بتوزيع الفائض النقدي على مساهميها، اذ ان الادارة تميل لاستخدام هذا الفائض النقدي لغرض نمو الشركة اذا بقيت تحت سيطرتها، وان اعادة الشراء ومدفوعات المقسوم طريقتان لدفع هذا الفائض النقدي الا ان الشركات تفضل عادةً برامج اعادة شراء الاسهم اكثر من مقسوم الارباح النقدي، اذ يسمح للمستثمرين بتخفيض الضرائب الشخصية (8 : Chemmanur, et.al, 2009) .

ففي الحالات التي يكون فيها معدل الضريبة على المكاسب الرأسمالية اقل من معدل الضريبة على مقسوم الأرباح، فإن اعادة شراء الاسهم يكون بديلاً افضل للتوزيع النقدي على المساهمين، والنتائج التي يتم الحصول عليها من اعادة الشراء من شأنها ان تعطي مكاسب رأسمالية للمساهمين اذا تمت العملية فعلاً، والتي سوف تخضع لمعدل ضريبة الارباح الرأسمالية وهي عادة اقل من معدل الضريبة الشخصية التي ستفرض على مقسوم الأرباح النقدي

(347: VonEije & Megginson, 2008) وفي هذه الحالة حينما يتم استخدام إعادة الشراء بدلاً من المقسوم النقدي فإن ذلك يمكن ان يزيد من سعر السهم . فقد ارتفعت شعبية إعادة الشراء على مدى السنوات العشرين الماضية والشركات قد تفضل إعادة شراء الاسهم بدلاً عن مقسوم الارباح لسببين، هما الاعتبارات الضريبية والمرونة في التوقيت (Leung, 2008 : 12).

فعمليات إعادة شراء الاسهم هي متفوقة من الناحية النظرية على مقسوم الارباح، لسببين: الأول : هو ان إعادة شراء الاسهم تتفوق على مقسوم الارباح النقدي بمقدار الوفورات الضريبية الذي يحمي بعض التوزيعات النقدية من الضرائب (Bierman, 2008:124- 127) والميزة الثانية : هي ان المساهمين الذين لا يرغبون بالتدفق النقدي الفوري لن يبيعوا اسهمهم . وبالتالي سوف يوفر كل من تكاليف المعاملات والضرائب المتعلقة بإعادة الاستثمار. وأشار (Black & Scholes, 1974:21) ، ان اسعار اسهم الشركات التي تدفع مقسوم ارباح قد تتغير مؤقتاً استجابة للتغير في مقسوم الارباح، لان السوق قد تعتقد ان التغير يشير الى شيء حول المسار المستقبلي للأرباح المتوقعة، ومع ذلك، فان هذا التأثير سوف يختفي، اذا اصبح من الواضح ان هذا التغيير لم يسبب اي تغيرات في الارباح المستقبلية المتوقعة (Anderson & McLaughlin, 2013 : 6)، بينما العوائد غير العادية بعد الاعلان عن إعادة الشراء ربما تستمر لسنوات .

فهاتان الطريقتان البديلتان كلتاهما يمكن ان يستخدم كإشارة لانخفاض سعر السهم السوقي عن قيمته الحقيقية او لتجنب تكلفة الوكالة . ولكن معظم الشركات تفضل سياسة مقسوم ارباح نقدي مستقرة، فمثلاً اذا حققت الشركة ارباح عالية في سنة ما لظروف استثنائية، ولم ترغب الادارة بزيادة الارباح النقدية الموزعه، لاعتقادها بأن مستوى الارباح العالي للشركة لن يستمر في المستقبل (Gurgul & Majdosz, 2005: 26)، وفي الوقت نفسه فلا ترغب الادارة بتخفيض مقسوم الارباح بسبب الاشارة السلبية الناتجة عن التخفيض فإنه من الافضل للإدارة ان توزع الارباح بشكل اعاده شراء الاسهم بدلاً من الاعلان عن دفع مقسوم ارباح نقدي اعلى للسهم والذي لا يمكن المحافظه عليه في المستقبل ، بهذه الطريقة يمكن للشركة ان تتجنب التوقعات غير الاعتيادية للمدفوعات (Brigham & Ehrardt, 2005 : 630) فضلاً عن ذلك، اذا قامت الشركة بتنفيذ برامج إعادة شراء الاسهم وتم دفع مبالغ نقدية للمساهمين في هذه السنة فانها لن تكون ملزمة بإعادة الشراء في السنة التالية، على خلاف المقسوم النقدي الذي يجعل الشركة ملزمة، فإذا لم تدفع الشركة المقسوم، فيعد ذلك اشارة سلبية عليها مما يؤثر على سعر السهم .

3.6.1.1. فرضية نسبة الرافعة : إعادة الشراء وسياسة تعديل هيكل رأس المال

إن نسبة الدين المثلى الى حقوق الملكية تعد مسألة مهمة جداً للشركات ، اذ تسعى الشركات للاستفادة بشكل كامل من ميزة الوفورات الضريبية المتاحة ، وفي الوقت نفسه تقليل المخاطر التي قد تؤدي الى العسر المالي ، لتحقيق التوازن الامثل لهيكل رأس المال ، وبهذه الحالة تستطيع الشركات تخفيض تكلفة رأس المال الى ادنى حد ممكن وزيادة معدل العائد على حق الملكية (Leung, 2008 : 11) ان إعادة شراء الاسهم تؤدي الى زيادة نسبة الدين الى حق الملكية ، ويمكن ان تساعد الشركة في الوصول الى نسبة رافعتها المستهدفة ، التي تحقق التوازن الامثل بين الوفورات الضريبية المتحققة من الدين ومخاطر العسر المالي الناتجة عنه ، مما يقلل من تكلفة رأس المال ، ويزيد من معدل العائد على حق الملكية . (Tong, et.al, 2012 : 3) .

لذلك فان الشركات التي لديها نسبة مديونية منخفضة تلجأ الى برامج إعادة شراء الاسهم ، لانه يخفض من قيمة حقوق الملكية من جهة ويزيد من نسبة المديونية الى حق الملكية من جهة اخرى ، ومن ثم ممكن للشركة ان تحقق نسبة الرافعة المالية المستهدفة (Chemmanur, et.al, 2009: 10) بعبارة اخرى، تلجأ الشركات الى إعادة شراء اسهمها لتحقيق هذه النسبة المستهدفة إذا كانت نسبة رافعتها اقل من الرافعة المالية المستهدفة لذا فإن الرغبة في تعديل هيكل رأس مال الشركة تعد دافعاً يؤثر في قرار إعادة الشراء (Dittmar, 2000 : 335) وممكن للشركات تعديل هيكل رأس مالها بشكل جذري اذا اقتضت الشركة المزيد من الاموال من اجل إعادة الشراء (Leung, 2008 : 11) .

4.6.1.1. فرضية حوافز الادارة : إعادة الشراء وسياسة التعويضات :

إن الحوافز الشخصية للمديرين تؤدي دوراً مؤثراً في نشاط إعادة شراء الشركة لأسهمها وتتأثر قرارات إعادة الشراء بعدد خيارات الاسهم^o التي يحملها المديرون (Leung,2008:15) ، إذ انها تسمح لمديري الشركات بتوزيع النقد بدون تخفيض في سعر السهم والمحافظة على سعر السهم لها اهمية بالغة ، لاسيما حينما تمتلك الادارة عدد من خيارات الاسهم (Dittmar,2000: 335) لان هذا سوف يساعدها على تقليل تأثير الانخفاض في قيمة الاسهم (Dilution) عند تنفيذ هذه الخيارات ، لذا فإن الشركات التي تقدم تعويضات تعتمد على الاسهم (equity-based) (مثل خيارات الاسهم)، وهذا مايشكل دافعاً قوياً لإعادة شراء

^o - ان بعض الشركات ولغرض تحفيز الادارة والعاملين والتقليل من مشكلة الوكالة تمنحهم خيارات شراء اسهم الشركة وهي ادوات نتيج لحملتها شراء اسهم الشركة بسعر التنفيذ . وان قيمة هذه الخيارات مرتبطة طردياً بقيمة الاسهم المحررة عليها . لذلك فإن الانخفاض في قيمة السهم يترتب عليه انخفاض في قيمة هذه الخيارات والعكس صحيح .

اسهمها لانه يؤدي الى ارتفاع سعر السهم حتى يرفع من قيمة هذه الخيارات وعند تنفيذ هذه الخيارات ستخف من سعر السهم بسبب زيادة عدد الاسهم القائمة في السوق، وطبقاً لهذه الفرضية، ان التعويضات ترتبط بشكل ايجابي مع قرارات الشركة المرتبطة باعادة الشراء (Massa, et,al, 2007: 630)، لذا فان عملية اعادة شراء الاسهم عادة ماتكون مصحوبة بارتفاع اسعار هذه الاسهم وهذا بالنتيجة يعمل بالضد من تأثيرات الانخفاض في القيمة .

بالمقابل فان تنفيذ هذه الخيارات يفضي الى انخفاض ربحية السهم، فضلاً عن ذلك، ان هذه الخيارات عادة ماتكون غير محمية (not protected) من تأثيرات توزيعات الارباح النقدية، اذ ان قيمة خيارات الاسهم مرتبطة سلبياً بمدفوعات مقسوم الارباح المستقبلية وهذا يعني ان زيادة مقسوم الارباح يقلل من قيمة الخيارات، وفي هذه الحالة ربما تستطيع الشركات من اعادة شراء اسهمها للحفاظ على مستوى ثابت من الاسهم القائمة، وهذا الدافع من اعادة الشراء هو لتقليل تأثيرات الانخفاض في اسعار الاسهم، وهذا ما اثبت وجوده في معظم الشركات الامريكية (Kahle, 2002: 241) . ويمكن ان تؤثر خيارات اسهم العاملين على هيكل توزيعات التدفقات النقدية لعدة اسباب الاول تخلق حافزاً لإعادة شراء الاسهم (بدلاً من مدفوعات المقسوم النقدي)، لان قيمة الخيارات تنخفض حينما تدخل الأسهم في التاريخ السابق (ex- dividend) لتسجيل المستحقين للمقسوم بسبب الانخفاض في سعر السهم في هذا التاريخ، ولكن حينما تقوم الشركة بإعادة شراء اسهمها فان قيمة الخيارات تزداد بسبب ازدياد سعر السهم، والسبب الثاني ان المدراء والعاملين يفضلون استخدام الاسهم المعاد شرائها بدلاً من اصدار اسهم جديدة لخيارات الاسهم وذلك لتجنب تأثير الانخفاض في قيمة وربحية السهم (Pacheco & Raposo, 2009 :15).

5.6.1.1. فرضية محاربة او تجنب الاستيلاء: إعادة الشراء وسياسة السيطرة على

الشركة

بموجب فرضية تجنب او محاربة عمليات الاستيلاء يمكن للشركة المستهدفة جعل اسهمها اكثر تكلفة على الشركات الراغبة بالاستيلاء على الشركة عبر شراء أسهمها، وذلك من خلال اعادة شراء الشركة المستهدفة لأسهمها، لان اعادة الشراء تؤدي الى زيادة اسعار الاسهم الناشئ من ارتفاع نصيب السهم الواحد من الربح المتحقق للشركة (1: Chemmanur,et.al,2009) ; (183: Billett & Xue,2006)، فالشركات الغنية بالسيولة وبأسعار الاسهم المنخفضة تكون مستهدفة من قبل صناديق الاستثمار الراغبة بالاستيلاء العدائي، وقد اظهرت العديد من الدراسات كيف تستخدم الشركات اعادة شراء اسهمها كوسيلة دفاعية ضد محاولات الاستيلاء ، إذ تقوم هذه الشركات بإصدار دين جديد من اجل تنفيذ برامج اعادة شراء الاسهم لغرض مواجهة عمليات الاستيلاء، وتقدم عروض لشراء اسهمها بأسعار مرتفعة كمحاولة للدفاع ضد عمليات

الاستيلاء وكإشارة لإرسال معلومات تتعلق بقيمة الشركة الحقيقية، وهذا الأمر يؤدي إلى رفع سعر أسهمها ، مما يؤدي الى عرقلة محاولات عمليات الاستيلاء العدائي، والاضطرار الى الانسحاب (Huh & Park, 2007: 11) .

وهناك حالات معينة يسمح فيها لمجلس إدارة الشركة المستهدفة بمتابعة تنفيذ برنامج إعادة شراء أسهم الشركة من السوق إذا كانت الجمعية العامة للشركة قد أقرت برنامج إعادة الشراء وأعطت هذا الحق لمجلس إدارة الشركة أو سمحت له بالتفويض كإجراء دفاعي أمام عرض الاستيلاء العدائي، وبالنسبة للشركات التي لا تعيد شراء أسهمها فأنها عادة ما تكون عرضةً لتهديدات عمليات الاستيلاء، إذ انها تصبح هدفاً سهلاً لذلك، وهذا ما شجع الشركات للدخول بعملية إعادة الشراء (Leung, 2008 : 16) .

والشركات الأمريكية هي اول من قام بهذا الإجراء الدفاعي ضد عروض الاستيلاء العدائية فهناك علاقه طردية قوية بين إعادة شراء الاسهم من السوق المالية وعمليات الاستيلاء في الولايات المتحدة ، وفي السنوات الاخيرة اضحت هذه الوسيلة في محاربة عمليات الاستيلاء منتشرة ليس في الولايات المتحدة فحسب وإنما في معظم دول العالم . (Tong, et.al, 2012 : 4)

6.6.1.1. فرضية تكاليف الوكالة : إعادة الشراء وسياسة التدفقات النقدية الحرة

ان مشكلة الوكالة تشير ببساطة الى الصراع الذي يحدث بين الموكل- والوكيل أي بين مالكي الشركة (حملة الاسهم) والمديرين، فمن المفترض ان الواجب الرئيس للمديرين ان يقوموا بإدارة الشركة بكفاءة وفاعلية وذلك لتعظيم قيمة الشركة اي تعظيم ثروة المساهمين (6 : Deeptee & Roshan, 2009)، فهم الذين يقومون بإدارة الاعمال اليومية لأنهم أكثر اطلاعاً حول المشاريع الاستثمارية المجدية التي ينبغي ان تحقق عوائد ايجابية غير عادية (6 : Jensen&Ruback, 1983) . ومع ذلك تنشأ مشكلة الوكالة حينما لا تتوافق مصالح كل من المساهمين والمديرين مع بعضها بعضاً، ومن ثم فان المدير لا يعمل في مصلحة المساهمين وإنما يعمل لمصلحته الشخصية، على سبيل المثال، المدير لا يستثمر في المشاريع التي ينظر اليها المساهمين على انها استثمارات مفيدة ومربحة (6 : Deeptee & Roshan,2009) بعبارة اخرى، انه وبسبب الفصل بين الملكية والإدارة في معظم الشركات الكبيرة فان ذلك قد يؤدي الى تضارب المصالح بين المديرين والمساهمين . فإذا كان لدى الشركة فائض من التدفقات النقدية الحرة يحاول المديرين استغلال هذا الفائض لمنافعهم الخاصة واتخاذ قرارات من شأنها الاضرار في قيمة الشركة ، اي ان بعض المديرين يبالغوا في الاستثمار (over-investment) (8 : Pacheco & Raposo, 2009) او ربما يستثمرون بأعلى من المقدار الأمثل او ربما يفضلون بناء امبراطورية على حساب مصلحة

المستثمرين (33: 2002, Heaton) فالخصائص الشخصية لكبار صناع القرار كالثقة او التفاؤل المفرط قد تؤثر في قرارات الشركة (10 : 2013, Geiler & Renneboog) على سبيل المثال اشار (Malmendier & Geoffrey, 2005) الى ان الثقة المفرطة من قبل المديرين التنفيذيين يمكن ان تسبب اضراراً في استثمارات الشركة . فالمديرون غالباً ما يرغبون في اظهار قوتهم وسيطرتهم على الشركة ووضع كثير من الموارد تحت تصرفهم، ولذلك اذا اردت الشركة تحقيق النمو ينبغي عليها الاستغلال الامثل لتدفقاتها النقدية المتاحة، واستثمارها في المشاريع التي تؤدي الى زيادة حجم الشركة (7 : 2011, Ramorwa & Britten) .

فاذا كان رأس مال الشركة يتجاوز الفرص الاستثمارية، فان فريق الادارة قد يستخدم راس المال الفائض عن الحاجة لمصلحته الشخصية مما يؤدي الى ظهور تكلفة الوكالة، ولكن حينما تقوم الشركة بإعادة شراء اسهمها باستخدام النقد الفائض فان ذلك يفضي الى تقليل تكلفة الوكالة (15: 2010, Espenlaub, et.al) ؛ (Grullon, Michaely, 2004) ، لذلك تعد عملية اعادة الشراء آلية لتوزيع الفائض النقدي على المساهمين وتخفيض مشكلة الوكالة المحتملة والمرتبطة بالتدفقات النقدية الحرة ، وان المراقبة الفعالة من قبل المالكين قد يجبر المديرون على توزيع النقد الفائض عن طريق اعادة شراء الاسهم او مقسوم الارباح النقدي (2: 2010, Teng, & Hachiya) . واذا لم يتم مراقبة المديرين بشكل صحيح ، فإنهم لا يمتنعون عن تبذير هذه الاموال بشراء الأثاث والمنتجات الفاخرة ، والعمل لمصلحتهم الشخصية والتي سوف تكون في معظم الحالات يعظمون اجورهم بدلاً من عوائد المساهمين (6 : 1983, Jensen & Ruback) . ومما تجدر الاشارة اليه ، فانه لن يكون هناك ادنى تأثير لمشكلة الوكالة على قرارات اعادة الشراء حينما تكون الفرص الاستثمارية المجدية وفيرة ولكنها ترتبط بشكل ايجابي مع قرارات اعادة الشراء لتوزيع الفائض النقدي حينما تكون الفرص الاستثمارية المجدية شحيحة (10: 2010, Espenlaub, et.al) ، لذلك يمكن القول إن الشركات التي لديها مستوى عالٍ من التدفقات النقدية مع فرص استثمارية قليلة هي اكثر احتمالاً ان تعلن عن برامج اعادة الشراء، والأسواق تكون اكثر استجابة لهذه الاعلانات، وان عملية اعادة الشراء تتعارض مع المصلحة الخاصة للمدراء لذلك، فان المساهمين الكبار يمارسون ضغوطاً كبيرة على المديرين للشروع ببرامج اعادة الشراء (6 : 2013, Andres, et.al) .

7.6.1.1. فرضية توقيت السوق : اعادة الشراء و سياسة توقيت السوق

تتظر الادبيات المالية لفرضية توقيت السوق بوصفها احدى الدوافع الاساسية لعمليات اعادة شراء الاسهم (8 : 2013, Zhuang) ، وان توقيت السوق لاعادة الشراء يعتمد على قدرة المديرين في تحديد تواريخ التنفيذ الدقيقة لعملية اعادة شراء الاسهم، واطهرت دراسة

(Brockman & Chung, 2001 : 417) ان هناك قدرة كبيرة للمديرين في توقيت السوق لأكثر من خمسة آلاف عملية إعادة شراء . ويمكن تحديد مهارات المديرين في تنفيذ إعادة الشراء للتعبير عن قدرتهم في اختيار ايام إعادة الشراء على مدار برنامج إعادة الشراء، وفي هذا السياق، فان المدير الماهر يكون قادراً على إعادة شراء الاسهم في الوقت الذي تكون معروضة بأسعار اقل من قيمتها الحقيقية (Chung , 2005 : 14) . وأكد (Heaton, 2002 : 33 - 45) بأن محاولة المديرين لتوقيت سوق الاسهم، بالطبع هذا يمكن ان يكون نتيجة الثقة المفرطة او زيادة التفاؤل الاداري (managerial over- optimism) لتلك الشركات ، وقد قدم (Brav, et.al, 2005) في دراستهم الاستطلاعية التي شملت مجموعة من مديري الشركات الذين لم يعيدوا شراء اسهم شركاتهم في الثلاث سنوات الاخيرة وجدوا تقييم السوق لاسهم شركاتهم بأقل من قيمتها الحقيقية فأن هذا يشكل عاملاً مهماً يدفعهم بجدية لإعادة شراء الاسهم في المستقبل . فضلاً عن ذلك، فأن حوالي (75.7%) من المديرين الذين لم يعيدوا شراء اسهم شركاتهم لاحظوا بأن قيمة السهم هو من المحددات المهمة او المهمة للغاية للقرارات المستقبلية الخاصة بأعادة الشراء وان نصف هؤلاء المديرين المستطلع آرائهم يعتقدون ان عملية إعادة شراء الاسهم هي من الامور المهمة التي يجب ان تتخذها الشركة مستقبلاً ، و اشاروا ايضاً الى أن شركاتهم اذا اردت التفوق على السوق (بأماكنهم تحقيق عائد اعلى من عائد السوق) فذلك من خلال التوقيت الجيد لاعادة الشراء (Bonaimé, et.al, 2012 : 8) .

والدراسة الحديثة التي اجراها (Zhuang , 2013) استطاعت ان تفسر نظرية توقيت السوق لاعادة شراء الاسهم بشكل جيد اذ تمحورت هذه النظرية على ثلاثة اشكال من التفسيرات لنظرية توقيت السوق طرحتها الادبيات المالية، التي من المحتمل ان تفسر قرارات إعادة شراء الاسهم، وهذه النظريات هي نظرية التسعير الخاطئ (Mispricing Theory) ونظرية عدم التماثل المعلوماتي ونظرية الادراكات الادارية (Managerial Perceptions Theory)، فنظرية التسعير الخاطئ تعد النظرية الأكثر شهرةً لنظرية توقيت السوق في ادبيات إعادة الشراء، وهي تشير الى ان المستثمرين غير عقلانيين، وفي بعض الاحيان يرتكبون اخطاء في تقييم القيم الاساسية للشركة، وان المديرين عقلانيون، لذلك حينما يرون بأن اسعار الاسهم العادية لشركاتهم مقيمة بأقل من قيمتها الحقيقية من قبل المستثمرين غير العقلانيين، فهم يستغلوا اخطاء تسعير المستثمرين ويبادرون لاعادة شراء الاسهم، وهذا ما اشار اليه (Comment & Jarrell, 1991) ايضاً في دراستيهما حول التسعير الخاطئ، فيحقق المديرين مكاسباً رأسمالية من جراء شراء الاسهم المقومة بأقل من قيمتها الحقيقية اذا كانوا مالكين لهذه الاسهم ولم يقومون ببيعها . لذلك فان التسعير الخاطئ بحد ذاته يوفر دافعاً لاعادة الشراء . وفي

هذه النظرية فأن الشركة التي بصدد اعادة شراء اسهمها ليست بحاجة ان يكون لديها دافع لتوزيع راس مالها . فحينما تعلن عن حالات اعادة الشراء فمن المتوقع ان ترتفع اسعار الاسهم بشكل تلقائي وفوري لان المستثمرين يعرفون بأن المديرين لديهم الحافز لاعادة شراء الاسهم المقيمة بأقل من اسهمهم الحقيقية لكن المستثمرين غير العقلانيين يستجيبون بأقل من المستوى المطلوب لاخبار اعادة الشراء، لذلك فأن اسعار الاسهم من المتوقع ان تستمر في الزيادة على المدى الطويل وهذا ينسجم مع توقعات المديرين العقلانيين لقيمة الشركة الحقيقية . وفي هذا الصدد فأن فرضية التسعير الخاطئ تشير ضمناً الى أن الشركات سوف تعيد شراء اسهمها حينما يسعر المستثمرون وبشكل غير عقلائي اسهمهم دون قيمتها الحقيقية ويتوقع المديرون ارتفاع اسعار الاسهم في المدى الطويل .

وفي نظرية عدم التماثل المعلوماتي، يفترض ان تكون توقعات المستثمرين غير منحازة (Unbiased) اوعادلة حول القيم الحقيقية للشركات وان جميع المعلومات عامة معلنة للجمهور العام، وان المديرين عقلانيين بشأن القيم الحقيقية للشركة، لانهم يمتلكون معلومات اكثر مما يمتلكه المستثمرون الخارجيون . ونظرية عدم التماثل المعلوماتي مهمة في هذه النظرية اذ ان الشركات التي لديها حوافز مستندة على اساسيات (fundamentals-based) لتوزيع رؤوس الاموال، مثل دفع التدفقات النقدية الحرة او اعادة توازن الهيكل المالي للوصول الى نسبة المديونية المستهدفة، وبضوء الدافع لتوزيع راس المال . فالمديرون الماهرون لديهم القدرة على توقيت السوق واجراء عملية عادة الشراء عندما يعتقدون ان السعر الحالي دون قيمته الحقيقية بسبب عدم التماثل المعلوماتي (9 : 2013 , Zhuang) . وإن حقيقة عدم التماثل المعلوماتي بين المطلعين وحملة الاسهم ربما يفضي الى التسعير الخاطئ لاسعار اسهم الشركات، فالشركة ربما تعيد شراء اسهمها كاشارة الى السوق او كاشارة للاستثمار في اسهمها وتشتري الاسهم التي اساء السوق تسعيرها، لذا فان السوق يفسر سلوك اوتصرف هذه الشركة كاشارة على ان السهم مقيم بأقل من قيمته الحقيقية، لذا فأن ارتفاع سعر السهم وقت اعلان برامج اعادة الشراء، ينبغي ان يصحح هذا التسعير الخاطئ (334 : 2009 , Duttmar) .

وفي نظرية الادراكات الادارية للتوقيت، وبغض النظر عما اذا كانت توقعات المستثمرين متحيزة ام غير متحيزة حول القيمة الحقيقية للشركة ، فان المدراء تكون لديهم ثقة مفرطة بأنفسهم ويعتقدون انهم يعرفون القيمة الحقيقية لشركاتهم افضل من المستثمرين، ويمكن التنبؤ بعوائد الاسهم المستقبلية . لذلك حينما يشعر المديرون بأن اسعار اسهم شركاتهم مقيمة سوقياً بأقل من قيمتها الحقيقية فانهم يرغبون باستغلال هذا الادراك المتصور لديهم، ويباشروا باعادة شراء الاسهم . وعلى غرار نظرية التسعير الخاطئ، فان المعتقدات الادراكية للمديرين، التي تصور لهم بأن اسهم شركاتهم مقيمة دون قيمتها الحقيقية تقدم لهم الدافع لاعادة الشراء، اذ يعتقد

المديرون ان بمقدورهم استغلال اخطاء المستثمرين، وتحقيق مكاسب في شراء الاسهم المقيمة بأقل من قيمتها الأساسية (Zhuang , 2013:10). ويوضح الجدول (1-3) السمات الرئيسية للصيغ الثلاث المختلفة لنظرية توقيت السوق، التي تفسر سلوك إعادة شراء الاسهم ونسبة القيمة السوقية الى القيمة الدفترية (M/B ratio) للشركة مقسومة على المتوسط السنوي لنسبة M/B ولجميع الشركات .

الجدول (1-3) ملخص الصيغ الثلاث لنظرية توقيت السوق لإعادة شراء الاسهم

المدلولات لسوق الاسهم			الافتراضات		الاشكال الثلاث لنظرية توقيت السوق
العائد غير العادي المستقبلي للسهم	نسبة M/B	العائد غير العادي للسهم	المستثمرون	المدراء	
موجب	منخفضة نسبياً	سالب	غير عقلانيون	عقلانيون	1. التسعير الخاطئ
صفر	غير متوقعة	صفر	عقلانيون	عقلانيون	2. عدم التماثل المعلوماتي
صفر / سالب	متوسطة/مرتفعة نسبياً	صفر / موجبة	احد الامرين	الثقة المفرطة	3. الادراكات الادارية

Source : (Zhuang, Chao" Share Repurchases: How Important Is Market Timing?", USC FBE Finance Seminar, 2013 : 47)

8.6.1.1. فرضية نقل الثروة : إعادة الشراء وسياسة نقل الثروة

حينما تقوم الشركة باصدار سندات دين، وفي الوقت نفسه تقوم الشركة باستخدام هذه الاموال المقترضة باعادة شراء اسهمها سيؤدي الى تخفيض موجوداتها، وبناءً عليه، سوف يؤثر على قيمة مطلوبات حملة الدين، وهذا يعني ان الثروة تتحول من حملة الدين الى حملة الاسهم كلما انخفضت موجودات الشركة (Vermaelen, 1981: 141).

فالقرارات التي تُتخذ من قبل المديرين مثل إعادة شراء الاسهم ومقسوم الأرباح النقدي غالباً ماتستفيد منها فئة وتتضرر اخرى . والواضح ان حملة الاسهم يستفيدون من عملية إعادة شراء الاسهم لانهم يحضون بارتفاع سعر السهم وربحية السهم الواحد EPS . وطالما يستخدم جزءاً من التدفقات النقدية الحرة للشركة في إعادة شراء اسهمها، فأن هذا يؤدي الى تخفيض الاموال المتاحة لتغطية الفائدة المستحقة لحملة السندات، وهذا يعني زيادة مخاطر عدم القدرة على الوفاء بالتزامات الدين ويمكن ان يسبب ذلك بانخفاض اسعار السندات، وهذا يشير الى ان عمليات إعادة شراء الاسهم يمكن ان تؤدي الى نقل الثروة من حملة السندات الى حملة الاسهم في الشركة (Zhu, 2012 : 4). ولذلك تكون العوائد غير العادية لحملة الاسهم موجبة،

بينما العوائد غير العادية لحملة السندات سالبة خلال ايام الاعلان عن برامج اعادة شراء الاسهم في الاسواق المالية بسبب نقل الثروة (Maxwell & Stephens, 2003: 895) . ويخلص الجدول (1-4) الدوافع سالفة الذكر:

الجدول (1-4) ملخص دوافع اعادة شراء الاسهم

الفرضيات	دوافع برامج اعادة شراء الاسهم
فرضية انخفاض القيمة السوقية دون قيمتها الحقيقية	1. تعتقد الادارة بأن الاسعار السوقية لاسهم الشركة منخفضة دون قيمتها الحقيقية . 2. تحسين ربحية اسهم الشركة . 3. ارسال اشارة للسوق لثقة الادارة بأرباحها وقيمتها المستقبلية. 4. اثارة انتباه السوق من خلال الاعلان عن اعادة شراء الاسهم في الصحف .
فرضية الابدال	5. احلال اعادة الشراء محل مقسوم الارباح النقدي وذلك للتخلص من مشكلة التمييز الضريبي بين العوائد الايرادية والعوائد الرأسمالية .
فرضية نسبة الرافعة المثالية	6. طريقة لزيادة دين الشركة. 7. تحقيق هيكل رأس المال الامثل . 8. تقليل تكلفة رأس المال .
فرضية حوافز الادارة	9. تساعد على توزيع النقد بدون تخفيض اسعار الاسهم . 10. المحافظة على اسعار الاسهم . 11. مكافأة العاملين بمنحهم خيارات شراء الاسهم تشجيعاً لهم .
فرضية تجنب الاستيلاء	12. مواجهة عروض الاستيلاء العدائية لأسهم الشركة. 13. ارتفاع سعر السهم في السوق .
فرضية تكاليف الوكالة	14. توزيع الفائض النقدي على المساهمين . 15. تقليل الصراع بين المساهمين والمديرين .
فرضية توقيت السوق .	16. تساعد على اختيار التوقيت الجيد لاعادة الشراء 17. استغلال سوء التسعير من جانب المستثمرين غير العقلانيين وتحقيق عوائد غير عادية موجبة .
فرضية نقل الثروة	18. نقل الثروة من حملة السندات الى حملة الاسهم . 19. تحقيق عوائد غير عادية موجبة .

المصدر (اعداد الباحث) بالاعتماد على الادبيات المالية المذكورة

7.1.1: الآثار المالية لإعادة شراء الأسهم:

يترتب على إعادة شراء الشركة لأسهمها العديد من الآثار المالية على ربحية السهم الواحد (EPS) والعائد على الموجودات (ROA)، ومقسوم الأرباح النقدي للسهم (DPS) ونسبة القيمة السوقية / القيمة الدفترية M/B وارتفاع سعر السهم نتيجة انخفاض عدد الأسهم القائمة (Chatterjee & Rakshit, 2012 : 28)، و نسبة مضاعف الربحية P/ E ، التي يمكن توضيحها كما يأتي :-

1. ربحية السهم الواحد (EPS) : ان إعادة شراء الاسهم تؤثر بشكل كبير ومباشر على كل من البسط والمقام في احتساب ربحية السهم الواحد (1 : Young, 2008)، إذ ترتفع ربحية السهم أي نصيب السهم الواحد من صافي الربح القابل للتوزيع، وذلك نظراً لانخفاض عدد الأسهم القائمة بافتراض ثبات الأرباح بعد إعادة شراء الشركة لأسهمها، فالشركات التي تدخل في عمليات إعادة الشراء غالباً ما تستبطن رغبتها في تحسين ربحية السهم الواحد (Grullon&Ikenberry, 2000 : 32) .

2. مقسوم الأرباح النقدية للسهم الواحد (DPS): يرتفع نصيب السهم الواحد من مدفوعات المقسوم النقدي، وذلك لانخفاض عدد الأسهم القائمة التي ستوزع عليها الأرباح المقرر توزيعها من الأرباح القابلة للتوزيع، وحينما يرتفع نصيب السهم الواحد من مدفوعات المقسوم (DPS) تُعد إشارة ايجابية حول الأرباح المستقبلية للشركة، التي تؤدي الى زيادة اسعار الاسهم، والعكس صحيح (Farzanfar, et.al, 2013 : 218-219) .

3. عدد الاسهم القائمة : ينخفض عدد الاسهم القائمة في الاسواق بمقدار عدد الاسهم التي تقوم الشركة بإعادة شرائها (258 : Tabtieng, 2013) ونتيجة لذلك، فان العائد على الموجودات (ROA) سوف يرتفع، لان الأرباح توزع على عدد اقل من الموجودات نتيجة انخفاض الموجودات النقدية التي استخدمت في عملية إعادة الشراء .

4. حقوق الملكية : تتخفض قيمة حقوق الملكية الإجمالية بمقدار قيمة أسهم الخزينة التي يتم شرائها حيث يتم خصم قيمة الاسهم المعاد شرائها من إجمالي حق الملكية بالميزانية، وهذا يفرض بالضرورة الى ارتفاع نسبة العائد على حق ملكية الشركة (ROE) (Wronska, 2013 : 217) .

5. سعر السهم السوقي : ان قيام الشركة بإعادة شراء أسهمها يدعم الطلب على أسهم الشركة مما يؤدي إلي ارتفاع سعر السهم السوقي، حيث يراه المستثمر انه قرار يظهر مدى ثقة الشركة

في ان السعر الذي يتداول به أقل من قيمته العادلة (Moore, 2013:20) . فضلاً عن ان ارتفاع مقسوم ارباح السهم يفضي الى ارتفاع السعر السوقي للسهم، لان الأخير ماهو الا القيمة المخصومة لمدفوعات المقسوم النقدية .

6. القيمة الدفترية للسهم : تزداد قيمة السهم الدفترية إذا كانت تكلفة شراؤه اقل من قيمته الدفترية وتقل إذا كانت تكلفة شراؤه اعلى من قيمته الدفترية .

7. مضاعف ربحية السهم : محتوى هذه النسبة تعبر عن عدد المرات التي يستلم بها المستثمر الربح لتبرير السعر المدفوع للسهم (Amling, 1974, 451) . حيث يتم حسابه بقسمة سعر السهم السوقي على ربحية السهم P/E وينخفض نتيجةً لزيادة ربحية السهم مما يجعل سعر السهم أكثر جاذبية (Shen , 2000 : 24) ، فكلما انخفضت هذه النسبة كلما كان مضاعف الربحية افضل . بعبارة اخرى، كلما كان مضاعف الربحية منخفضاً يعني أن سعر السهم ملائم للشراء، وذلك مبني ايضا على توقعات ربحية السهم في المستقبل بأن تبقى كما هي او ان تتحسن ، اما في حال كون المضاعف مرتفعاً فسوف يقوم المستثمرون بالابتعاد عن او بيع هذا السهم . لذا فان اعادة شراء الاسهم سوف تفضي الى تحسين مضاعف الربحية . وحتى حينما يبقى مضاعف الربحية للاسهم المتداولة من دون تغيير، فإنه يؤدي في نهاية الامر الى رفع سعر السهم (Picardo, 2013 : 1) .

ولغرض فهم الآثار المالية لإعادة شراء الاسهم على الجوانب المالية السالفة الذكر يعرض الجدول (5-1) مثالاً على احدى الشركات الافتراضية :-

الجدول (5-1) مثال افتراضي على الآثار المالية لاعادة الشراء

\$1000000	الارباح الصافية المتاحة لحملة الاسهم العادية
400000 سهم	عدد الاسهم العادية القائمة
\$ 2.50	ربحية السهم الواحد (1000000/400000)
\$ 50	سعر السهم السوقي الحالي
20 مرة	نسبة سعرالسهم / ربحيته (P/E)=50/2.50

Source: Gitman, Lawrence,J. " Principles of Managerial Finance " 12th ed Pearson /Prentice-Hall, New York. 2009 : 617 .

اذ ترغب هذه الشركة باستخدام (800000) دولار من ارباحها المتاحة اما بدفعها كمقسوم ارباح نقدي او اعادة شراء اسهمها من السوق ، فإذا اختارت الشركة البديل الاول أي دفع مقسوم ارباح نقدي فان حصة السهم الواحد من المقسوم (DPS) تصبح (\$2) ، (800000 / \$ 400000 سهم) وإذا اختارت الشركة البديل الثاني، أي اعادة شراء الاسهم فتدفع الشركة مبلغ (\$ 52) لكل سهم تعيد شراؤه والنتيجة يمكنها ان تعيد شراء (15385) سهماً (\$ 800000 / \$ 52) والمتبقي من الاسهم القائمة هو (384615) سهماً، (400000 سهم - 15385 سهماً)، لذلك فان ربحية السهم الواحد (EPS) سترتفع الى (\$2.60) اي (\$1000000 / 384615 سهم) ولكن مضاعف الربحية سيظل على حاله دون تغيير قبل اعادة الشراء (20 مرة) (2.5/50) وبعدها (2.6/52) .

وعلى ضوء ما تقدم من نتائج فان حملة الاسهم في كلا البديلين يحصلون (\$ 2) عن كل سهم يمتلكونه، اي : انه اما يستلم (\$ 2) كمقسوم ارباح نقدي في حالة توزيع الارباح، او انه يستلم مبلغ (\$ 2) زيادة على سعر السهم السوقي عندما يبيع السهم بمبلغ (\$52) في حالة اعادة شراء الاسهم، ولكن هذه الزيادة في سعر السهم بمقدار (\$2) التي تنجم عن اعادة شراء الاسهم لا تكون خاضعة للضريبة إلا حينما يقوم المالك ببيع السهم فعلياً (Gitman, 2009 : 617) .

8.1.1: مصادر تمويل عملية إعادة شراء الأسهم:

هناك اختلاف في مصادر تمويل اعادة الشراء نتيجة اختلاف بعض التنظيمات والقوانين في بعض البلدان، فالتشريعات التنظيمية في المملكة المتحدة تشبه تنظيمات وقوانين الولايات المتحدة الا انه في اسواق المملكة المتحدة لا يُسمح للشركات بتمويل عمليات اعادة الشراء عن طريق الدين، ويجب ان تكون الاموال التي تستخدم في تمويل اعادة شراء الاسهم من الارباح القابلة للتوزيع او الدخل الناشئ من اصدار الاسهم الجديدة، بينما اسواق الولايات المتحدة تسمح بذلك . (Chen, 2007 : 218) فمن غير المحتمل استخدام الدين لتمويل اعادة شراء اسهم الشركات ذات السيولة العالية (لديها فائض نقدي) وهذه الحالة تقضي عادة الى استجابة ايجابية من جانب السوق، بينما تميل الشركات الى استخدام الدين لتمويل اعادة الشراء حينما تكون مفتقرة للنقدية (ليس لديها فائض نقدي) ولديها قدرة وسعة على الاستدانة (Minnick & Zhao , 2006 : 1) .

وفهم الكيفية التي تتم بها عملية تمويل اعادة شراء الشركة لأسهمها يساعد على تحقيق فهم افضل لدوافع اعادة الشراء فعلى سبيل المثال، اعادة الشراء بدافع التدفقات النقدية الفائضة

(فرضية التدفق النقدي الحر) ستموّل باستخدام الاحتياطات النقدية الفائضة، ومع ذلك، إذا كانت السيولة منخفضة جداً في الشركة ذات النمو المرتفع واسهمها مقيمة بأقل من قيمتها الحقيقية فإن عملية إعادة شراء الأسهم تكون وسيلة فعالة للإشارة إلى إبخاس القيمة هذا من جانب السوق، وعن طريق اقتراض الأموال، فإن الشركة تكون قادرة على تمويل عمليات إعادة الشراء وتنقل بذات الوقت المعلومات الخاصة إلى السوق (فرضية الإشارة)، وإذا كان لدى الشركة مديونية أقل مما يمليه هيكل رأس المال الأمثل، يجوز للشركة استخدام هذا المتسع من القابلية على الاستدانة لإعادة شراء الأسهم، ومن خلال تمويل إعادة الشراء، تصبح الشركة قادرة على نقل الثروة من حملة المديونية إلى حملة الأسهم (فرضية نقل الثروة) (Minnick & Zhao, 2006 : 2) .

وفي أغلب البلدان الأخرى (بإستثناء الولايات المتحدة)، هناك شروط قانونية، إذ ينبغي أن يكون تمويل إعادة شراء الأسهم من الاحتياطات الفائضة أو الأرباح المحتجزة، وهذا يعني إذا لم يكن لدى الشركة الاحتياطات المطلوبة (Requisite Reserves)، فإنه من غير المسموح لها أن تعيد شراء أسهمها، ، بعبارة أخرى، أن إعادة شراء الأسهم ينظر لها بوصفها وسيلة لإعادة الأرباح المحتجزة أو المتراكمة لحملة الأسهم، وهذا يعني : أنها تعد بديلاً لدفع مقسوم الأرباح الخاص (Gupta, et.al, 2005 : 60) .

9.1.1: اساليب التعامل بالأسهم المعاد شراؤها :

توجد عدة طرائق لتعامل أو تصرف الشركة بأسهم الخزينة تتلخص على النحو الآتي
 ; (Chatterjee & Rakshit, 2012 : 29) ; (Chemmanur, et.al, 2009 : 11) ;
 : (Dudley & Manakyan, 2011:973-999)(Anderson & McLaughlin, 2013:4)

- ❖ تحتفظ الشركة بالأسهم المعاد شراؤها بشكل مؤقت، إذ تلجأ الشركات لهذه الحالة في حالة وجود فائض نقدي لدى الشركة غير مستغل ، أو عندما تشعر الشركة أن أسعار أسهمها السوقية دون قيمتها الحقيقية ، أو لتنشيط التداول بأسهم الشركة .
- ❖ تخفيض رأس مال الشركة، ومن ثم تخفيض حجم استثماراتها . إذ تعمل الشركة على تحقيق التوازن بين الأموال المتاحة للاستثمار وبين الحاجة الحقيقية لتمويل خططها الاستثمارية من قبل الشركة، وإعادة الأموال إلى المساهمين في حالة عدم وجود فرص لاستثمارها .
- ❖ إعادة بيع الأسهم في السوق المفتوحة لتوفير السيولة النقدية للشركة، وبهذه الحالة تعد مصدراً للتمويل .

- ❖ استخدام هذه الأسهم في تشجيع وتحفيز العاملين (كخيارات اسهم) من خلال تملكها للمديرين العاملين بالشركة على وفق النظام المعتمد من الجمعية العامة للشركة .
- ❖ إعادة توزيع هذه الأسهم على المساهمين كأسهم مجانية أو بسعر مخفض كنوع من طرائق توزيع الأرباح على حملة الاسهم .
- ❖ استخدام الاسهم المعاد شراؤها في عمليات التبادل، اذ تقوم الشركة بشراء أسهمها عند رغبتها في الاستيلاء على شركات أخرى مقابل مبادلة أسهمها مع أسهم مساهمي الشركات الأخرى المستهدفة .
- ❖ الغاء او شطب اسهم الخزينة ومن ثم تخفيض رأس مال الشركة بمقدار تلك الأسهم التي تم الغائها .

11.1.1: متطلبات الإفصاح عن برامج إعادة شراء الاسهم في ظل التشريعات

القانونية :

بموجب متطلبات الإفصاح في البورصات الامريكية، يتطلب من الشركات ان تعلن عند اللجوء الى برامج إعادة الشراء في السوق، وعادة ما يتم الترحيب بمثل هذه الاعلانات بشكل ايجابي من قبل السوق، اذ يزداد سعر السهم نتيجة استجابة هذه الاسواق لإعادة شراء الاسهم (Fried, 2005.a :18) . وتخضع الشركات في الاسواق الامريكية الى متطلبات الإفصاح المفروضة من قبل هيئة الأوراق المالية والبورصات (SEC)، وان جميع البورصات الرئيسة في الولايات المتحدة تطلب من الشركات المدرجة ان تقدم موافقة مجلس الادارة عن برامج الاعلان عن إعادة الشراء في السوق ، ومع ذلك، فإن الاسواق المالية و هيئة الأوراق المالية لاتتزم الشركة بالإفصاح عن عدد الاسهم التي أعادت شرائها، ولا عن تاريخ انتهاء تنفيذ برامج إعادة الشراء (Fried, 2005.b :1340) .

اذ تنص المادة (18- 10b) من قانون (1934) بأنها لا تشترط على جهة الاصدار الإفصاح عن عدد الاسهم التي أعادت شرائها، ولا عن تاريخ انتهاء تنفيذ برامج إعادة الشراء الى الجمهور، في حين لايزال تطبيق قوانين واحكام الإفصاح الاخرى عن الأوراق المالية الفدرالية بما في ذلك المادة (5- 10b) ومن المستحسن عموماً على الاقل ان تعلن جهة الاصدار عن وجود برنامج كبير لإعادة شراء الاسهم، ومع ذلك، لا ينبغي ان يكون هناك اعلان مالم تنوي الشركة فعلاً بإعادة شراء اسهمها، لان أي الغاء لبرامج إعادة الشراء بدون شراء فعلي يمكن ان يعد حالة من حالات التلاعب بالاسعار إلا اذا كان هناك سبب مقنع لذلك (Thomsen, et.al, 2013: 5) . ولكن في عام (2003) اصدرت هيئة الأوراق المالية

والبورصات SEC . باشتراط اللوائح والتنظيمات للافصاح عن أنشطة إعادة شراء الشركات لاسمها (Fried, 2005b : 1341) ومن بين الامور التي يجب الافصاح عنها في عملية إعادة الشراء (4 : Thomsen, et.al, 2013) :-

- الافصاح عن العدد الاجمالي للأسهم التي تم إعادة شرائها خلال الربع السابق previous quarter .
- الافصاح عن معدل السعر المدفوع لتلك الاسهم .
- الافصاح عن عدد الاسهم التي تم شرائها في الربع السابق كجزء من الخطة المعلنة لجمهور المستثمرين .
- الافصاح عن العدد الاجمالي للأسهم او القيمة الدولارية التقريبية، التي ربما يعاد شراؤها، بظل اي برنامج إعادة شراء قادم .

والشروط اللازمة عند تنفيذ برامج إعادة شراء الاسهم من قبل الشركة المصدرة لأسهمها العادية بموجب احكام المادة (10b-18)، التي تعد الملاذ الآمن للمستثمرين . اذ توفر هذه المادة القانونية الامان لحماية المستثمرين من التلاعب بالاسعار، على النحو الاتي :-

(Thomsen, et.al, 2013 : 5) .

- شرط طريقة الشراء : يتطلب من الشركة المصدرة لأسهمها استخدام سمسار او تاجر واحد يومياً للتقديم بعرض لشراء الاسهم العادية .
 - شرط التوقيت : التقييد بالمدد التي من خلالها بمقدور الشركة المصدرة للورقة المالية شراء اسهمها العادية .
 - شرط السعر : يحدد اقصى سعر ربما تعرضه الشركة المصدرة لاعادة شراء اسهمها العادية من السوق .
 - شرط الحجم : تحديد كمية الاسهم العادية التي يمكن إعادة شرائها من السوق من قبل الشركة المصدرة لها في اليوم الواحد .
- وان عدم الالتزام بأي من هذه الشروط حسب احكام هذه المادة سوف تستبعد مشتريات الشركة من ذلك اليوم من الملاذ الامن .

وفي الاسواق اليابانية فان متطلبات الافصاح تنص على وجوب الافصاح عن الاتي (Wada, 2010 :14-15) :-

- الهدف من إعادة الشراء .
- نوع طريقة إعادة شراء الاسهم .

- الحد الأقصى لعدد الأسهم التي ترغب الشركة بإعادة شرائها.
 - الحد الأقصى لمقدار الأموال التي تنوي الشركة انفاقها .
- وبورصة طوكيو (TSE) أيضاً تقدم النصائح الى الشركات المدرجة فيها، انه يجب الاعلان عن برامج إعادة شراء الأسهم بعد اغلاق السوق بنصف ساعة في نادي الصحافة، وإخطار بورصة طوكيو بهذا الاعلان، عن طريق شبكة الإفصاح بالوقت المناسب، وهي خدمة المعلومات على الانترنت التي تديره بورصة طوكيو .

ويتعين على الشركات المساهمة المدرجة في سوق الكويت للاوراق المالية في حال رغبتها بشراء أو بيع أو التصرف بأسهمها في إطار هذه الضوابط التقدم بطلب الى الجهات الرقابية يتضمن الإفصاح عن الآتي (www.kuwaitse.com) :

- ❖ عدد الأسهم المطلوب شرائها أو بيعها أو التصرف فيها .
- ❖ تحديد مصادر التمويل التي سيتم استخدامها في الشراء ، من واقع آخر بيانات مالية معتمدة للجهة ، شرط ألا تزيد الفترة المنقضية منذ إصدار تلك البيانات عن (6) أشهر ميلادية.
- ❖ مبررات وأهداف استخدامها الحق في شراء أسهمها، وأثر ذلك على المركز المالي.
- ❖ بيان يوضح عدد وقيمة الأسهم التي تم شراؤها أو بيعها أو التصرف فيها ، خلال فترة سريان موافقة الجهات الرقابية السابقة إن وجدت في تاريخ تقديم الطلب .
- ❖ المدة التي يتوقع فيها بيع الأسهم التي يتم شراؤها في إطار موافقة الجهات الرقابية .

وباستقراء العديد من الممارسات الدولية يمكن تقسيم بنود الإفصاح الواجب توافرها في برامج عمليات إعادة شراء الشركة لأسهمها، وشروط تنفيذ هذه البرامج أمكن حصرها في الآتي :

- ❖ الإفصاح عن السعر : خلال ساعات التداول يتم الإفصاح عن اسعار الاسهم المعروضة من قبل الشركة المصدرة لاعادة شرائها من الاسواق المالية، ويمكن ان يتم الشراء بسعر على ان لا يتجاوز اعلى الاسعار المعروضة او سعر اخر صفقة، وتتجه معظم الدول الى التقيّد بهذه الآلية منعاً للتلاعب بالأسعار .
- ❖ الإفصاح عن الغرض من الشراء : يجب أن تلتزم الشركة بتحديد الهدف المراد تحقيقه من وراء شراء أسهمها في إطار برنامج إعادة الشراء ، ولا يوجد ما يمنع من وجود أكثر من سبب لعمليات إعادة شراء الشركة لأسهمها ، إذ يمكن ان يكون سبب إعادة الشراء هو تلبية لخطط خيارات شراء الاسهم للعاملين او إرسال اشارة الى السوق بان سعر السهم دون قيمته الحقيقية ، او نقل الفائض النقدي لاستثمار افضل .

❖ **الإفصاح عن الكمية** : تتجه معظم الدول الى تحديد كمية الأسهم، التي يمكن أن تقوم الشركة بإعادة شرائها بشرط أن لا تتجاوز عملية الشراء في اليوم الواحد %25 من مشتريات الاسابيع الاربعة السابقة، حتى لا تلجأ الشركة إلى استخدام هذه الاسهم بشكل يحقق الضرر بمصلحة المساهمين في الجمعية العامة، باعتبار ان هذه الاسهم لا حق لها في التصويت ، وقد تستخدم الاسهم المعاد شراؤها كأداة لعرقلة إكمال النصاب القانوني لحضور الجمعية العامة .

❖ **الإفصاح عن التفويض بإعادة الشراء** : ينبغي ان تفصح الشركة عن الموافقة على اعادة شراء الاسهم من قبل مجلس الادارة او الجمعية العامة كجزء من سلطة التفويض للشركة بإعادة الشراء، وتختلف هذه السلطة من دولة لأخرى فسلطة التفويض في الولايات المتحدة مثلاً مجلس الادارة وفي دول اخرى مثل فرنسا تكون سلطة التفويض هي الجمعية العامة للمساهمين وهكذا . ومن المهم ان يوثق مجلس الادارة او الجمعية العامة الغرض من اعادة شراء الاسهم، و ان يقرر مجلس الادارة او الجمعية العامة (حسب سلطة التفويض في ذلك البلد)، فيما اذا كان برنامج اعادة الشراء امر مرغوب فيه ام لا، وهل انه يصب في مصلحة الشركة والمساهمين، وكذلك الوقوف على المركز المالي للشركة اذا كان جيداً ام لا، فاذا كان مركز الشركة جيد عندئذ فان سلطة التفويض تعطي الموافقة للشركة بإعادة شراء اسهمها .

❖ **الإفصاح عن التوقيتات** : وهنا ينبغي على الشركة تحديد وقت ومدة عرض اعادة شراء اسهمها، اذ لاينبغي أن تتم عملية اعادة الشراء خلال النصف ساعة الاولى من بدأ جلسة التداول الاولى وكذلك لا تتم عملية اعادة الشراء بآخر نصف ساعة من اغلاق جلسة التداول في ذلك اليوم . وتحدد العديد من الدول مدة عملية شراء الشركة لأسهمها، وكذلك مدة الاحتفاظ بهذه الاسهم، ففي بعض الدول قد تمتد مدة برنامج إعادة شراء، الشركة لأسهمها إلى ثلاث او اربع سنوات ضمن برنامج إعادة الشراء الذي تتبعه الشركة، وبالنسبة لمدة الاحتفاظ بهذه الاسهم فقد تمتد هذه المدة في بعض الدول الى (18) شهراً ، وفي بعض الدول يمكن للشركة أن تحتفظ بهذه الأسهم لأي مدة زمنية تراها مناسبة في ضوء الهدف من اعادة الشراء .

12.1.1: المعالجة المحاسبية لعملية إعادة شراء الأسهم:

وحتى تكون الصورة اوضح نتطرق الى المعالجة المحاسبية، لأسهم الخزينة عند شرائها وعند بيعها وعند الغائها من قبل الشركة حيث توجد طريقتان متعارف عليهما محاسبياً لمعالجة أسهم الخزينة هما :

❖ طريقة التكلفة (Cost Method)

❖ طريقة القيمة الاسمية (Par Value Method)

1. **طريقة التكلفة:** تُعد هذه الطريقة ابسط من الطريقة الاخرى وهي الأكثر شيوعاً في الاستخدام ، وبموجب هذه الطريقة يتم تنزيل أو تخفيض رأس المال المدفوع في الميزانية العمومية بمقدار قيمة الأسهم المعاد شراؤها، وفي حال بيع هذه الاسهم من قبل الشركة في السوق المالية ، يجعل حساب رأس المال المدفوع مديناً أو دائناً وفقاً لسعر بيع أسهم الخزينة فيما لو تم بيعها بأكثر أو أقل من تكلفة شرائها . وتتضمن هذه الطريقة السمات التالية (Aprajita, 2010 : 1) :

- اثبات حساب اسهم الخزينة مديناً عندما تقوم الشركة بشراء اسهم الخزينة .
- اثبات حساب اسهم الخزينة دائناً عند بيع الشركة لأسهم الخزينة .
- يتم التعرف على الربح او الخسارة لأسهم الخزينة وقت البيع، حيث يتم اضافة المكاسب الى رأس المال الاضافي المدفوع - لأسهم الخزينة، واستقطاع الخسائر من رأس المال الاضافي المدفوع - لأسهم الخزينة اولاً والمتبقي من الخسائر ان وجدت تستقطع من الارباح المحتجزة

2. **طريقة القيمة الاسمية :** تعد هذه الطريقة اكثر تعقيداً من الاولى، وتقوم طريقة القيمة الاسمية بإثبات اسهم الخزينة بالقيمة الاسمية للأسهم المشتراة، ويظهر حساب اسهم الخزينة مطروحاً في الميزانية العمومية من رأس مال المدفوع (Weisman, 2015 : 2)، وتتضمن هذه الطريقة السمات التالية (Aprajita, 2010 : 2) :

- يكون تثبيت حساب اسهم الخزينة مديناً بالقيمة الاسمية، وليس بتكلفة اعادة الشراء .
- إذا اشترت اسهم الخزينة بسعر اكبر من سعر الاسهم المصدرة اصلاً يكون (رأس المال الاضافي المدفوع - للأسهم العادية) مدين بمقدار العلاوة المستلمة premium received وقت اصدار الاسهم للجمهور لأول مرة ، والفائض ان وجد يذهب الى الارباح المحتجزة .
- اذا اشترت اسهم الخزينة بكلفة مساوية او اقل من سعر الاصدار الاصلي فإن رأس المال الاضافي المدفوع - لأسهم الخزينة يكون دائناً بالفرق بين سعر الاصدار الاصلي، وسعر شراء اسهم الخزينة .
- حينما يتم بيع اسهم الخزينة، يصبح حساب اسهم الخزينة دائناً بالقيمة الاسمية ورأس المال الاضافي المدفوع - لأسهم الخزينة يصبح مديناً او دائناً بالباقي، ويمكن توضيح ماتقدم في اعلاه من خلال عمليتي البيع والشراء لاسهم الخزينة كما موضح في ادناه :

1. عند شراء أسهم الخزينة :

عندما تقوم الشركة بشراء أسهمها يتم إثبات عملية إعادة الشراء بجعل حساب أسهم الخزينة مدينا بتكلفة شراء هذه الأسهم، ويجعل حساب النقدية دائناً، أي تسجيل كامل مبلغ إعادة الشراء في حساب اسهم الخزينة، ويمكن توضيح ذلك من خلال المثال الآتي (www.accountingtools.com) :

قررمجلس ادارة الشركة السماح بإعادة شراء (50000) سهم من اسهمها، وقيمتها الاسمية (\$1) وكانت مبيعات الشركة الاصلية بسعر (\$12) للسهم، او بقيمة اجمالية (600000) دولار والشركة اعادت شراء اسهمها بنفس المبلغ، ويمكن تسجيل هذه المعاملات كالأتي :-

دائن	مدين	
	600,000	اسهم الخزينة
600,000		نقد

2 . عند بيع اسهم الخزينة:

وبعد احتفاظ الشركة بهذه الاسهم لمدة معينة، اصبح لدى الشركة خيار اما بيع الاسهم للمستثمرين مرة اخرى او الغاء هذه الاسهم نهائياً، وحينما تقرر الشركة بيع الاسهم التي بحوزتها ببيع فكان سعر البيع (\$13) للسهم، فكانت الزيادة على سعر الشراء دولاراً واحداً عندئذ يكون التسجيل على النحو الاتي :

دائن	مدين	
	650,000	نقد
50,000		راس المال الاضافي المدفوع
600,000		اسهم الخزينة

نلاحظ اذا تم إعادة بيع اسهم الخزينة بعد مدة معينة، فان سعر البيع يقابل حساب اسهم الخزينة والجزء الدائن او اية مبيعات اكثر من تكلفة الشراء تضاف الى حساب (راس المال الاضافي المدفوع - لأسهم الخزينة) اما في حالة بيع سعر السهم بخسارة، اي اقل من تكلفة إعادة الشراء مثلاً بسعر (\$11) للسهم، فان الفرق يسحب من (راس المال الاضافي المدفوع - لأسهم الخزينة) المتبقي من معاملات اسهم الخزينة السابقة كما موضح في ادناه، وإذا لم يكن هناك رصيد متبقٍ في رأس المال الأضافي فالفرق يسحب من حساب الارباح المحتجزة (Averkamp, 2015 : 2) .

دائن	مدين	
	550,000	نقد
	50000	راس المال الاضافي المدفوع
600,000		اسهم الخزينة

3 . عند الغاء اسهم الخزينة :

وبدلاً من ذلك، قد يختار مجلس الإدارة الغاء اسهم الخزينة لغرض تخفيض راس مال الشركة، ففي حالة اتخاذ قرار بإلغاء او شطب اسهم الخزينة المشتراة، فان ذلك يمثل تخفيضاً دائماً، وليس مؤقتاً لرأس مال الشركة ونتيجة الالغاء يتم تخفيض عدد اسهم الشركة المتداولة في السوق المالي ، ويتم معالجة الغاء اسهم الخزينة محاسبياً عن طريق جعل حساب راس مال المدفوع للاسهم العادية مديناً بالقيمة الاسمية لأسهم الخزينة الملغاة، وجعل حساب راس المال الاضافي المدفوع لاسهم الخزينة مديناً بالمتبقي ، واذا لم يكن رصيد الاخير كافياً فالفرق يسحب من حساب الارباح المحتجزة، ويكون حساب اسهم الخزينة دائناً، فيكون التسجيل كالأتي :

دائن	مدين	
	50,000	اسهم عادية بقيمة اسمية \$1
	550,000	راس المال الاضافي المدفوع
600,000		اسهم الخزينة

1.3.1.1. المعاملة الضريبية لعمليات اعادة شراء الاسهم:

الضرائب على عملية اعادة شراء الاسهم عامل آخر يُؤثر في رغبة المستثمرين بطرق دفع المقسوم المختلفة، ومن ثم فإن التغييرات في الانظمة الضريبية في كل بلد لها تأثير على قرارات المستثمرين سواء أكان في اعادة الشراء ام في مقسوم الارباح النقدي (Chen, 2007 : 219) ام اي طريقة دفع اخرى .

ففي المملكة المتحدة فإن مبدأ التحاسب الضريبي لاتمتد تأثيراته الى مقسوم الأرباح النقدي فحسب وانما لبعض خطط اعادة الشراء ايضاً، إذ إن التمييز بين اعادة الشراء من خارج السوق (مثل تقديم عروض اعادة الشراء او اعادة الشراء الخاصة) وإعادة الشراء من السوق المفتوحة له تأثير كبير في المعاملة الضريبية لبرامج اعادة الشراء (Oswald&Young,2004:261) ففي الحالة الاولى، المساهم يعلم او يدرك بأن بيع الاسهم هو بيع الى الشركة، بينما في الحالة الثانية فلا .

وقبل السابع من أكتوبر (1996)، كانت الشركات البريطانية تعيد شراء أسهمها من السوق المفتوحة حصراً مما جعلها ملزمة بدفع ضريبة الشركات مقدماً advance corporation tax (ACT) حينما تعيد شراء أسهمها أو تدفع المقسوم النقدي، وكان يمكن للمستثمرين استرجاع الإعفاء الضريبي فقط حينما يتم الدفع عن طريق مقسوم الأرباح النقدي أو عن طريق برامج إعادة شراء الأسهم من خارج السوق، مما جعل عمليات إعادة الشراء من السوق المفتوحة أقل جاذبية للمستثمرين (Chen, 2007: 219)، أي بمعنى آخر، في حالة إعادة الشراء في السوق المفتوحة فلم يكن هناك إعفاء ضريبي (Tax Credit) يمكن المطالبة به ويتم فرض ضريبة على الأرباح المتحققة من بيع الأسهم بوصفها عوائد رأسمالية، ومن ثم فإن الانجذاب النسبي إلى مقسوم الأرباح النقدي، (في مقابل إعادة الشراء من السوق المفتوحة) (Trojanowski & Renneboog, 2005: 12).

وفي الثامن من أكتوبر عام (1996) تم الإصلاح الضريبي (a tax reform) الذي لا يسمح بالإعفاء الضريبي، وبمقتضاه لايسمح للمستثمرين باسترجاع الإعفاء الضريبي لإعادة الشراء من خارج السوق، التي كانت معفاة من الضرائب سابقاً، لذا فإن المستثمرين أصبحوا في حالة سواء بين إعادة شراء الأسهم من خارج السوق أم من داخله، وبعد ذلك، تم إلغاء الإعفاء الضريبي لمقسوم الأرباح النقدي للمستثمرين المؤسساتيين بعد 2 يوليو عام (1997) و بعد الأول من أبريل عام (1999) أصبح جميع المستثمرين معفيين من الضرائب الأخرى.

وفي (6) أبريل (1999) تم إلغاء الضرائب المدفوعة مقدماً ACT، وبعد إلغاء الأخيرة أصبحت متاحة للمستثمرين للتعويض مقابل أية ضريبة مستحقة على دخل مقسوم الأرباح أو المكاسب الرأسمالية من عمليات إعادة الشراء، وبالمثل، يتم فرض ضرائب على عمليات إعادة الشراء في الولايات المتحدة كمكاسب رأسمالية، ولكن مقسوم الأرباح يخضع لضريبة الدخل، ومع ذلك، فإن الإعفاء الضريبي جعل مقسوم الأرباح أقل جاذبية من عمليات إعادة شراء الأسهم في المملكة المتحدة، والميزة الضريبية التي تمتلكها إعادة شراء الأسهم في الولايات المتحدة جعلتها وسيلة الدفع المفضلة مقارنة بمقسوم الأرباح النقدي (Chen, 2007, 219 – 220).

وإن ما يميز سياسة إعادة شراء الأسهم عن سياسة مقسوم الأرباح النقدي يتمثل بالميزة الضريبية، كون أن معدل الضريبة على العوائد الرأسمالية (Capital Gains)، أقل من معدل الضريبة على مقسوم الأرباح النقدي من جانب، ومن جانب آخر تفرض الضريبة مباشرة على مقسوم الأرباح النقدية فيما أن الضرائب على الأرباح الرأسمالية تؤجل إلى حين بيع حملة الأسهم جزء أو كل مقتنياتهم من الأسهم (Brigham & Ehrardt, 2005: 631)، لذلك فإن الإدارة تفضل إعادة الشراء على المقسوم النقدي بسبب هذا التفضيل الضريبي. والواقع أن الضرائب

التي تفرض تختلف باختلاف النظام الضريبي لكل بلد، ففي بعض البلدان مثل الصين تفرض ضريبة على الدخل العادي للمقسوم النقدي، في حين لاتخضع المكاسب الرأسمالية الى الضرائب، اي: تكون معفاة من الضرائب، ولهذا فان المستثمرين يفضلون المكاسب الرأسمالية على مقسوم الارباح، بسبب هذه الميزة الضريبية (3 : wang, et.al, 2013).

وفي الولايات المتحدة فقد كانت هناك معاملة ضريبية تمييزية بين العوائد الايرادية والعوائد الرأسمالية مع تفضيل الاخيرة في الضريبة عبر اخضاعها لمعدل ضريبة اقل قبل عام (2003) لذلك ازدادت خيارات المساهمين للتحويل من تفضيل مقسوم الارباح النقدي الى اعادة شراء الاسهم، وكان هذا مؤشراً على زيادة تفضيل المستثمرين في الولايات المتحدة لاعادة شراء الاسهم مقارنة بمقسوم الأرباح النقدي، وفي الاونة الاخيرة تم ايجاد ظاهرة معاكسة في استراليا اي لا تخضع عوائد حملة الاسهم للضرائب مرتين، وهذا يعود الى طبيعة السياسة الضريبية المستخدمة في كلا البلدين، ففي الولايات المتحدة تخضع الشركات التي تدفع مقسوم ارباح نقدي للضريبة المزدوجة اي تخضع كل من الشركات والمساهمين الى الضريبة وهذا هو السبب في كون الضرائب على المكاسب الرأسمالية اقل (2 : Anderson & McLaughlin , 2013); (Rehman & Takumi, 2012: 23). وفي عام (2003) تمت الاستفادة من قانون الاصلاح الضريبي الذي خفض الضرائب على المكاسب الرأسمالية اكثر من السابق (3 : Chen, 2007) فكان هذا مؤشراً على زيادة تفضيل المستثمرين في الولايات المتحدة لاعادة شراء الاسهم مقارنة بمقسوم الأرباح النقدي .

2.1 . المبحث الثاني : عدم التماثل المعلوماتي و نظرية الإشارة

1.2.1 . عدم التماثل المعلوماتي : informational asymmetry

اثبت الواقع العملي ان احد اهم الوسائل التي تؤدي الى عدم استقرار السوق المالية هو مشكلة عدم التماثل المعلوماتي، التي تعبر عن الحالة التي يكون فيها لأحد المشتركين في السوق وهم المطلعون خصوصاً (المدراء) معلومات اكثر من المستثمرين الآخرين مما يجعل هؤلاء غير قادرين على تقدير العوائد والمخاطر بشكل سليم، وهذا يفضي الى اتخاذ قرارات خاطئة، نتيجة نقص المعلومات، التي تعد بمثابة المادة الاولية في الاسواق المالية . وفي هذا السياق ، يعني ان لدى المديرين معلومات خاصة افضل عن القيمة الحقيقية للشركة بالمقارنة مع المساهمين، فحينما تكون الاسواق غير كفوءة سوف لا تكون سوى المعلومات العامة متاحة لحملة الاسهم وان المعلومات الخاصة التي بحوزة المديرين لا تكون متاحة للمستثمرين الآخرين، لذا فان هذه المعلومات السرية لا يمكنها ان تنعكس في اسعار الاسهم الحالية (6 : 2008 , Fisal) ، ونتيجة لذلك فأن هؤلاء المدراء سوف يحققوا عوائد غير عادية على حساب الآخرين .

فعدم التماثل المعلوماتي بين المديرين والمستثمرين هو نوع من النقص في المعلومات الناشئ من عدم تحقق اشتراطات المنافسة الحرة التامة في السوق (وهو بذات الوقت يمثل انتهاكاً لأشترطات كفاءة السوق المالية)، وهذا النقص يتحقق نتيجة امتلاك المديرين معلومات خاصة غير معلنه للجمهور العام من المستثمرين كونهم اكثر قوة واطلاعاً على سياسات الشركة، في حين لا يتسنى للجمهور العام من المستثمرين سوى مراجعة اداء الشركة المتوقع من خلال تقييم اشارات الشركة المرسله اليهم (74 : 2007, Chen) . وان عدم التماثل المعلوماتي قد تنتج عن إصدار معلومات من الجهة المعنية نحو عدة أطراف أخرى ولكن فهم هذه المعلومات لا يكون على قدم المساواة وهنا قد يكون هذا الغموض أو اللبس في الفهم مقصوداً من قبل جهة إصدار المعلومات، اي : إن المطلعين لا يرغبون بالإفصاح عن بعض المعلومات السرية والمهمة وذلك بغية استغلالها ومن ثم تحقيق عوائد غير عادية من وراء هذه المعلومات .

فعادةً تتمتع إدارة الشركة والمطلعين فيها بوضع مميز عن بقية المستثمرين في السوق المالية ، اذ تمتلك دائماً معلومات خاصة غير متاحة للجمهور العام مما يسمح لها باستغلال هذه المعلومات التي بحوزتها وغير المتاحة للآخرين ، وعليه فان إدارة الشركة يمكنها أن تعمل في ظل عدم الالتزام بمبادئ حوكمة الشركات من خلال استغلال المعلومات الخاصة غير المفصح عنها سواء أكانت ايجابية أم سلبية، لتحقيق عوائد غير عادية على حساب المستثمرين

الآخرين في السوق (Rajabimoghadam & Khalatbari,2013: 453) . ونتيجة لذلك تتولد حالة من عدم الثقة من جانب جمهور المستثمرين حول المقاصد من وراء اتخاذ الشركات لقراراتها، وهذه المشكلة قد تلحق بالشركة اضراراً بالغة، لذلك إذا كان لدى الشركات مشكلة عدم تماثل معلوماتي فيمكنها التخلص منها او تخفيفها من خلال اجراءات الحوكمة المحكمة (Lee, et.al,2011 : 1) . وكذلك عبر ارسال اشارات صادقة لجمهور المستثمرين، وذلك في سياق ما جاءت به نظرية الإشارة (Elfakhani, 1995 : 66 – 67) .

ومما تجدر الإشارة اليه ان جمهور المستثمرين يمكن ان يختلفوا مع المديرين حتى في غياب عدم التماثل المعلوماتي (Wronska, 2013 : 214) فالإشارات بفعل عدم التماثل المعلوماتي تعد دافعاً مهماً لإعادة شراء الاسهم من السوق المفتوحة على سبيل المثال . وإذا كان الامر كذلك، فمن المتوقع ان تتخفف حالة عدم التماثل المعلوماتي بعد الاعلان عن برامج اعادة الشراء ، فالإعلان ينقل المعلومات الخاصة المتاحة لدى المديرين الى المستثمرين مما يسهم في تحقيق التماثل المعلوماتي (Huang & Thakor,2010 : 33) لذلك تفترض نظرية الإشارة ان الادارة تمتلك معلومات خاصة ومهمة حول التوقعات المستقبلية للشركة ، وهي تستخدمها في بعض الاحيان للإشارة الى الموقف المالي الحالي للشركة (Ramorwa, 2011 : 14) .

ان عدم التماثل المعلوماتي تعد واحدة من الحجج التي تستند عليها نظرية اعادة شراء الاسهم، إذ إن هذه المشكلة تكون موجودة حينما تكون السوق المالية ليست كفوءة بشكل تام، اي حينما لا تعكس اسعار الاسهم جميع المعلومات المهمة ذات الصلة بشكل كامل وسريع وغير متحيز، كما ان مستوى كفاءة السوق يُؤثر في قوة استجابة السوق لسلوك الشركات (Kivi 2006 : 6) بعبارة اخرى: ان وجود حالة عدم التماثل المعلوماتي بين المشتركين في السوق يمكن ان تؤدي الى حيازة المطلعين (وخصوصاً المدراء) معلومات جيدة وخاصة عن الربحية المتوقعة، ومستقبل اداء الشركة، ولكن اسعار الاسهم السائدة في السوق لا تعكس ذلك، لان جمهور المستثمرين العام لا يحصلون سوى على المعلومات العامة المعلنة (Thanatawee, 2009 : 26) والسبب في هذا هو ان المطلعين لا يفصحون بسهولة وبشكل مجاني عن المعلومات الخاصة . إلا ان بيئة المعلومات الأكثر غنى بالمعلومات العامة، التي تتسم بمعلومات أكثر دقة وأكثر فائدة ينبغي ان تخفف جزءاً من مشكلة الاختيار الخاطيء بين المديرين والمستثمرين مما يقلل من الضغط على المديرين لنقل المعلومات الخاصة الى السوق (Hail,et.al,2013:1) . فأن احتمالية اعادة شراء الاسهم ينبغي ان تكون اعلى في الشركات ذات الاداء المنخفض (بحسب مقياس Tobin's Q، ونسبة القيمة السوقية الى القيمة الدفترية او

اداء سعر السهم السابق) فينبغي ان تكون اعلى حينما يكون هناك عدم تماثل معلوماتي بين المطلعين والمستثمرين أكثر عمقاً، والاحتمال الاكبر ان مثل هذه الحالة تحدث في الشركات الصغيرة (Andres, et.al, 2013:5). حيث يكون فيها عدم التماثل المعلوماتي اكثر مما هو في الشركات الكبيرة .

وان النماذج النظرية تتوقع بأن الافصاح عالي الجودة يقلل من عدم التماثل المعلوماتي بين الاطراف المتعاملة في الاسواق المالية (Diamond&Verrecchia,1991: 1328) ; (Heflin,et.al,2005:1). وان التغييرات في الاسعار والسيولة النقدية المرتبطة بإعلانات اعادة الشراء، خصوصاً مع اعادة شراء الاسهم الفعلية، هي احدى الطرائق التي تحتم دراسة عدم التماثل المعلوماتي المحتملة والمرتبطة بإعادة الشراء (2006:37-58, Jacoby & Gottesman). فقد ثبت ان هناك علاقة ارتباط وتفاعل بين السياسات المالية (مثل التوزيعات والهيكل المالي)¹ وحقوق ملكية المطلعين ترجع الى عدم التماثل المعلوماتي بين المستثمرين المطلعين وغير المطلعين (Jensen et. al,1992 : 251) .

ان عدم التماثل المعلوماتي في الاسواق مرتبط بفكرة مفادها ان احد اطراف الصفقة لديه معلومات افضل من الطرف الاخر، وطالما ان الاعلان المالي ينطوي على نقل معلومات متعلقة بقيمة الشركة، وإن ارتفاع عدم التماثل المعلوماتي يسبب زيادة في التكلفة، اذ يزيد من مخاطر الاختيار الخاطئ للأطراف المتعاملة في الاسواق المالية، بالإضافة الى انه يخفض من السيولة النقدية (Bhattacharya ,et,al,2012:1) .

وينبغي الإشارة الى انه توجد تكلفة ثابتة للحصول على المعلومات، وبالتالي فان كبار المساهمين لديهم حافزاً قوياً للحصول على المعلومات ليصبحوا مطلعين على نشاطات الشركة اكثر من المساهمين الصغار، وبالنتيجة فان عمليات اعادة شراء الاسهم سوف تكون مصحوبة مع اعادة توزيع الثروة من صغار المساهمين الى كبار المساهمين، ولهذا السبب فان المساهمين الصغار يفضلون دفع مقسوم الارباح النقدي على اعادة شراء الاسهم في مثل هذه الحالة (Jong ,et.al,2003 :7) .

¹ ويؤثر عدم التماثل المعلوماتي ايضا في قرار اختيار الهيكل المالي الامثل لخاصية الاختيار ما بين التمويل الداخلي والخارجي وما بين الاصدار الجديد للدين وحقوق الملكية (79 : Brealey & Myers, 2000) ; (7 : Kivi, 2006) .

1.1.2.1. قياس عدم التماثل المعلوماتي Measures of informational asymmetry

تستخدم ثلاثة مقاييس لقياس مستوى او درجة عدم تماثل المعلومات التي تواجهها الشركة : وهي حجم الشركة، فيما اذا كان او لم يكن لدى الشركة تغطية من قبل المحلل، ومقياس يعتمد على عدد من المحللين وأخطاء توقعات المحللين، وكثيراً ما يستخدم حجم الشركة كمثل لبيئة المعلومات (Collins & Kothari :1989)، وفي الاختبارات التجريبية يقاس حجم الشركة باستخدام القيمة السوقية في نهاية السنة المالية (Fama & French,1992 : 427- 465).

فمجموعة الشركات التي تكون قيمتها السوقية في نهاية السنة المالية تتجاوز متوسط او معدل رسملة السوق تعد من الشركات الكبيرة ولديها عدم تماثل معلوماتي اقل، اما الشركات التي تكون لديها قيمة سوقية في نهاية السنة المالية دون المتوسط وصفت بأنها من الشركات الصغيرة التي تواجه عدم تماثل معلوماتي اكثر حده (Xue, 2003 : 13).

فالعديد من الدراسات اكدت على تأثير حجم الشركة في العوائد غير العادية خلال عملية اعادة شراء الاسهم مع استثناءات قليلة، لذلك فان الاستنتاج العام هو ان تأثير الحجم موجود بالفعل . وأظهرت الشركات الصغيرة استجابة اكبر من الشركات الكبيرة، وهذه النتيجة تتفق مع نظرية عدم التماثل المعلوماتي، والتي تقول ان الشركات الصغيرة تخضع لمقدار من عدم التماثل المعلوماتي اكبر من الشركات الكبيرة، لان الاولى عادة ليست محل الاهتمام الاستثماري من قبل المؤسسات الكبيرة المتعاملة في سوق المال، ومن ثم، يكون هناك افتقار كبير وعام في التغطية الاعلامية فضلاً عن تغطية شركات التحليلات الاستثمارية، ومن المفترض ان حجم عدم التماثل المعلوماتي مرتبط مباشرة بحجم استجابة السوق للإشارة لإعادة الشراء (Isa, et.al, 2011 : 32). بعبارة اخرى : ان اعلانات اعادة الشراء التي تخدم غرض الاشارة عن انخفاض القيمة دون قيمتها الحقيقية، ينبغي نقل المزيد من المعلومات للمستثمرين في حالة الشركات الاصغر حجماً (Andreas & Alexandre, 2004 : 11) وهذا يعني، ان حجم الشركة له علاقة عكسية مع درجة عدم التماثل المعلوماتي، لذا ينبغي لإعادة شراء الاسهم التي ادلت بها الشركات الصغيرة كإشارة لمعلومات اكثر من الشركات ذات الحجم الكبير، وهذا يتطابق مع ما تم توثيقه تجريبياً من قبل (Lakonishok & Vermaelen,1990). فالمتوقع بأن الشركات الصغيرة أكثر عرضة للتقييم الخاطئ في أسعار الاسهم . لذا، هناك احتمال كبير بأن الشركات الصغيرة تستخدم برامج اعادة شراء الاسهم كوسيلة لتصحيح هذا التقييم (Firth, et.al,2008:10). وتحقيق عوائد غير عادية نتيجة ذلك . زيادةً على ذلك، غالباً ما يُعد حجم الشركة ممثلاً (proxy) عن كفاءة المعلومات، اذ يسمح للمستثمرين المؤسساتيين

للاستثمار في الشركات الصغيرة، ولكن بمزيد من القيود، وان المحللين الماليين لا يتابعون الشركات الصغيرة عن كثب كما يفعلوا في الشركات الكبيرة، مما يفضي الى تخفيض كفاءة المعلومات في الشركات الصغيرة (Brennan & Avandhar,1995 : 361) . لذا تكون استجابة السوق للشركات الصغيرة التي تعيد شراء اسهمها افضل من الشركات الكبيرة، ومن ثم تحقيق عوائد غير عادية اكبر من الشركات الكبيرة (Chiao, et.al,2007:18) .

ويلاحظ ان حالات عدم التماثل المعلوماتي في الشركات الاحدث عمراً (younger) والأقل ربحية ازدادت في السنوات الاخيرة ايضاً، ومن المحتمل ان تؤثر سلباً على جودة ارباح الشركات وهذا ما يؤثر على خطتها الرأسمالية، وتزيد من تمييز المستثمرين المحترفين في استثمار معلوماتهم الخاصة، مما يفاقم عدم التماثل المعلوماتي في هذا النوع من الشركات اكثر من غيرها (Fama & French, 2004 : 231) .

ويمكن قياس عدم التماثل المعلوماتي عبر مكون الاختيار الخاطئ (adverse selection component) لتكاليف التداول (Stoll, 2000 : 1479) . فهذا المكون يعوض صانع السوق عن مخاطرة خسارة الاموال لصالح المتعاملين المطلعين (تكلفة الحصول على المعلومات الخاصة) . اذ يتوقع صانع السوق من المطلعين (informed traders) ان يرسلوا اوامر الشراء الى السوق قبل مدة الافصاح عن الاخبار الجيدة ويرسلوا أوامر البيع الى السوق قبل ظهور الاخبار السيئة، وبالمقابل افتراض ان المتعاملين غير المطلعين قد يرسلون اوامر شراء وبيع الى السوق بالاحتمالية بنفسها، لافتقارهم الى المعلومات الخاصة التي بحوزة المطلعين، لذلك فان عدم التوازن (فجوة) في تدفق هذه الاوامر الى السوق سوف يكون ايجابياً (الشراء يفوق البيع) (buy exceeds sells)، حينما تكون الورقة المالية مقيمة بأقل من قيمتها الحقيقية، وسلبياً (البيع يتجاوز الشراء) حينما تكون الورقة المالية مقيمة بأكثر من قيمتها الحقيقية (Overvalued) (Bhattacharya ,et.al, 2008 :10) .

2.1.2.1 التماثل و عدم التماثل المعلوماتي Informational Asymmetric & Symmetric

في الاسواق المالية التامة تكون المعلومات متاحة للجميع، اي: إن جميع المتعاملين في الاسواق لديهم المعلومة نفسها والمتعلقة بقيمة الشركة، التي تشمل المطلعين وغير المطلعين، لكن اذا كان لدى احدى المجموعات معلومات متفوقة حول التوقعات الحالية والمستقبلية للشركة فان هذا يعني وجود عدم تماثل معلوماتي، وهذا هو التفسير الرئيسي لمحتوى المعلومات، ومعظم الاكاديميين والممارسين الماليين مقتنعين واثقين بشكل كبير ان المديرين يملكون معلومات متفوقة ومهمة عن التدفقات النقدية الحالية والمستقبلية مقارنة بالأطراف الاخرى، ومن ثم فان مديري

الشركات يستخدمون عمليات اعادة الشراء وسياسة مقسوم الارباح عامة لإيصال المعلومات السرية والمتفوقة الى السوق (16: Sorensen & Arveschoug, 2004). اي ان المديرين المطلعين لديهم معرفة عالية عن مستقبل الشركة ومخاطرتها وقيمتها اكثر مما يعرفه المستثمرين الخارجيين وهذا ما يحصل عادة في الاسواق المالية غير الكفوءة بشكل تام . ويستند قرار الادارة لإعادة شراء الاسهم او مقسوم الارباح على ثقة الادارة بالتدفقات النقدية المستقبلية ، ومن ثم فان هدفها هو نقل المعلومات حول اعادة الشراء او المقسوم من المديرين الى المستثمرين (7: Kivi, 2006) .

وفي اطار الاسواق المالية التامة فمن المفترض ان تكون المعلومات غير مكلفة ومتاحة للجميع على حدٍ سواء ما يضمن اطلاع جميع المشتركين في الاسواق على هذه المعلومات بشكل متماثل . وهذا ما افترضه كل من (Modigliani & Miller, 1961) بأن الاسواق المالية هي تامة وكفوءة اي ان المعلومات متاحة للجميع وبدون تكلفة Sorensen & Arveschoug, 2004:16) هذا يعني في ظل افتراضات (M&M:1961) تكون المعلومات متماثلة ومتاحة للجميع والسوق في حالة توازن اصف الى ذلك، ومما تقدم ان الفرق ما بين التماثل وعدم التماثل المعلوماتي هو الفرق ما بين الاسواق المالية الكفوءة والأسواق المالية غير الكفوءة، وان الفرق ما بين التماثل وعدم التماثل المعلوماتي، هو الفرق ما بين الاشارة الصحيحة والاشارة المضللة .

وأشار (Myers & Majluf, 1984) في اطار عدم التماثل المعلوماتي ان المديرين يعملون لمصلحة المساهمين الحاليين ويكون لديهم الحافز لتجنب اصدار الاسهم حينما تكون اسعار اسهم الشركة مقيمة دون قيمتها الحقيقية لذلك، فأن وضع شروط على اصدار الاسهم، فأن السوق يخضم بشكل عقلاني سعر سهم الشركة المصدرة (6- 5: Daniel, et.al, 2008) . وإن زيادة التوزيعات النقدية يسمح بتحسين صورة الشركة المستقبلية وإرسال اشارة عن اخبار جيدة للمستثمرين وبأسلوب موثوق وأكثر مصداقية اما انخفاض هذه التوزيعات الذي بالضرورة ناشئ من اداء ضعيف سوف يجبر الشركة على إرسال اشارة عن اخبار سيئة (213 : Okpara, 2010)، اما عدم التغيير في التوزيعات النقدية فهذا يعني : إن الصورة المستقبلية للشركة لن تتغير تغيراً جوهرياً، ولذلك فأن الاشارة حول المعلومات عن التوزيعات النقدية والتغيرات في سياسة التوزيعات بصورة خاصة تعد مهمة في تخفيض حالة عدم التماثل المعلوماتي (1: Khang & King, 2002)، فبسبب وجود عدم التماثل المعلوماتي يجعل المديرين والمستثمرين يقيمون اسعار الاسهم بشكل مختلف . وان وجود عدم التماثل المعلوماتي يفضي الى تقييم سعر السهم بأقل من قيمته الحقيقية (3 : Chen, 2007) .

2.1.2. مفهوم نظرية الإشارة : Concept of Signaling Theory

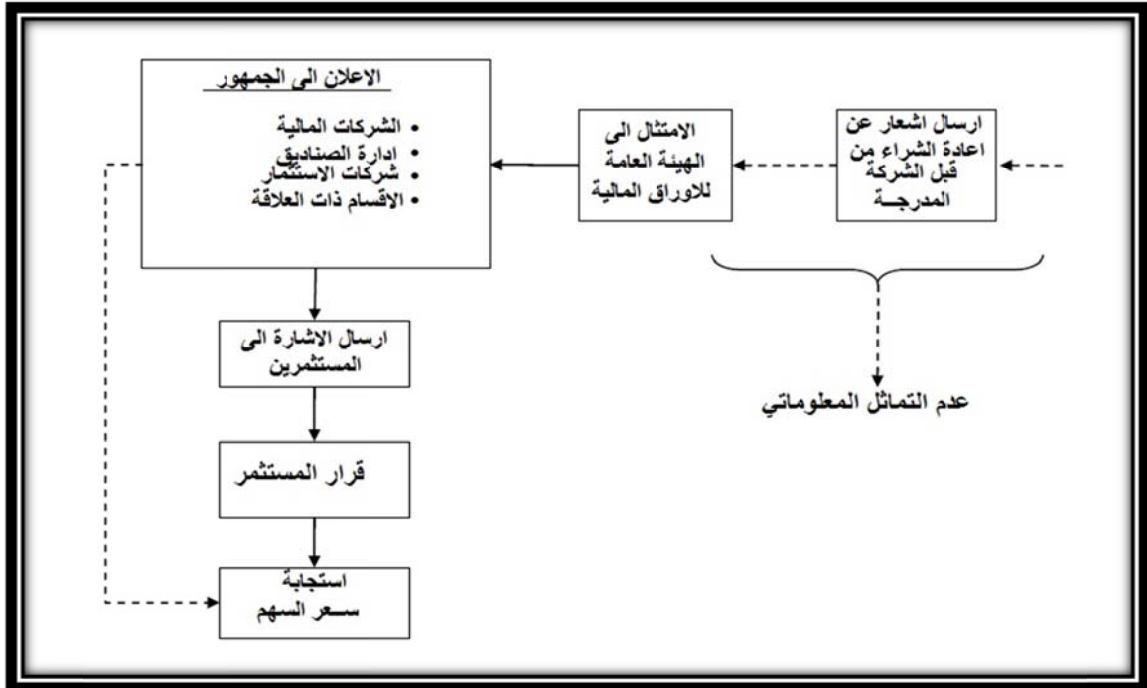
تؤكد نظرية الإشارة بأن برامج إعادة الشراء تبعث برسائل للمستثمرين تحمل في طياتها معلومات ايجابية حول الارياح الحالية والمستقبلية للشركة، نظراً لوجود مشكلة عدم التماثل المعلوماتي بين المطلعين الداخليين والمستثمرين الخارجيين . فأبي نشاط يقوم به المديرون سوف يفسره المستثمرين كإشارة مرسله اليهم وسوف يتصرفون تبعاً لذلك، وعليه، تعد نظرية الإشارة من أهم الادوات التي توصل اليها الفكر المالي الحديث الذي جاءت اساساً لمساعدة المستثمرين في التخفيف من حدة عدم التماثل المعلوماتي .

ان اول من وضع اسس نظرية الإشارة في نطاق اسواق العمل والمنتجات كل من (Akerlof & Arrow) وتم تطوير هذه النظرية فيما بعد من قبل (Spence, 1973) وأخذت الدراسات تتوالى في تطوير هذه النظرية انطلاقاً من بداية السبعينات لغاية اليوم، وفي اواخر سبعينات القرن الماضي وضع (Ross, 1977) وعدد من الباحثين اسس نظرية الإشارة لهيكل راس المال كإشارة للمستثمر الخارجي . وتستند هذه النظرية اساساً على مشكلة عدم التماثل المعلوماتي بين المديرين والمستثمرين، وهي تعتمد على فكرة مفادها ان كبار المديرين التنفيذيين في الشركة يملكون معلومات خاصة ولديهم دافع لنقل هذه المعرفة الى المستثمرين الخارجيين وذلك حتى يرتفع سعر السهم، ولكنهم لا يستطيعون ان يفصحوا بسهولة عن الاخبار الجيدة الى المستثمرين، فهم يواجهون بشكوك من جانب المستثمرين حول تلك المعلومات المنقولة (Markopoulou & Papadopoulos, 2010 : 75) . فضلاً عن ذلك، حتى وان كانت المعلومات متوافرة لدى جميع الاطراف إلا ان استقباليها وفهمها واستيعابها لا يمكن ان يكون بالطريقة نفسها وعلى قدم المساواة .

هذا وتفترض نظرية الإشارة بأن المديرين (بالمقارنة مع المستثمرين) يمتلكون معلومات متفوقة حول قيمة الشركة لا تتوافر لدى الطرف الآخر (Kaur, 2011 : 69) ، لذلك فان المستثمرين يتابعون بعناية التغيرات التي تحصل في سياسة الشركة وفي اية اداة من ادوات نظرية الإشارة تعد كإشارات لتقييم الادارة لأداء الشركة المستقبلي (Basiddiq & Hussainey, 2012 : 6) ، على سبيل المثال، الشركات التي تعلن عن زيادة كبيرة في مقسوم الارياح او استخدام عملية إعادة الشراء او زيادة الرافعة المالية او الاندماجات والاكتمالات وغيرها ، فان هذه الاعلانات ينظر اليها على انها اشارات لصحة او معافاة الشركة المالية .

ومن الواضح ان هذه النظرية تفترض ان السوق يتصف بعدم الكفاءة اي ان المعلومات المتوافرة في هذا السوق لا تعكس كل المعلومات المطلوب توافرها في الشركة، لذلك تلجأ الشركة الى استغلال هذه الفرضية بإرسال رسالة خاصة الى المستثمرين تحمل في طياتها معلومات مفيدة لهم (De Vyver, 2011:13)، لذا تعد نظرية الإشارة من الادوات التي توفر المعلومات للمستثمرين في الاسواق المالية وتسهم في رفع كفاءة السوق المالية من خلال تخفيض فجوة عدم التماثل المعلوماتي بين المطلعين والمستثمرين، وإن الإشارة المرسله ليست مجرد معلومات خاصة او سرية ، فهي قرار مالي حقيقي ، يؤدي إلى حدوث انعكاسات سلبية على مسيبتها في حالة اكتشاف عدم صحتها، والواقع أن المستثمر لا يمكن أن يكون ساذجاً في تصديقه لأية معلومات أو إشارة مرسله فهو يستقبل كل إشارة بدرجة معينة من الشك ، ويتسائل المستثمر أولاً عن الفائدة التي تحصل عليها الشركة التي ارسلت هذه المعلومات كإشارة ، ويحاول فهم صورة فريق ادارة الشركة وسياسته في الاتصال ، ويراعي كذلك السلطات الرقابية في الاسواق للإجراءات التي تتخذها ضد الشركات في حالة نشر معلومات غير صحيحة او مضللة (Vernimmen , 2002: 654) .

وهناك العديد من الدراسات التي ركزت على تفسير الإشارة التي ترسلها القرارات الادارية . ووجدت هذه الدراسات ان المطلعين وخصوصاً (المديرين) في الشركات يحتفظون بمجموعة من المعلومات المتفوقة والخاصة مقارنة بالمستثمرين ، هذه المعلومات لا يتم الافصاح عنها في السوق ، أي ان هذه المعلومات تتجسد بالقرارات الادارية التي يتخذها المديرين ، فمن خلال تصرفاتهم وقراراتهم المتخذة يكشف المطلعين في الشركات عن المعلومات السرية الى المستثمرين، والتي يمكن ان يكون من المكلف جداً على المستثمرين الحصول على هذه المعلومات التي بحوزة المديرين لذلك ، ربما ان يكون من الامثل للمديرين ان ينقلوا هذه المعلومات الخاصة او السرية بشكل دوري الى الاسواق المالية عبر اشارات مكلفة (Siegel & Karim , 1998 : 52) فضلاً عن ذلك، فان القرارات المالية التي يتخذها المديرين لا ينبغي ان تتوقف عند حد كونها قرارات صحيحة فقط، بل لابد ان يعمل هؤلاء المديرين على اقناع السوق والمستثمرين بأنها قرارات جيدة تصب في مصلحة الشركة ومن ثم في مصلحة المستثمرين . ويوضح الشكل (1-3) آلية المعلومات المرسله الى المستثمرين .



الشكل (1-3) آلية نقل المعلومات كإشارة إلى المستثمرين

Source: Yen,N,T,Kem, "Efficient Market and Signaling Hypothesis on Vietnam Stock Exchange 2006-2009" 2011: 14

ان الشركات الكبيرة يتم تحليلها بدقة اكبر، ولذلك فهي اقل عرضة ومعاونة من مشكلة عدم التماثل المعلوماتي مقارنة بالشركات الصغيرة ولذلك، ينبغي ان تكون الشركات الصغيرة اكثر عرضة للإشارة من خلال الاعلان في الاسواق . وبفعل ذلك، فإن العوائد غير العادية الناتجة من اعلانات الشركات الصغيرة ربما تكون اكبر ايضاً (Li & McNally, 2001: 5) وان هذه النظرية تنطلق من أنه بإمكان المديرين في الشركات الأفضل أداءً إصدار إشارات خاصة وفعالة ، تميزها عن الشركات الأخرى الأقل أداءً (Pierre, 2002 : 654 - 655) .

وأكد (Talmor,1981) ان الاشارات امر لا يمكن تجنبه إذ إن نتائجه تشير الى أنه حالما تصبح الاشارة واضحة للسوق (في حالة وجود عدم تماثل معلوماتي)، فان الإشارة تتجسد في كل قرار من القرارات التي تتخذها الشركة، فأغلب نماذج الإشارة التي فسرت سلوك سعر السهم الناشئ من اعلانات الشركة تفترض بأن المطلعين ليس بمقدورهم الانخراط في التداولات لاستغلال والاستفادة من مثل هذه الاعلانات . ويمكن التمعن في بعض المعلومات الكامنة في قرارات الادارة لاقتراح اجراءات المجالس السرية فضلاً عن ذلك، ان آلية السوق للتسعير قد تفشل في تفسير المعلومات او ان السوق بحد ذاته يفشل في تفسير هذه المعلومات . من خلال متابعة الاجراءات الادارية الاخرى خلال المدة نفسها، فان المستثمرين الخارجيين يكونوا فكرة حول

تصورات او ادراكات الادارة لحالة الشركة، وهذا يوصف بمنهجية الاشارات المتعددة، فعلى سبيل المثال، تداول المطلعين، قد يكون اشارة الى انخفاض سعر السهم و قيمة الشركة عن قيمتهما الحقيقية او تفسير المستثمرين لقرارات الادارة للإشارة الى حدوث عملية استيلاء او لغرض خيارات الاسهم للعاملين وهكذا (Siegel & Karim,1998 : 53) .

1.2.2.1 . نماذج نظرية الإشارة لإعلان إعادة شراء الاسهم :

معظم نماذج الإشارة فسرت سلوك سعر السهم من خلال اعلانات الشركات لإعادة شراء الاسهم او مقسوم الارباح، او عند تعديل هيكل راس المال، وهذه النماذج، تتوقع بأن هناك عوائد غير عادية وبشكل كبير بعد الاعلان عن إعادة شراء الاسهم (7 : ، McNally et. al, 2003)، ويعترف العديد من نماذج الإشارة ان هناك اختلافات بين عمليات إعادة شراء الاسهم ومقسوم الارباح النقدي، ولذلك فأن النموذج يختار الطريقة التي يراها مثلى من بين الاثنين، فالشركات تستخدم كلاً من مقسوم الارباح النقدي وإعادة الشراء للإشارة الى جودة الشركة، وهذا لا ينطبق على جميع الشركات، لان كلاً من مقسوم الارباح وإعادة الشراء يجبر الشركات على تحمل بعض تكاليف الإشارة (اي استنزاف راس المال الداخلي)، فعمليات إعادة شراء الاسهم تشكل اشارة اقوى لأنها تنطوي على تكلفة اضافية على المديرين، هذه التكلفة تتبع من زيادة مخاطر محافظتهم الاستثمارية، لان المديرين عادةً لن يعرضوا اسهمهم خلال برامج إعادة شراء الاسهم (8 : Trojanowski & Renneboog, 2005) . اضع الى ذلك، ان هذه النماذج ساعدت على تطوير نظرية الإشارة حيث اصبحت لها عدة ادوات تستخدمها الشركات في ارسال الاشارات الى المستثمرين الخارجيين ، التي تساعدهم في اتخاذ القرارات الرشيدة، نتيجة تخفيض فجوة عدم التماثل المعلوماتي بينهم وبين المطلعين الداخليين . وعلى وفق ذلك هناك العديد من نماذج الإشارة ومنها : -

1.1.2.2.1 . نموذج الإشارة لـ (Spence, 1973) :

تم تطوير نظرية الإشارة من قبل (Spence,1973)، التي تقول ان الشركة الجيدة يمكن ان تميز نفسها عن الشركة الرديئة عن طريق ارسال اشارة صادقة (Credible)، وأكثر موثوقية الى الاسواق تعبر بها عن جودتها، والإشارة تكون صادقة فقط اذا كانت الشركة الرديئة غير قادرة على تقليد الشركة الجيدة عن طريق ارسال الاشارة نفسها، وإذا كانت ايضاً تكلفة الإشارة للشركات من النوع الرديء اعلى من النوع الجيد من الشركات، اي: ان النوع الرديء من الشركات قد لا يجد من المفيد تقليد الشركات الجيدة، لتكون الإشارة صحيحة، لان هذه الإشارة تكون مكلفة على هذا النوع من الشركات (Zhao, et.al, 2004 : 6-7) .

2.1.2.2.1. نموذج الإشارة لـ (Thakor, 1987)

في مقسوم الارباح يترتب على الشركة تكاليف مما تضطر الشركة للاستفادة من سوق راس المال لتمويل المشاريع الاستثمارية، وكذلك اعادة الشراء تفرض تكاليف على المديرين، حيث تفترض عدم مشاركة المديرين لزيادة ملكيتهم من اسهم الشركة، ومن ثم تعرضهم الى مخاطر مرتفعة، لذا فالمديرين يعتمدون على مقسوم الارباح النقدي للإشارة عندما تكون الفجوة المتوقعة بين القيمة الحقيقية للشركة والقيمة السوقية صغيرة، اي: إن قيمة السهم الحقيقية تكون قريبة من سعر السهم السوقي، ولكن حينما تكون اسعار اسهم الشركة في السوق اقل من قيمتها الحقيقية بشكل كبير، تكون اشارة المديرين باستخدام إعادة الشراء، وهذين الطرفين المتناقضين (اعادة الشراء ومقسوم الارباح النقدي)، قد يستخدم كلاهما للإشارة الى المستقبل (Vaughan & Williams, 1998 : 8) ; (Bechmann & Raaballe, 2007:575).

3.1.2.2.1. نموذج الإشارة لتداول المطلعين لـ (John & Mishra, 1990) :

معظم نماذج الإشارة التي فسرت سلوك سعر السهم عبر اعلانات الشركات لإعادة شراء اسهمها بأن المطلعين لا يمكنهم الانخراط في التداول للاستفادة من مثل هذه الاعلانات، لذا قدم (John & Mishra, 1990) هذا النموذج الذي يسمح بتداول المطلعين، شرط الامتثال لتنظيمات وقوانين هيئة سوق الاوراق المالية والبورصات . وبمقتضى هذا النموذج يستخدم تداول المطلعين كإشارة اولية للإفصاح او الكشف عن المعلومات التي بحوزة المطلعين الى السوق . وأظهرت النتائج التي توصلوا اليها استخدام اشارتين مع بعض ، وهما اسلوب (الاکثر كفاءة والأقل تكلفة لنقل المعلومات) (most efficient and least costly) عن توقعات الادارة حول الأرباح المستقبلية للشركة ، وقد وضعت دراستهم نموذج للإشارة يُعرف تداول المطلعين بوصفه إشارة يستخدمها المطلعون بالتزامن مع الاشارات التي ترسلها الشركة حول انفاقاتها الرأسمالية (Siegel & Karim, 1998 : 53).

4.1.2.2.1. نموذج الإشارة لـ (Bernheim, 1991)

قدم (Bernheim, 1991) نموذج الذي يدور حول نظرية مقسوم الارباح النقدي، ويرى بمقتضاه ان اعلان التوزيع النقدي يشمل على اشارات مرسله الى المستثمرين، لان مقسوم الارباح النقدي يخضع لضريبة اعلى من اعادة الشراء . وفي نمودجه هذا أكد بأن الشركة هي التي تتحكم بمقدار المبلغ المدفوع للضريبة من خلال تغيير نسبة اجمالي المدفوعات النقدية التي تكون على شكل مقسوم ارباح نقدي، بدلا من اعادة الشراء . فالشركة الجيدة يمكن ان تختار المقدار الامثل للمبلغ المدفوع للضرائب لتقديم اشارة (Allen & Michaely, 2002 : 58).

هذا يعني انه اذا كانت توقعات الادارة للأرباح المستقبلية تؤثر على قرارات المدفوعات الحالية لمقسوم الأرباح، عندئذ فان التغييرات في مقسوم الأرباح سوف تنقل معلومات الى السوق بشأن الأرباح المستقبلية كإشارة للمستثمرين (Allen & Michaely, 2003 : 386) . ووصفت هذه الفكرة بعناية بطريقتين، الاولى : استخدمت مقسوم الأرباح بوصفه إشارة مسبقة (ex-ante signal) للتدفقات النقدية المتوقعة (Tsuji, 2012 : 1) والثانية: ان مقسوم الأرباح يُقدم معلومات حول الأرباح بوصفه مصادراً واستخداماً للأموال في آنٍ واحد (Miller& Rock, 1985 : 1032) .

5.1.2.2.1. نموذج الإشارة لـ (Williams, 1996)

يعتقد المستثمرون ان مقسوم الأرباح النقدي يعكس مستوى عدم الالتزام في اعادة شراء الاسهم، وهذا التصور بدوره يعطي للمديرين حافزاً او مبرراً لإرسال إشارة حول مقسوم الأرباح النقدي بدلاً عن اعادة الشراء، والمدلول التجريبي المهم لفرضية الإشارة هو ان اسعار الاسهم تتحرك حسب نوع الاخبار سواء كانت عن اعادة شراء الاسهم ام مقسوم الأرباح النقدي، وأسفرت نتائج هذا النموذج بأن استجابة السوق المالية لإعلانات اعادة شراء الاسهم والمقسوم النقدي بأنها منسجمة مع الإشارة وبشكل ايجابي (Vaughan & Williams, 1998 : 8 - 9) . ففي عمليات اعادة شراء الاسهم تكون هناك قفزات (jumps) في سعر السهم مرتبطة مع الإعلان عن اعادة الشراء (Dann, 1981; Vermaelen, 1981) اما اسعار الاسهم فإنها تتغير مباشرة عند الاعلان عن المقسوم (Aharony & Swary 1980 ; Asquith & Mullins 1983; Brickley, 1983) إلا ان معدل تحركات سعر السهم عند اعادة الشراء تكون اعلى بكثير من معدل تحركات سعر السهم في المقسوم النقدي (; Dann, 1981; Masulis, 1980) (Vermaelen ,1981) .

6.1.2.2.1. نموذج الإشارة لـ (McNally,1999):

ومن نماذج الإشارة لإعادة شراء الاسهم من السوق المفتوحة التي تم تطويرها هو النموذج الذي اقترحه (McNally,1999)، الذي يؤكد على الاتي :

- 1 . ان نسبة اعادة شراء الاسهم هو اشارة ايجابية للأرباح .
2. بضوء مستوى اعادة الشراء، فأن الشركات التي يكون فيها المطلعون (من كبار المساهمين) من مالكي الاسهم الكبار عادة ما تكون ارباحها عالية ايضاً .

فالاقتراح الاول هو يشمل المضامين الاساسية لفرضية الإشارة، اما الأساس المنطقي لمضامين الاقتراح الثاني فهي على النحو الآتي، طالما ان الشركات التي يحمل مطلعها نسبة

عالية من الاسهم، تجعلهم عرضةً لمخاطر أكبر لم يتم التخلص منها بالتنوع (undiversified risk) للمستوى نفسه من الارباح، لذلك فإن الشركات في هذه الحالة ستكون اقل رغبةً في إعادة شراء اسهمها، بضوء مستوى ثابت من إعادة الشراء ، لذا فان السوق سوف يفسر او يستدل بأن الارباح ستكون أكبر للمطلعين ذوي الملكية الأكبر، ووجد (McNally, 1999) دعماً تجريبياً لهذا النموذج (Chen, 2007 : 65- 66) .

7.1.2.2.1 . نموذج الإشارة لـ (Isagawa, 2000) :

اعتمد (Isagawa) في نموذجه على اعلانات اعادة الشراء كإشارة والتي من خلالها بأن المطلعين لا يُضَيِّعوا التدفقات النقدية الحرة على مشاريع لها صافي قيمة حالية سالبة (NPV) وافترض (Isagawa) ان دالة الهدف للمطلعين تعتمد على اسعار اسهم شركاتهم والمنفعة الشخصية، التي يحصلون عليها من نمو حجم شركاتهم (Isagawa, 2000 : 95 -108)، لذا فان الشركات التي لديها تدفقات نقدية حرة فائضة مع عدم توفر فرص استثمارية متاحة امامها او توجد لديها فرص استثمارية شحيحة هي اكثر رغبةً بإعادة شراء اسهمها، لان الشركات التي لديها فرص استثمارية شحيحة، فإن دخولها بمشروع جديد سوف لن تحقق النمو للشركة بالمقدار الذي سيلحق الانخفاض بسعر السهم، بمعنى آخر ان الانخفاض بسعر السهم سيكون اكبر من النمو بالشركة الناشئ من المشروع الجديد . ولكن ليس كل الشركات التي لديها فرص استثمارية شحيحة او التي ليس لديها فرص استثمارية ان تقوم بإعادة الشراء تلقائياً، فالمطلعون الذين يحصلون على فائدة اكبر من سعر السهم المرتفع وان المنفعة الخاصة اقل نسبةً الى الاستثمار في المشاريع الجديدة يفضلون اعادة شراء الاسهم (Li & McNally, 2001 : 6) . ويهدف النموذج لإثبات ان اعادة شراء الاسهم يمكن ان تستخدم للإشارة الى اسعار الاسهم المنخفضة، وتوقيت السوق، والحد من تكلفة الوكالة للتدفقات النقدية الحرة (Thanatawee, 2009 : 49) .

8.1.2.2.1 . نموذج الإشارة لـ (Bhattacharya & Dittmar, 2003)

تم تطوير هذا النموذج من قبل (Bhattacharya & Dittmar, 2003) والذي يطلق عليه ايضا (نموذج نقل المعلومات الصحيحة بأقل تكلفة) (Cheap Talk)^٢ الذي يمنح الشركة الجيدة فرصة الاختيار ما بين الاشارات الاكثر تكلفة والأقل تكلفة في الاسواق المالية، اعتماداً على ما اذا قامت الشركة بإعادة شراء اسهمها فعلاً ام لا، فالشركة الجيد تفضل دائماً الإشارة

^٢ (Cheap Talk) نموذج نقل المعلومات بأقل تكلفة : تناول مسألة كيف يمكن ان يكون نقل الكثير من المعلومات

بمصادقية (بصورة صحيحة) وإرسالها بشكل مباشر الى السوق وهي غير مكلفة .

الأقل تكلفة على الإشارة الأكثر تكلفة (35 : 2009, Thanatawee) ، لأنه في الطريقة الأخيرة فإن جميع تكاليف التمايز (تكاليف تمييز الشركة الجيدة لنفسها عن الشركة الرديئة) يمكن أن تتحملها الشركة في حين أنه في الطريقة الأولى فإن جميع تكاليف التمايز يمكن أن يتحملها المضارب بعد أن يتم جذب انتباهه، الذي يرى أنه من الأفضل اتفاق تكاليف البحث لمعرفة المزيد من المعلومات عن الشركة، ومن ثم الإفصاح عنها هذا بالنسبة للشركة الجيدة أما الشركة الرديئة لا يمكنها الاستفادة من الإفصاح عن معلوماتها فلذلك لا تجذب انتباهه، لأن المضارب يأمل من إجراء البحث اكتشاف معلومات خاصة وجوهرية حول الشركة الجيدة للاستفادة منها ومن ثم تحقيق أرباح كبيرة لتغطية تكاليف الفحص والتدقيق . وان الشركة الجيدة تصبح أكثر تكلفة . ويمكن استخدام الإشارة غير المكلفة من قبل الشركة الجيدة حينما تكون أسعار أسهمها مقيمة بأقل من قيمتها الحقيقية بشكل كبير . وقد أُختبر هذا النموذج باستخدام بيانات عن عمليات إعادة الشراء من السوق المفتوحة التي تشتمل على الشركات التي تستخدم إشارات غير مكلفة (الشركات التي تعلن عن إعادة شراء الأسهم، ولكنها لا تنفذ عملية إعادة الشراء فعلاً)، وكذلك الشركات التي تستخدم إشارات مكلفة (تعلن عن إعادة شراء الأسهم ، وتنفذ إعادة الشراء فعلاً)، وكانت النتائج التجريبية تؤيد توقعات هذا النموذج، وهذا النموذج، يوضح نظرياً وعملياً متى تستخدم الشركة الجيدة الإشارة المكلفة ومتى تستخدم الإشارة غير المكلفة لتمييز نفسها عن الشركات الرديئة (1 : 2003, Bhattacharya & Dittmar) .

9.1.2.2.1 . نموذج الإشارة لـ (Fairchild & Zhang, 2005)

وضع نموذج المقسوم بحسب الطلب (catering model) لنوعين من الشركات حيث يعرض الحالة التي يكون فيها المدبرون في الشركات ذات الأداء العالي والشركات ذات الأداء المنخفض التي تقرر فيما إذا تم دفع الفوائض النقدي على شكل إعادة شراء أسهم أو مقسوم أرباح من أجل تلبية طلبات المستثمرين أو بدلاً من ذلك الاستثمار في مشروع جديد وحقيقي، وافترض أن المستثمرين يضعوا علاوة للشركات التي تدفع مقسوم أرباح نقدي أو إعادة شراء الأسهم، وتكون الاستجابة فورية لإعلان مقسوم الأرباح، ولكن ببطء لإعلانات إعادة شراء الأسهم، ويوضح النموذج أن قرار الدفع / الاستثمار في الشركة يعتمد على (3: 2009, Thanatawee):

- الربح / الخسارة في الاستثمار .

- الأفق الزمني للمدير . Time horizon

- الأهمية النسبية لعلاوة مقسوم الأرباح³ وإعادة الشراء .
- درجة عدم التماثل المعلوماتي .

ويعالج هذا النموذج كل من مشاكل الاختيار الخاطئ والمخاطر الأخلاقية على وجه التحديد، وأثبت ان مديري الشركات عالية الاداء قصيري النظر ربما قد يرفضوا المشروع الذي له صافي قيمة عالية موجبة (NPV) بغية تلبية الطلب القوي من المستثمرين لمقسوم الأرباح او إعادة شراء الاسهم مشكلة (الاختيار الخاطئ) (Thanatawee, 2012:1) . ومن ثم، فان إعادة شراء الاسهم او دفع مقسوم الأرباح لا تعد وسيلة كفوءة للشركة ذات الاداء العالي، ومن ناحية اخرى، ان مديري الشركة ذات الاداء المنخفض لديهم دافع قوي لاسترجاع التدفقات النقدية الحرة للمساهمين اذا كانت علاوة المقسوم بحسب الطلب (catering premia) اعلى من المنافع الخاصة الناشئة من الاستثمار في مشروع له صافي قيمة عالية سالبة (NPV)، لذلك يتم تخفيض مشكلة (المخاطر الأخلاقية) في هذه الحالة .

هذا وان افتراضات نماذج الإشارة السابقة توضح المعلومات المرسله الى المستثمرين هي إشارة الى نقل معرفة الإدارة عن الأرباح المستقبلية الى الاسواق (McNally, 1999 : 57) . بالإضافة الى التدفقات النقدية الحرة المتوقعة وأداء الشركة .

3.2.1 . إعادة شراء الاسهم كأداة للإشارة :

جادل العديد من الكتاب في اطار عدم تماثل المعلومات بين المطلعين في الشركة والمستثمرين الخارجيين ، وعدّوا إعادة شراء الاسهم بمثابة إشارة الى السوق بأن اسهم الشركة مسعرة بأقل من قيمتها الحقيقية ، التي يمكن تقديرها استناداً الى المعلومات الخاصة للمطلعين . (Peterson, et.al., 2003 : 460) وإن الشركة تحاول الكشف او الإفصاح عن المعلومات التي بحوزتها الى المستثمرين لغرض زيادة اسعار اسهمها في الاسواق المالية (Grullon & Michaely, 2002 :1649-1684) و (Tong,et.al, 2012 : 3) ، والبحوث التجريبية اثبتت ذلك من خلال العوائد غير العادية الموجبة التي يتم الحصول عليها مباشرةً بعد الاعلان عن إعادة الشراء واستمرار جني هذه العوائد لمدد تطول من سنة الى ثلاث سنوات بعد الإعلان (Chen, 2007 : 3) والشركة يمكنها بحرية ان توزع تدفقاتها النقدية من خلال إعادة

³ - عرف (Baker & Wurgler, 2004a, 2004b) علاوة مقسوم الأرباح النقدي بأنه الفرق بين متوسط نسبة القيمة السوقية الى القيمة الدفترية للذين يدفعون مقسوم الأرباح او الذين لا يدفعون .

شراء الاسهم او توزيعات المقسوم النقدي . ولكن اعادة الشراء بدلاً من دفع مقسوم الارباح يمكن ان يفضي الى فوائد اكبر للشركة اذا تم شراء اسهمها بسعر اقل من قيمتها الحقيقية (Ikenberry,et.al,1995:181-208) بمعنى آخر، طالما ان الشركة ومطالعيها سيعيدون شراء الاسهم فقط اذا كانت اقل من قيمتها الحقيقية فان الاعلان عن اعادة الشراء سيكون له أثر ايجابي في سعر السهم . لان المستثمرين يعتقدون بأن الشركة لا تعيد شراء اسهمها إلا حينما تكون قيمتها السوقية دون قيمتها الحقيقية، فالمستثمرون سيدفعون سعراً أعلى مقابل السهم نتيجة استجابة السوق لإعلان اعادة الشراء (Chemmanur, et,al, 2009 : 9) .

وهناك نوعان للإشارة بالواقع تتعلق بإعادة الشراء الأولى مشابهة الى إشارة مقسوم الارباح النقدي المنتظم بمعنى انها إشارة تتعلق بالتدفقات النقدية المتوقعة للشركة، للإشارة الى الارباح تعزى لعدم التماثل المعلوماتي في سوق الاسهم، فالسهم ربما يسعر بأقل من قيمته الحقيقية وعمليات اعادة الشراء ربما تنقل المعلومات حول التدفقات النقدية وتوقعات الارباح من المديرين الى الجمهور ، لذلك ينبغي على الشركات الراغبة بإعادة شراء اسهمها ان تحقق الزيادة فعلياً بأرباحها المستقبلية . والثانية ان اعادة الشراء يمكن ان تستخدم ايضا للإشارة عن انخفاض اسعار الاسهم السوقية دون قيمتها الحقيقية (9 - 8 : Tomperi, 2004) .

وفي اطار نظرية الإشارة ايضا، فان الشركات تعلن عن برامج اعادة شراء اسهمها في الاوقات التي يكون فيها اداء الاسهم منخفضاً، فالشركات لا تلجأ الى توقيت برامج اعادة الشراء في الوقت الذي تتخفف فيه اسعار اسهمها دون قيمتها الحقيقية فقط، وإنما تلجأ أيضاً الى هذه العملية في اوقات هبوط السوق (Axelsson & Brissman,2011: 14)، وفي الحقيقة، ان الكثير من الشركات ركزت على توقيت اعادة شراء اسهمها عند اوقات هبوط السوق، لذلك فهي توفر لأسهمها السيولة في اوقات الهبوط (DeRidder, 2008: 605- 631) . فضلاً عن ذلك، فان الشركة التي تعيد شراء اسهمها تنقل إشارة عن زيادة التدفقات النقدية وتوقيت السوق لزيادة المرونة في توزيع الاموال وإعادتها الى المستثمرين لاستثمارها في مجالات افضل، وان الإشارة المرسلة من خلال اعلان اعادة الشراء يمكن ان تصحح اسعار الاسهم من دون ان تقوم الشركة بإعادة شراء فعلية (Kivi, 2006 : 17) .

ان حجم الشركات ونمطها يمكن أيضاً ان يؤثر على استجابة السوق لإعادة الشراء، فالشركات الصغيرة لديها عدد اقل من المحللين، ومن ثم فهي اكثر عرضة للتسعير الخاطي، وعليه، فمن المرجح ان تحتاج الى اعادة شراء الاسهم للإشارة الى اعادة تقييمها اي اعادة تصحيح تسعير اسهمها، اما نمط الشركة فيعني شركة نمو او شركة قيمة (شركة دخل)

(Growth or Value Firm)، فمن المفترض ان شركات القيمة او شركات الدخل تعلن عن اعادة شراء اسهمها اذا كانت مسعرة بتسعير خاطئ بسبب المعلومات العامة (2424- 2399 : D Mello & Shroff, 2000) والتعهدات بإعادة شراء الاسهم من المساهمين الذين يرغبون ببيع اسهمهم ينبغي ان تتم بسعر السوق حتى في الحالات التي يكون فيها سعر السهم السوقى اعلى من قيمته الحقيقية، التي في الحقيقة سوف تجعل مركز المديرين في وضع اسوء (7 : 2008 , Faisal) . ، والتسعير الخاطئ يمكن ان يرجع الى المعلومات العامة والخاصة ايضاً . ولكن اذا كانت تصورات او ادراك المدير عن التسعير الخاطئ تعزى الى المعلومات الخاصة، فمن المتوقع ان يحدث هذا النوع من التسعير الخاطئ لجميع انواع الشركات، ومن ثم لا يقتصر على شركات الدخل، لذلك، حينما تكون المعلومات الخاصة هي المصدر الرئيسي لانخفاض الاسعار فان هذا يؤدي الى تحفيز الشركة الى عملية اعادة الشراء (Chan,et.al,2004: 461- 479) .

وأشار (Ikenberry, et.al, 1995) الى ان اكثر الشركات التي تعيد شراء اسهمها سوف تشهد تغيرات ايجابية في اسعار اسهمها على المدى القصير بعد الاعلان عن اعادة الشراء، وخاصة تلك التي تكون لديها نسبة القيمة الدفترية الى القيمة السوقية مرتفعة وقت الاعلان Book-to-Market Value (BTMV)، وفي مثل هذه الشركات يشار اليها بأسهم القيمة او الدخل (Value Stocks) اذ انه من المتوقع ان تكون العوائد غير العادية بعد الاعلان عن اعادة الشراء اعلى بالمقارنة مع الشركات التي تكون لديها نسبة القيمة الدفترية الى القيمة السوقية منخفضة (BTMV) والمعروفة عموماً بأسهم النمو (Growth Stocks) . وأكد (Zhang, 2005) ان اكثر الشركات التي تكون اسعارها اقل من قيمتها الحقيقية هي تلك الشركات التي تكون لديها نسبة القيمة الدفترية الى القيمة السوقية عالية ، وعندما تقوم مثل هذه الشركات بالإعلان عن اعادة شراء اسهمها، فسوف تثير استجابة وتفاعل اكبر من السوق، محاولة منها لرفع اسعارها، وبالمثل فان شركات النمو تكون لديها نسبة القيمة الدفترية الى القيمة السوقية منخفضة . فمن المفترض ان تكون دوافع اعادة شراء الاسهم نابعة من اسباب اخرى غير انخفاض القيمة (Faisal,2008:7) .

وفرضية الإشارة للمعلومات لها ثلاثة مدلولات او آثار مباشرة وهي : ينبغي ان تقترن اعلانات اعادة الشراء بارتفاع اسعار الاسهم، وان اعلانات اعادة الشراء ينبغي ان تكون متبوعة (ولكن ليس بالضرورة ان تكون على الفور) بأخبار ايجابية جيدة حول الربحية او التدفقات

النقدية، وأن إعلانات إعادة الشراء ينبغي ان تكون متبوعة مباشرة بتغييرات ايجابية في توقعات السوق حول الربحية المستقبلية (8 : Fenn & Liang, 1997).

هذا وان فرضية الإشارة تفترض ايضا ان ادارة الشركة سوف تقوم بإعادة شراء اسهمها اذا كانت تعتقد ان الاستثمار في اسهمها هو جيد (3 : Rasbrant, 2013) ، ولذا فان نظرية الإشارة سترسل رسالة الى السوق بأن مستقبل الشركة سيكون مشرق، وتنص نظرية الإشارة أيضاً الى ان برامج إعادة شراء الاسهم المعلنة هي اشارة من الادارة لنقل معلومات جيدة عن تحسّن الاداء التشغيلي المتوقع للشركة (الربحية التشغيلية والتدفقات النقدية التشغيلية العالية) وكذلك حول المرونة المالية (مستويات النقد العالية او نسبة الدين المنخفضة)، والمخاطرة التشغيلية (تقلبات منخفضة في التدفقات النقدية التشغيلية) وباستخدام معلوماتهم الخاصة يفترض ان يكون المديرين قادرين على التنبؤ بهذه التحسينات في الاداء المستقبلي، ويستخدموا هذه التنبؤات عند اتخاذ قرارات التوزيعات . لذلك من الناحية النظرية، فأن هذه القرارات ينبغي ان تنقل معلومات قيّمة الى المستثمرين (7 : Pacheco & Raposo, 2009) . ومن الجدير بالذكر ان تكلفة الإشارة لهذه المعلومات ليست متشابهة في جميع الشركات نظراً لاختلاف هذه المعلومات من شركة لأخرى (156 : Kaur, 2012) . وفي الواقع ان الشركات من دون هذه المعلومات الايجابية سوف يكون لها تكلفة اشارة أعلى من ذلك بكثير، وهذا ما يمنع هذه الشركات من ارسال اشارات خاطئة الى السوق، وبالتالي توجيه اشارة صحيحة . وبحسب التشريعات والقوانين المنظمة، لأعمال الاسواق ينبغي على الادارة ان تلتزم بعدم بيع اسهمها الى الشركة خلال برامج إعادة الشراء، لذلك فقد اوضحت الإشارة اكثر مصداقية لأن المديرين لا يمكن ان يعملوا ضد مصلحتهم الشخصية من خلال ارسال اشارة خاطئة عن المعلومات الجيدة وفي الوقت نفسه يحتفظون بأسهم هذه الشركة (24 : Reynolds, 2004) .

وتؤكد فرضية الإشارة بأن انخراط او دخول المديرين في أنشطة إعادة الشراء بمثابة اشارة الى الارباح المستقبلية للشركة جنباً الى جنب مع تفسيرات المستثمرين بأن اداء الشركة المتوقع جيد (4 : Ghosh, et.al, 2010)، ويظل هذه التوقعات، فإن الاسواق سوف تستجيب بشكل ايجابي للإعلانات مما يؤدي الى الحصول على عوائد غير عادية موجبة خلال ايام الاعلان (227 : Chen, 2007) وهذه الاستجابة الايجابية لسعر السهم ترتبط بنسبة الخطأ بالتسعير الحالي، نظراً لعدم تماثل المعلومات والذي يجعل من الصعب على المساهمين ان يتخذوا قرارات رشيدة، لذا تلجأ الشركات الى استخدام إعادة الشراء كإشارة الى السوق والمستثمرين ، وتعديل سعر السهم يعكس تماماً مقدار الاساءة في التسعير (5 : Chen , 2013) ولأن هذه الإشارة تساعد على تحقق التماثل في المعلومات (اي انها تقضي على مشكلة عدم التماثل المعلوماتي

او تقلل منها) (Adams , et.al, 2007 : 118)، وهذا الجدل حول الإشارة المرسله الى المستثمرين يقود الى فرضيتين قابلتين للاختبار: الاولى ان هناك انخفاضاً عاماً بالأسعار قبل اعادة شراء الاسهم الفعلي، والثانية ان هناك ارتفاعاً سعرياً كبيراً في اليوم الذي يعلم فيه السوق بأن الشركة قامت بإعادة شراء اسهمها بشكل فعلي . وأكدها كثير من الباحثين مثل (Firth ,et.al,2010 : 376 -388)(Isa,et.al, 2011 : 31) .

فإذا كان التداول بقصد ارسال اشارة فان عمليات اعادة شراء الاسهم ينبغي ان يكون مصحوباً برغبة المديرين بالشراء وليس بالبيع، ومن المتوقع ان يكون كثافة نشاط الشراء من قبل المديرين اكبر بكثير من كثافة نشاط البيع خلال مدة اعادة الشراء ، علاوة على ذلك ، فان السوق ينبغي ان تعكس اشارة اقوى لتقييم السهم الذي يكون بأقل من قيمته الحقيقية والذي ينقل عبر التأثير المشترك لمشتريات الشركات والمديرين ، لذلك من المفترض ان حالات اعادة شراء الاسهم المصحوبة بمشتريات المديرين ينبغي ان تسفر بأن تكون استجابة السوق مؤاتيه (ايجابية) أكثر من حالات اعادة الشراء من دون معلومات مطلعة، التي بدورها ينبغي ان تؤدي بأن تكون استجابة السوق ايجابية أكثر من حالات اعادة الشراء المقترنة بمبيعات المديرين . (Firth, et.al,2008 : 4) .

42.1. انواع الإشارات عند اعادة شراء الاسهم :

1.4.2.1. الإشارة المكلفة وغير المكلفة لإعادة شراء الاسهم :

تستخدم الشركة التي تكون اسعار اسهمها السوقية أقل من قيمتها الحقيقية برامج اعادة شراء الاسهم في السوق المفتوحة كإشارة مكلفة او غير مكلفة، وهذا يعتمد فيما اذا كانت الشركة اعدت شراء اسهمها فعلا ام لا . فقد تبين بأنها في ظل الإشارة غير المكلفة ، ان الشركة المقيمة بأقل من قيمتها الحقيقية، يمكن ان تميز نفسها عن الشركة المبالغ في (الاكثر من) قيمتها الحقيقية (Overvalued) من خلال جذب انتباه المضاربين (Thanatawee, 2009 : 35)، ومن ثم فان الشركة المبالغ في قيمتها لا يمكنها التقليد لأنه لا تستفيد او تكسب شيئاً حينما يتم الافصاح عنها في ظل الإشارة المكلفة، الذي ينطوي على تكلفة اكثر، بعبارة اخرى، يمكن للشركة المقومة بأقل من قيمتها عزل نفسها عن الشركة المبالغ في قيمتها بسبب الكلفة الاكثر التي تتحملها الشركة المبالغ في قيمتها حينما تقوم بعملية التقليد، وبالتالي، فمن الواضح ان الشركة المقيمة بأقل من قيمتها ترغب في عزل نفسها عن طريق استخدام اشارة غير مكلفة بدلاً من الإشارة المكلفة (2-3: Bhattacharya & Dittmar,2004)، اي : انها تقدم اشارة صحيحة وأكثر موثوقية الى المستثمرين بأن اسعار اسهمها دون قيمتها الحقيقية . وينحوق ذلك،

من خلال ارسال اشارة قوية الى جمهور المستثمرين بأن السهم يستحق اكثر من سعره الحالي، وحينما يرتفع سعر السهم فعلاً بعد الاعلان عن اعادة الشراء فتكون هذه الاشارة صحيحة وأكثر موثوقية .

ومن الجدير بالذكر ان كل ما يحدث بالأسواق المالية هو بسبب عدم التماثل المعلوماتي، وحلاً لهذه المشكلة ترسل ادارة الشركة اشارة الى المستثمرين تحتوي على معلومات مفيدة من خلال تبني سياسة مالية معينة على سبيل المثال اعادة شراء اسهمها وتوزيع الفائض النقدي على المساهمين، وذلك لإقناع جمهور المستثمرين بأنها تحتوي على معلومات صادقة وأكثر موثوقية، والإشارة بهذه الحالة تكون عملاً مكلفاً على الشركة، ما يجعل الاشارة الاكثر مصداقية هو تكلفتها، والشركة هي المسؤولة عن كون الاشارات مكلفة من عدمها، فالمديرين الذين لم يفصحوا عن الاخبار السارة التي بحوزتهم الى جمهور المستثمرين، فالإشارات المرسله بهذه الطريقة تكون غير صحيحة، وهذا من الممكن ان يزيد من تكلفتها (Markopoulou & Papadopoulos, 2010 : 75) .

وتختلف الإشارات المكلفة عن الإشارات غير المكلفة في كون الأولى لا تتطابق مع جودة اداء الشركة ، وتفترض نماذج الإشارات المكلفة أن هيكل المعلومات لا يظهر كل المعلومات التي بحوزة الإدارة، وإذا لم تتطابق الإشارات مع جودة اداء الشركة يتعرض المدير إلى عقوبة . وهذه الاخيرة تمثل انعكاساً لتكلفة الإشارة عن المعلومة الواجب ايصالها لجمهور المستثمرين (Albouy, 1992 : 115) .

وان الشركة الجيدة يمكن ان تميّز نفسها عن الشركات الرديئة عن طريق ارسال اشارة مكلفة . اذ ان تمييز او عزل الشركات الجيدة عن الرديئة سوف يتطلب من الشركات الرديئة ان تتحمل تكلفة اكبر من الشركات الجيدة، وذلك لتقليد اشارة الشركة الجيدة . وفي اطار سياسة الدفع، تعد التوزيعات النقدية اشارة مكلفة، وغني عن البيان ان برامج اعادة الشراء هي شكل من اشكال التوزيع النقدي (Kivi, 2006 : 8) والمشكلة هي ان الشركات الرديئة بإمكانها ان تقلد الشركات الجيدة، وتعلن عن هذه البرامج ايضاً، وتتمتع بارتفاع السعر اليوم اي انها تحصل على ارتفاع سعري الآن، ولكنها بعد ذلك، تمتع او تحجم عن اعادة شراء اسهمها، لان كل هذه الاجراءات التي تتخذها الشركات الرديئة يزيد من تكلفتها وبذلك فأن عملية التقليد ستحملها كلفة بدلاً من ان تعود عليها بالنفع (Oded, 2005 : 271) .

2.4.2.1. الإشارة المضللة والإشارة الصحيحة لإعادة شراء الاسهم :

تؤكد نظرية الإشارة بأن إعادة شراء الاسهم في السوق يمكن استخدامها كإشارة صادقة وصحيحة بأن سعر السهم يستحق أو يساوي أكثر من سعر إعادة الشراء والتزام مديري الشركة بإعادة الشراء وعدم بيع اسهمهم عند تنفيذ عملية إعادة الشراء (Fried, 2001:873) وكما سبق وأشار فان إعادة شراء الاسهم عملية ترسل معلومات خاصة الى السوق وغير متاحة للجمهور العام سوى المديرين، لذلك يمكن للمديرين ان يسيئوا استخدام عدم التماثل المعلوماتي هذا (Hun & Song, 2013: 1) فالشركات في بعض الاحيان لا تقوم بإعادة شراء اسهمها بشكل فعلي بالكمية نفسها التي اعلنت عنها، لان هذا السلوك لا يخضع للرقابة القانونية، لذا، فان هذا السلوك هو يُعد إشارة خاطئة، وهذه الإشارة تلحق الضرر بثروة المساهمين على الرغم من ان الشركة تعدها كذبةً بيضاء (Kracher & Johnson, 1997:1677) . فالمديرون في بعض الاحيان يرسلون اشارات مضللة وخاطئة الى السوق، من خلال عدم تنفيذ كامل كمية الاسهم التي سبق وان تم الاعلان عن نية إعادة شرائها لكن الشركة تكون قد تمتعت بميزة الاعلان لناحية رفع الاسعار، وهذا يفضي الى عدم ثقة المستثمرين لاحقاً بهذه الاشارات الخاطئة مما ينعكس سلباً على سعر السهم في المستقبل (Baker, et.al, 2011) وتعد هذه الاشارات الخاطئة فعلاً لا اخلاقياً يمكن من خلاله تضليل السوق (Hun & Song, 2013:1) وكما تمت الإشارة، الى أن إعادة شراء الاسهم تعد عملية مكافئة لعملية التوزيع النقدي على حملة الاسهم الذين لا يحق لهم البيع بشراء الاسهم من الباعة، اي الالتزام بعدم بيع الاسهم و إعادة شرائها بحسب ما ينطوي عليه الاعلان، وهذا يعد شرط اساسي عند التعامل بعملية إعادة شراء الاسهم، ولذلك حينما يخضع المديرون لمثل هذا الالتزام المزدوج **الاول** بضرورة قيامهم لإعادة شراء اسهم الشركة بشكل فعلي **والثاني** بضرورة عدم بيع اسهمهم في هذه المدة لغاية الاعلان عن الاخبار الجوهرية السارة ، والتزامهم بفاعلية لشراء نسبة من الاسهم بسعر إعادة الشراء، وإذا كانت اسعار الاسهم فعلاً اقل من سعر إعادة الشراء، فإعادة الشراء هذه تجعل المديرين في حالة اسوء بسبب شراء الاسهم بالسعر المضخم، ولكن من خلال الالتزام بإعادة الشراء وعدم قدرتهم ببيع اسهمهم يمكن للمديرين ارسال إشارة صادقة وموثوق بها الى المستثمرين، بأن سعر السهم يفوق سعر إعادة الشراء (Fried, 2005.b : 1351) .

وكذلك أشارت بعض الادبيات المالية الى ان مديري الشركات يبعثوا بإشارات صادقة نتيجة تفاؤلهم بالمستقبل وتحملهم تكاليف ذلك عبر دفع مبالغ نقدية الى المساهمين عند البدء بإعادة الشراء (Rasbrant, 2013 : 6) بعبارة اخرى، ان المديرين هم قادرين على نقل الاشارات الصحيحة عن سياسة التوزيع النقدي الى السوق من خلال إعادة شراء الاسهم بتكلفة معينة وهذه

الإشارات تشتمل على معلومات جديدة تتم عن تفاؤل هؤلاء المديرين حول أداء الشركة، وبالخصوص فيما يتعلق بتوقعات أرباحها وتدفعاتها النقدية المستقبلية (6 : 2008 , Fisal)، ولذلك فأن التوزيع النقدي (إعادة الشراء) هو الإشارة الصادقة التي تعبر عن تفاؤل الشركة بمستقبلها (261: Bhattacharaya, 1979). وعليه يمكن ان تكون الإشارة صادقة وصحيحة عن طريق الالتزام الفعلي بإعادة شراء الاسهم، والامتثال للقوانين والأحكام بعدم بيع اسهمهم خلال مدة إعادة الشراء، اما اذا كان العكس فتكون الإشارة مضللة (False)، ولا يمكن للمديرين اثراء انفسهم من خلال التفاوض المباشر او المساومة على سعر إعادة شراء الاسهم فحسب، ولكن ايضا من خلال الإشارة المضللة (Fried, 2005.b : 1351)، بعبارة اخرى، اتخاذ قرار من خلال قيامهم بإعلانات إعادة شراء مضللة غايتها تضخيم او رفع سعر السهم قبل بيع اسهمهم، وان الإشارة المضللة لها علاقة وثيقة بعملية التفاوض لإعادة الشراء من خلال الاتفاق مع احد المساهمين الكبار بشراء اسهمه بأكثر من قيمتها (Fried, 2005.b : 1352).

ان عمليات إعادة الشراء ربما تلزم المديرين بالاحتفاظ بالأسهم التي بحوزتهم لحين الإفصاح عن المعلومات الخاصة حتى تكون الإشارة صحيحة وأكثر مصداقية . على سبيل المثال بافتراض ان السوق قدر السعر العادل لسهم ABC في شهر يناير بحالتين اما \$5 او \$15 لكل سهم وبحلول شهر يونيو فان السوق ستصبح لديه معرفة مؤكدة بالقيمة الحقيقية، لنفترض في شهر يناير كان يتداول السهم بسعر \$10 والمديرين يعلمون ان القيمة الفعلية هي \$15 . لذا يمكن للمديرين الاحتفاظ بأسهمهم حتى شهر يونيو. لكن إذا كانت القيمة الحقيقية للسهم \$5، والتزم المديرين بالاحتفاظ بأسهمهم حتى حلول شهر يونيو، فان ذلك سوف يمنهم من القدرة على بيع اسهمهم بسعر التداول \$10 للسهم الواحد قبل ان تظهر الاخبار السيئة في شهر يونيو ليصبح عندها سعر السهم لا يساوي سوى \$5 . ومن ثم اذا كانت الاسهم بقيمة \$5 لكل سهم، وتعهد المديرين بالاحتفاظ بأسهمهم فان ذلك سيفرض عليهم كلفة قدرها \$5 لكل سهم . وبالمقابل، اذا كان سعر السهم \$15 فأن في هذا التعهد او الالتزام لا يفرض تكلفة على المديرين، وبالتالي فأن هذا التعهد للاحتفاظ بالأسهم يعد إشارة صادقة بأن سعر السهم هو \$15 . وبعد الاعلان عن هذا التعهد ينبغي ان يرتفع سعر السهم الى \$15 . وان هذه الإشارة الصادقة سوف تحافظ على سعر السهم مدة اطول بعد الاعلان على عكس الإشارة المضللة .

وباختصار، لم يكن هناك حاجة لتكبد نفقات ادارية على إعادة الشراء من السوق المفتوح (ربما التوزيعات النقدية يتم استثمارها بشكل افضل من قبل الشركة) لإرسال إشارة صادقة وأكثر موثوقية بأن سعر السهم اقل من قيمته الحقيقية . ومن المؤكد، يمكن القول أنه اذا التزم

المديرون بتنفيذ إعادة الشراء من السوق المفتوحة، بأنهم سيرسلون إشارة أقوى الى جمهور المستثمرين تعبر عن ثقتهم بأن السهم يستحق \$15، وهذه الإشارة القوية والصادقة فسوف تجعل بأن تكون تكلفة الإشارة المضللة اعلى (Fried , 2001 : 875 – 876) .

ويمكن ان تستغل الشركة اداة إعادة شراء أسهمها وذلك كجزء من مخطط لإعادة توجيه السوق نحو زيادة الطلب أو زيادة العرض (شراء - بيع) مما يجعل الشركة قيامها بوظيفة أخرى بالإضافة الى وظيفتها الرئيسية وهي وظيفة صانع السوق لأسهمها ، وفي ظل غياب الاحكام والقوانين لتلك الأداة مع عدم قدرة هذه الشركات للقيام بوظيفة صانع السوق . التي يؤكدها عدم السماح للشركات المصدرة لهذه الاسهم بممارسة هذا النشاط من قبل الجهات المنظمة ، ومع كون الشركة غير ملتزمة بقواعد الإفصاح، فان ذلك قد يجعل الشركة تعمل على رفع سعر اسهمها إلى سعر غير عادل لمدة معينة وقد تتجح في الحفاظ على ارتفاع أسعار اسهمها إلا انه بعد مدة معينة سوف يرجع إلى مستواه الحقيقي بما يُحمّل المساهمين خسائر غير عادية وانخفاض حقوق ملكية هؤلاء المساهمين نتيجة بيع أسهم الخزينة بأقل من تكلفة شراؤها (Rajabimoghadam & Khalatbari,2013: 454) .

ان المديرين الذين يرغبون ببيع اسهمهم بسعر اعلى قد يكون هذا دافعاً للإعلان عن إعادة شراء الاسهم . فهم لا ينوون القيام بإعادة شرائها فعلياً انما غايتهم النهائية هي رفع سعر السهم تمهيداً لبيع اسهمهم بسعر اعلى، فالإشارة الخاطئة توجي بأن هناك مبيعات كبيرة من جانب المديرين حول تواريخ برامج إعادة الشراء المضللة . فالشركات التي تعلن عن برامج لإعادة شراء اسهمها من المحتمل أن لا تقوم بإعادة شراء اي سهم فالغرض من ذلك هو رفع سعر السهم ليس الا، وفي الواقع، وجدت احدى الدراسات انه بشكل عام يوجد نشاط بيع كبير في اثناء اعلانات برامج إعادة الشراء مما يجعل الإشارة المرسله الى السوق مضللة (Fried, 2005.b : 1354) . ومخالفة لتوجيهات هيئة الأسواق المالية والبورصات .

في الحالة التي يكون فيها سعر السهم منحرف عن قيمته الحقيقية، وكان المدير بصدد التقرير فيما اذا كان لزاماً عليه دفع الفائض النقدي للمستثمرين على شكل مقسوم ارباح نقدي أو إعادة شراء الاسهم، فان الشركة المقيمة بأقل من قيمتها الحقيقية يمكن ان تعلن عن برامج إعادة شراء اسهمها للإشارة الى السوق بان اسعار اسهمها الحالية اقل من قيمتها الحقيقية، وان كانت الشركة المقيمة بأكثر من قيمتها الحقيقية فقد تحاول تقليد الشركة السابقة وهذا يعد بمثابة ارسال إشارة مضللة (خاطئة) الى السوق (4 : 2009, Thanatawee) . والمشكلة ان هذه الشركة، حتى وان ارسلت لاحقاً اشارات صحيحة تعبر عن انخفاض حقيقي في اسعار اسهمها السوقية

دون قيمتها الحقيقية يعدّها المستثمرون اشارات غير صحيحة ولا يمكن الوثوق بها . كما ان الدوافع الرئيسية للشركة التي كثيراً ما تعلن عن إعادة شراء اسهمها تختلف عن دوافع الشركات التي نادراً ما تعلن عن إعادة شراء اسهمها، وان الشركات التي نادراً ما تعلن عن إعادة شراء اسهمها تكون استجابة أسعار اسهمها لإعلانات اعادة الشراء عالية مقارنة بالشركات التي كثيراً ما تعلن عن اعادة شراء اسهمها ،لان المستثمرين يعدون الاشارة المرسلّة من الشركات التي نادراً ما تعلن عن اعادة شراء اسهمها صادقة، أي : انها لا تعلن الا اذا كانت اسعار اسهمها فعلاً دون قيمتها الحقيقية (Jagannathan & Stephens,2003: 71-91) .

ومن الجدير بالذكر ان درجة انخفاض السعر دون القيمة الحقيقية تؤثر بشكل ايجابي على العوائد غير العادية الناشئة من اعادة شراء الاسهم، وان الشركات التي كثيراً ما تقوم ببرامج اعادة شراء الاسهم لا تحقق عوائد غير عادية كبيرة على المدى الطويل، وهذه النتائج قد تعني ان الدافع من اعادة الشراء بشكل متكرر من قبل هذه الشركات هو ارسال اشارة كاذبة (مضللة) للقيمة السوقية المنخفضة من منظور المستثمرين، اما الشركات التي نادراً ما تعلن عن اعادة الشراء يكون معدل العائد غير العادي على المدى الطويل كبيراً لان المستثمرين يعدونها اشارة صحيحة و اكثر موثوقية (1 : 2010 , Yook) .

وفي بعض الاحيان يمكن للمديرين نتيجة المعلومات السرية الخاصة التي يمتلكونها وغير المتاحة للجمهور العام التلاعب بأسعار الاسهم من خلال تضليل المستثمرين باستمرار التوزيعات لكلا النوعين إعادة شراء الاسهم والمقسوم النقدي، وهذه الاشارات الكاذبة يمكن ان يعاقبوا عليها (34 : 2010 , Asquith & Mullins) فضلاً عن ذلك، وضعت الجهات التنظيمية والرقابية في الاسواق المالية اجراءات بحق الشركات التي ترسل اشارات كاذبة لمعاقبتها، وكذلك وضعت بعض القواعد التي تنظم برامج اعادة الشراء لتخفيض التلاعب بأسعار الاسهم ، ومنها تحديد سقف لسعر السهم وتحديد كمية الاسهم التي بإمكان الشركة إعادة شرائها .

المبحث الثالث :

3.1. اختبار كفاءة السوق في الاستجابة لإعلانات إعادة شراء الأسهم

1.3.1. السوق المالية الكفوءة : Efficient Financial Market

إن مفهوم نظرية السوق المالية الكفوءة هو امتداد للنظرية الاقتصادية الكلاسيكية، التي تفترض انعدام العوائد الفائضة غير العادية في ظل شروط المنافسة التامة . فإذا كانت هناك مجموعة من المعلومات متاحة بشكل عادل لجميع المتعاملين في السوق المالية، فإنه يتوقع في ظل شروط المنافسة التامة في السوق ان يكون معدل العائد الفعلي مساوياً تقريباً لمعدل العائد المتوقع، مما يعني تحقق سمة العدالة لجميع المتعاملين في السوق المالية (Jacquillat,et.al,1997:48) .

وفرضية السوق المالية الكفوءة (EMH) تم صياغتها لأول مرة من قبل Fama عام 1970 ومُنح عليها جائزة نوبل التذكارية في العلوم الاقتصادية بالاشتراك مع (Robert Shiller) و (Peter Hansen) في عام 2013 (: 1 Cochrane 2013)، وهي تنص بأن الأسعار " تعكس بشكل كامل " وفي اي وقت من الاوقات جميع المعلومات متاحة، ولذلك، يمكننا القول انه نظراً لان المستثمرين عقلاء والسوق خالي من الاحتكاكات (no market frictions) فان سعر السهم دائماً يساوي قيمته الاساسية " fundamental value" (Bhunia,et.al,2011:1) ; (Lo, 2007: 1) ومن ثم فإنه من المستحيل التغلب على السوق مهما كان المستثمرين أذكاء، لان أسعار الاسهم تُجسد وتعكس بالفعل جميع المعلومات ذات الصلة (9 : Karolak & Wolszczak, 2004) . ومن الجدير بالذكر ان فرضية السوق الكفوءة لم تعتمد بشكل مطلق على العقلانية لوحدها، لأنها لا تفترض ان جميع المستثمرين عقلاء، ولكنها تفترض ان السوق يسير بشكل عقلائي وهي أيضاً لا تفترض إمكانية استشراف المستقبل من خلال الأسواق، ولكنها تفترض ان الأسواق تضع تنبؤات غير منحازة للمستقبل مما أعطى لهذه النظرية الكثير من المصداقية (2 : Ritter, 2003) .

وبحسب فرضية السوق الكفوءة فإن أي أخبار جديدة عن تحركات الاسهم ينبغي أن تنعكس في السعر بشكل تام وفوري ولا ينبغي أن تتحرك الأسعار ما لم تكن هناك معلومات جديدة حول الشركة ، وان سعر الورقة المالية ينبغي ان يساوي بالضبط قيمتها الحقيقية، وهذا يعني عدم الاستجابة عند عدم وجود معلومات جديدة (5 : Shleifer , 2000) . والمدلول المباشرة لفرضية السوق الكفوءة هي عدم وجود استراتيجيات للاستثمار يمكن ان تحقق عوائد

معدلة للمخاطرة اعلى من المعدل . وعين (Fama,1970) السمات الآتية التي تميز السوق المالية الكفوءة (9 : Karolak & Wolszczak, 2004) :

- المعلومات غير مكلفة ومتاحة لجميع المتعاملين في السوق في الوقت نفسه .
- لا توجد تكاليف للمعاملات، وعدم وجود ضرائب وأي نوع اخر من العقبات لهذه المعاملات، و الإفصاح عن هذه المعلومات بأقصى سرعة ممكنة .
- جميع اللاعبين (المتعاملين) في السوق يتصرفون بطريقة عقلانية لتعظيم منفعتهم .
- المعلومات التي يدلي بها المستثمر او الشركات لا يمكن ان تؤثر في الاسعار.

وأثارت فكرة السوق المالية الكفوءة خلافاً كبيراً بين المهتمين بتلك الأسواق ، فالسوق يعتمد على نوعية المعلومات الواردة، حيث إن المعلومات تأتي إلى السوق في أي وقت مستقلة وعشوائية فينقرر سعر الورقة المالية بناءً على المعلومات الواردة الى السوق ، فإذا عكست أسعار الأوراق المالية المتداولة تلك المعلومات، اتصفت السوق في هذه الحالة بالكفوءة، التي لها دور في تقليل المخاطر وتخفيضها إلى أدنى مستوياتها، وهذا يعني : إن فرص المراجعة لا وجود لها (7 : Pedersen, 2014)، ولذا، يقصد بالكفاءة في سوق الأوراق المالية على أنها تلك السوق التي تتمتع بقدر عالٍ من المرونة تسمح بتحقيق استجابة سريعة في أسعار الأوراق المالية للتغيرات في نتائج تحليل البيانات والمعلومات المتدفقة إلى السوق ، بما يؤدي في نهاية الأمر إلى تحقيق التوازن بين القيمة السوقية والقيمة الحقيقية للورقة المالية .

وأن كفاءة سوق رأس المال لن تتحقق إلا إذا انعكست جميع المعلومات الواردة إلى السوق سواء كانت ماضية أو مستقبلية بأسعار الاوراق المالية بسرعة (Hirschey, 2001, 485) . مع ضرورة توافر عدد كبير من المتعاملين الذين يتصرفون بالرشد في سوق رأس المال، بالإضافة إلى انخفاض تكاليف المعاملات مما يشجع على زيادة التعامل على الأوراق المالية المطروحة . (17 : Timmermann & Granger, 2004) وتعني كلمة " تعكس تماماً " تعني هنا عادة انه لا احد يمكنه التغلب على السوق حتى المديرين، وأسواق رأس المال تعد كفوءة اذا كانت تتصرف " كلعبة عادلة " حيث ان التوقع الرياضي للمضارب هو صفر، وعليه يمكن القول : إن السوق هو حلبة ، حيث يوجد فيه عدد كبير من المستثمرين العقلانيين الذين يعظمون أرباحهم ويكونون متساوين في الوصول إلى المعلومات ، و يتنافسون من أجل محاولة تقدير السعر المستقبلي (20 : Guerrien & Gun, 2011) ; (13 : De Vyver, 2011) .

فإذا كانت السوق كفوءة وتامة، فان اعادة شراء الاسهم ومقسوم الارياح يجب ان تكون بدائلاً مثالية وتامة لبعضها بعضاً . ووفقاً لـ (MM,1961) فان سياسة مقسوم الارياح تكون

مستقلة عن قيمة الشركة في السوق التامة والكفاءة، والشركة يمكنها تمويل مقسوم الارباح من خلال اصدار اسهم جديدة او دين جديد، والاختلاف الوحيد بين قبل وبعد توزيع المقسوم النقدي هو في هيكل رأس المال وليس في قيمة الشركة، وفي المقابل، اذا لم يكن هناك دفع مقسوم ارباح من الشركات، فالمساهمون يمكنهم الحصول على النقد الذي يحتاجونه من خلال بيع جزء من اسهمهم للآخرين، ولا تتأثر قيمة الشركة (اجمالي اسهم المساهمين) من خلال هذا النوع من المعاملات . مع ثبات العوامل الاخرى، ويمكن ايضا ان هذا المقترح ان يطبق على اعادة شراء الاسهم . وبالتالي ينبغي لمقسوم الارباح وعمليات اعادة شراء الاسهم ان يكون بدائل تامة لبعضها بعضاً في الاسواق الكفاءة والتامة (Chen, 2007: 229) .

وتؤدي الاسواق الرأسمالية دوراً مركزياً في توزيع رأس مال الشركة في المجال الاقتصادي. ويمكن للمستثمرين الاختيار من بين الاوراق المالية التي تمثل ملكية فعالة للشركة، وبالتالي فان اسواق رأس المال لها دور رئيسي في تخصيص الموارد وتوزيع حقوق ملكية الشركة (Fama,1970 : 383) لذلك فان سوق رأس المال الكفاءة تعكس الاسعار في القيم الحقيقية للورقة المالية، والتي سوف تفضي الى توزيع الموارد بكفاءة في المجال الاقتصادي . ولكن السؤال الذي يدور هل ان اسواق راس المال كفاءة حقاً ؟ (Bhunia , 2011: 1) . اي بمعنى، انه لا يوجد عدم تماثل معلوماتي ولا توجد ضرائب وتكون المعلومات متاحة للجميع وبدون تكلفة.

2.3.1. اشكال كفاءة السوق المالية :-

بغية اختبار كفاءة الاسواق المالية فقد صنف Fama الكفاءة الى ثلاثة اشكال : وهي الشكل الضعيف للكفاءة ، والشكل نصف القوي والشكل القوي وتكمن الفروق الجوهرية بين هذه الأشكال في درجة الكفاءة للسوق المالية في نوعية المعلومات المستخدمة ، ومدى تأثير هذه المعلومات على أسعار الأوراق المالية، ويمكن عرضها بما يأتي (Hansen, 2001: 575) ; (Bhunia, 2011:1) :-

1. الشكل الضعيف للكفاءة :

يشترط هذا الشكل الانعكاس الكامل والسريع وغير المتحيز لجميع المعلومات التاريخية في اسعار الاسهم وتتعلق هذه المعلومات بشأن ما طرأ من تغيرات في سعر السهم وفي حجم التداولات التي جرت في الماضي (Hearth and Zaima, 2000 : 128) ; (Neale&McElroy, 2004 : 38) . وان تحركات اسعار الاسهم مستقلة وبشكل تام عن تحركاتها السابقة وموزعة بشكل متماثل ، ومن ثم لن يكون بمقدور المتعاملين في السوق وضع

استراتيجية تداول مستندة للمعلومات التاريخية قادرة على تحقيق عوائد غير عادية مستقبلاً، (Malkiel 1989 : 1313) ، لان الاسعار تستجيب فقط للمعلومات الجديدة .

2. الشكل نصف القوي للكفاءة :

يشترط هذا الشكل الانعكاس الكامل والسريع وغير المتحيز لجميع المعلومات العامة (التاريخية والحالية) المعلنة للجمهور في اسعار الاسهم الحالية ومن الامثلة على هذه المعلومات (اعلانات إعادة شراء الاسهم والاعلانات المحاسبية و المالية للشركات والإعلانات المتعلقة بالحالة الاقتصادية او المعلومات المتعلقة بتقييم الشركات) أو التوقعات التي تقوم على تلك المعلومات (Yen, 2011: 20) . وبموجب هذه الصيغة فإن القيمة السوقية للسهم لا تحدد على أساس المعلومات التاريخية فقط ، بل تعتمد أيضاً بالإضافة الى ذلك على كافة المعلومات التي يمكن للمستثمرين الحصول عليها أو التنبؤات التي يمكن استنتاجها من هذه المعلومات (Ross, 2007 : 396) .

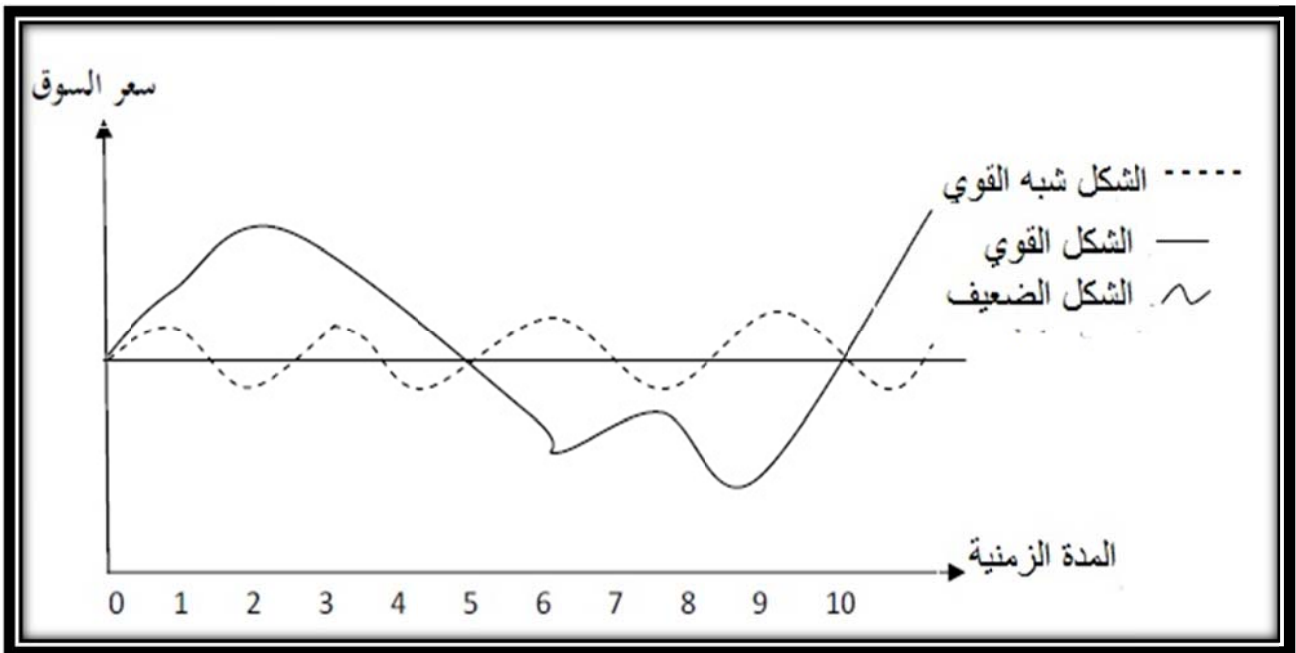
فإذا كانت المعلومات متاحة لجميع المشتركين فإنه ليس بمقدورهم الحصول على اية ميزة او فائدة ، وتبعاً لذلك، ان في هذا الشكل اشارة الى أن هناك بعض المطلعين الذين يتداولون اعتماداً على تحركات الاسعار قصيرة الاجل، وبالاعتماد على ما يملكونه من معلومات سرية وخاصة غير متاحة للمستثمرين الآخرين في السوق المالية، بإمكانهم تحقيق عوائد غير عادية، ومن مدلولات هذا الشكل ان المطلعين لا يمكنهم ان يحققوا عوائد غير عادية من خلال التداول بالأسهم العادية اعتماداً على المعلومات العامة ومنها إعلانات إعادة الشراء . ويهتم هذا الشكل بالسرعة والموضوعية في استجابة اسعار الاسهم للمعلومات العامة، فإذا كانت الاسعار بطيئة في الاستجابة فهذا يشير بأن السوق المالية هي غير كفوءة عند هذا المستوى ويمكن للمتعاملين المحترفين والمطلعين استغلال ذلك وتحقيق عوائد غير عادية على حساب المستثمرين الآخرين، من خلال البحث واستغلال المعلومات العامة غير المنعكسة في الاسعار الحالية (Yen, 2011: 21) .

3. الشكل القوي للكفاءة :

يشترط هذا الشكل الانعكاس الكامل والسريع وغير المتحيز لجميع المعلومات (العامة والخاصة) في اسعار الاسهم والتي يمكن ان يحصل عليها المستثمر بسرعة وبدون تكلفة (Haugen, 2001: 575) . وهذا يعني انه حتى المعلومات السرية الخاصة التي يحتفظ بها المطلعين في الشركة (insiders) لن تساعدهم على تحقيق عوائد غير عادية . ومن ثم في ظل السوق الكفوءة تكون القيمة السوقية للسهم قيمة عادلة تعكس تماماً قيمته الحقيقية التي يتولد عنها

عائد يكفي لتعويض المستثمر عما ينطوي عليه الاستثمار في ذلك السهم من مخاطر . أو بعبارة أخرى فان القيمة الحالية للمكاسب المستقبلية الناجمة عن امتلاكه ، والمخصومة بمعدل عائد على الاستثمار يكفي لتعويض المستثمر من المخاطر، تكون مساوية تماماً للسعر السوقي للسهم وقت شرائه . ومن الجدير بالذكر ان مدى اقتراب الاسعار السوقية للأسهم او ابتعادها عن قيمتها الحقيقية يعتمد على درجة كفاءة السوق المالية، إذ إنهما يبتعدان عن بعضها بعضاً كلما انخفضت كفاءة السوق والعكس صحيح، والشكل (4.1) يوضح ذلك الذي يفترض ثبات القيمة الحقيقية ويصورها كخط مستقيم موازٍ للمحور الافقي .

ويتبين منه ان الاسعار السوقية تساوي القيم الحقيقية بظل الشكل القوي للكفاءة ويزداد ابتعاد الاسعار عن القيم كلما انخفضت درجة كفاءة السوق، ولا بد من الإشارة الى ان الدلائل التجريبية اكدت ندرة تحقق الشكل القوي للكفاءة في الواقع إذ ثبت أن المطلعين يحققون عوائد غير عادية حتى لو تداولوا بشكل قانوني (Thomaidis, 2004 : 30) .



الشكل (4.1) يوضح طبيعة العلاقة بين الأشكال الثلاثة لكفاءة السوق المالية

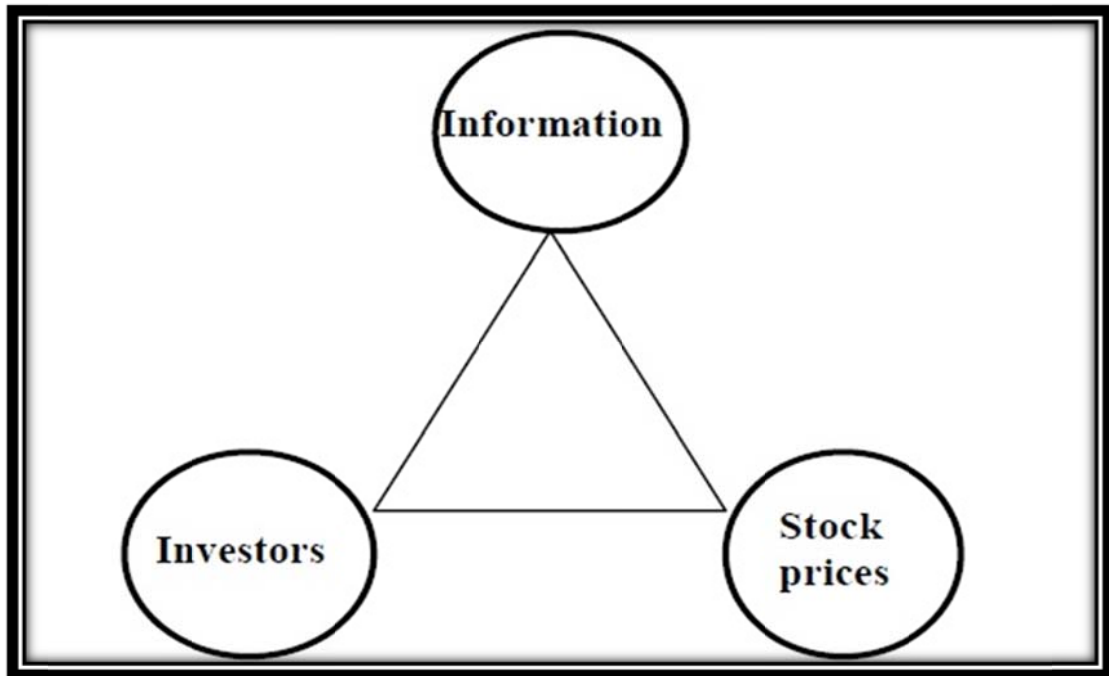
Source: Francis,jack,C. "Investments : Analysis and Management" 2nd ed,New York : Mc Gaw – Hill Inc,1976 : P 528.

3.3.1. العلاقة بين المعلومات وكفاءة السوق :

تؤدي المعلومات دوراً مهماً في الأسواق المالية ، وتنعكس أهمية المعلومات في ثقة المستثمرين والمتعاملين في الأسواق المالية بمدى انعكاس المعلومات بالأسعار السوقية للورقة المالية ، ومن ثم في اتخاذ القرارات الاستثمارية، فالمعلومات ضمن الإطار العام عبارة عن بيانات تنظم بشكل يعطي لها معنى وقيمة للمستفيد الذي بدوره يفسرها ويحدد مضامينها من

أجل استخدامها في اتخاذ القرارات كإعادة شراء الأسهم (Turban, et.al., 2001, 45). وتعد المعلومات من أهم الأركان الفعالة لنجاح وتطور أسواق الأوراق المالية، فهي تمثل المحرك الأساسي لتوجيه المدخرات نحو الفرص الاستثمارية، وتحقيق التخصيص الكفوء للموارد (Twlam, 2001:1).

وتعرف المعلومات ضمن إطار السوق المالية الكفوءة، على إنها مجموعة من الرسائل حول مختلف الأحداث التي من المتوقع حدوثها وتؤدي إلى تغيير في أسعار الأسهم العادية (Weston & Copeland, 1986 : 524)، وتتضمن مجموعة الرسائل تلك قيماً تختلف باختلاف الأشخاص اعتماداً على امكانية القيام بعمل من عدمه استناداً على محتوى الرسالة، والمنافع التي من المتوقع الحصول عليها من القيام بذلك العمل، فإذا ما توفرت معلومات جديدة حول شركة ما، وإذا ما انتقلت هذه المعلومات الى المتعاملين في السوق بسرعة في عمليات بيع اسهم الشركة وشرائها، وإذا ما كانت هناك سرعة لضبط او تعديل اسعار الاوراق المالية لتعكس هذه المعلومات الجديدة، وإذا ما استجابة الاسعار لجميع المعلومات الجديدة الملائمة بأسرع طريقة عندئذٍ يمكننا القول ان السوق هي كفوءة نسبياً (Haugen, 2001: 573). فزيادة وانخفاض العائد إنما يعود لأسباب تتعلق بمعلومات جديدة ترد إلى السوق المالية بشكل عشوائي، و يوضح الشكل (5.1) العلاقة بين المعلومات والمستثمرين وسعر السهم.



شكل (5.1) العلاقة بين المعلومات والمستثمرين وسعر السهم

Source: Yen,N,T.Kem, "Efficient Market and Signaling Hypothesis on Vietnam Stock Exchange 2006-2009" 2011: 10

ومن وجهة نظر كل من (Vermaelen,1981, 1984) ; (Dann,1981) انه حينما تشعر الشركة بأن اسعار اسهمها دون قيمتها الحقيقية فيمكنها الشروع بخطة اعادة الشراء لنقل هذه المعلومات الى السوق، للإشارة لوجود معلومات جديدة حول الارباح المستقبلية التي ينطوي عليها الاعلان، ومن المتوقع ان يكون لها أثر ايجابي في سعر السهم في يوم الاعلان وما بعده، ومن ثم تحقيق عوائد غير عادية نتيجة ارتفاع سعر السهم، اذ تعدل الاسعار حسب المعلومات الجديدة الواردة الى السوق (9: Skjeltorp & Odegaard 2004) .

وأشار (Higgins, 2001) الى أنه في ظل غياب هذه المعلومات أو عدم توافرها بالشكل المطلوب ، يتحول سوق الأوراق المالية من مباراة عادلة إلى لعبة يحكمها الحظ والصدفة. إذ يعتمد قياس درجة كفاءة السوق على نوع المعلومات المتاحة في ذلك السوق والتي تتعكس في سعر السهم (Yen, 2011: 20) . وتتسم الأسواق المتطورة بتعدد مصادر المعلومات التي تسهم في توفير المعلومات بكثرة وفي الوقت المناسب الذي تكون فيه هذه المعلومات متاحة للجميع إما بالمجان أو بتكلفة قليلة ، وحتى في الحالات التي يعد فيها مصدر المعلومات مكلفاً نسبياً حيث تتسم الأسواق ذات الكفاءة العالية بتوفر عدد هائل من هذه المعلومات كالمجلات المتخصصة وسماصة الأوراق المالية و السوق المالية والانترنت ... الخ (Higgins,2001) . ويوضح الشكل (6.1) مجموعة المعلومات الخاصة بكل شكل من اشكال الكفاءة .



الشكل (6.1) مجموعة المعلومات الخاصة بكل شكل من اشكال الكفاءة .

Suorce : Hansen, L.P. "Subsets of Available Information for a Given Stock", 2001,p:574.

وفي العالم المثالي حسب افتراضات (Modigliani & Miller) بأن السوق كفوءة وتامة والمعلومات متاحة ، ومتوافرة لجميع المشتركين، أي بمعنى أن الدولار يستحق دولار والسعر في حالة توازن ، وفي مثل هذا العالم المثالي، يعني أن برامج إعادة شراء الأسهم لا تحقق عوائد غير عادية، أي أن قيمتها تساوي صفر لجميع أصحاب المصالح، ولكن حجم وعدد الاعلانات المتزايدة للشركات اظهرت الى ان هذه البرامج لها قيمة معلومات، او ان تلك الاسواق ليست كفوءة %100، وهذا يعني انه توجد عوائد غير عادية، ولذلك فإن الشركات يمكن ان تقوم بإعادة شراء اسهمها حينما تكون أقل من قيمتها العادلة (De Vyver , 2011 : 13) .

فالسوق تعكس سعر السهم الذي تصدره شركة ما كافة المعلومات المتاحة عنها ، سواء تمثلت تلك المعلومات في القوائم المالية أو في معلومات تبثها وسائل الإعلام ، أو تمثلت في السجل التاريخي لسعر السهم في الأيام والأسابيع والسنوات الماضية ، أو من خلال التقارير المالية حول أداء الشركة ، وغير ذلك من المعلومات التي تؤثر على القيمة السوقية للسهم (Elory & Massoud ,1998 : 9) .

ويتضح مما تقدم أن المعلومات التي يحصل عليها المستثمرون في سوق رأس المال تلعب دوراً أساسياً في تحديد طبيعة المعاملات ، وتحديد القرارات الاستثمارية المناسبة ، وذلك لأنها تحدد الأساس الذي يعتمد عليه في اتخاذ قرار شراء أو بيع الورقة المالية . وإن طبيعة المعلومات في حد ذاتها تحدد درجة كفاءة سوق رأس المال ، لأن السوق التي تكتفي بتحقيق الانعكاس الكفوء للمعلومات التاريخية فقط تكون بشكل ضعيف اما التي تتمكن من تحقيق الانعكاس الكفوء للمعلومات العامة (التاريخية والحالية) فإنها تكون كفوءة بالشكل نصف القوي اما التي تتمكن من التجسيد الكفوء لجميع المعلومات (العامة والخاصة) فإنها تكون كفوءة بالشكل القوي، وأما التي لا تحقق الانعكاس الكفوء حتى للمعلومات التاريخية فإنها تعد سوقاً غير كفوءة بالمطلق .

4.3.1. اختبار كفاءة السوق المالية في الاستجابة لإعلانات إعادة شراء الأسهم:

ان دراسة كفاءة السوق في الاستجابة للإعلانات العامة (ومنها اعلانات إعادة شراء الاسهم) تسمى دراسة الحدث بحسب (Fama,1970) ومن ثم فإن دراسة الحدث لإعلان إعادة الشراء هو اختبار ضمني لكفاءة السوق المالية بشكلها نصف القوي وتبين فيما اذا تحققت عوائد غير عادية حول تاريخ الاعلان ام لا . ان اختبار كفاءة السوق المالية باستخدام دراسة الحدث اظهرت بعض الادلة، بأن السوق يستجيب بشكل انتقائي لإعلانات إعادة شراء الاسهم (الحدث) (Bhunia, 2011: 1) . فإذا كانت السوق كفوءة يجب توقع مشاهدة استجابة ايجابية

(سلبية) للأخبار الجيدة (السيئة) وبشكل تام وسريع بمجرد الاعلان عن اعادة شراء الاسهم لان السوق الكفوءة يجب ان تستجيب بشكل تام للمعلومات الملائمة مباشرة بعد الاعلان عن اعادة الشراء (Ackert & Deaves, 2010 : 61) . والمنطق السليم يقترح ان الأسعار يجب ان ترتفع حينما تسجل عوائد أعلى من المتوقع ، وإذا حدث العكس يجب أن تنخفض الأسعار . وكفاءة السوق المالية تعني ان اسعار الاسهم يجب أن تعدل مباشرة بعد الإعلان عن اعادة الشراء (Ross, et .al,2008 : 387) .

ويقصد بدراسات الحدث ما تتضمنه الإعلانات العامة (كإعلانات اعادة الشراء) من معلومات تؤثر في أسعار الأسهم العادية (Fama, 1991: 1577)، وهي تحليل تطبيقي لسلوك أسعار الأسهم العادية للمدة قبل الحدث وفي أثنائه وما بعده (Jones, 2000 : 318)، فالأحداث هي عادة ظواهر او حالات او ظروف او اخبار نادرة الحدوث او التي لا تحدث سوى مرة واحدة خلال مدة زمنية معينة (Prahala, 1997: 4) . فأى أخبار او حالات تحدث يمكن ان تؤثر على القيمة السوقية للشركة يمكن عددا حدثاً (Yen, 2011 : 7)، والهدف من دراسة هذه الأحداث وتحليلها لمعرفة مدى سرعة انعكاس المعلومات الجديدة في أسعار الأسهم العادية ومدى امكانية تحقيق عوائد غير عادية قبل الحدث وفي أثنائه وما بعده (Negakis, 2005: 4) . والحدث في اغلب الاحيان يكون على ثلاث اوقات قبل الحدث وأثنائه وبعده . وبسبب متابعة المعلومات المفصح عنها والمرسلة الى السوق يمكن ان تمتد مدة الحدث حسب المدة الزمنية التي تراها الشركة مناسبة لها، وقد تباينت العديد من الدراسات في تحديد مدة الحدث عند حساب العائد غير العادي (Pemale, 1989 : 36) .

ففي السوق المالية غالباً ما تكون الاحداث مرتبطة بالإفصاح عن المعلومات للمشاركين في السوق من خلال الصحافة المالية على سبيل المثال، صحيفة وول ستريت او من خلال النشرات الاعلامية للشركات او تصريحات الممثل او الوكيل عن الشركة او هيئة الاوراق المالية والبورصات (Yen, 2011 : 7)، والتي يمكن ان تفصح عن المعلومات الخاصة بالتوزيعات النقدية كإعلانات اعادة الشراء و مقسوم الارباح النقدي والإعلانات عن الارباح والاندماج والاكتمال والإعلان عن اصدار الاسهم و تجزئة السهم . ويمكن ان يكون الاعلان من قبل الحكومة حول قانون الضرائب الجديد او سعر الفائدة الجديد .

فاستخدمت دراسة الحدث لعقود عديدة لقياس تأثير الحدث لإعلان اعادة الشراء في قيمة الشركة، وأشار (Bowman,1983) الى ان هناك ثلاثة انواع رئيسية لدراسة الحدث وهي : أثر المحتوى المعلوماتي وكفاءة السوق المالية وتقييم نموذج السوق . ويتم استخدام طريقة المحتوى

المعلوماتي لقياس اثر المعلومات المرسله الى السوق على سبيل المثال، اثر اعلان اعاده الشراء في قيمة السهم السوقية، اي بمعنى آخر مدى استجابة السوق لهذه المعلومات المرسله وانعكاسها في سعر السهم . اما إجراءات طريقة كفاءة السوق فيما اذا كانت السوق تستجيب بكفاءة للإعلان ام لا، على سبيل المثال الاستجابة لإعلان اعاده الشراء او المقسوم او تجزئة السهم . وينطوي تقييم النموذج تطوير نماذج التوقع المتعددة، والتي يتم تقييمها باستخدام العوائد غير العادية، والطريقة الاخيرة هي امتداد الى الطريقتين الاوليتين (Cremers, 2012 : 17) .

وان الفائدة من دراسة الحدث جاءت في الحقيقة نظراً لعقلانية السوق التي سوف تعكس تأثير هذا الحدث فوراً في اسعار الاسهم (Micheloud, 2013 : 12) بغية تحديد فيما اذا كان تقييم السوق المحتوى المعلوماتي لإعلانات اعاده شراء الاسهم على اساس المصادقية او الموثوقية لهذه الإعلانات، وهناك حاجة لقياس مدى استجابة الاسعار لهذه الاعلانات (Schmidt, 2006 : 42) . وأكد (Bradford, 2008 : 45- 61) بأن الغرض من استخدام اعاده الشراء هو لتحقيق عوائد غير عادية نتيجة استجابة السوق بعد الاعلان عن اعاده شراء الاسهم . وان استجابة السوق لسعر السهم مرتبطة بإعادة شراء الشركات لأسهمها بشكل فعلي وان هناك زيادة كبيرة في اسعار الاسهم تحدث في اليوم الذي بدأت به عملية اعاده الشراء وسوف تستمر خلال مدة الاعلان، وان هناك انخفاضاً عاماً في الاسعار في المدة التي تسبق عملية اعاده الشراء نتيجة عدم استجابة السوق لها، لذا فإن الشركات تقوم بعملية إعادة شراء اسهمها بعد الانخفاض في اسعار هذه الاسهم عن قيمتها الحقيقية (Isa , et.al, 2011 : 1) .

اذ وجد مديرو الشركات الذين يمتلكون معلومات خاصة عندما يقرروا اعاده شراء الاسهم من السوق المفتوحة، ان هذه المعلومات ترتبط بشكل كبير خلال مدة الاعلان، وبعد الاعلان تكون هناك عوائد غير عادية مع تحسّن الارباح . ووجدوا ايضا ان هذه العوائد غير العادية لا ترتبط سوى بالمعلومات الخاصة للشركات التي أعادت شراء اسهمها فعلاً بعد الاعلان (Leng & Noronha , 2011:1) . وان السوق يستوعب المعلومات الخاصة بالمديرين خلال مدة الاعلان ويستمر القيام بذلك خلال المدة التي تلي الاعلان، لان الاعلان بحد ذاته يرسل معلومات غامضة الى السوق وينتظر السوق اعاده الشراء الفعلية من قبل الشركة المصدرة لتفسير هذه المعلومات بشكل افضل . ولكن هذه النتيجة تختلف عن النتائج التي توصلت اليها دراسة (Peyer & Vermaelen , 2009 : 1693 - 1745) التي تقول ان الادارة لا تنقل حقيقة المعلومات الخاصة الى السوق عبر قراراتها لإعادة الشراء، وان السوق يحاول ان يستوعب او يطلع على المعلومات من خلال عينة الشركات التي تم اختيارها، والتي قامت بإعادة شراء اسهمها ، وان العوائد غير العادية على المدى القصير ترتبط بإيجابية

مع المعلومات الخاصة التي ينقلها الاعلان عن اعادة الشراء وحجم برامج اعادة الشراء المعلنة (Leng & Noronha, 2011: 3)، كذلك ان المصدقية (Credibility) في الاعلان تلعب دوراً حاسماً في تقييم المحتوى المعلوماتي لبرامج إعلانات اعادة شراء الاسهم (Schmidt, 2006 : 46) .

وان الاختلاف في اساليب التمويل المستخدمة لإعادة شراء الاسهم تؤثر في العوائد غير العادية المتراكمة (CARs) (Cumulative Abnormal Returns) فالعوائد التي تحصل عليها الشركة خلال مدة اعلان اعادة الشراء الممولة بالدين هي متطابقة مع اعادة الشراء النقدية تقريباً، فعندما يتم تمويل برامج اعادة شراء الاسهم من خلال اصدار الدين فان هيكل رأس مال الشركة سيتغير بشكل كبير، وان البرامج الممولة بالدين والبرامج الممولة نقداً، تحصل الشركة منهما على عوائد غير عادية متراكمة (CARs) متشابهة خلال مدة الاعلان، اما البرامج التي تم تمويلها بمزيج من الدين والنقد فإنها تحصل على متوسط عائد غير عادي متراكم اعلى من البرامج الممولة بالأسهم وكان هناك فرق كبير في العوائد غير العادية بين البرامج الممولة بالدين والنقد والبرامج الممولة بالأسهم (Partha & Ken, 2010 : 20) .

وأشار (Isagawa, 2000) ; (Raad & Wu, 1995) أيضاً ان كمية اعادة شراء الاسهم لها علاقة ايجابية بالعوائد غير العادية في يوم الاعلان عن اعادة شراء الاسهم وما بعده (Chiao,et.al, 2007 : 17) . فحينما تعلن الشركة عن اعادة شراء نسبة كبيرة من اسهمها القائمة، فان هذه الزيادة ينبغي ان يكون لها أثر ايجابي في سعر السهم طوال مدة اعلان اعادة الشراء، لأنه كلما كانت كمية اعادة الشراء اكبر سوف تكون الاشارة اقوى وأكثر مصداقية . وحينما تقرر الادارة إعادة شراء نسبة كبيرة من الاسهم القائمة فان السوق سيحصل على اشارة اقوى تعبر عن قناعة او ثقة الادارة بأن اسعار الاسهم فعلاً دون قيمتها الحقيقية (Ekanayake, 2004 : 8) . ونجد ان العوائد غير العادية في المدة التي تلي الاعلان للشركات التي اعادة شراء اسهمها هي لا ترتبط سوى بكمية اعادة الشراء الفعلية، و ليس مع كمية اعادة الشراء المعلنة (Wang & Johnson, 2008 : 6) .

هذا وان تكرار عملية اعادة الشراء له تأثير كبير في العوائد غير العادية للأسهم، فالشركات التي نادراً ما تقوم بإعادة شراء اسهمها في الواقع بعد تجربتها لإعلان اعادة الشراء يكون اداء اسعار اسهمها بعد الاعلان عن برامج اعادة الشراء افضل بكثير من الشركات التي تقوم بإعادة شراء اسهمها بشكل متكرر (Yook,2010 : 323-331) بعبارة اخرى، اذ يرافق اعلان اعادة الشراء الذي يحدث لأول مرة او الذي نادراً ما يحدث عوائد غير عادية اكثر من العوائد غير العادية الناتجة من برامج اعلانات اعادة الشراء التي كثيراً ما تحدث، اي بمعنى ان

العوائد غير العادية في اعلان اعادة الشراء الثاني اقل من الاول والثالث اقل من الثاني وهكذا (Hyderabad, 2009 :19) . وان الشركات التي نادراً ما تعلن عن اعادة شراء اسهمها تميل الى ان تكون اصغر حجماً وتستمر برامجها لمدة اقصر من برامج الشركات التي كثيراً ما تعلن عن اعادة شراء اسهمها . والأخيرة تكون عادة اكبر حجماً من الاولى، وان نسبة قيمتها الدفترية الى قيمتها السوقية اعلى مقارنة بالشركات التي نادراً ما تعلن عن اعادة شراء أسهمها (Ridder , 2013 :18) .

لذا ان استجابة السوق لإعلانات اعادة الشراء تتسجم مع هذه الافكار، ومما تجدر الاشارة اليه ان إعادة الشراء التي نادراً ما تحدث مرحب بها من قبل السوق اكثر بكثير من اعادة الشراء المتكررة (Hyderabad, 2009 : 19) . اضافة الى ذلك، ان الدخل التشغيلي للشركات التي كثيراً ما تعلن عن إعادة شراء اسهمها اكثر تقلباً من الاخرى، وتوزيعاتها لمقسوم الارباح النقدي اقل من الشركات التي نادراً ما تعلن عن اعادة شراء اسهمها . ويمكنها اعادة شراء اسهمها بشكل متكرر من خلال تدفقاتها النقدية غير التشغيلية الفائضة، هذا يعني ان نسبة توزيع مقسوم الارباح النقدي اعلى في الشركات التي نادراً ما تعلن عن اعادة شراء اسهمها، ويمكن تفسير ذلك لاستقرار ايراداتها التشغيلية، إلا انها لا تقوم بإعادة شراء اسهمها إلا اذا كان لديها تدفقات نقدية غير تشغيلية فائضة وان اسعار اسهمها فعلاً دون قيمتها الحقيقية، وبشكل مماثل للدلائل التي وجدها (Jagannathan & Stephens,2003 :71-91) حول الشركات التي نادراً ما تعلن عن اعادة شراء اسهمها (Hyderabad, 2009 : 31) .

ورغم ان كل من العوائد غير العادية ARs على المدى القصير والطويل المحيطة بأحداث الشركة تُدرس باستخدام دراسات الحدث، فعند تطبيق هذه المنهجيات تكون هناك اختلافات مهمة وجوهرية فيما بينها . فدراسة الحدث على المدى الطويل ترتبط بقضايا منهجية وإحصائية متباينة بالإضافة الى تغير بعض الاحداث المعلوماتية خلال هذه المدة ، بينما دراسة الحدث على المدى القصير تكون اكثر وضوحاً لأنها تقلل من احتمال تأثير بعض الاحداث المعلوماتية على سعر السهم (Axelsson, & Brissman, 2011:17-18) . وأكد ذلك كل من (Khotari & Warner, 2006) بأن خطأ التقدير في بيتا سيكون له تأثير صغير جداً اقل من 1 % من العائد غير العادي على المدى القصير، اما عند حساب العائد غير العادي لمدة سنة او اكثر (طويل الاجل) فإن التقدير الخاطئ للمخاطرة سوف يجعل الفارق أكبر، وهذا يرجع في الواقع بأن الخطأ في تقدير المخاطرة سيكون اكبر في دراسات الحدث طويل الاجل . والحدث لإعلان اعادة الشراء ينبغي ان يكون بعد الاداء الضعيف للشركة زيادة على ذلك، ان برنامج اعادة شراء الاسهم تؤثر في هيكل راس مال الشركة بشكل كبير فالتغير في بعض

الاحداث المعلوماتية سيؤثر في سعر السهم، فهذه العوامل تجعلها من الصعب ان يكون هناك تقدير دقيق للمخاطرة، اذ تستند تقديرات المخاطر التاريخية على حالات المخاطرة التي لم تكن مستمرة لمدة طويلة، لذلك فعند حساب العائد غير العادي المتراكم على المدى الطويل، ينبغي ان يكون على اساس تقدير المخاطر ما بعد الحدث (Chopra, et. al, 1992 : 235) ; (Axelsson & Brissman ,2011:18-19) .

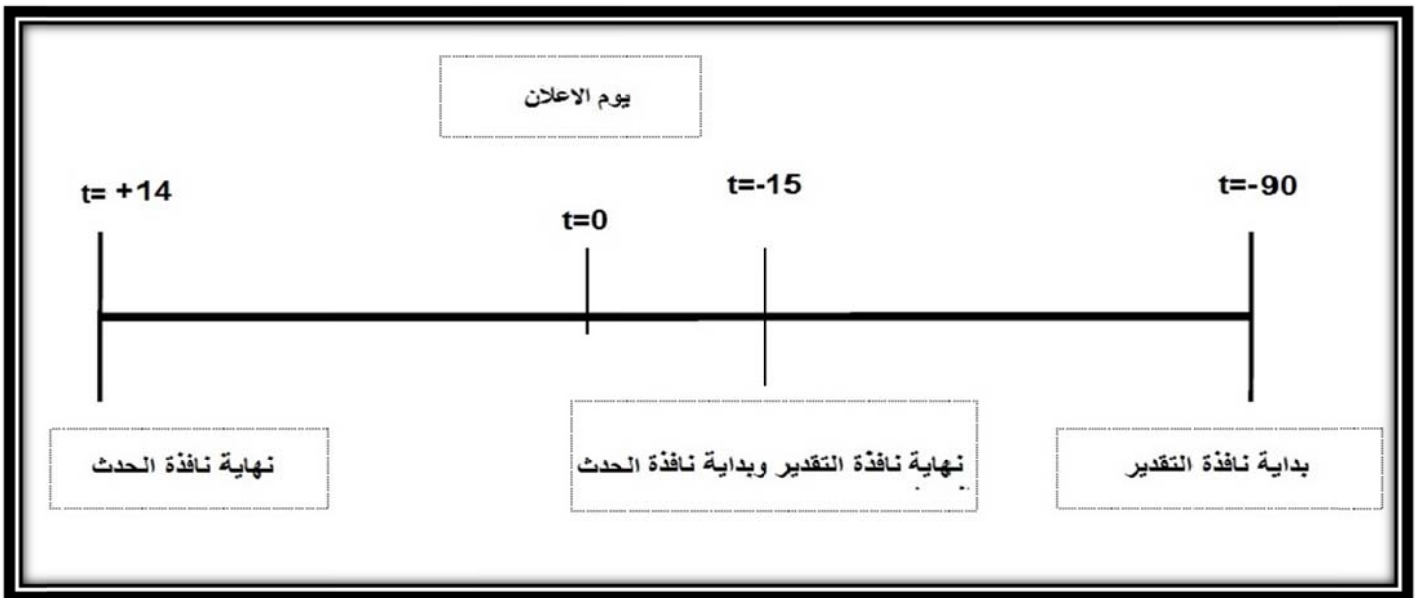
ولغرض اختبار كفاءة السوق المالية بالشكل نصف القوي للتحقق فيما اذا كان يوجد عوائد غير عادية حول تاريخ الاعلان عن اعادة الشراء ام لا . فأى إعلان جديد من قبل الشركات يترتب عليه استجابة سريعة من قبل المشتركين في السوق . وهذه الاستجابة يمكن أن تكون في اثناء او بعد الإعلان عن الحدث، وسبب الاستجابة السريعة هي لورود معلومات جديدة الى السوق غير متوقعة من قبل المستثمرين . ووفقاً لهذا الشكل من الكفاءة ان اسعار الاسهم تتغير وتعدّل على الفور في السوق، وفي هذه الحالة فان المشتركين لن يكون بمقدورهم تحقيق عوائد غير عادية نتيجة لذلك . اما بوجود عدم التماثل المعلوماتي بين المطلعين والمستثمرين واستغلال هذه المعلومات يمكنهم ان يحققوا عوائد غير عادية وهذه العوائد لا ترتبط بالمعلومات العامة المتاحة للجمهور وإنما ترتبط بالمعلومات السرية الخاصة التي بحوزة المطلعين .

ولاختبار اثر اعلانات اعادة شراء الاسهم في اسعارها ومدى انعكاس المعلومات عن الاحداث الجديدة في أسعار الاسهم، لذا يمكن قياس استجابة السوق الاولية لإعلانات اعادة الشراء على المدى القصير بعد تعديل مخاطر وعوائد السوق حول تاريخ الحدث لإعلان اعادة الشراء (Feng et.al, 2012 : 6) . ولغرض اثبات هذه الاستجابة من خلال حساب العوائد غير العادية، قبل الاعلان (الحدث) المعني وفي أثنائه وبعده . يمكن استخدام منهجية دراسة الحدث .

فقد استخدم (Masulis, 1980) هذه المنهجية في تحليل سلوك سعر السهم عند إعادة الشراء ، واستخدمها (Kaur & Singh, 2003) في تحليل استجابة السوق لحدث إعلانات إعادة شراء الاسهم، وفي هذه المنهجية ، يتم تحليل العوائد غير العادية للأسهم حول تاريخ إعلان الشركات لإعادة شراء اسهمها (Kaur, 2012 : 3)، وعند تحليل العوائد غير العادية حول الحدث ينبغي تحديد نافذة الحدث المناسبة . وهي المدة الزمنية المطلوبة قبل وبعد وقوع الحدث المحدد الذي تم اختياره للتحليل (Axelsson, & Brissman, 2011:17) . وتوفر دراسة الحدث اختباراً مباشراً بدرجة اكبر لكفاءة السوق على المدى القصير، وقد دعمت فرضية السوق الكفاءة EMH بشكل عام، إلا ان التحليل على المدى الطويل في دراسة الحدث توفر نتائج متباينة بخصوص فرضية السوق الكفاءة (Bhunia , 2011: 2) .

ويمكن قياس استجابة سعر السهم لإعلانات إعادة شراء الاسهم من السوق المالية من خلال تطبيق منهجية دراسة الحدث القياسية (standard event methodology) (Brown&Warner,1985:31) ، وبغية احتساب العوائد غير العادية المتعلقة بتاريخ الاعلان عن برامج إعادة شراء الاسهم . يمكن استخدام الخطوات الآتية (Cremers, 2012:17) ; (Dejong & DeGoeij,2011) ; (Chen,2013:17-19) ; (Isa,et.al,2011:36-37) ; (Gunalpa,et.al,2011:15-16) - :

الخطوة الاولى : تحديد مدة الحدث ومدة التقدير : الاولى يطلق عليها نافذة الحدث ، وهي المدة التي تتمحور حول الحدث ما قبله وما بعده . ولا توجد مدة حدث مثالية، ولكن هناك مدة حدث مناسبة لظروف الشركة (Yen, 2011: 7) . والتي تتكون من تاريخ الاعلان لإعادة الشراء (اليوم 0) والأيام التي تتمحور قبل وبعد الاعلان والمدة الثانية هي نافذة التقدير وهي المدة التي تسبق يوم الاعلان وهي محدد بالإشارة السالبة، بينما الايام التي تلي يوم الاعلان تكون اشارتها موجبة . فمدة نافذة الحدث التي تتمحور حول تاريخ الاعلان (الحدث) عادة ما تكون (30) يوماً، اذ تتكون من (-15 يوماً) قبل الحدث و(+14 يوماً) بعد الحدث بالإضافة الى يوم الحدث . وتتكون نافذة التقدير من 75 يوم تقويمي (90 - الى -16) قبل الحدث وهذه المدة عادة ما تكون نظيفة اي خالية من اي حدث، اذ نفترض بأنه لم تكن هناك عوامل ذات صلة من شأنها ان تؤثر في الحدث المستهدف (Chen, 2013: 16 -17) ويوضح الشكل (7.1) الخط الزمني لدراسة الحدث (Seifert & Stehle, 2003 :10) .



الشكل (7.1) يوضح الخط الزمني لنافاذتي الحدث والتقدير

Source: Seifert, Udo & Stehle, Richard "Stock Performance around Share Repurchase Announcements in Germany" 2003, p:10

الخطوة الثانية : ايجاد العوائد اليومية : في دراسة الحدث يمكن ايجاد العوائد اليومية للسهم من البيانات التي يتم الحصول عليها من قاعدة بيانات الشركات المتداولة في الاسواق المالية، كسعر الاغلاق للأسهم، وتعددت طرق قياس العوائد اليومية للأسهم العادية بتعدد الدراسات ، ولا يوجد إجماع حول أفضلية اي من هذه الطرق، ويمكن حساب العائد اليومي للسهم (i) في اليوم (t) من خلال الفرق بين لوغاريتمات اسعار الاغلاق لاسهم الشركة (i) لليوم (t) واليوم (t-1) باستخدام الصيغة الآتية ؛ (Gupta et.al, 2014 : 8) ؛ (Chen, 2007 : 244) ؛ (Brown &Reilly, 2009:347) :-

$$R_{it} = Ln (P_{it}) - Ln (P_{it-1}) \dots\dots\dots (5.1)$$

اذ ان :

R_{it} : هو العائد اليومي للسهم (i) في اليوم (t)

P_{it} : هو سعر الاغلاق للسهم (i) في اليوم (t)

P_{it-1} : هو سعر الاغلاق للسهم (i) في اليوم (t-1)

الخطوة الثالثة : حساب العائد اليومي لمؤشر السوق : ويمكن ايجاد عائد السوق ايضاً من البيانات التي يتم الحصول عليها من قاعدة بيانات الشركات المتداولة في الاسواق المالية كإغلاق مؤشر القيمة السوقية (Closing Value of Market Index) . ويمكن ان يستخدم مؤشر السوق كمقياس لعائد السوق . وبالطريقة الآتية الذكر نفسها يمكن حسابه على النحو الآتي (Chen, 2013 : 17) ؛ (Wada, 2010 : 21) :

$$R_{m,t} = Ln (P_{m,t}) - Ln (P_{m,t-1}) \dots\dots\dots (6-1)$$

اذ ان :

$P_{m,t}$: هو سعر الاغلاق لمؤشر السوق في اليوم (t)

$P_{m,t-1}$: هو سعر الاغلاق لمؤشر السوق في اليوم (t-1)

$R_{m,t}$: عائد السوق

الخطوة الرابعة : قياس العلاقة الخطية بين عائدي السهم والسوق :

يمكن قياس العلاقة الخطية بين عائد السهم وعائد السوق، والتي تستخدم طوال مدة نافذة التقدير الـ (75) يوماً لحساب معامل β_i (Bhana , 2007: 28) ؛ (Hackethal & Zdantchouk, 2005 : 18) ؛ (Hyderabad , 2009 : 2) فتعد تقديرات (البيتا) مهمة لأنها سوف تعطي عوائد متوقعة خلال مدة الحدث . على سبيل المثال

يمكن استخدام نموذج التسعير لإيجاد العوائد المتوقعة ، اذ يمكن استخدامها في تقدير الأسعار خلال مدة نافذة التقدير بشكل معقول، اذ تمثل البيتا الميل (الذي يقيس العلاقة بين عائد السوق وعائد السهم) (Axelsson & Brissman, 2011:18); (Al-Kuwari,2009:44).

الخطوة الخامسة : حساب العائد المتوقع : يمكن حساب العائد المتوقع للورقة المالية باستعمال نموذج تسعير الموجودات الرأسمالية (CAPM) (Cremers,2012:18) ، الذي قدمه (Sharp,1964 : 425- 442)، الذي يستخدم لتقدير كلفة التمويل الممتلك للمؤسسات التي تتداول أسهمها في البورصات ، إذ يحدد هذا النموذج العلاقة بين مخاطرة السوق مقاسة بالبيتا والعوائد المطلوبة من قبل المساهمين (Harms, 2000 : 66) ، وذلك من خلال جمع العائد الخالي من المخاطرة (سعر الفائدة) مع علاوة المخاطرة للأسهم التي تعكس مخاطرة السوق غير القابلة للتنويع (Koch & MacDonald, 2010 : 431) ، وهذا النموذج يعبر عن العائد لورقة مالية معينة كدالة لعائد السوق، ويحسب على النحو الآتي (Nossa ,et.al, 2010 : 11):

$$\hat{R}_{it} = rf + \beta_i(Rm - rf) \dots \dots \dots (7-1).$$

اذ ان :

rf : هو المعدل الخالي من المخاطرة .

β_i : بيتا تقيس العلاقة بين عائد السوق وعائد السهم .

$(Rm - rf)$: علاوة المخاطرة .

الخطوة السادسة: حساب العوائد غير العادية : اذ تُستخدم منهجية الحدث القياسية لتقدير العوائد اليومية غير العادية (AR). اذ يمكن احتساب العائد غير العادي من خلال طرح العائد المتوقع من العائد الفعلي (المتحقق) وحسب المعادلة الآتية (Thanatawee, 2009:172) (Otchere & Ross, 2000 : 12) :-

$$AR_{it} = R_{it} - \hat{R}_{it} \dots \dots \dots (8-1)$$

اذ ان :

\hat{R}_{it} : العائد المتوقع للسهم i في اليوم t المحتسب من خلال نموذج تسعير الموجودات الرأسمالية .

AR_{it} : العائد غير العادي اليومي للسهم i في اليوم t .

الخطوة السابعة : حساب العوائد غير العادية المتراكمة : ويتم احتساب العائد غير العادي المتراكم (CAR) طوال نافذة الحدث t من مجموع العائد اليومي غير العادي (يتم تجميع العوائد غير العادية اليومية لتكوين العوائد غير العادية المتراكمة) وعلى نحو المعادلة التالية (Kim & Kim, 2012 : 20) ; (Micheloud ,2013 :13) :

$$CAR = \sum_{t=t_1}^{t_2} AR_{it} \dots \dots \dots (9 - 1)$$

اذ ان :

CAR : هو العائد غير العادي اليومي المتراكم طوال نافذة الحدث .

t : طول نافذة الحدث .

الخطوة الثامنة : حساب متوسط العوائد غير العادية المتراكمة : يتم حساب متوسط العائد غير العادي المتراكم . من خلال مقسوم مجموع العوائد غير العادية المتراكمة على عدد الاعلانات بحسب المعادلة التالية (Cremers , 2012 : 19) :

$$CAAR = \frac{1}{N} \sum_{t=t_1}^{t_2} CAR \dots \dots \dots (10 - 1)$$

اذ ان :

CAAR : هو متوسط العائد غير العادي اليومي المتراكم .

N : عدد الاحداث .

ويتضح مما تقدم من خطوات دراسة الحدث أنه كلما كان متوسط العائد غير العادي المتراكم موجب ، دلالة على وجود تغيرات ايجابية في سعر السهم نتيجة استجابة السوق الايجابية لإعلان اعادة الشراء (الحدث)، ويحصل العكس اذا كان متوسط العائد غير العادي المتراكم سالب دلالة على وجود تغيرات سلبية قد حدثت في سعر السهم نتيجة استجابة السوق السلبية للحدث ، اما اذا كان متوسط العائد غير العادي المتراكم مساوياً إلى الصفر فإنه دلالة على عدم تأثير الحدث في سعر السهم، وهذا يعني عدم استجابة السوق لهذا الاعلان، لعدم وجود محتوى معلوماتي جديد ينعكس في سعر السهم .

الفصل الثاني

مراجعة دراسات سابقة ومنهجية الدراسة

المبحث الأول : مراجعة دراسات سابقة ومناقشة الجهود المعرفية

المبحث الثاني : منهجية الدراسة

1.2. المبحث الاول : مراجعة دراسات سابقة ومناقشة الجهود المعرفية :

أصبحت الدراسات السابقة ضرورة لا مناص منها في البحث العلمي، لتناولها وإثباتها كثيراً من الحقائق المعرفية التي تسهم في تدعيم وإرساء الجانب النظري والتطبيقي للدراسات العلمية ، ولهذا خُصِّصَ هذا المبحث لمراجعة بعض الدراسات ذات الصلة بموضوع الدراسة الحالية والقريبة منها ، متضمناً مجموعة من الدراسات وبحسب تسلسلها التاريخي :

1.1.2. مراجعة بعض الدراسات السابقة :**1.1.1.2. الدراسات ذات الصلة بإعادة شراء الاسهم :****1. دراسة (Nohel & Tarhan ,1998)**

عنوان الدراسة (إعادة شراء الأسهم وأداء الشركة : أدلة جديدة على كلف الوكالة للتدفقات

النقدية الحرة) Share repurchases and firm performance: new evidence on the agency costs of free cash flow

وهي دراسة تحليلية اشتملت على (242) عرضاً من عروض العطاءات (كلا من عطاءات السعر الثابت والمزاد الالمانى) المعلنه بين (1978 و1990). اذ ركزت هذه الدراسة على دراسة عروض العطاءات لإعادة شراء الاسهم و الهدف منها التمييز بين فرضيتي الاشارة للمعلومات والتدفقات النقدية الحرة لتفسير استجابة المستثمرين لإعلانات اعادة شراء الاسهم . والاستنتاج الرئيس الذي توصلت اليه ان الاداء التشغيلي بعد اعادة الشراء لا يحسّن سوى اداء شركات النمو المنخفض، وهذا ما يؤكد الاستجابة الايجابية من ناحية المستثمرين لإعادة شراء الاسهم .

2 . دراسة (Gonzalez & Gonzalez, 2000)

عنوان الدراسة (اعادة شراء الاسهم مع فرض القيود القانونية : ادلة من اسبانيا)

Stock Repurchases with Legal Restrictions: Evidence From Spans

دراسة تحليلية على عينة من الشركات المدرجة في بورصة مدريد وتشتمل على 58 اعلان اعادة شراء من السوق المفتوحة، و24 اعلان اعادة بيع للمدة من (1990-1997) ، تهدف الى تحليل النتائج المترتبة على القيود القانونية حول كمية الاسهم التي يمكن للشركات ان تعيد شرائها، وتوصلت الدراسة الى ان القيود المفروضة في تحديد كمية الاسهم العادية تفضل طريقة اعادة الشراء من السوق المفتوحة مقارنة مع غيرها من طرائق اعادة شراء الاسهم مثل تقديم عطاءات بسعر ثابت لإعادة شراء الاسهم والمزادات الالمانية . وكانت العوائد غير العادية الناتجة من اعادة شراء الاسهم من السوق المفتوحة ايجابية واعلى من الطرائق الاخرى . كما ان القيود المفروضة على كمية اعادة شراء الاسهم يفضل استخدامها لغاية تعديل هيكل ملكية الشركة وليس غاية ارسال الاشارات او غاية تخفيض التدفقات النقدية الحرة للشركة. وقدمت

الدراسة تحليل للعوائد غير العادية الناتجة من اعلانات اعادة الشراء وإعادة البيع في السوق المفتوحة لمعرفة هيمنة كل دافع من الدوافع الثلاثة التي يمكن ان تفسر نشاط اعادة شراء الاسهم

3 . دراسة (Jagannathan, et.al, 2000)

عنوان الدراسة (المرونة المالية والاختيار بين اعادة الشراء ومقسوم الارياح النقدي)
Financial flexibility and the choice between dividends and stock repurchases

وأكدت الدراسة أنه يتم دفع مقسوم الارياح من قبل الشركات عند ارتفاع التدفقات النقدي التشغيلية الدائمة ، في حين تستخدم عمليات اعادة الشراء من قبل الشركات عند ارتفاع التدفقات النقدية غير التشغيلية المؤقتة ، واوضحت ان التوزيعات والتدفقات النقدية للشركات التي تعيد شراء اسهمها تكون اكثر تقيلاً . كما بينت بأن الشركات تلجأ الى عملية اعادة الشراء بعد ضعف ادائها في السوق المالية في حين الشركة تستخدم المقسوم حينما يكون اداؤها جيداً . ونتائج هذه الدراسة تتفق مع الرأي القائل بأنه توجد مرونة متجسدة في برامج اعادة الشراء وهو السبب الذي يجعلها تستخدم طريقة اعادة الشراء بدلاً من طريقة المقسوم النقدي ولكن الاخيرة لا يمكن ان تستخدم بدلاً عن الاولى . واوضحت ان هذه المرونة زادت من شعبية اعادة الشراء من السوق المفتوحة في الولايات المتحدة بين عامي (1985 و1996) وان عدد اعلانات برامج اعادة الشراء للشركات الصناعية في الولايات المتحدة ازدادت بنسبة (650%) اي من (115) الى (755) و قيمتها المعلنة ازدادت بنسبة (750%) من (15.4) مليار دولار الى (113) مليار دولار .

4 . دراسة (Mitchell, et al., 2001)

عنوان الدراسة (رؤية الادارة حول اعادة شراء الاسهم : استطلاع استرالي)

Management's Views on Share Buy-backs: An Australian Survey

وهي دراسة استطلاعية اعتمدت على مجموعة من مديري الشركات الاسترالية لدراسة الدوافع الكامنة من وراء اعادة شراء الاسهم واستجابة سعر السهم المتوقعة لإعلاناتهم . ووجدت هذه الدراسة ان دوافع الشركات من إعادة شراء اسهمها تختلف باختلاف انواع اعادة الشراء . فالإشارة كانت تمثل الدافع الرئيسي لإعادة شراء الاسهم من السوق المفتوحة ، وتنفيذ اعادة الشراء بشكل تلقائي بالدرجة الاولى للتخلص من بعض المساهمين، والشركة التابعة بعد عملية الاستيلاء . وأثبتت هذه الدراسة ان اعادة الشراء توفر فرص متساوية للمساهمين في تحسين ربحية السهم الواحد (EPS) وعوائد الفائض النقدي وهيكل راس المال الامثل والتخلص من المساهم الذي يعد السبب الرئيس لإجراء اعادة شراء الاسهم وأخيراً الحد من الاعباء الادارية .

5 . دراسة (Li, & McNally, 2001)

عنوان الدراسة (قرار اعادة الشراء، عوائد الاعلانات ومقننات المطلعين : دراسة الحدث)
The Decision to Repurchase, Announcement Returns and Insider Holdings : Event Study

دراسة تحليلية اشتملت على (329) اعلان اعادة شراء خلال المدة من (1989-1992) . وتناولت دور مقننات (حيازات) المطلعين في التأثير على قرار الاعلان عن اعادة الشراء وما يرتبط به من عوائد للأسهم خلال مدة الاعلان باستخدام دراسة الحدث . وتوصلت الدراسة الى ان الشركات هي اكثر عرضةً لإعادة شراء اسهمها اذا كان المطلعون فيها من كبار حملة الاسهم (بحوزتهم الكثير من الاسهم) فتكون عوائد الشركات خلال مدة الاعلان اكبر اذا كان المطلعون فيها يحوزون على كثير من الاسهم . كما اهتمت بدراسة دور مقننات المطلعين من الاسهم في سياق عدة فرضيات كنظرية الاشارة والوكالة ونموذج الاشارة ل (Isagawa's, 2000) ونظرية انخفاض القيمة ونظرية هيكل راس المال الامثل، التي فسرت لماذا تقوم الشركات بإعادة شراء اسهمها، ولماذا يستجيب السوق لهذا الاعلان . ووجدت الدراسة دعماً كبيراً لـ نموذج (Isagawa's,2000)، الذي يقول: إن الشركات تعيد شراء اسهمها للإشارة الى عدم تضييع تدفقاتها النقدية الحرة على مشاريع لها صافي قيمة حالية سالبة .

6 . دراسة (Grullon, & Michaely, 2002a)

عنوان الدراسة (محتوى المعلومات لبرامج اعادة شراء الاسهم)

(The Information Content of Share Repurchase Programs)

دراسة تحليلية اعتمدت على عينة مكونة من (4443) اعلان اعادة شراء الاسهم من السوق المفتوحة في الولايات المتحدة للمدة من (1980 - 1997) . وعلى عكس الاثار المترتبة على العديد من نظريات التوزيع ، اثبتت هذه الدراسة ان الاعلان عن برامج اعادة شراء الاسهم من السوق المفتوحة لا يتبعها زيادة في الاداء التشغيلي، ورغم ذلك . وجدت ان المخاطر النظامية، وكلفة رأس المال لهذه الشركات تتخفف بعد هذه الاحداث . فقد استجابة السوق وبشكل ايجابي لإعلانات اعادة شراء الاسهم، لان هذه الاحداث مرتبطة مع الانخفاض في كلف الوكالة للتدفقات النقدية الحرة والانخفاض في كلفة راس مال الشركة .

7 . دراسة (Grullon & Michaely, 2002b)

عنوان الدراسة (اعادة شراء الاسهم ومقسوم الارباح و فرضية الابدال)

(Dividends, Share Repurchases, and the Substitution Hypothesis)

وهي دراسة تحليلية لعينة من الشركات الامريكية تحتوي على (15843) شركة ، وإجمالي عدد المشاهدات السنوية للشركات (134646) مشاهدة للمدة من (1972 - 2000) . بيّنت

ان عمليات اعادة شراء الاسهم اصبحت شكلاً من الاشكال المهمة للتوزيعات في الشركات الامريكية وأكدت ان الشركات الصغيرة لديها ميل عالٍ لتوزيع الاموال عن طريق عمليات اعادة شراء الاسهم اكثر مما كانت عليه سابقاً، وأضحت هذه العمليات الشكل المفضل لدى المستثمرين بالمقارنة مع التوزيعات النقدية، وعلى الرغم من ان الشركات الكبيرة عموماً لم تخفض المقسوم النقدي، ولكنها مع ذلك اظهرت ميلها العالي للتوزيع من خلال اعادة الشراء، وتوصلت الدراسة الى حقيقة هي ان الشركات استبدلت تدريجياً مقسوم الارباح بإعادة شراء الاسهم، وبينت ايضاً ان القيود التنظيمية قبل عام (1983) كانت صارمة، وسببت في كبح الشركات بقوة من اعادة شراء اسهمها . وأظهرت نتائج الدراسة ان متوسط نسبة اعادة شراء الاسهم ارتفعت من (2.8%) عام (1972) الى (12.4%) عام (2000) .

8 . دراسة (Baker et al., 2003)

عنوان الدراسة (لماذا تستخدم الشركات إعادة الشراء من السوق المفتوحة : منظور إداري)

Why Companies use Open Market Repurchases: A Managerial Perspective

دراسة استطلاعية اعتمدت على توجيه الاسئلة لعينة من كبار المدراء الماليين التنفيذيين وتتكون من (642) شركة مدرجة في بورصة نيويورك وبورصة ناسداك و البورصة الامريكية لمعرفة آرائهم حول برامج اعادة شراء الاسهم، خلال المدة من يناير 1998 – سبتمبر 1999، فوجدت بأن سعر السهم المنخفض عن قيمته الحقيقية، الذي يعد اشارة الى السوق يعتبر من دوافع اعادة الشراء الاكثر اهمية ويليها بعد ذلك دافع تعديل هيكل راس مال الشركة وتجنب الضرائب المرتفعة على مقسوم الارباح (التمييز الضريبي) ومن خلال تحليل اجابات المدراء الذي شملهم الاستطلاع تبين بأنهم لا يعدوا الابدال وخيارات العاملين من الدوافع المهمة جداً والرئيسية لإعادة شراء الاسهم، وانما سعر السهم المنخفض دون قيمته الحقيقية هو الدافع الرئيس لإعادة الشراء .

9 . دراسة (Ekanayake , 2004)

عنوان الدراسة (اشارة المعلومات عن اعلانات اعادة شراء الاسهم : ادلة استرالية حديثة)

Information Signaling of Share Buy-Back Announcements – Recent Australian Evidence

دراسة تحليلية هدفت لبيان تأثيرات اشارة المعلومات حول اعلانات اعادة شراء الاسهم من السوق للشركات المدرجة في السوق الاسترالية التي قد اعلنت أكثر من مائتي اعلان اعادة شراء في السوق على مدى ثلاث سنوات للمدة من 1 يناير (2000) حتى 10 مارس (2003)،

وبينت بأنه إذا كانت استجابة السوق لهذه الإشارة ايجابية (سلبية) ينبغي ان ترتفع (تنخفض) أسعار اسهم الشركة المعاد شرائها على الفور بعد الاعلان .
 وتم حساب عائد السوق غير العادي على المدى القصير لمدة (10) ايام (يوم الاعلان وهو اليوم (0)، و(9) أيام تداول تتمحور حول تاريخ الاعلان منها (4) قبل الاعلان و(5) ايام بعد الاعلان) وتم حساب العائد غير العادي (AR) والعائد غير العادي المتراكم خلال مدة الحدث .
 وكانت نتائج الدراسة تدعم بقوة فرضية الإشارة للمعلومات حول اعادة شراء الاسهم، بمعنى اخر بينت هذه الدراسة ان استجابة السوق تعتمد على المعلومات المرسله من الشركة كإشارة، وتكون هذه الاستجابة اما سلبية او ايجابية حسب نوع المعلومة الواردة الى السوق .

10 . دراسة (Trojanowski & Renneboog, 2005)

عنوان الدراسة (نماذج في سياسة الدفع واختيار آلية الدفع لشركات المملكة المتحدة في تسعينات القرن الماضي)
 Patterns in Payout Policy and Payout Channel Choice of UK Firms in the 1990s

دراسة تحليلية لعينة مكونة من (985) شركة للمدة من (1992-1998) . وهي تغطي اكثر من ثلثي الشركات غير المالية المدرجة في بورصة لندن، بشرط ان تكون هذه الشركات مفصحة عن بياناتها لمدة ثلاث سنوات . واهتمت الدراسة بسياسات الدفع للشركات البريطانية خلال تسعينات القرن الماضي . وعلى خلاف الشركات الامريكية، فإن الشركات البريطانية لا تميل لتخفيض التوزيعات النقدية على المساهمين، وازدياد دور عمليات اعادة شراء الاسهم، اذ لا يزال مقسوم الارباح النقدي يشكل نسبة عالية من اجمالي التوزيعات، وحتى الشركات التي تعيد شراء اسهمها عادة تدفع مقسوم ارباح نقدي ايضاً . وأثبتت الدراسة وجود علاقة قوية بين تركيز الملكية واختيار آلية الدفع . فالشركات ذات الملكية المركزة (Concentrated Ownership) تميل الى اختيار المقسوم النقدي بدلاً من اعادة شراء الاسهم بصرف النظر عن شخصية المساهم المتحكم . واهتمت بدراسة جانبين مهمين من سياسة توزيع ارباح الشركات واختيار قناة الدفع سواء أكان التوزيع عن طريق اعادة الشراء او مقسوم الارباح . ومن خلال تحليل سلوك سياسات الدفع خلال التسعينات كانت النتائج مثيرة للاهتمام، اذ ما يقارب 85% من الشركات البريطانية تدفع مقسوم ارباح وتحافظ على سياسة دفع مستقرة نسبياً .

11 . دراسة (Huh & Park, 2007)

عنوان الدراسة (محددات إعادة شراء الاسهم من السوق المفتوحة : للإشارة أم للسيطرة ؟)
 The Determinants of Open-Market Share Repurchase: To Signal or to Control?

دراسة تحليلية لعينة من الشركات التي أعادت شراء اسهمها والمدرجة في بورصة طوكيو للأوراق

المالية ، اذ تتكون هذه العينة من (283) شركة للمدة من (1995 - 2006) . أثبتت الدراسة بأن الشركات التي تقوم بإعادة شراء اسهمها هي لا تقوم بتوزيع الثروة على المساهمين فحسب، ولكن أيضاً من اجل السيطرة على الشركة . وهدفت الدراسة الى استكشاف هذا الاحتمال من برامج اعادة شراء الاسهم للشركات اليابانية، وتبين ان اصحاب الشركات التي لديها تدفقات نقدية كبيرة ولهم الحق في التصويت، لها الحق ان تعلن عن اعادة شراء اسهمها بقوة أكبر . واكتشفت أيضاً ان فرق الادارة الحالية يشعرون بالقلق من حقيقة انها ممكن ان تصبح هدفاً سهلاً لعروض الاستيلاء العدائي .

12 . دراسة (Nayar ,et.al, 2007)

عنوان الدراسة (عروض وسيولة إعادة شراء الأسهم : اختبار التأثيرات المؤقتة والدائمة)
(Share Repurchase Offers and Liquidity: An Examination of Temporary and Permanent Effects)

اعتمدت الدراسة على عينة من الشركات الامريكية التي مارست اعادة شراء الاسهم من خلال المزاد الالمانى وعروض عطاءات السعر الثابت للمدة من يناير 1993 - ديسمبر 2004 . و اشارت هذه الدراسة الى أن اعادة شراء الاسهم من السوق المفتوحة لا تسمح بتقديرات دقيقة لقياس تأثيرات حجوم الاسهم المعاد شراؤها على سيولة السوق، وذلك بسبب عدم التأكد حول كمية وتوقيت الاسهم المشتراة فعلاً في برامج اعادة الشراء . وتحققت الدراسة من تأثيرات السيولة المؤقتة (على المدى القصير) والدائمة (على المدى الطويل) لإعادة شراء الاسهم ، والهدف من الدراسة التركيز على عروض عطاءات السعر الثابت والمزاد الالمانى خلال مدة زمنية قصيرة لان لهاتين الطريقتين ميزتين الاولى معرفة توقيت وكمية اسعار الاسهم المشتراة، والثانية تحدث عملية اعادة الشراء خلال مدة قصيرة لا تتجاوز 30 يوماً للتغلب على الصعوبة في عمليات اعادة الشراء من السوق المفتوحة نتيجة عدم الالتزام في اعادة الشراء بالإضافة الى المدة الاطول التي تستغرقها ،ويبدو ان التحسن في السيولة خلال المدة الزمنية الاطول، يكون نتيجة لتحسن سعر السهم العام وانخفاض التقلبات وليس نتيجة التغير الهيكلي في تحركات السوق .

13 . دراسة (Lee & Suh,2008)

عنوان الدراسة (محددات اعادة شراء الاسهم : براهين دولية)

(Determination of Share Repurchases : International Evidence)

في هذه الدراسة تم اختبار انماط ومحددات اعادة شراء الاسهم باستخدام بيانات لشركات من سبعة بلدان رئيسة هي: الولايات المتحدة، استراليا، كندا، فرنسا، ألمانيا، اليابان والمملكة المتحدة للمدة من (2000 - 2005) ووجدت بأن الشركات خارج الولايات المتحدة الامريكية لا تتعامل

بإعادة شراء الاسهم بقدر ما تتعامل به الشركات الامريكية . لكن الشركات سواء أكانت امريكية ام غير امريكية تكشف وبشكل مشترك عن سلوك اعادة شراء الاسهم .

وأشارت هذه الدراسة ايضاً الى أنه عبر مختلف البلدان تستخدم الشركات اعادة شراء الاسهم كوسيلة مرنة للتوزيع، إلا ان الشركات عموماً لا تستخدم اعادة الشراء كبديل لمقسوم الارباح النقدي، وأكدت هذه الدراسة أن الشركات لديها دوافع مختلفة في اعادة شراء اسهمها لان هذه الشركات لها خصائص مختلفة كحجم الشركة والربحية ونسبة الارباح المحتجزة الى اجمالي حقوق الملكية، وتقلب التدفقات النقدية لهذه الشركات كما وتشير الدلائل الى أن الشركات عبر مختلف هذه البلدان تحتفظ بالنقد بشكل عالٍ وهو الدافع الرئيس لإعادة الشراء .

14 . دراسة (Thanatawee, 2009)

عنوان الدراسة (محتوى المعلومات لمقسوم الارباح وإعادة شراء الاسهم من السوق المفتوحة :

النظرية والبرهان) (The Information Content of Dividends and Open market Share Repurchases: Theory and Evidence)

تناولت الدراسة التغيرات في مقسوم الارباح في تايلاند للمدة من (2002- 2005) وقامت باختبار فرضيتي الاشارة والتدفق النقدي الحر . هدفت هذه الدراسة الى تسليط الضوء على لغز مقسوم الارباح، وبناءً على ذلك، وضعت اثنتين من النماذج النظرية للمساعدة في تفسير، لماذا تدفع الشركات مقسوم ارباح وتعيد شراء اسهمها ؟ وهذه النماذج تعرض الحالة التي يكون فيها المديرون في الشركات ذات الاداء العالي والشركات ذات الاداء المنخفض، التي تقرر فيما اذا تم دفع الفائض النقدي على شكل اعادة شراء اسهم او مقسوم ارباح من اجل تلبية طلبات المستثمرين او بدلاً من ذلك الاستثمار في مشروع جديد وحقيقي . وركزت الدراسة على حالة الشركات ذات الاداء العالي التي يمكن ان يكون بحوزتها مشروع له صافي قيمة حالية موجبة . و الشركات ذات الاداء المنخفض التي لديها مشروع له صافي قيمة حالية سالبة . فالنموذج الاول هو نموذج (Isagawa, 2000)، الذي وضح ان توزيع مقسوم الارباح هي الاستراتيجية التي تهيمن عليها الشركات ذات الاداء العالي في حين ان الشركات ذات الاداء المنخفض، تختار اعادة شراء الاسهم على حساب المساهمين الحاليين . اما النموذج الثاني لـ (Fairchild & Zhang's,2005) الذي من خلاله تدعم قرارات توزيعات الادارة التي تعتمد على المقادير النسبية لمقسوم الارباح وإعادة الشراء لتقديم العلاوة بحسب الطلب وأثبت هذا النموذج، ان مديري الشركات ذات الاداء العالي قصيري النظر قد يرفضون المشروع الذي له صافي قيمة حالية موجبة بغية تلبية الطلب القوي من المستثمرين لتوزيع مقسوم الارباح او اعادة شراء الاسهم (مشكلة الاختيار الخاطئ) .

15.دراسة (Hyderabad ,2009)

عنوان الدراسة (استجابة السوق لإعادة الشراء المتكررة في الهند)

Market Reaction To Multiple Buy Backs In India

دراسة تحليلية على عينة مكونة من (3598) اعلان اعادة شراء من السوق المفتوحة . للمدة من (1980-2000)، بحثت هذه الدراسة الاختلاف في دوافع وخصائص الشركة واداء السوق والأداء التشغيلي اللاحق للشركات التي كثيراً ما تعلن عن عادة شراء اسهمها (ذات التكرار العالي في اعادة الشراء) مقابل الشركات التي نادراً ما تعلن عن اعادة شراء اسهمها في الهند . ووجدت الدراسة ان إعادة الشراء التي نادراً ما تحدث مرحب بها من قبل السوق اكثر بكثير من اعادة الشراء المتكررة . اضافة الى ذلك، ان الدخل التشغيلي للشركات التي كثيراً ما تعلن عن إعادة شراء اسهمها اكثر تقلباً من الاخرى، وتوزيعاتها لمقسوم الارباح النقدي اقل من الشركات التي نادراً ما تعلن عن اعادة شراء اسهمها . ويمكنها اعادة شراء اسهمها بشكل متكرر من خلال تدفقاتها النقدية غير التشغيلية الفائضة، هذا يعني ان نسبة توزيع مقسوم الارباح النقدي اعلى في الشركات التي نادراً ما تعلن عن اعادة شراء اسهمها، ويمكن تفسير ذلك لاستقرار ايراداتها التشغيلية، إلا انها لا تقوم بإعادة شراء اسهمها إلا اذا كان لديها تدفقات نقدية غير تشغيلية فائضة وان اسعار اسهمها فعلاً دون قيمتها الحقيقية، اذ يرافق اعلان اعادة الشراء الذي يحدث لأول مرة او الذي نادراً ما يحدث عوائد غير عادية اكثر من العوائد غير العادية الناتجة من برامج اعلانات اعادة الشراء التي كثيراً ما تحدث، اي بمعنى ان العوائد غير العادية في اعلان اعادة الشراء الثاني اقل من الاول والثالث اقل من الثاني وهكذا . فكانت استجابة السوق لإعلان اعادة الشراء الاول اقوى، اذ حققت عائد غير عادي مقداره (3.4%)، اما في اعلان اعادة الشراء الثاني فكان العائد غير العادي (2%)، اما في اعادة الشراء الثالثة كان العائد غير العادي مقداره (1.1%) .

16 . دراسة (Teng& Hachiya 2010a)

عنوان الدراسة (تأثير الانفاق الحكومي في فترة الركود على الإصلاح التنظيمي لإعادة شراء

الأسهم : أدلة لرفع الحظر عن اسهم الخزينة في اليابان)

The Pump-Priming Effect of Regulatory Reform on Stock Repurchases: Evidence from Lifting the Ban on Treasury Stocks in Japan

دراسة تحليلية اعتمدت على عينة من اعلانات اعادة شراء الاسهم من السوق المفتوحة التي اعلنتها الشركات اليابانية المدرجة في بورصة طوكيو للأوراق المالية وتمتد العينة لمدة 10 سنوات من السنة المالية (1997) الى السنة المالية (2006) . اذ اختبرت هذه الدراسة استجابة الشركات لإعادة شراء الاسهم عند رفع القيود عنها والمنصوص عليها في الاول من

اكتوبر(2001) في اليابان . وبالنظر لدوافع إعادة شراء الاسهم وجدت هذه الدراسة ان عمليات إعادة شراء الاسهم تزايدت بشكل ملحوظ بعد رفع الحظر المفروض على اسهم الخزينة. وأظهرت النتائج ان الشركات التي لديها مشاكل في التدفق النقدي الحر بدأت بخطة إعادة شراء الاسهم لتوزيع النقد الفائض على المساهمين وتخفيض او التخلص من تكلفة الوكالة خلال مدة المعايينة، وبينت الدراسة ايضاً ان الشركات التي ترغب في الإشارة الى انخفاض اسعار اسهمها دون قيمتها الحقيقية تعهدت بإعادة شراء اسهمها خلال مدة المعايينة لغرض رفع سعر السهم بعد إعادة الشراء، اذ ان هذه الشركات تأثرت بشكل كبير من خلال رفع القيود على عكس الشركات التي إعادة شراء اسهمها لغرض تخفيض تكلفة الوكالة . وتوصلت الدراسة الى أن الشركات التي لديها دوافع منخفضة للإشارة الى انخفاض قيمة السهم دون قيمته الحقيقية، قد زادت من عمليات إعادة شراء اسهمها بشكل أكبر استجابةً لرفع الحظر عن هذه العملية، اذ ان هذه الشركات لديها القدرة على الاستفادة من عمليات شراء اسهم الخزينة .

17 . دراسة (Teng & Hachiya 2010b)

عنوان الدراسة (هيكل حق الملكية ودوافع إعادة شراء الاسهم)

(Ownership structure and incentives to stock repurchase)

دراسة تحليلية لإعلانات إعادة الشراء لعينة من الشركات اليابانية المدرجة في بورصة طوكيو للأوراق المالية التي اعلنت عن إعادة شراء اسهمها للمدة من (1997 – 2006) . هدفت فيما اذا كان او كيف تؤثر إعادة شراء الاسهم في هيكل حقوق الملكية من خلال النظر لدوافع تعديل هيكل راس المال والإشارة لانخفاض القيمة من خلال إعادة شراء الاسهم . ووجدت الدراسة ان هيكل المراقبة القوي يحفز على اعتماد هيكل راس المال الامثل في الشركات لتعظيم قيمة الشركة . وأشارت الى ان الشركات التي لديها هيكل مراقبة قوي تميل للبدء بخطة إعادة الشراء كإشارة للقيمة المنخفضة، ومن ناحية اخرى فإن الشركات المستقرة هي اكثر حساسية لأداء السوق ولديها ميل اكثر لإعادة الشراء اذا كانت مقيمة بأقل من قيمتها الحقيقية . وقدمت هذه الدراسة تقرير مفصل لدوافع إعادة شراء الاسهم من خلال تحليل تأثيرات حقوق الملكية . اذ يمكن استخدام إعادة الشراء لزيادة نسبة الرافعة المالية للوصول الى الرافعة المثلى، او للإشارة لانخفاض القيمة الحالية للشركة او التوقعات الجيدة في المستقبل، ووجدت ان هيكل حقوق الملكية يؤثر في حجم إعادة شراء الاسهم حتى اذا كانت الشركات لديها الدافع لإعادة شراء الاسهم نفسه .

18 . دراسة (Ghosh , et.al, 2010)

عنوان الدراسة (دور برامج خيارات الاسهم الادارية في الحوكمة : ادلة عن اعادة شراء الاسهم لصناديق الاستثمار العقارية)

The Role of Managerial Stock Option Programs in Governance:
Evidence from REIT Stock Repurchases

دراسة تحليلية اعتمدت على عينة مكونة من (86) اعلان اعادة شراء الاسهم عبر صناديق الاستثمار العقارية للمدة من (1997-2004) ، واهتمت في معرفة دور برامج خيارات الاسهم وحياسة المدراء التنفيذيين لخيارات الاسهم في حوكمة صناديق الاستثمار العقارية، ودراسة هذه المسألة من خلال تحليل الكيفية التي يستجيب بها السوق لإعلانات اعادة شراء الاسهم بأنها تختلف بوصفها وظيفة من الهيكل الاداري لصناديق الاستثمار العقارية . وتحديداً، دراسة حياسة خيارات الاسهم للعاملين والتنفيذيين وتأثيرها في استجابة السوق لإعلانات الشركة لإعادة شراء اسهمها . ووجدت الدراسة ان السوق يستجيب بشكل ايجابي لإعلانات الشركات التي يكون فيها المدراء التنفيذيون يمتلكون خيارات اسهم اكبر. وكانت العوائد غير العادية المتراكمة طوال مدة اعلانات اعادة الشراء لصناديق الاستثمار العقارية ترتبط بشكل ايجابي مع حياسة التنفيذيين لخيارات الاسهم . ونتائج الدراسة فيما يتعلق بدور حياسة خيارات الاسهم للمديرين التنفيذيين وغير التنفيذيين تختلف عن تلك التي ذكرت في قطاع واسع من غير شركات صناديق الاستثمار العقارية، في حين وجدت الادلة الداعمة لأهمية خيارات الاسهم للتنفيذيين وهي منسجمة مع حوافز الادارة وتعزيز الاشارات الموجبة المتعلقة بإعلان اعادة الشراء، وهناك القليل من الادلة الداعمة بأن السوق يرى إعادة شراء صناديق الاستثمار العقارية تستخدم بالدرجة الاولى لتنفيذ خيارات الاسهم، وتعزو هذه النتائج الى زيادة الاعتماد من قبل المستثمرين لصناديق الاستثمار العقارية على آليات الحوكمة الداخلية (مثل برامج خيارات الاسهم)، نتيجة القيود التنظيمية التي تحد من المراقبة الخارجية مثل عمليات الاستيلاء العدائية .

19 . دراسة (Tong , et. al, 2012)

عنوان الدراسة (اعادة شراء الاسهم في اليابان : دراسة اولية)

Stock Repurchases in Japan: A Preliminary Study

هذه الدراسة التجريبية هدفها التحقق من سلوك اعادة شراء الاسهم للشركات اليابانية للمدة من (1995 - 2009) . والشركات التي تعيد شراء اسهمها تقوم باسترجاع الفائض النقدي الى المستثمرين وتعديل هيكل راس المال و ارسال الاشارة الى المستثمرين وتستخدم معلومات السوق لتفسير هذا السلوك . قدمت هذه الدراسة تفسيراً يختلف عن الدراسات التي اجريت سابقاً على الشركات الامريكية، فهي لم تُشر الى ابدال مقسوم الارباح في تفسير سلوك اعادة شراء الاسهم

في الشركات اليابانية . إذ وجد الباحثون في هذه الدراسة دليلاً قوياً بأن سلوك إعادة شراء الاسهم في اليابان مرتبط بتعديل هيكل راس مال الشركات للحد الذي يرغبون به من الرافعة (الرافعة المستهدفة)، وركزت الدراسة على بعض الاسباب والتي تبرر صيرورة إعادة شراء الاسهم بأنها مهمة جداً في اليابان، وهي بشكل عام ترتبط مع نظريات التدفق النقدي والإشارة وانخفاض القيمة وتعديل الرافعة و مواجهة عروض الاستيلاء العدائية والبريد الاخضر ومنع أثر الانخفاض الذي يمكن ان تسببها خيارات اسهم العاملين عند تنفيذها .

20 . دراسة (Cremers,2012)

عنوان الدراسة (اختبار دوافع إعادة شراء الاسهم : للشركات في المانيا وهولندا)

Testing the Motivation for Share Repurchases: Firms in the Netherlands and Germany

استندت الدراسة لعينة مكونة من (696) اعلان إعادة شراء من قبل الشركات غير المالية المدرجة في مؤشر (DAX) في المانيا ومؤشر (AEX) في هولندا . واهتمت بدراسة استجابة سعر السهم بعد اعلانات إعادة شراء الاسهم من السوق المفتوحة للمدة من (2002-2011) . وأكدت الدراسة وجود عائد غير عادي في يوم الاعلان وما بعده ولكن هذه العوائد غير العادية كانت اقل بكثير من العوائد غير العادية التي وثقتها دراسات مماثلة في الولايات المتحدة والمانيا وهولندا . وأكدت الدراسة ان سبب هذا الفرق في العوائد غير العادية بين الولايات المتحدة وقارة اوروبا يرجع الى القانون المدني الذي يقدم حماية اقل لصغار المستثمرين بالإضافة الى ان الأسواق ضعيفة السيولة نسبياً مما يؤدي الى انخفاض عدم التماثل المعلوماتي والذي يفضي الى تخفض العوائد غير العادية . علاوة على ذلك ان الشركات الاوربية تحتاج الى موافقة حملة الاسهم على برامج إعادة الشراء بينما الشركات في الولايات المتحدة لا تحتاج سوى موافقة مجلس الادارة .

21 . دراسة (Bonaime , et.al, 2012)

عنوان الدراسة (هل ان المرونة الادارية جيدة للمساهمين : براهين عن إعادة شراء الاسهم)

Is Managerial Flexibility Good for Shareholders? Evidence from Share Repurchases
دراسة تحليلية لعينة مكونة من (5498) شركة أعادت شراء اسهمها خلال المدة (1984 - 2010) . درست قيمة المرونة المالية باستخدام نشاط إعادة الشراء . اذ يكون لدى المدراء مرونة عالية في تنفيذ إعادة شراء الاسهم، وينبغي نظرياً ان يكونوا قادرين على اضافة قيمة من خلال توقيت السوق، وتوقيت شراء الاسهم حينما تكون اسعار الاسهم منخفضة والتوقف حينما تكون اسعار الاسهم مرتفعة . ولكن نتائج الدراسة جاءت خلافاً لذلك، فيقوم المديرون بإعادة الشراء بأسعار مرتفعة ونسب التقييم (نسبة القيمة الدفترية الى القيمة السوقية والمبيعات الى

السعر) غير مؤاتيه، و استكشفت الدراسة محددات هذا السلوك، فوجدت ان كل من ادارة الارباح وثقة الادارة المفرطة تسهم في سوء التوقيت لإعادة شراء الاسهم، وان المرونة الادارية تسبب الضرر للمساهمين . ووجدت الدراسة عند مقارنة اسعار الاسهم ونسب التقييم تاريخياً للشركة ذاتها من خلال مقارنة الميزانية الفصلية التي يكون فيها اعادة شراء مع الميزانية الفصلية التي لا يكون فيها اعادة شراء، وجدت ان اسعار الاسهم اعلى ونسب التقييم اقل خلال الربع الذي يكون فيه اعادة الشراء نسبة الى الربع الذي لا يكون فيها اعادة شراء .

22 . دراسة (Shu,et.al,2013)

عنوان الدراسة (الثقة الإدارية المفرطة واعادة شراء الاسهم)

Managerial Overconfidence and Share Repurchase

دراسة استندت لعينة من اعلانات برامج اعادة الشراء في سوق تايوان المالي، وتميزت بالسبق في مناقشة وقياس مستوى الثقة المفرطة للإدارة، اذ يشعر المديرون في بعض الاحيان بأن قيمة شركاتهم دون قيمتها الحقيقية مما يجعلهم اكثر اندفاعاً لاستخدام برامج اعادة الشراء، وهذا ما يدفعهم لتنفيذ اعادة شراء الاسهم بكميات كبيرة، وشارت الدراسة ايضاً بأن الشركات التي تعاني ادارتها من فرط الثقة تميل لاستخدام برامج اعادة الشراء حتى في الحالات التي لم تكن قيمتها السوقية دون قيمتها الحقيقية . وأظهرت النتائج التجريبية بأنه تم استخدام (2744) برنامج اعادة شراء اعلنتها (783) شركة مدرجة في سوق تايوان خلال المدة (2000 – 2008)، وتبين ان ثقة الإدارة المفرطة ترتبط بشكل ايجابي مع كثافة استخدام برامج اعادة الشراء .

23 . دراسة (Tabtieng , 2013)

عنوان الدراسة (دوافع برامج اعادة شراء الاسهم وتأثير الاسعار في القرارات الادارية لإنهاء برامج اعادة الشراء في تايلند)

Motivations for Share Repurchase Programs and the Effect of Share Prices on Managerial Decisions to End Share Repurchase Programs in Thailand

بحثت هذه الدراسة الاستطلاعية الدوافع من إعادة شراء الاسهم التي تؤثر في القرارات الادارية للشركات المدرجة في بورصة تايلند من يوليو (2001) الى ديسمبر (2009) وشمل الاستطلاع (64) شركة، ووجدت الدراسة ان معظم الاسباب المذكورة من قبل هذه الشركات تشير بأن الدافع الرئيس هو أن اسعار اسهمها كانت مقيمة دون قيمتها الحقيقية، والرغبة في تحسين ربحية السهم الواحد، وبينت هذه الدراسة ايضاً اثر القرارات الادارية في انهاء برنامج اعادة شراء الاسهم في (27) شركة وأكدت النتائج ان اسعار الاسهم لـ (12) شركة ازدادت بعد انهاء برنامج اعادة الشراء، وهناك (4) شركات فقط قررت بيع اسهم الخزينة للحصول على

مكاسب، وقررت (8) شركات اخرى الغاء برامج اعادة شراء الاسهم عن طريق تخفيض راس مالها، ووجدت الدراسة هناك اسباب اخرى تعد اكثر اهمية مثل الرغبة في الحفاظ على سعر السهم الحالي بمستوى عالي لتجنب عروض الاستيلاء من المستثمرين الاخرين . في حين انخفضت اسعار اسهم (15) شركة اخرى بعد انتهاء برامج اعادة شراء الاسهم، فكانت هناك (4) شركات قررت اعادة بيع اسهم خزيتها لغرض الحصول على مكاسب، الذي يبدو بأنه قرار مناسب لان بعد هذه المدة انحدرت فيها اسعار الاسهم الى اسفل بشكل اكبر. لذلك قررت (11) شركة انتهاء برامج إعادة شراء اسهمها فقامت (3) شركات بإعادة بيع اسهم الخزينة بخسارة و (8) شركات خفضت راس مالها بشكل دائم (الغائها) .

24. دراسة (Anderson & McLaughlin 2013)

عنوان الدراسة (اعادة الشراء مقابل مقسوم الارباح النقدي: استجابة المستثمر لإعلانات العائد النقدي)
Buybacks versus Ordinary Dividends: Marginal Investor Reactions to
Cash-return Announcements

استندت الدراسة لعينة من الشركات الاسترالية والأمريكية والنيوزيلندية . اذ اختبرت استجابة سعر السهم لإعلانات الشركات عن الزيادة في إعادة شراء الاسهم ومقسوم الارباح للمدة (1993 – 2009) . وتتعلق هذه النتائج بفرضية الابدال في بيانات الشركات الاسترالية والأمريكية والنيوزيلندية . وأشارت الى ان الإعلانات عن الزيادة في مقسوم الارباح لها تأثيرات ايجابية أكبر على سعر السهم من اعلانات اعادة الشراء، وهذه الدراسة ايضاً اهتمت بتفضيلات المستثمرين من خلال هاتين الاداتين . ويفضل المستثمرون الزيادة في مقسوم الارباح على اعادة شراء الاسهم حينما تقوم الشركات بالتوزيعات النقدية، وذلك بدرجة اكبر من الشركات التي لا تستخدم سوى طريقة واحدة من التوزيعات النقدية .

ونظراً لاختلاف الهيكل الضريبي للبلدان الثلاثة فإن النتائج ينبغي ان تكون مختلفة، لذا يمكن توقع استجابة المستثمرين في نيوزلندا لعمليات اعادة الشراء ومقسوم الارباح سوف تكون مختلفة تماماً عن بعضها البعض . فكلّاً من امريكا واستراليا لديها ضرائب على المكاسب الرأسمالية ، مما يعني ان الاختلاف في النظام الضريبي لهذين البلدين يعد المحرك او الدافع الرئيس لتفضيل المستثمر لاختيار احدى هاتين الاداتين في الدفع النقدي . فالشركات الامريكية تفضل اعادة الشراء، اذ تخضع الشركات التي تدفع مقسوم ارباح نقدي للضريبة المزدوجة اي تخضع كل من الشركات والمساهمين الى الضريبة وهذا هو السبب في كون الضرائب على المكاسب الرأسمالية اقل بينما كان العكس في الشركات الاسترالية .

2.1.1.2. الدراسات ذات الصلة بعدم التماثل المعلوماتي :**1 . دراسة (Wang & Johnson , 2008)**

عنوان الدراسة (عدم التماثل المعلوماتي، الإشارة و إعادة شراء الاسهم)

Information Asymmetry, Signaling, and Share Repurchase

استندت الدراسة لعينة مكونة من (1946) اعلان اعاداة شراء من السوق المفتوحة في الولايات المتحدة الامريكية للمدة من (1987 - 2005) . استهدفت بيان ما اذا كانت اعلانات اعاداة شراء الاسهم الفعلية ترسل اشارات صادقة وموثوق بها لنقل المعلومات للمستثمرين . وجدت ان التحسن في الاداء التشغيلي مرتبط مع كمية اعاداة شراء الاسهم الفعلية وليس مع اعلانات اعاداة الشراء إلا اذا تم تنفيذها بشكل فعلي، اذ وجد الباحثان في هذه الدراسة ان عوائد الاسهم غير العادية على المدى الطويل ترتبط مع كمية اعاداة الشراء الفعلية، وليس مع اعاداة الشراء المعلنة، اذ ركزت معظم الادبيات المالية اليوم حول حجم اعاداة الشراء المعلنة، وهذا من الممكن قد يؤدي الى نتائج مضللة .

2 . دراسة (Hsu & Liu,2009)

عنوان الدراسة (الخيار لإعادة شراء الاسهم: التدفق النقدي الحر مقابل فرضية عدم التماثل المعلوماتي)

The Option to Repurchase Stock:

Free Cash Flow vs. Information Asymmetry Hypotheses

دراسة اعتمدت على عينة تحتوي على (2800) اعلان اعاداة شراء اسهم للشركات المدرجة في بورصة تايوان المالية للمدة (2000 - 2009)، اقترحت هذه الدراسة فرضية الخيارات المستندة على التدفقات النقدية الحرة على افتراض ان برامج اعاداة شراء الاسهم تعد خيار تبادل يعطي الشركات المرونة لتبادل النقد المكافئ لأسهمها، وتفسر هذه الفرضية الاستجابة الايجابية لسعر السهم لإعلانات اعاداة الشراء من السوق المفتوحة . وقامت باختبار ومقارنة مدى صحة هذه الفرضية نسبة الى نموذج خيار التبادل المستند على عدم التماثل المعلوماتي، الذي اول من فسره كل من (Ikenberry & Vermaelen,1996)، الذي وضح ايضاً كيفية استجابة سعر السهم الايجابية لإعلانات اعاداة شراء الاسهم . واطهرت نتائج الدراسة من خلال توقعات فرضية الخيار المستندة على التدفقات النقدية الحرة بأن العوائد غير العادية ترتبط بشكل ايجابي مع معدل العائد الخالي من المخاطرة، في حين انها لا ترتبط بشكل كبير في العلاقة بين العوائد الفعلية وعوائد السوق للشركات التي تعيد شراء اسهمها، وهذه الادلة هي اكثر انسجاماً مع فرضية الخيار المستندة على التدفقات النقدية الحرة .

3 . دراسة (Thanatawee, 2011a)

عنوان الدراسة (سياسة الدفع والاستثمار الحقيقي في ظل عدم التماثل المعلوماتي)

Payout Policy and Real Investment under Asymmetric Information

طورت هذه الدراسة نموذج نظري يفسر اختيار الادارة لاستخدام التدفقات النقدية للشركة للدفع وذلك عبر اعادة شراء الاسهم او مقسوم الارباح النقدي او استثمارها في مشروع حقيقي . ويوضح النموذج الحالة التي يمتلك فيها المديرون معلومات افضل من المستثمرين الاخرين حول جودة اداء الشركة (عدم تماثل معلوماتي)، ويمكن استثمار الفائض النقدي في مشاريع مربحة بدلاً من اعادتها الى المساهمين . وتظهر نتائج الدراسة ان توزيع مقسوم الارباح هو الاستراتيجية التي تهيمن عليها الشركة ذات الجودة العالية . وفي السوق الكفوءة يميز بين الشركة ذات الجودة العالية والشركة ذات الجودة المنخفضة، فالأولى يمكنها ان تستثمر في مشروع جديد بينما تدفع الثانية مقسوم ارباح، وفي السوق الكفوءة ايضاً يميز بين الشركة ذات الجودة العالية التي تقوم بإعادة شراء اسهمها وبين الشركة ذات الجودة المنخفضة والتي تدفع مقسوم الارباح النقدي . هذا يعني ان الشركة ذات الجودة العالية بالإضافة الى توزيع مقسوم الارباح النقدي يمكنها ان تقوم بإعادة شراء اسهمها او ان تقوم باستثمار هذه الاموال في مشاريع مجدية في حين لا تستطيع الشركة ذات الجودة المنخفضة القيام بذلك .

4 . دراسة (Bhattacharya,et.al, 2012)

عنوان الدراسة (هل جودة الارباح تؤثر في عدم التماثل المعلوماتي : ادلة عن تكاليف التداول)

Does Earnings Quality Affect Information Asymmetry ? Evidence From Trading Costs

دراسة تحليلية لعينة اشتملت على (14389) شركة مدرجة في بورصة ناسداك Nasdaq ونيويورك NYSE للمدة من (1997-2006) . وأوضحت ان عدم التماثل المعلوماتي في الاسواق مرتبط بفكرة مفادها ان احد اطراف الصفقة لديه معلومات افضل من الطرف الاخر . وان الاعلان المالي ينطوي على نقل المعلومات غير المتماثلة المتعلقة بقيمة الشركة . لكن ارتفاع عدم التماثل المعلوماتي يسبب زيادة في التكلفة، اذ يزيد من مخاطر الاختيار الخاطيء للأطراف المتعاملة في الاسواق المالية، بالإضافة الى انه يخفض من السيولة النقدية . وهدفت الدراسة لأثبات فيما اذا كانت جودة الارباح المعلنة يمكن تسهم في نقل المعلومات بشكل مختلف للمشاركين، فوجد ان العلاقة بين جودة الارباح وعدم التماثل المعلوماتي يختلف بين الشركات الكبيرة والصغيرة .

5 . دراسة (Rim & Adel, 2014)

عنوان الدراسة (عدم التماثل المعلوماتي وسياسة التوزيع : اعادة شراء الاسهم او مقسوم الارباح)
Asymmetric Information & Payout Policy: Dividend or Share Repurchase
دراسة تحليلية استهدفت توضيح طبيعة العلاقة بين اعادة اشراء الاسهم ومقسوم الارباح في ظل عدم التماثل المعلوماتي، وتتكون العينة من (77) شركة داخلية ضمن مؤشر (SBF 120) الفرنسي للمدة من (2003 - 2008) . وقد اختارت الدراسة هذه المدة لأن

عمليات إعادة شراء الاسهم شهدت توسعاً سريعاً في السوق الفرنسية خلال هذه السنوات. وأظهرت نتائج الدراسة ان المديرين يفضلون إعادة الشراء على التوزيع النقدي عند وجود عدم تماثل معلوماتي . والسبب في ذلك ان إعادة الشراء ترسل اشارة قوية مقارنة بمقسوم الارباح النقدي، وهذا ما يفسر العلاقة الايجابية بين عدم التماثل المعلوماتي واختيار إعادة الشراء والعلاقة السلبية المتعلقة بتوزيع المقسوم النقدي .

3.1.1.2. الدراسات ذات الصلة بنظرية الاشارة :

1 . دراسة (McNally,1999)

عنوان الدراسة (اشارة إعادة شراء الاسهم من السوق المفتوحة)

Open Market Stock Repurchase Signaling

وقدمت هذه الدراسة نموذج تجريبي لفحص العوائد المتحققة من الاسهم المعاد شراؤها من السوق المفتوحة، واعتمدت على نظرية الاشارة، والتي تقود الى تخصيص النموذج الجريبي لاختبار تفسيرات بديلة للعوائد خلال مدة الاعلان، وتناولت هذه الدراسة نموذج الاشارات المرسله من خلال إعادة الشراء من السوق المفتوحة وهي تحاكي اثار إعادة الشراء والمنفعة التي يحصل عليها المطلعين . فلوائح وتنظيمات إعادة الشراء تمنع المطلعين من التداول خلال مدة إعادة الشراء، مما قد يعرضهم الى مخاطر اكبر. واختبرت الدراسة هذا النموذج على ثلاث فرضيات ومن هذه الفرضيات ان الشركات التي تعيد شراء اسهمها تحقق ارباح اعلى، وكانت عينة اختبار هذا النموذج حوالي (1197) اعلان إعادة شراء من السوق المفتوحة في الولايات المتحدة تمتد بين عامي (1984-1988) .

2 . دراسة (Bhattacharya & Dittmar, 2003)

عنوان الدراسة (الاشارة الاكثر تكلفة والاقل تكلفة: النظرية والبرهان عن عمليات إعادة شراء الاسهم)

Costless Versus Costly Signaling: Theory and Evidence from Share Repurchases

دراسة تحليلية لعينة مكونة من (2297) شركة اعلنت عن إعادة شراء اسهمها من السوق المفتوحة للمدة (1985 - 1995) . وهدفت الى تطوير نموذج بسيط لمعرفة آلية الاشارة التي سوف تستخدم تحت اي ظرف من ظروف سوق راس المال . ووجدت الدراسة كما هو متوقع تفضيل نموذج (نقل المعلومات بأقل تكلفة) على الاشارة المكلفة، لأنه في الاسلوب الاخير فإن جميع تكاليف الفصل (تكاليف تمييز الشركة الجيدة عن الرديئة) تتحملها الشركة . واكدت الدراسة ان الاشارة غير المكلفة، لا يمكن ان تستخدم إلا من قبل الشركات الجيدة والمقيمة بأقل من قيمتها، والشركات الرديئة لا يمكنها تقليد الشركة الجيدة . كما وجدت الدراسة ان الاشارة غير المكلفة يمكن ان تجذب انتباه المضاربين فقط حينما يكون هناك احتمال للكشف عن المزيد

من الفرص الاستثمارية لتحقيق ارباح تغطي تكاليف البحث والتدقيق، والأدلة المؤيدة لتنبؤات هذا النموذج قوية ومثيرة للانتباه .

3 . دراسة (Hackethal & Zdantchouk,2005)

عنوان الدراسة (قوة الاشارات المرسله لإعادة شراء الاسهم من السوق المفتوحة في المانيا)
Signaling Power of Open Market Share Repurchases in Germany
 دراسة تحليلية لعينة من الشركات الالمانية تشتمل على (483) شركة، وعدد اعلاناتها (785) اعلاناً للمدة من مايو (1998) حتى 11 ابريل (2003) . و أظهرت نتائج هذه الدراسة ان عوائد الاسهم غير العادية لإعلانات اعادة الشراء من السوق المفتوحة هي اعلى بحوالي اربع مرات في المانيا مما يقابلها في الولايات المتحدة (12% مقابل 3%) وفسرت هذا الاختلاف بين البلدين بأنه يرجع الى الاختلاف في تنظيمات اعادة الشراء . وتشير الدلائل التجريبية الى أن مديري الشركات الالمانية استخدموا اعادة الشراء بالدرجة الاولى للإشارة الى انخفاض اسعار الاسهم عن قيمتها الحقيقية . وبرهنت ان تنظيمات اعادة الشراء الصارمة التي نص عليها القانون الالمانى اكثر مصداقية في الإشارة من تنظيمات الولايات المتحدة المتساهلة، وهذا ما اثبت صحة فرضية الدراسة .

4 . دراسة (Fried,2005 b)

عنوان الدراسة (تداول المعلومة والاشارة الكاذبة عند إعادة الشراء من السوق المفتوحة)
Informed Trading & False Signaling with Open Market Repurchases
 اشارت هذه الدراسة الى أن الشركات العامة في الولايات المتحدة تستخدم وبشكل متزايد برامج اعادة شراء الاسهم من السوق المفتوحة بدلاً من مقسوم الارباح النقدي لتوزيع الفائض النقدي على المساهمين، وأوضحت هذه الدراسة ان المدراء قادرون على استخدام اعادة شراء الاسهم من السوق المفتوحة واعلانات اعادة الشراء المضللة لإثراء انفسهم على حساب المساهمين الاخرين . والمدراء هم اول من يدرك انخفاض اسعار الاسهم دون قيمتها الحقيقية، وكثيراً ما يستخدمون عمليات اعادة شراء الاسهم لشراء الاسهم بشكل غير مباشر لأنفسهم من خلال التفاوض او المساومة على سعر السهم او من خلال الاشارة المضللة . فعند قيام المدراء بإعلانات اعادة شراء مضللة فإن غايتهم تضخيم او رفع سعر السهم قبل بيع اسهمهم، وهم لا ينون فعلاً إعادة شراء الاسهم .

5 . دراسة (Chen, 2007)

عنوان الدراسة (مصداقية إشارات إعادة شراء الأسهم)
The Credibility of Stock Repurchase Signals

وهي دراسة تحليلية جمعت بياناتها من شركات منتشرة في جميع انحاء العالم والتي سمحت بإعادة شراء اسهمها خلال المدة (1995-2000) . وهدفت لاختبار فرضية الاشارة الى المعلومات في سياق عروض العطاءات لإعادة شراء الاسهم وعمليات اعادة الشراء من السوق المفتوحة . وكانت استجابة سعر السهم مؤاتيه لإعلانات عروض عطاءات اعادة الشراء وثبت تحقق مفاجئات الارباح الايجابية بعد الاعلان من خلال الدراسات التجريبية السابقة، إلا ان بعض الدراسات الحديثة وجدت انخفاض في الارباح لسنة بعد الاعلان عن اعادة الشراء . فالولايات المتحدة اكثر تحراً في لوائح وقوانين اعادة الشراء من حيث التنفيذ والإفصاح، لان كلاً من اعادة شراء الاسهم وإدارة الارباح هي خيارات ادارية مهمة، وهدف هذه الدراسة هو ربط هذين الخيارين من خلال استكشاف مصداقية اشارة إعادة شراء الاسهم . ومن الابتكارات الرئيسة لهذه الدراسة ساعدت في تصنيف اعادة شراء الاسهم في برامج اعادة الشراء المكتملة مقابل برامج اعادة الشراء غير المكتملة، والسؤال المطروح هنا هو هل ان الشركات التي لديها برامج اعادة شراء غير مكتملة يكون لها سلوك وأداء مختلف عن الاولى ؟ أظهرت نتائج الدراسة التجريبية ان الشركات التي لديها ارباح عالية ونسبة اكبر من الاسهم القائمة تسعى لإعادة شراء اسهمها . ومن دون الإفصاح عن مصادر التمويل في اعلانات الشركات لإعادة شراء اسهمها من الاكثر احتمالاً ان تميل هذه الشركات لترك برامج اعادة الشراء غير مكتملة .

6 . دراسة (Firth , et,al, 2008)

عنوان الدراسة (الاشارة المفردة والاشارة المزدوجة : التحقق في تداول المطلع حول اعادة شراء الاسهم)

Double Signals or Single Signal? An Investigation of Insider Trading Around Share Repurchases

دراسة تحليلية غطت مدة (10) سنوات امتدت من (1993 لغاية 2002) . اعتمدت على عينة تتكون من (694) شركة قامت بشراء (7437000000) سهم بقيمة (29998000000) دولار. وتناولت هذه الدراسة نشاط تداول ادارة الشركة طوال مدة اعادة شراء الاسهم في هونك كونك، اذ توجد أنشطة لتداول المطلعين بشكل كبير قبل البدء بإعادة شراء الاسهم . فإذا كان التداول بقصد ارسال اشارة فأن برامج اعادة شراء الاسهم ينبغي ان تكون مصحوبة برغبة المديرين بالشراء وليس بالبيع . ومن المتوقع ان تكون كثافة نشاط الشراء من قبل المديرين اكبر بكثير من كثافة نشاط البيع خلال مدة اعادة الشراء، وأكدت الدراسة وجود اشارات مزدوجة : الاولى من عمليات اعادة الشراء، والثانية : نتيجة زيادة مشتريات المديرين، وهذه الاشارات المزدوجة تخلق اشارات اقوى في نقل المعلومات الى السوق عن انخفاض اسعار الاسهم دون قيمتها الحقيقية، اي : إن هذه الاشارة القوية زادت من وتيرة

عمليات اعادة الشراء في هونك كونك . في حين ان ازدياد مبيعات المدراء عند اعادة شراء الاسهم تخفض من قوة هذه الاشارة . وقدمت بعض الادلة على ان اشارة المعلومات هي العامل المهيمن والدافع الرئيس لقرارات اعادة شراء الاسهم .

7. دراسة (Leng & Noronha 2011)

عنوان الدراسة(المعلومات وأداء السهم على المدى الطويل بعد اعادة شراء الاسهم من السوق المفتوحة)
Information and Long-term Stock Performance Following Open-Market Share Repurchases

استهدفت الدراسة تحليل واستكشاف المعلومات الخاصة غير المشاهدة للمديرين . وتتكون عينتها النهائية من (3990) حدث (اعلان) للمدة من (1986- 2004) ، وأكدت بأن مديري الشركات لديهم معلومات خاصة حينما يقرروا اعادة شراء الاسهم من السوق المفتوحة وان هذه المعلومات مرتبطة بشكل كبير في اثناء الاعلان وما بعده وتكون هناك عوائد غير عادية مع تحسّن في الارباح . وقد وجدت الدراسة ان العوائد غير العادية وتحسن الارباح بعد الاعلان لا ترتبط سوى بالمعلومات الخاصة بالعينة من الشركات التي اعادة شراء اسهمها فعلاً . وتوصلت الدراسة الى ان السوق يستوعب المعلومات الخاصة للمديرين في اثناء الاعلان، ويستمر القيام بذلك الى ما بعد الاعلان، لان الاعلان بحد ذاته يرسل معلومات غامضة وينتظر السوق اعادة الشراء الفعلية للشركة لتفسير هذه المعلومات بشكل افضل .

8 . دراسة (Huang,et.al,2011)

عنوان الدراسة (اعلانات اعادة شراء الاسهم من السوق المفتوحة و اشارات الارباح)
Open-Market Stock Repurchase Announcements and Earnings Signals
دراسة تحليلية لعينة مكونة من (1964) اعلان اعادة شراء من السوق المفتوحة للمدة من (1991 الى 2005)، وكانت نسبة الاسهم التي تسعى الشركات لإعادة شرائها حوالي (7.88%) من الاسهم القائمة . وتبحث الدراسة فيما اذا كانت اعلانات برامج اعادة الشراء من السوق المفتوحة تحتوي على محتوى معلومات حول الربحية المستقبلية ام لا، والتي تقاس من خلال التغيرات في الارباح والعوائد غير العادية . بينما لم تجد الدراسة اي دليل على ان عمليات اعادة الشراء ترتبط بشكل ايجابي مع التغيرات في الارباح، الا ان الاشارات لإعادة شراء الاسهم يمكنها ان تفسر وبشكل واضح الارباح المستقبلية والعوائد غير العادية للشركات التي تعيد شراء اسهمها والتي تدفع ايضاً مقسوم ارباح نقدي . وبشكل عام اشارت النتائج التجريبية بأن عمليات اعادة شراء الاسهم تستخدم كأداة تكميلية لدفع الارباح المؤقتة للمساهمين . ومن الفرضيات التي اثبتتها الدراسة بأنه توجد علاقة موجبة بين اشارة إعادة الشراء والارباح المستقبلية .

2.1.2. مناقشة الجهود المعرفية للدراسات السابقة :

تهتم هذه الفقرة بمناقشة الجهود المعرفية وتحديد مجالات الاستفادة منها التي تسهم في تدعيم وإرساء الجانب النظري والتطبيقي للدراسة الحالية وعلى النحو الآتي :

1.2.1.2 . السلسلة الزمنية للجهود المعرفية :

يتضح من معطيات الجدول (1-2) ان اغلب الجهود المعرفية التي أسهمت في تدعيم الدراسة الحالية تركزت في الالفية الثالثة اذ شكلت (94.6%) من مراحل السلسلة الزمنية، وهذا يعني تزايد الاهتمام بآلية اعادة شراء الاسهم، والتي تعد من الادوات الحديثة التي توصل اليها الفكر المالي الحديث، وارتفاع وتيرة الجدل عن هذا الموضوع الحديث خصوصاً في ظل وجود عدم التماثل المعلوماتي، لذا فأن مجالات الاستفادة منه لم تستنفذ على المستوى العالمي والعربي، ولايزال يحظى بكثير من الدراسة والبحث من قبل الباحثين والاكاديميين .

2.2.1.2 . تنوع طبيعة الجهود المعرفية :

تنوعت الجهود المعرفية بين الدراسات التحليلية والاستطلاعية في معظم اسواق المال العالمية، التي تتضح من خلال الجدول الآتي :

الجدول (1-2) تنوع طبيعة الجهود المعرفية السابقة والسلسلة الزمنية للدراسة

سنة الدراسة		طبيعة الدراسة		
بعد عام 2000	قبل عام 2000	استطلاعية	تحليلية	
35	2	4	33	عددها
94.6%	5.4%	10.8%	89.2%	نسبتها

ويظهر من نتائج الجدول ان النسبة الاكبر كانت من حصة الدراسات التحليلية، اذ بلغت (89.2%) من اجمالي الدراسات السابقة يقابلها حصة الدراسات الاستطلاعية التي بلغت (10.8%) من اجمالي الدراسات، ويستخلص الباحث من ذلك ان التنظير لايزال مستمراً لبيان فلسفة نظرية اعادة الشراء في ظل عدم التماثل المعلوماتي نظراً لان الاسواق المالية متباينة من ناحية الكفاءة ما يستلزم دراسة الاشارات التي ترسلها اعلانات اعادة الشراء لهذه الاسواق بغية التخلص، او بالحد الادنى التخفيف من مشكلة عدم التماثل المعلوماتي .

3.2.1.2. مجالات الإفادة من الجهود المعرفية السابقة :

يلخص الجدول (2-2) مجال الاستفادة من الجهود المعرفية في تدعيم الدراسة الحالية وكالاتي :

الجدول (2-2) مجالات الاستفادة من الجهود المعرفية السابقة

اسم الدراسة	مجال الافادة	اسم الدراسة	مجال الافادة
دراسة (Nohel & Tarhan ,1998)	الجانب النظري	دراسة (Tong , et. al, 2012)	الجانب النظري
دراسة Gonzalez&Gonzalez,2000	الجانب النظري	دراسة (Bonaime , et.al, 2012)	الجانب النظري
دراسة (Jagannathan, et.al, 2000)	الجانب النظري	دراسة (Shu,et.al,2013)	الجانب النظري
دراسة (Mitchell, et al., 2001)	الجانب النظري	دراسة (Tabtieng , 2013)	الجانب النظري
دراسة (Li, & McNally, 2001)	الجانب النظري	Anderson & McLaughlin 2013.	الجانب النظري
دراسة،Grullon &Michaely 2002,b	الجانب النظري	دراسة (Wang& Johnson ,2008)	كمقياس للدراسة والجانب النظري
دراسة،Grullon,&Michaely 2002,a	الجانب النظري	دراسة (Hsu&Liu,2009)	الجانب النظري
دراسة (Baker et al., 2003)	الجانب النظري	دراسة (Thanatawee, 2011)	الجانب النظري
دراسة (Ekanayake , 2004)	منهجية الدراسة	دراسة (Bhattacharya,et.al,2012)	الجانب النظري
دراسة،Trojanowski & Renneboog 2005	الجانب النظري	دراسة (Rim & Adel ,2014)	الجانب النظري
دراسة (Hyderabad,2009)	كمقياس للدراسة والجانب النظري	دراسة (McNally,1999)	الجانب النظري
دراسة (Huh & Park, 2007)	الجانب النظري	دراسة Bhattacharya & Dittmar, 2003	كمقياس للدراسة والجانب النظري
دراسة (Nayar ,et.al, 2007)	الجانب النظري	(Hackethal & Zdantchouk,2005)	الجانب النظري
دراسة (Lee & Suh,2008)	الجانب النظري	دراسة (Fried,2005,b)	الجانب النظري
دراسة (Thanatawee, 2009)	الجانب النظري	دراسة (Chen, 2007)	الجانب النظري
دراسة (Teng& Hachiya ,2010: a)	الجانب النظري	دراسة (Firth , et,al, 2008)	الجانب النظري
دراسة (Teng& Hachiya 2010:b)	الجانب النظري	دراسة (Leng, 2011)	الجانب النظري
دراسة (Ghosh , et.al, 2010)	الجانب النظري	دراسة (Huang,et.al,2011)	الجانب النظري
دراسة (Cremers,2012)	الجانب النظري		الجانب النظري

المصدر : (من اعداد الباحث بالاعتماد على المصادر المذكورة)

هذا يعني الدراسات السابقة اسهمت في بناء منهجية الدراسة ومقاييسها فضلاً عن تدعيم الجانب النظري للدراسة الحالية، اذ ان اغلب هذه الجهود المعرفية تعرض مراجعة نظرية فكرية

وفلسفية لآراء وافكار هؤلاء الباحثين للمتغيرات التي تناولتها وقدمت مقاييس عالمية والاستفادة من هذه المقاييس والمؤشرات والوسائل الاحصائية والمالية المستعملة في الحصول على البيانات التي تتسجم مع الدراسة الحالية، وتوضيح العلاقة بين متغيرات الدراسة . هذا واكدت الدراسات السابقة على اهمية هذا الموضوع والدور الذي تلعبه برامج اعادة شراء الاسهم في اطار نظرية الاشارة في تخفيض عدم التماثل المعلوماتي في الاسواق المالية غير الكفوءة ومساعدة المستثمرين في اتخاذ القرارات الرشيدة . وأشارت نتائج الجهود المعرفية السابقة الذكر الى وجود حاجة الى المزيد من الدراسات والبحوث والمؤلفات في هذا الموضوع الحيوي وذلك لمحدودية الدراسات والبحوث العربية في هذا المجال، زيادة على ذلك عدم الاهتمام في استخدام هذه الادوات المالية الحديثة وبشكل كبير في معظم اسواق المال العربية والعراق خاصة للاستفادة منها في التغلب على مشكلة عدم التماثل المعلوماتي .

1.2.1.4. تمييز الدراسة الحالية عن الدراسات السابقة :

لقد جاءت فكرة هذه الاطروحة نتيجة عدم استخدام سوق العراق للأوراق المالية هذه الادوات الحديثة الذي تساعده في التغلب على عدم التماثل المعلوماتي، لأنه هو الغاية الرئيسة لهذه الدراسة وطبقت في سوق الكويت للأوراق المالية كوسيلة للوصول الى هذه الغاية، بالإضافة الى الفراغ الكبير الذي تعانيه المكتبة العربية عامة والعراقية خاصة في هذا الميدان الجديد من اجل زيادة الاثر الفكري لهذا الموضوع وتبسيط الضوء على جوانب جديدة تم اكتشافها غير معروفة سابقاً، وتقديم دراسة مستفيضة والمساهمة العلمية والفكرية في موضوع لم تتبلور محدداته، بسبب عدم طرح مثل هكذا دراسة تطبيقية على مستوى العراق، هذا وتباينت جميع الدراسات السابقة من حيث منهج الدراسة المتبع فضلاً عن تباينها في الاطار النظري والمنهج التطبيقي ، واختلفت في مجتمع وعينة الدراسة ايضاً. ورغم تشابه الدراسات السابقة في تناول موضوع اعادة شراء الاسهم او نظرية الاشارة او عدم التماثل المعلوماتي او أي بعد من الابعاد التي تناولته الدراسة، إلا أن هناك تبايناً في الأهداف ، فبعضها هدفت إلى دراسة الابعاد ومدى استجابة السوق وهل كانت هذه الاستجابة ايجابية ام سلبية، ومدى انعكاسها على العوائد غير العادية ، والآخر هدف إلى التعرف على أثر إعلان اعادة الشراء في سعر السهم السوقي ، وبعضها هدف إلى تخفيض مشكلة عدم التماثل المعلوماتي .

أما الدراسة الحالية فإنها تتميز عن الدراسات السابقة بعدة جوانب فالجانب الاول بوصفها جمعت ستة ابعاد وتم اختبارها عملياً بمنهجية دراسة الحدث ، بينما اغلب الدراسات السابقة اكتفت ببعد واحد او بعدين على الاغلب ، لذلك تحاول الدراسة تقديم شمولية اكثر لدراسة هذه الابعاد لاختبار اعلانات اعادة شراء الاسهم بمنهجية دراسة الحدث . يتمثل الجانب الثاني

بالهدف من هذه الدراسة ، وهو التعرف على مفهوم برامج اعادة شراء الاسهم واثرها على العوائد غير العادية للاسهم باطار نظرية الاشارة بوجود عدم التماثل المعلوماتي ، وهذا ما لم تتطرق له جميع الدراسات السابقة التي اطلع عليها الباحث وذكرت ضمن هذه الدراسة، أما الجانب الثالث الذي يميز هذه الدراسة فهو مجتمع الدراسة المتمثل في سوق الكويت للأوراق المالية الذي لم يحظى بأي دراسة من الدراسات السابقة ، والجانب الرابع والآخر للتميز يتمثل بالجانب التطبيقي الذي تناول بعض الاساليب المالية والاحصائية لاختبار أثر اعلانات اعادة شراء الاسهم في عوائد الأسهم غير العادية كما تناولت دراسة الحدث للحكم على كفاءة سوق الكويت للأوراق المالية بالشكل نصف القوي .

2.2. المبحث الثاني : المنهجية العلمية للدراسة :

تعد منهجية الدراسة إحدى الركائز الأساسية التي تربط بين المعرفة النظرية ومحاولة تجسيدها في المجال التطبيقي، فتحدد المنهجية العلمية المسار الذي ستتخذه الدراسة بغية تحقيق غاياتها وكالاتي :-

1.2.2. مشكلة الدراسة :

يواجه المستثمرون مشكلة عدم التماثل المعلوماتي نظراً لعدم كفاءة الاسواق المالية بالشكل التام عامةً . وهناك جدل معرفي قائم حول ما اذا كانت اعلانات اعادة شراء الاسهم تكون مصحوبة بإرسال اشارات للسوق غايتها معالجة مشكلة عدم التماثل المعلوماتي . وغني عن البيان ما لهذه المشكلة الاخيرة من آثار سلبية مباشرة في التخصيص الكفوء لموارد الاقتصاد. لذا تتمحور مشكلة هذه الدراسة حول الابعاد الرئيسية والفرعية الاتية :

البعد الرئيس الاول : هل ان لإعلان اعادة شراء الاسهم العادية أثراً في اسعارها باطار نظرية الاشارة ؟ ويتفرع من هذا البعد الرئيس الابعاد الفرعية الاتية :

- البعد الفرعي الاول : هل ان لإعلان اعادة الشراء محتوى معلوماتي مؤثراً يفضي الى تحقيق عوائد غير عادية ؟ وبالتالي فهل هناك مشكلة عدم تماثل معلوماتي ؟
- البعد الفرعي الثاني : هل ان لحجم الشركة أثراً بقوة الاشارة المرسله لسوق المال عبر اعلان اعادة الشراء ؟ وهل يختلف حجم عدم التماثل المعلوماتي باختلاف حجم الشركة ؟
- البعد الفرعي الثالث : هل ان لتكرار اعلان اعادة الشراء أثراً بقوة الاشارة المرسله لسوق المال عبر هذا الاعلان ؟
- البعد الفرعي الرابع : هل ان لنمط السهم أثراً بقوة الاشارة المرسله لسوق المال عبر اعلان اعادة الشراء ؟
- البعد الفرعي الخامس : هل ان لكمية الاسهم المعاد شرائها فعلياً (مصادقية الاشارة) أثراً بطبيعة الاشارة المرسله لسوق المال عبر اعلان اعادة الشراء ؟

البعد الرئيس الثاني : هل ان سوق الكويت للأوراق المالية كفوءة بالمستوى نصف القوي في الاستجابة للمحتوى المعلوماتي لإعلان اعادة الشراء ؟

2.2.2. فرضيات الدراسة : - بضوء ابعاد المشكلة فأن للدراسة الفرضيات الرئيسية والفرعية الآتية :-

الفرضية الرئيسية الاولى : ليس لإعلان اعادة شراء الاسهم العادية من اثر في اسعارها باطار نظرية الاشارة . ويتفرع منها الفرضيات الآتية :

الفرضية الفرعية الاولى : ليس لإعلان اعادة الشراء محتوى معلوماتي مؤثراً يفضي الى تحقيق عوائد غير عادية . وبالتالي فليس هناك من مشكلة عدم تماثل معلوماتي .

الفرضية الفرعية الثانية : ليس لحجم الشركة من أثر بقوة الاشارة المرسله لسوق المال عبر اعلان اعادة الشراء، وبالتالي فلا يختلف حجم عدم التماثل المعلوماتي باختلاف حجم الشركة .

الفرضية الفرعية الثالثة : ليس لتكرار اعلان اعادة الشراء من أثر بقوة الاشارة المرسله لسوق المال عبر هذا الاعلان .

الفرضية الفرعية الرابعة : ليس لنمط السهم من أثر بقوة الاشارة المرسله لسوق المال عبر اعلان اعادة الشراء .

الفرضية الفرعية الخامسة : ليس لكمية الاسهم المعاد شرائها فعلياً (مصدقية الاشارة) من أثر بطبيعة الاشارة المرسله لسوق المال عبر اعلان اعادة الشراء .

الفرضية الرئيسية الثانية : ان سوق الكويت للأوراق المالية ليست كفوءة بالمستوى نصف القوي في الاستجابة للمحتوى المعلوماتي لإعلان اعادة الشراء .

3.2.2. اهمية الدراسة : تتمثل اهمية الدراسة الحالية بالأبعاد الآتية :-

1 . انها تختبر واحدة من الادوات المالية المهمة والمتمثلة بأثر اعلان اعادة شراء الاسهم في اسعارها وانعكاسها على العوائد غير العادية باطار نظرية الاشارة، ودورها في تخفيض فجوة عدم التماثل المعلوماتي بين المطلعين والمستثمرين ومن ثم معرفة فيما اذا كان ذلك يفضي الى تحقيق عوائد غير عادية موجبة ام سالبة، والتي من المفترض ان تستجيب اسعار الاسهم السوقية بشكل ايجابي عبر اظهار عوائد غير عادية موجبة قبل الحدث وفي اثتائه ولا تضيف شيئاً بعده لتتوافق مع ما جاءت به فرضيات السوق الكفوءة . ولهذا مدلولان اساسيان يمثلان جوهر اهمية هذه الدراسة: الأول، بيان هل أن عمليات اعادة شراء الاسهم لها تأثير وانعكاس على سعر السهم والعوائد غير العادية ؟ والثاني، اختبار ضمني لكفاءة السوق نصف القوي من خلال دراسة الحدث ؟ وهما تساؤلان محل جدل وخلاف واسعين بالأدبيات المالية الحديثة .

2 . اعتمدت الدراسة في اطارها الفكري والفلسفي والتطبيقي على اهم الادوات المالية المعاصرة التي توصل اليها الفكر المالي الحديث وهي آلية اعادة شراء الاسهم ونظرية الاشارة، اذ تهتم هذه النظريات بتوافر المعلومات والتي تُعد جوهرية للمستثمرين لناحية التعرف على توقعات الادارة بشأن مستقبل الشركة وتخفيف حالة عدم التماثل المعلوماتي، عن طريق ارسال اشارات الى المستثمرين تؤدي الى تقييم عادل لسعر السهم السوقي .

3 . ان متغيرات الدراسة من الادوات المالية المهمة التي لم تحظى بالكثير من الاهتمام من قبل الباحثين العرب عامة والعراقيين خاصة، والتي ساعدت في تفسير كثير من حالات عدم كفاءة الاسواق، ومنها سوق الكويت المالي .

4 . لم تجرى دراسة شاملة تضم اغلب الابعاد المرتبطة بنظرية اعادة الشراء (كحجم الشركات والاعلانات المتكررة والاعلانات نادرة التكرار ونمط الاسهم (كأسهم القيمة واسهم النمو) وكمية الاسهم المشتراة كإعادة الشراء الفعلية ام عدم اعادة الشراء بالمرة والمحتوى المعلوماتي لنظرية الاشارة كالإشارة الصادقة والمضللة)، المؤثرة في سلوك المستثمرين وطريقة تفسيرهم للمعلومات ومدى استجابتهم للمحتوى المعلوماتي لإعلانات اعادة شراء الاسهم . ومن ثم تقدم هذه الدراسة اضافة فكرية (نظرية وتطبيقية) للمكتبة العربية عامة والعراقية خاصة عن واحدة من اهم المواضيع الحديثة في فلسفة الفكر المالي الحديث .

4.2.2. اهداف الدراسة :

1. العرض والنقاش المعرفي النظري لمواضيع اعادة شراء الاسهم وعدم التماثل المعلوماتي باطار نظرية الاشارة، والوقوف على الجدليات الفكرية والمضامين الفلسفية لكل منها .
2. اختبار فيما اذا كان لإعلانات اعادة شراء الاسهم العادية اثر في اسعارها عملياً باطار نظرية الاشارة وذلك عبر التحليل التجريبي في سوق الكويت للأوراق المالية .
3. الاختبار التجريبي فيما اذا كان لإعلان اعادة الشراء محتوى معلوماتي مؤثر يفضي الى تحقيق عوائد غير عادية .
4. بيان فيما اذا كان لحجم الشركة اثر بقوة الاشارة المرسله لسوق المال عبر اعلان اعادة الشراء .
5. معرفة فيما اذا كان لتكرار اعلان اعادة الشراء اثر بقوة الاشارة المرسله لسوق المال عبر هذا الاعلان .

6 . التحقق فيما اذا كان لنمط السهم أثر بقوة الاشارة المرسله لسوق المال عبر اعلان اعاده الشراء .

7 . اختبار فيما اذا كان لكمية الاسهم المعاد شرائها فعلياً (مصدقية الاشارة) أثر بطبيعة الاشارة المرسله لسوق المال عبر اعلان اعاده الشراء .

8 . الاختبار التجريبي لكفاءة سوق الكويت للأوراق المالية بالشكل نصف القوي في الاستجابة لإعلانات اعاده الشراء . ومن الجدير بالذكر ان دراسة سوق الكويت كان وسيلة وليس غاية، اذ ان الهدف من وراء ذلك هو تقديم أدلة استرشادية للمستثمرين بالأسهم العادية في سوق العراق للأوراق المالية وهذا له أهمية بالغة لكونه يُقدم بصائر ذات دلالات مهمة لإدارة السوق والجهات المعنية بأدائه فيما يخص كفاءة السوق في تخصيص موارد الاقتصاد المحدودة والنادرة .

5.2.2. مجتمع وعينة الدراسة :

ابتداءً لابد من الاشارة الى ان برامج اعاده الشراء لا تستخدم في سوق العراق للأوراق المالية اطلاقاً وليس هناك من اهتمام واضح بهذه البرامج من كلا الجانبين (الشركات والمستثمرين) وذلك لضعف الوعي المالي والاستثماري . ولعدم ممارسة اعاده الشراء من قبل الشركات المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية وتخليها بذلك عن آلية بالغة الاهمية في معالجة مشكلة عدم التماثل المعلوماتي خصوصاً حينما تكون السوق غير كفوءة بالشكل نصف القوي، وارجاع التدفقات النقدية الفائضة الى المستثمرين لاستثمارها في مجالات استثمارية اخرى بشكل افضل وتقليل مشكلة الوكالة، وكذلك يمكن الاستفادة منها لغرض تحفيز العاملين عند منحهم خيارات الاسهم ومواجهة عمليات الاستيلاء العدائي ورفع سعر السهم السوقي الى قيمته العادلة او الحقيقية حينما تكون اسهم الشركات العراقية دون قيمتها الحقيقية، لذا وقع الاختيار على سوق الكويت للأوراق المالية كوسيلة وليس غاية كونه يستخدم هذه الادوات بشكل جيد وكونه البلد الاقرب من ناحية البيئة الاقتصادية للعراق وبيئته الاستثمارية مشابهة للبيئة الاستثمارية لسوق العراق للأوراق المالية .

يتكون مجتمع الدراسة من (204) شركة مدرجة في سوق الكويت للأوراق المالية من مختلف القطاعات، للمدة من 1/1/2012 الى 24/4/2015، وكانت العينة المختارة (65) شركة، قد اعلنت عن اعاده شراء اسهمها خلال هذه المدة وكان عدد اعلاناتها (213) اعلاناً، استبعد (43) اعلاناً نتيجة التمديد للإعلان الاولي، والمتبقي للإعلانات الاولية (170) اعلاناً يوضحها الجدول (2-3)، ان الاعلان في سوق الكويت للأوراق المالية يتطلب موافقة هيئة سوق المال للشركات المدرجة للإعلان عن اعاده شراء اسهمها، اذ تسمح للشركات بإعادة الشراء لمدة ستة

اشهر من تاريخ منح الموافقة شرط ألا تتجاوز قيمة الشراء (10%) من اسهمها، مع مراعاة ألا تتجاوز قيمة الشراء قيمة مصادر التمويل المتاحة في حقوق الملكية وذلك وفقاً لمواد قانون رقم 7 لعام 2010 . وقد استخدمت (30) مشاهدة يومية منها (15) مشاهدة قبل الاعلان و(14) مشاهدة بعد الاعلان بالإضافة الى يوم الحدث، وتعني المشاهدة لسعر السهم في الجلسة اليومية بمعنى ان المدة المعتمدة للدراسة في تحليل الحدث (اعلان اعادة الشراء) تتكون من (30) يوماً علماً ان جميع هذه البيانات تم اخذها من تقارير سوق الكويت للأوراق المالية على الموقع (www.kuwaitse.com) .

الجدول (2-3) الشركات عينة الدراسة والقطاع الذي تنتمي اليه وعدد الاعلانات لكل شركة

عدد الاعلانات	القطاع	أسم السهم	رمز الشركة
2	النفط والغاز	شركة ايكاروس للصناعات النفطية	ايكاروس
1	النفط والغاز	شركة برقان لحفر الآبار	آبار
2	مواد اساسية	شركة السكب الكويتية	سكب ك
4	مواد اساسية	شركة بوبيان للبتروكيماويات	بوبيان ب
4	مواد اساسية	شركة القرين لصناعة الكيماويات البترولية	القرين
2	صناعية	شركة مجموعة الخصوصية القابضة	الخصوصية
3	صناعية	شركة الشعبية الصناعية	ورقية
1	صناعية	شركة المعادن والصناعات التحويلية	معادن
3	صناعية	شركة أسيكو للصناعات	أسيكو
2	صناعية	شركة الصناعات الوطنية	وطنية م ب
4	صناعية	شركة أجيليتي للمخازن العمومية	أجيليتي
1	صناعية	الشركة الوطنية للتنظيف	تنظيف
1	صناعية	شركة رابطة الكويت والخليج للنقل	الرابطة
2	صناعية	الشركة الكويتية لبناء المعامل والمقاولات	المعامل
3	صناعية	شركة المشاريع المتحدة للخدمات الجوية	يوباك
3	صناعية	شركة كي جي ال لوجستيك	لوجستيك
3	خدمات استهلاكية	شركة السينما الكويتية الوطنية	سينما
3	خدمات استهلاكية	شركة ايفا للفنادق والمنتجات	ايفا فنادق

1	خدمات استهلاكية	الشركة الكويتية للمتنتهات	منتزهات
1	خدمات استهلاكية	شركة السور لتسويق الوقود	السور
1	بنوك	بنك الكويت الوطني	وطني
1	بنوك	بنك الخليج	خليج ب
1	بنوك	البنك التجاري الكويتي	تجاري
1	بنوك	البنك الأهلي الكويتي	اهلي
1	بنوك	بنك الكويت الدولي	الدولي
1	بنوك	بنك برقان	برقان
1	بنوك	بيت التمويل الكويتي	بيتك
1	بنوك	بنك بوبيان	بنك بوبيان
2	تأمين	شركة الكويت للتأمين	كويت ت
3	تأمين	مجموعة الخليج للتأمين	خليج ت
3	تأمين	الشركة الأهلية للتأمين	اهلية ت
1	تأمين	شركة وربة للتأمين	وربة ت
1	تأمين	شركة وثاق للتأمين التكافلي	وثاق
1	عقار	شركة صكوك القابضة	صكوك
1	عقار	الشركة الوطنية العقارية	وطنية
5	عقار	شركة الصالحية العقارية	صالحية
3	عقار	شركة التمدين العقارية	تمدين ع
3	عقار	شركة المباني	المباني
3	عقار	شركة إنجازات للتنمية العقارية	إنجازات
2	عقار	الشركة التجارية العقارية	التجارية
3	عقار	شركة عقار للاستثمارات العقارية	عقار
2	عقار	شركة المزايا القابضة	مزايا
3	عقار	شركة التعمير للاستثمار العقاري	التعمير
2	خدمات مالية	الشركة الكويتية للاستثمار	كويتية
2	خدمات مالية	شركة التسهيلات التجارية	تسهيلات
4	خدمات مالية	شركة الاستشارات المالية الدولية	ايفا
6	خدمات مالية	شركة الاستثمارات الوطنية	استثمارات

4	خدمات مالية	شركة مشاريع الكويت القابضة	مشاريع
4	خدمات مالية	شركة مجموعة الأوراق المالية	م الأوراق
5	خدمات مالية	مجموعة أرزان المالية للتمويل و الاستثمار	أرزان
4	خدمات مالية	المركز المالي الكويتي	المركز
5	خدمات مالية	الشركة الأولى للاستثمار	الأولى
5	خدمات مالية	الشركة الكويتية للتمويل والاستثمار	كفيك
6	خدمات مالية	شركة كامكو للاستثمار ش.م.ك (عامة)	كامكو
1	خدمات مالية	الشركة الوطنية الدولية القابضة	وطنية د ق
1	خدمات مالية	شركة الديرة القابضة	الديرة
3	خدمات مالية	شركة المدينة للتمويل والاستثمار	المدينة
3	خدمات مالية	شركة نور للاستثمار المالي	نور
7	خدمات مالية	شركة التمدين الاستثمارية	تمدين أ
2	خدمات مالية	الشركة الخليجية المغاربية القابضة	المغاربية
3	خدمات مالية	شركة مجموعة الامتياز الاستثمارية	الامتياز
2	خدمات مالية	شركة التخصيص القابضة	التخصيص
2	تكنولوجيا	شركة المستقبل العالمية للاتصالات	المستقبل
3	موازي	شركة المساكن الدولية للتطوير العقاري	المساكن
6	موازي	شركة عمار للتمويل والاجارة	عمار
170	مجموع الاعلانات	65	مجموع الشركات

المصدر من (اعداد الباحث) بالاعتماد على قاعدة البيانات لسوق الكويت للأوراق المالية

6.2.2. مدد وبيانات الدراسة :

لقد اشتملت الدراسة على نوعين من المدد والبيانات، وذلك بغية تحقيق اهدافها، فالنوع الاول يخص مدة نافذة التقدير لقياس العلاقة بين عائد السهم اليومي وعائد السوق لحساب معامل بيتا، والنوع الثاني مدة نافذة الحدث والتي تستخدم في اختبار دراسة الحدث وكالاتي :

1.6.2.2. مدة وبيانات نافذة التقدير :

1 . اسعار الاغلاق اليومية لاسهم الشركات عينة الدراسة طوال مدة (75) يوماً تقويمياً سابقاً لأيام نافذة الحدث .

2 . أسعار الإغلاق اليومية لمؤشر سوق الكويت للأوراق المالية للمدد المناظرة لأسعار أسهم الشركات عينة الدراسة اعلاه .

2.6.2.2. مدة وبيانات نافذة الحدث :

- 1 . أسعار الإغلاق اليومية لأسهم الشركات عينة دراسة الحدث، وقد تطلب ذلك الحصول على (16) سعر إغلاق يومي قبل تأريخ الإعلان المعني، وسعر إغلاق يوم الإعلان و (14) سعر إغلاق يومي بعد تأريخ الإعلان .
- 2 . أسعار الإغلاق اليومية لمؤشر سوق الكويت للأوراق المالية للمدد المناظرة لأسعار أسهم الشركات التي دخلت في إعلانات اعادة الشراء ضمن عينة دراسة الحدث .
- 3 . معدل الفائدة اليومية على حوالات الخزينة الكويتية للمدة المناظرة لعينة إعلانات دراسة الحدث .

7.2.2. الاساليب الإحصائية والمالية المستخدمة في الدراسة :

فقد تم استعمال عدد من الاساليب الاحصائية والمالية التي ساعدت في اختبار فرضيات الدراسة وتحقيق اهدافها وذلك بالاستعانة ببرنامج (EXCEL-2010) لاستخراج البيانات والمعادلات المالية والاحصائية المرتبطة بعائد السوق اليومي وعائد السهم اليومي وقياس المخاطرة بينهما (بمعامل بيتا) والعائد المتوقع والعائد غير العادي والعائد غير العادي المتراكم ومتوسطاتها لإعلانات الشركات عينة الدراسة وكالاتي :

- 1 . عائد السهم اليومي : تم حسابه وفق المعادلة (1-5) .
- 2 . حساب عائد السوق اليومي : تم حسابه وفق المعادلة (1-6) .
- 3 . حساب العائد المتوقع : تم حساب العائد المتوقع للورقة المالية باستعمال نموذج تسعير الموجودات الرأسمالية (CAPM) . وفق المعادلة (1-7) .
- 4 . العائد غير العادي : تم حسابه وفق المعادلة (1-8) .
- 5 . العائد غير العادي المتراكم : تم حساب هذا العائد وفق المعادلة (1-9) .
- 6 . متوسط العائد غير العادي المتراكم : تم حسابه وفق المعادلة (1-10) .

الفصل الثالث

التغطية التحليلية للدراسة : اختبار اثر اعلان اعادة شراء الاسهم في اسعارها باطار اشارة المحتوى المعلوماتي

المبحث الاول : اختبار اثر المحتوى المعلوماتي لإعلانات اعادة شراء الاسهم في اسعارها اعتمادا على حجم الشركة

المبحث الثاني : اختبار اثر المحتوى المعلوماتي لإعلانات اعادة شراء الاسهم في اسعارها اعتمادا على التكرار

المبحث الثالث : اختبار اثر المحتوى المعلوماتي لإعلانات اعادة شراء الاسهم في اسعارها اعتمادا على نمط الاسهم

المبحث الرابع : اختبار اثر المحتوى المعلوماتي لإعلانات اعادة شراء الاسهم في اسعارها اعتمادا على كمية الاسهم المعاد شراؤها فعلياً (مصداقية الاشارة)

المبحث الخامس : اختبار اثر استجابة السوق لإعلانات اعادة الشراء لكافة الشركات
محنة الدراسة

يعد المحتوى المعلوماتي لإعلانات إعادة الشراء معلومة أو إشارة إيجابية بغض النظر عن نوع الاعلان سواء كانت من ناحية حجم الشركات أم نمط الاسهم أم عملية إعادة الشراء المتكررة أم كمية الاسهم المشتراة (موثوقية الاشارة المرسله) ام تكلفتها ، ومن أجل معرفة أثر اعلانات إعادة الشراء على عوائد الأسهم العادية لمجموع الإعلانات عينة الدراسة تم تطبيق خطوات منهجية دراسة الحدث سابقة الذكر . وذلك بغية الحصول على العوائد غير العادية والمتراكمة والمتوسط اليومي المتراكم للعوائد غير العادية خلال نافذة الحدث المستخدمة في الدراسة والمكون من (30) مشاهدة منها (15) قبل الحدث و(14) بعده بالإضافة الى المشاهدة في يوم الحدث (الاعلان) .

ومما تجدر الاشارة اليه ، أن اختبار كفاءة السوق في الاستجابة لإعلانات إعادة شراء الاسهم يعتمد على نوع المعلومة المعلن عنها وبالمقابل تعد إعلانات إعادة شراء الاسهم بشكل عام معلومة ايجابية ، لذلك ينبغي أن تستجيب لها الاسعار السوقية بشكل ايجابي عبر إظهار عوائد غير عادية موجبة قبل وأثناء تأريخ الإعلان وتتعدم هذه العوائد غير العادية (تصبح صفراً) بعد يوم الإعلان ، بمعنى آخر لا تضيف شيئاً الى العوائد غير العادية المتراكمة بحسب فرضية السوق الكفوءة بالشكل نصف القوي . أما إذا كانت العوائد غير العادية سلبية أو متقلبة (سالبة وموجبة) قبل يوم الإعلان فهذا معناه استجابة غير موضوعية (متحيزة) للمحتوى المعلوماتي للإعلان ، وأن السوق غير كفوءة في الاستجابة ، كما أنه إذا كانت هناك عوائد غير عادية وبغض النظر عن إشارتها (موجبة أم سالبة أم متقلبة) بعد يوم الإعلان (اليوم 0) ، وليست صفرية فلهذا دلالة مفادها ببطء او عدم تامة استجابة السوق لمعلومات هذا الحدث وأن أسعار السوق لم تستجب بشكل كامل وسريع ، وفي ذلك دلالة على عدم كفاءة السوق بالشكل نصف القوي والذي يشترط الاستجابة الكفوءة (السريعة والكاملة وغير المتحيزة) للمحتوى المعلوماتي لحدث الاعلان العام (معلومة إعادة الشراء) .

1.3.1. البحث الاول : اختبار اثر المحتوى المعلوماتي لإعلانات اعادة شراء الاسهم في اسعارها اعتماداً على حجم الشركة :

سيتم في هذا الجزء اختبار الفرضيات المرتبطة بالكفاءة نصف القوية للسوق ، وكذلك المرتبطة بتأثير حجم الشركة في قوة الاشارة المرسله عبر إعلانات اعادة شراء اسهم من قبل الشركات الكبيرة مقابل الشركات الصغيرة ، وذلك عبر دراسة الحدث لغرض بيان سرعة وكمال وموضوعية انعكاس المحتوى المعلوماتي في اسعار الاسهم عبر حساب عوائد الأسهم غير العادية (AR) ، والعوائد غير العادية المتراكمة (CAR) ومتوسطاتها (CAAR) اليومية . والذي من المفترض ان تكون العوائد غير العادية والمتراكمة ومتوسطاتها اعلى لاسهم الشركات الصغيرة بسبب ارتفاع عدم التماثل المعلوماتي بالإضافة الى قلة وعدم اهتمام المحللين في هذا النوع من الشركات اما الشركات الكبيرة فيكون العكس . وتم تصنيف شركات العينة الى شركات كبيرة وصغيرة اعتماداً على متوسط قيمتها السوقية فالشركات الكبيرة هي الشركات ذات القيمة السوقية الاكبر من متوسط القيمة السوقية للشركات المبحوثة اما الشركات الصغيرة فهي الشركات ذات القيمة السوقية الاصغر من متوسط القيمة السوقية . وتم حساب القيمة (الرسملة) السوقية لكل شركة من الشركات المبحوثة وتم ترتيب الشركات من الاكبر حجماً (اكبر رسملة سوقية) الى الاصغر حجماً وتم تقسيم الشركات المرتبة والبالغة (65) شركة على عشرة اعشار ، وبذلك تكونت كل مجموعة (عُشر) تقريباً من سبع شركات . اول اكبر سبع شركات في الترتيب تمثل الشركات الاكبر واخر سبع شركات في الترتيب تمثل الشركات الاصغر .

1.1.3.1. الشركات ذات الحجم الكبير :

استناداً لمعيار تصنيف الشركات الكبيرة الموضح في اعلاه وقع الاختيار على سبع شركات من العينة ، وهي الاكبر حجماً وكما هو ظاهر في الجدول (3-1) . في هذه الشركات جرى اختبار استجابة اسعار اسهمها لمحتوى معلومات اعلان اعادة الشراء ، وذلك لغرض معرفة سرعة وموضوعية وتمامية انعكاس المحتوى المعلوماتي لإعلانات اعادة الشراء لاسهم الشركات الكبيرة من خلال حساب العوائد غير العادية والعوائد غير العادية المتراكمة ومتوسطاتها اليومية خلال نافذة الحدث المستخدمة في الدراسة .

الجدول (1-3) اكبر سبع شركات في سوق الكويت المالي التي اعلنت عن اعادة شراء اسهمها

الشركات الكبيرة	قيمتها السوقية (دينار كويتي) كما في 1/1/2012	عدد الاعلانات	تاريخ الاعلان
بنك الكويت الوطني	4432652128	1	23/5/2012
بيت التمويل الكويتي	2420136604	1	19/10/2012
بنك الخليج	1278928207	1	14/10/2012
بنك بوبيان	1031458836	1	14/10/2012
البنك التجاري الكويتي	1004897653	1	21/5/2012
البنك الاهلي الكويتي	951179096.3	1	12/6/2012
بنك برقان	698913722.3	1	5/8/2012

المصدر: (من اعداد الباحث اعتماداً على تقارير سوق الكويت للأوراق المالية)

وبعد حساب العوائد الفعلية للسهم والبيتا والعوائد المتوقعة من خلال نموذج تسعير الموجودات الرأسمالية والعوائد غير العادية اليومية للسهم من خلال الفرق بين العوائد الفعلية للسهم والعوائد المتوقعة يُظهر الجدول (3-2) العوائد اليومية غير العادية والمتراكمة للسهم والمتوسط اليومي للعوائد غير العادية المتراكمة لإعلانات اعادة الشراء للشركات الكبيرة المذكورة انفاً ولمدة (15) يوماً قبل يوم الاعلان بالإضافة الى يوم الحدث و (14) يوماً بعد الاعلان .

ويتبين من العمودين الثاني والثالث في الجدول (3-2) واللذين يمثلان على التوالي العوائد غير العادية والعوائد غير العادية المتراكمة لاسهم بنك الكويت الوطني بأن العوائد اليومية غير العادية طوال الايام الخمسة عشر السابقة للإعلان ، وقد كانت متقلبة فتارةً تكون موجبة وتارةً اخرى تكون سالبة على الرغم من ان عدم التماثل المعلوماتي في مثل هذا النوع من الشركات ينبغي ان يكون منخفضاً ، فتحقق اكبر عائد غير عادي في اليوم الثاني عشر للمدة التي تسبق يوم الاعلان اذ بلغ (0.0231) ، اما اقل عائد غير عادي في اليوم الثامن للمدة التي تسبق يوم الاعلان اذ بلغ (-0.013) وهي تمثل في ذات الوقت اعلى خسارة للسهم قبل الاعلان ، اما العوائد اليومية غير العادية في الايام المتبقية المحصورة ما بين اليوم الاول والخامس عشر للمدة التي تسبق يوم الاعلان ، فقيمها تتراوح ما بين القيمتين المذكورتين انفاً . اما في يوم الاعلان فقد بلغ العائد غير العادي (0.0044) ، هذا يعني ان استجابة السوق للمعلومات انخفضت في يوم الاعلان ومن المفترض ان يكون العائد في هذا اليوم اعلى ما يمكن وهذا نتيجة انخفاض عدم التماثل المعلوماتي ، واستمرت العوائد غير العادية متقلبة بين الموجب

والسالب طوال المدة التي تلي يوم الاعلان ، حتى استقرت في المشاهدة الاخيرة لنافذة الحدث عند (-0.002) . وهذا يعني ان الانعكاس غير صحيح قبل الاعلان وبعده ، لأنه من المفترض ان يكون موجباً قبل الاعلان وفي اثنائه وصفرأ بعد الاعلان ، وفي ذلك دلالة على عدم كفاءة السوق .

الجدول (2-3) العوائد اليومية غير العادية والمتراكمة ومتوسطاتها لاسهم الشركات الكبيرة

متوسط CAAR	بنك بركان		البنك الاهلي		البنك التجاري		بنك بوبيان		بنك الخليج		بنك بيتك		البنك الوطني		نافذة الحدث
	CAR	AR	CAR	AR	CAR	AR	CAR	AR	CAR	AR	CAR	AR	CAR	AR	
0.0027	0.003	0.003	-0.0079	-0.0079	-0.0057	-0.0057	-0.0056	-0.006	0.0092	0.0092	0.0091	0.0091	0.017	0.017	-15
0.0073	0.0068	0.0039	-0.015	-0.0071	-0.0206	-0.0149	-0.0023	0.0033	0.0389	0.0296	0.016	0.0069	0.0276	0.0106	-14
0.008	0.0147	0.0078	-0.0208	-0.0058	-0.027	-0.0064	0.008	0.0103	0.0466	0.0078	0.0135	-0.002	0.0211	-0.006	-13
0.0086	0.0117	-0.003	-0.0623	-0.0414	0.0021	0.0291	-0.0119	-0.02	0.0591	0.0125	0.0176	0.0041	0.0442	0.0231	-12
0.0084	0.0394	0.0277	-0.1025	-0.0402	0.0021	1E-05	-0.0038	0.0081	0.0621	0.003	0.0249	0.0074	0.0367	-0.008	-11
0.0018	0.0349	-0.0044	-0.0921	0.0104	-0.0527	-0.0548	-0.0067	-0.003	0.0646	0.0025	0.0236	-0.001	0.0411	0.0044	-10
0.0092	0.0256	-0.0093	-0.0484	0.0437	-0.0532	-0.0005	-0.0101	-0.003	0.0658	0.0012	0.0256	0.002	0.0591	0.018	-9
0.0073	0.0139	-0.0117	-0.0873	-0.0389	-0.018	0.0352	-0.0165	-0.006	0.0725	0.0067	0.0409	0.0153	0.0457	-0.013	-8
0.0108	0.0166	0.0027	-0.0917	-0.0044	0.0012	0.0192	-0.0208	-0.004	0.0606	-0.0119	0.0498	0.0089	0.0598	0.0141	-7
0.0112	0.0258	0.0092	-0.1168	-0.0252	-0.0019	-0.0031	-0.0241	-0.003	0.0621	0.0015	0.06	0.0101	0.0732	0.0134	-6
0.0027	0.0196	-0.0062	-0.1252	-0.0084	-0.0648	-0.0629	-0.0261	-0.002	0.0662	0.0041	0.07	0.01	0.0792	0.006	-5
0.0061	0.0215	0.0019	-0.1494	-0.0241	-0.0089	0.0559	-0.0311	-0.005	0.0643	-0.0019	0.069	-1E-03	0.0775	-0.002	-4
-0.0022	0.0196	-0.0019	-0.1748	-0.0254	-0.0539	-0.045	-0.036	-0.005	0.0512	-0.0131	0.0838	0.0148	0.095	0.0175	-3
-0.0053	0.0062	-0.0133	-0.1631	0.0117	-0.0516	0.0023	-0.0551	-0.019	0.0536	0.0024	0.0898	0.006	0.0831	-0.012	-2
0.0029	0.0065	0.0002	-0.1695	-0.0064	-0.0072	0.0444	-0.0576	-0.002	0.0568	0.0031	0.089	-9E-04	0.1024	0.0194	-1
-0.0027	-0.0051	-0.0116	-0.1559	0.0136	-0.0472	-0.04	-0.0601	-0.003	0.0483	-0.0085	0.094	0.005	0.1068	0.0044	0
-0.0013	0.0041	0.0092	-0.1614	-0.0055	-0.0655	-0.0183	-0.0497	0.0104	0.0446	-0.0037	0.1202	0.0262	0.0987	-0.008	1
0.0056	0.0076	0.0035	-0.1682	-0.0068	-0.0183	0.0471	-0.0508	-0.001	0.0389	-0.0057	0.1067	-0.014	0.123	0.0243	2
-4E-05	0.0024	-0.0053	-0.1753	-0.0071	-0.0567	-0.0383	-0.0505	0.0002	0.0358	-0.0032	0.1226	0.016	0.1214	-0.002	3
-0.0067	0.0097	0.0073	-0.1838	-0.0085	-0.099	-0.0423	-0.0404	0.0102	0.0202	-0.0156	0.1233	0.0006	0.1233	0.0019	4
-0.0056	0.0121	0.0024	-0.1936	-0.0099	-0.0966	0.0024	-0.038	0.0024	0.0088	-0.0113	0.1283	0.005	0.1397	0.0164	5
-0.0058	0.0141	0.002	-0.1994	-0.0057	-0.1013	-0.0047	-0.0396	-0.002	0.0138	0.005	0.1333	0.005	0.1385	-0.001	6
-0.0079	0.0126	-0.0015	-0.2068	-0.0074	-0.1079	-0.0067	-0.0604	-0.021	0.0123	-0.0015	0.1383	0.005	0.1565	0.018	7
-0.0049	0.0088	-0.0038	-0.2133	-0.0065	-0.0922	0.0158	-0.0497	0.0106	0.0096	-0.0027	0.1434	0.0051	0.1592	0.0027	8
-0.0085	0.0044	-0.0044	-0.221	-0.0077	-0.1028	-0.0106	-0.0538	-0.004	0.0096	6E-06	0.147	0.0036	0.1573	-0.002	9
0.01	0.0003	-0.0041	-0.1615	0.0595	-0.0551	0.0477	-0.0578	-0.004	0.0096	6E-06	0.1682	0.0212	0.1666	0.0093	10
0.0007	-0.0032	-0.0036	-0.1872	-0.0256	-0.1002	-0.0451	-0.0619	-0.004	0.0096	6E-06	0.1762	0.008	0.1712	0.0046	11
-0.0034	-0.0037	-0.0005	-0.1932	-0.0061	-0.1147	-0.0145	-0.0659	-0.004	0.0097	6E-05	0.1663	-0.01	0.1777	0.0065	12
-0.0012	-0.0145	-0.0108	-0.1856	0.0077	-0.1181	-0.0034	-0.0704	-0.004	0.0211	0.0114	0.1732	0.007	0.1859	0.0082	13
-0.0076	-0.0093	0.0052	-0.1934	-0.0078	-0.1341	-0.016	-0.0855	-0.015	0.0063	-0.0147	0.1783	0.0051	0.1841	-0.002	14

المصدر : من اعداد الباحث اعتماداً على تقارير سوق الكويت للأوراق المالية

اما بالنسبة للعائد غير العادي المتراكم CAR لاسهم بنك الكويت الوطني ففي ظل شروط الكفاءة ينبغي ان يبدأ موجباً في اليوم الاول من النافذة الزمنية للحدث (اليوم -15) ثم يتصاعد ليبلغ اعلى قيمة له في يوم اعلان الحدث (اليوم 0) ، وبعد ذلك يظل ثابتاً ومستقراً عند قيمته في يوم الاعلان لغاية آخر يوم في النافذة (اليوم +14) . ولكن لطالما ظهرت قيم CAR تزداد

تارةً وتتنخفض تارةً أخرى خلال المدة السابقة ليوم الاعلان نتيجة تحقق عوائد غير عادية AR سالبة تارةً وموجبة تارةً أخرى ففي ذلك دلالة على استجابة متحيزة من جانب السوق لإعلان إعادة شراء اسهم هذه الشركة . ومن جانب اخر ولطالما ان العوائد غير العادية المتراكمة بعد الاعلان لم تستقر عند (0.1068) وهو CAR في يوم الاعلان واخذت ترتفع وتتنخفض كثيراً عن هذه القيمة طوال المدة ما بعد الاعلان لغاية آخر يوم في نافذة الحدث نتيجةً للعوائد غير العادية المتقلبة (موجبة ، سالبة) خلال هذه المدة فان لهذه النتيجة ثلاثة مدلولات المدلول الاول : هو ان لإعلان إعادة الشراء محتوى معلوماتي مؤثراً والدليل على ذلك تحقق عوائد غير عادية (بغض النظر عن اشارتها) ، والتي ينبغي ان تكون صفراً اذا لم يكن للإعلان محتوى معلوماتي مؤثراً وهذا يعني ضمناً وجود مشكلة عدم تماثل معلوماتي مما يتعارض مع الفرضية الفرعية الاولى للدراسة والتي تنص على انه (ليس لإعلان إعادة الشراء محتوى معلوماتي مؤثر يفضي الى تحقيق عوائد غير عادية . وبالتالي فليس هناك من مشكلة عدم تماثل معلوماتي) . والمدلول الثاني: هو ان استجابة السوق متحيزة نتيجة العوائد غير العادية السالبة ، والمدلول الثالث : ان استجابة السوق بطيئة وليست تامة نتيجة تحقق عوائد غير عادية موجبة حتى بعد مرور اسبوعين من تاريخ الاعلان . وفي ذلك اشارة مهمة للمستثمرين تُنبأ عن خلل في كفاءة السوق ، اذ انها تؤكد للمستثمر بأنك لو اشتريت سهم هذه الشركة قبل اعلانها عن إعادة شراء اسهمها بأسبوعين واحتفظت بها لمدة اسبوعين بعد الاعلان فيإمكانك تحقيق عائد غير عادي موجب يزيد على (0.18) CAR في اليوم +14) .

وهذا ما ينطبق ايضاً على العمود الرابع والخامس اللذين يمثلان العوائد غير العادية و العوائد غير العادية المتراكمة لاسهم بيت التمويل الكويتي (بيتك) ، فعلى الرغم من ان الشركة تعد من الشركات الكبيرة وعادة يكون عدم التماثل المعلوماتي منخفض في هذا النوع من الشركات ، فكانت جميع العوائد غير العادية موجبة طوال نافذة الحدث باستثناء اربعة ايام قبل الحدث ويومين بعد الحدث من اصل ثلاثين يوماً ، وهذا يعني ان الغلبة للعوائد الموجبة مما افضى الى ان يكون الاتجاه العام للعوائد غير العادية المتراكمة موجبة طوال نافذة الحدث . قد يكون نتيجة توفر معلومات ايجابية وصلت الى المستثمرين بان الشركة من الشركات التي نادراً ما تعلن عن إعادة شراء اسهمها وعادة تكون الاستجابة لهذا النوع من الاعلانات ايجابية لان الشركة من هذا النوع تكون اشارتها صادقة ولا تعلن الا اذا كانت اسعار اسهمها فعلاً دون قيمتها الحقيقية وتوقعات المستثمرين ان اسعار الاسهم بعد الاعلان عن إعادة الشراء سوف ترتفع فكانت الاستجابة ايجابية ، او قد يكون هناك بعض المطلعين الذين يملكون معلومات سرية لم يفصحوا عنها مما زاد من عدم التماثل المعلوماتي وتحقيق عوائد غير عادية على حساب

المستثمرين الاخرين ، فكانت استجابة الاسعار السوقية في اغلبها ايجابية عبر إظهار عوائد غير عادية ، فكان اعلى عائد غير عادي في اليوم الثامن للمدة التي تسبق يوم الاعلان اذ بلغ (0.0153) اما اقل عائد غير عادي في اليوم الثالث عشر للمدة التي تسبق يوم الاعلان اذ بلغ (-0.0025) ، وهذا يعني ان المعلومات في الأيام السابقة لم تكن بالمستوى المطلوب من الدقة لذا كانت الاستجابة لها سلبية ، اما العوائد اليومية غير العادية في الايام المتبقية للمدة التي تسبق يوم الاعلان فقيمها تتراوح ما بين القيمتين المذكورتين انفاً . وفي يوم الاعلان بلغ العائد غير العادي المتراكم (0.005) ، واستمرت هذه العوائد بعد الاعلان موجبة ماعدا اليوم الثاني والثاني عشر كانت سالبة حتى وصلت في اخر مشاهدة لنافاذة الحدث الى (0.0051) . ولكن طالما ظهرت قيم CAR تزداد تارةً وتنخفض تارةً اخرى خلال المدة السابقة ليوم الاعلان، نتيجة تحقق عوائد غير عادية AR سالبة تارةً وموجبة تارةً اخرى ، ففي ذلك دلالة على استجابة متحيزة من جانب السوق لإعلان اعادة شراء اسهم هذه الشركة . ومن جانب اخر ولطالما ان العوائد غير العادية المتراكمة بعد الاعلان لم تستقر عند (0.094) ، وهو CAR في يوم الاعلان واخذت ترتفع كثيراً عن هذه القيمة طوال المدة ما بعد الاعلان لغاية آخر يوم في نافذة الحدث نتيجة للعوائد غير العادية المتقلبة (موجبة ، سالبة) ، خلال هذه المدة فان لهذه النتيجة ثلاثة مدلولات المدلول الاول : هو ان لإعلان اعادة الشراء محتوى معلوماتي مؤثراً والدليل على ذلك تحقق عوائد غير عادية (بغض النظر عن اشارتها) ، والتي ينبغي ان تكون صفراً اذا لم يكن للإعلان محتوى معلوماتي مؤثر وهذا يعني ضمناً وجود مشكلة عدم تماثل معلوماتي مما يتعارض مع الفرضية الفرعية الاولى للدراسة . والمدلول الثاني: هو ان استجابة السوق متحيزة نتيجة العوائد غير العادية السالبة ، والمدلول الثالث : ان استجابة السوق بطيئة وليست تامة نتيجة تحقق عوائد غير عادية موجبة حتى بعد مرور اسبوعين من تاريخ الاعلان . وفي ذلك اشارة مهمة للمستثمرين تُنبأ عن خلل في كفاءة السوق ، اذ انها تؤكد للمستثمر بأنك لو اشتريت سهم هذه الشركة قبل اعلانها عن اعادة شراء اسهمها بأسبوعين واحتفظت بها لمدة اسبوعين بعد الاعلان فيامكانك تحقيق عائد غير عادي موجب يزيد على (0.178) وهو CAR في اليوم +14 وهو عادة عائد مرتفع نسبياً . وهذا دليل على بطء استجابة السوق لمعلومات هذا الحدث وأن أسعار السوق لم تستجب بشكل كامل وسريع في يوم الإعلان ، وفي ذلك دلالة على عدم كفاءة السوق .

ويظهر العمودين السادس والسابع اللذين يمثلان على التوالي بالعوائد غير العادية والمتراكمة لاسهم بنك الخليج فكانت اغلب العوائد غير العادية موجبة قبل الاعلان ماعدا اليوم السابع والرابع والثالث بالرغم من انخفاض عدم التماثل المعلوماتي في مثل هذا النوع من

الشركات ، محققةً ارباحاً للسهم . فحقق السهم اعلى العوائد غير العادية في اليوم الرابع عشر قبل الاعلان (0.0296) اما اقل العوائد غير العادية فكان في اليوم الثالث قبل الاعلان اذ بلغ (-0.0131) وهو في ذات الوقت يمثل اعلى خسارة للسهم ، وفي يوم الاعلان كان العائد غير العادي سالباً بمقدار (-0.0085) ويبدو ان المعلومات السابقة لم تكن بالمستوى المطلوب من الدقة ، واستمرت هذه العوائد بالاتجاه السالب حتى اليوم الثامن بعد الاعلان ثم انقلبت موجبة في اليوم الذي يليه واستمرت بهذا الاتجاه الموجب حتى اليوم الثالث عشر بعد الاعلان ثم انقلبت سالبة في الرابع عشر بعد الاعلان واستقرت عند (-0.0147) .

ولكن لطالما ظهرت قيم CAR تزداد تارةً وتتناقص تارةً اخرى خلال المدة السابقة ليوم الاعلان نتيجة تحقق عوائد غير عادية AR سالبة تارةً وموجبة تارةً اخرى ففي ذلك دلالة على استجابة متحيزة من جانب السوق لإعلان اعادة شراء اسهم هذه الشركة . ومن جانب اخر ولطالما ان العوائد غير العادية المتراكمة بعد الاعلان لم تستقر عند (0.0483) وهو CAR في يوم الاعلان واخذت تتناقص كثيراً عن هذه القيمة طوال المدة ما بعد الاعلان لغاية آخر يوم في نافذة الحدث نتيجةً للعوائد غير العادية المتقلبة (موجبة ، سالبة) خلال هذه المدة فان لهذه النتيجة ثلاث مدلولات المدلول الاول : هو ان لإعلان اعادة الشراء محتوى معلوماتي مؤثر والدليل على ذلك تحقق عوائد غير عادية (بغض النظر عن اشارتها) والتي ينبغي ان تكون صفراً اذا لم يكن للإعلان محتوى معلوماتي مؤثر وهذا يعني ضمناً وجود مشكلة عدم تماثل معلوماتي مما يتعارض مع الفرضية الفرعية الاولى للدراسة . والمدلول الثاني: هو ان استجابة السوق متحيزة نتيجة العوائد غير العادية السالبة قبل واثناء الاعلان ، والمدلول الثالث : ان استجابة السوق بطيئة وليست تامة نتيجة تحقق عوائد غير عادية موجبة حتى بعد مرور اسبوعين من تاريخ الاعلان . وفي ذلك اشارة مهمة للمستثمرين تُنبأ عن خلل في كفاءة السوق ، ومن الممكن ان يحقق المستثمرين عوائد غير عادية عند شراء هذه الاسهم والاحتفاظ بها لحين ظهور المعلومات الجيدة في نهاية نافذة الحدث . وهذا دليل على بطء استجابة السوق لمعلومات هذا الحدث وأن أسعار السوق لم تستجب بشكل كامل وسريع في يوم الإعلان وفي ذلك دلالة على عدم كفاءة السوق .

اما العمود الثامن والتاسع واللذين يمثلان على التوالي العوائد غير العادية والعوائد غير العادية المتراكمة لاسهم بنك بوبيان فكانت جميع العوائد غير العادية قبل واثناء الحدث سالبة محققةً خسائر للسهم ماعدا اليوم الرابع عشر والثالث عشر والحادي عشر ، ويبدو ان المعلومات حول الشركة والتي تسربت الى السوق كانت غير جيدة ، ولذلك كانت استجابة السوق متحيزة سلبياً للمحتوى المعلوماتي قبل واثناء الحدث باستثناء الايام المذكورة انفاً . فكان

اكبر عائد غير عادي قبل الاعلان في اليوم الثالث عشر اذ بلغ (0.0103) اما اقل العوائد غير العادية فكان في اليوم الثاني عشر اذ بلغ (-0.02) وفي ذات الوقت تمثل اعلى خسارة ، وكان سالباً في يوم الاعلان عند (-0.003) محققاً خسارة للسهم في يوم الاعلان ويبدو ان المعلومات السابقة ليست بالمستوى المطلوب واستمرت هذه العوائد متقلبة بعد تاريخ الاعلان فتارةً تتقلب سالبة وتارةً اخرى تتقلب موجبة حتى استقرت في المشاهدة الاخيرة لنافذة الحدث عند (-0.015) .

الا ان الاتجاه العام للعوائد غير العادية المتركمة CAR كانت سالبة على طول نافذة الحدث قبل واثاء وبعد الاعلان ماعدا اليوم الثالث عشر كانت موجبة وهذا يعني ان الغلبة للعوائد غير العادية السالبة ، ولطالما ظهرت قيم CAR سالبة طول نافذة الحدث حتى في يوم الاعلان نتيجة تحقق عوائد غير عادية AR سالبة على طول نافذة الحدث باستثناء اليوم المذكور ففي ذلك دلالة على استجابة متحيزة سلبياً من جانب السوق لإعلان اعادة شراء اسهم هذه الشركة . ومن جانب اخر ولطالما ان العوائد غير العادية المتركمة بعد الاعلان لم تستقر واخذت تتخفف وترتفع بالاتجاه السالب ومن المفترض ان لا تضيف شيئاً بعد تاريخ الاعلان ، فان لهذه النتيجة ثلاث مدلولات **المدلول الاول** : هو ان إعلان اعادة الشراء محتوى معلوماتي مؤثر والدليل على ذلك تحقق عوائد غير عادية سالبة والتي ينبغي ان تكون صفراً اذا لم يكن للإعلان محتوى معلوماتي مؤثر وهذا يعني ضمناً وجود مشكلة عدم تماثل معلوماتي مما يتعارض مع الفرضية الفرعية الاولى للدراسة . **والمدلول الثاني** : هو ان استجابة السوق متحيزة نتيجة العوائد غير العادية السالبة قبل واثاء الاعلان ، **والمدلول الثالث** : ان استجابة السوق بطيئة وليست تامة نتيجة تحقق عوائد غير عادية سالبة حتى بعد مرور اسبوعين من تاريخ الاعلان . وهذا دليل على بطء استجابة السوق لمعلومات هذا الحدث وأن أسعار السوق لم تستجب بشكل كامل وسريع في يوم الإعلان وفي ذلك دلالة على عدم كفاءة السوق .

اما العمود العاشر والحادي عشر والمتمثل بالعوائد غير العادية والمتركمة لاسهم البنك التجاري فكانت مشاهدات العوائد غير العادية قبل الاعلان تتراوح ما بين الموجبة والسالبة بالرغم من انخفاض عدم التماثل المعلوماتي في مثل هذا النوع من الشركات بشكل كبير، ومن المحتمل ان الشركة ارسلت معلومات خاصة الى المستثمرين ولكن لا يمكن فهمها او استيعابها بشكل جيد مما ادى الى ازدياد فجوة عدم التماثل المعلوماتي ، فبلغ اعلى عائد غير عادي في اليوم الرابع قبل يوم الاعلان بمقدار (0.0559) ، واقل عائد غير عادي كان في اليوم الخامس قبل تاريخ الاعلان اذ بلغ (-0.0629) . وكان العائد غير العادي في يوم الاعلان سالباً بمقدار (-0.04) متأثراً بالعوائد غير العادية السلبية السابقة محققاً خسارة للسهم في هذا اليوم و هذا يعني ان

المعلومات السابقة للإعلان لم تكن بالمستوى المطلوب من الدقة فكانت الاستجابة لها سلبية وهذا لا يظهر انعكاساً صحيحاً لمعلومة إعادة الشراء . واستمرت العوائد غير العادية بعد يوم الاعلان تتقلب تارة موجبة وتارة اخرى سالبة حتى وصلت في نهاية نافذة الحدث في اليوم الرابع عشر عند (-0.016) . لذلك فإن استجابة الاسعار السوقية لسهم هذا البنك غير موضوعية (بطيئة وغير تامة) بسبب العوائد غير العادية المتقلبة (موجبة ، سالبة) بعد يوم الاعلان لأنه كان من المفترض ان تكون العوائد غير العادية بعد يوم الاعلان صفرية .

لأنه في ظل شروط الكفاءة ينبغي ان يبدأ موجباً في اليوم الاول من النافذة الزمنية للحدث (اليوم -15) ثم يتصاعد ليبلغ اعلى قيمة له في يوم اعلان الحدث (اليوم 0) وبعد ذلك يظل ثابتاً ومستقراً عند قيمته في يوم الاعلان لغاية آخر يوم في النافذة (اليوم +14) . ولكن لطالما ظهرت قيم CAR تزداد تارةً وتتناقص تارةً اخرى خلال المدة السابقة ليوم الاعلان نتيجة تحقق عوائد غير عادية AR سالبة تارةً وموجبة تارةً اخرى ففي ذلك دلالة على استجابة متحيزة من جانب السوق لإعلان إعادة شراء اسهم هذه الشركة . ومن جانب اخر ولطالما ان العوائد غير العادية المتراكمة بعد الاعلان لم تكن مستقرة فأخذت ترتفع وتتناقص بالاتجاه السالب طوال المدة ما بعد الاعلان لغاية آخر يوم في نافذة الحدث نتيجة للعوائد غير العادية السالبة خلال هذه المدة فان لهذه النتيجة ثلاث مدلولات المدلول الاول : هو ان لإعلان إعادة الشراء محتوى معلوماتي مؤثر والدليل على ذلك تحقق عوائد غير عادية (بغض النظر عن اشارتها) والتي ينبغي ان تكون صفراً اذا لم يكن للإعلان محتوى معلوماتي مؤثر ، وهذا يعني ضمناً وجود مشكلة عدم تماثل معلوماتي مما يتعارض مع الفرضية الفرعية الاولى للدراسة. والمدلول الثاني: هو ان استجابة السوق متحيزة نتيجة العوائد غير العادية السالبة ، والمدلول الثالث : ان استجابة السوق بطيئة وغير تامة نتيجة تحقق عوائد غير عادية سالبة حتى بعد مرور اسبوعين من تاريخ الاعلان . وفي ذلك اشارة مهمة للمستثمرين تُنبأ عن خلل في كفاءة السوق ، اذ انها تؤكد للمستثمر بأنك لو بعت سهم هذه الشركة قبل اعلانها عن إعادة شراء اسهمها بأسبوعين أي قبل ان تظهر الاخبار السيئة ثم تقوم بإعادة شراؤها بأسبوعين بعد الاعلان تحقق عائد مقداره (0.1341) CAR في اليوم +14) .

ويظهر العمودين الثاني عشر والثالث عشر اللذين يمثلان على التوالي العوائد غير العادية والمتراكمة لاسهم البنك الاهلي ، فبالرغم من انخفاض عدم التماثل المعلوماتي في هذا النوع من الشركات الا ان جميع المشاهدات للعوائد غير العادية على طول نافذة الحدث كانت سالبة باستثناء العوائد في اليوم العاشر والتاسع والثاني قبل الاعلان واليوم العاشر والثالث عشر بعد الحدث وهذا يعني ان العوائد السالبة تغلبت على الموجبة مما افضى الى اتجاه عام سالب للعوائد غير العادية المتراكمة وهذا يعني ان المعلومات المتسرية عن الشركة الى السوق كانت سلبية

فسببت خسائر غير عادية كبيرة للسهم ، فكان اعلى عائد غير عادي للسهم قبل الاعلان في اليوم التاسع اذ بلغت (0.0437) واقل العوائد غير عادية كان في اليوم الثاني عشر اذ بلغ (-0.0414) وهو يمثل في الوقت ذاته اعلى خسارة للسهم ، واصبح موجباً في يوم الاعلان بمقدار (0.0136) واستمرت العوائد غير العادية بعد الاعلان سالبة من اليوم الاول حتى اليوم التاسع وانقلبت موجبة في اليوم الذي يليه وعادت سالبة حتى اليوم الثاني عشر وانقلبت موجبة في اليوم الذي يليه ورجعت سالبة في اليوم الرابع عشر بعد الاعلان عند (-0.0078) . ولطالما ظهرت في العمود الثالث عشر قيم CAR سالبة طوال نافذة الحدث حتى في يوم الاعلان نتيجة تحقق عوائد غير عادية AR سالبة على طول نافذة الحدث باستثناء الايام المذكورة ، ففي ذلك دلالة على استجابة متحيزة سلبياً من جانب السوق لإعلان اعادة شراء اسهم هذه الشركة . ومن جانب اخر ولطالما ان العوائد غير العادية المتراكمة بعد الاعلان لم تستقر واخذت تتخفف وترتفع بالاتجاه السالب ومن المفترض ان لا تضيف شيئاً بعد تاريخ الاعلان ، فان لهذه النتيجة ثلاث مدلولات **المدلول الاول** : هو ان لإعلان اعادة الشراء محتوى معلوماتي مؤثر والدليل على ذلك تحقق عوائد غير عادية سالبة والتي ينبغي ان تكون صفراً اذا لم يكن للإعلان محتوى معلوماتي مؤثر وهذا يعني ضمناً وجود مشكلة عدم تماثل معلوماتي مما يتعارض مع الفرضية الفرعية الاولى للدراسة . **والمدلول الثاني**: هو ان استجابة السوق متحيزة نتيجة العوائد غير العادية السالبة قبل واثاء الاعلان ، **والمدلول الثالث**: ان استجابة السوق بطيئة وليست تامة نتيجة تحقق عوائد غير عادية سالبة حتى بعد مرور اسبوعين من تاريخ الاعلان . وهذا دليل على بطء استجابة السوق لمعلومات هذا الحدث وأن أسعار السوق لم تستجب بشكل كامل وسريع في يوم الإعلان وفي ذلك دلالة على عدم كفاءة السوق .

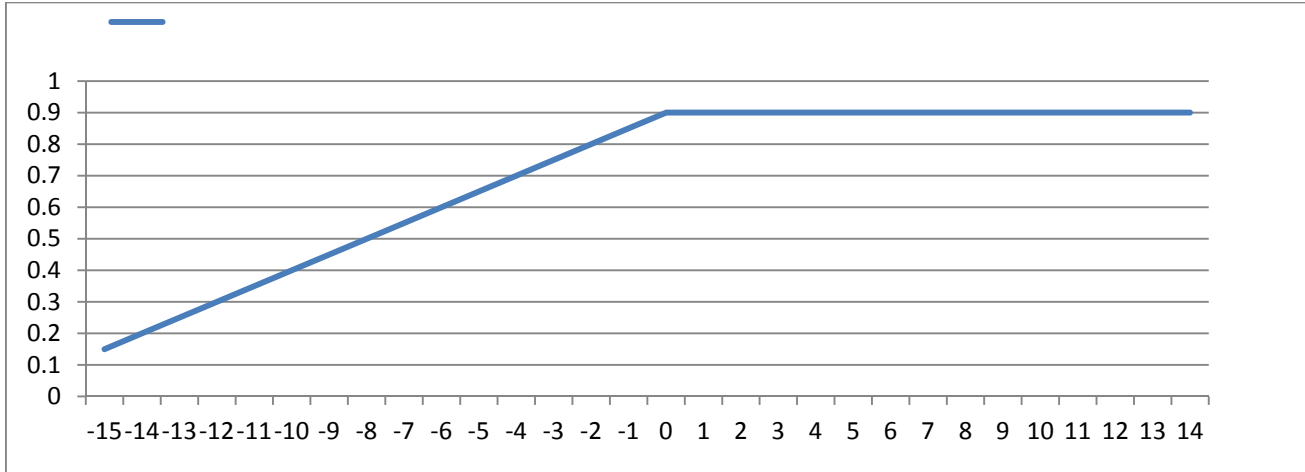
ويبين من العمودين الرابع عشر والخامس عشر واللذين يمثلان على التوالي العوائد غير العادية والمتراكمة لاسهم بنك برقان بأن العوائد اليومية غير العادية طوال الايام الخمسة عشر السابقة للإعلان كانت منقلبة فتارة تكون موجبة وتارة اخرى تكون سالبة بالرغم من ان عدم التماثل المعلوماتي في مثل هذا النوع من الشركات ينبغي ان يكون منخفضاً ، فتحقق اكبر عائد غير عادي في اليوم الحادي عشر للمدة التي تسبق يوم الاعلان اذ بلغ (0.0277) اما اقل عائد غير عادي في اليوم الثاني قبل الاعلان اذ بلغ (-0.0133) وهي تمثل في ذات الوقت اعلى خسارة للسهم قبل الاعلان ، اما العوائد اليومية غير العادية في الايام المتبقية للمدة التي تسبق يوم الاعلان فقيمها تتراوح ما بين القيمتين المذكورتين انفاً . اما في يوم الاعلان كان العائد غير العادي سالباً بمقدار (-0.0116) هذا يعني ان استجابة السوق للمعلومات انخفضت في يوم الاعلان ومن المفترض ان يكون العائد في هذا اليوم مرتفعاً وإيجابياً ، واستمرت العوائد

غير العادية متقلبة بين الموجب والسالب طوال المدة التي تلي يوم الاعلان حتى استقرت في المشاهدة الاخيرة لنافاذة الحدث عند (0.0052) .

اما بالنسبة للعائد غير العادي المتراكم CAR لاسهم بنك برقان ففي ظل شروط الكفاءة ينبغي ان يبدأ موجباً في اليوم الاول من النافذة الزمنية للحدث (اليوم -15) ثم يتصاعد ليبلغ اعلى قيمة له في يوم اعلان الحدث (اليوم 0) وبعد ذلك يظل ثابتاً ومستقراً عند قيمته في يوم الاعلان لغاية آخر يوم في النافذة (اليوم +14) . ولكن لطالما ظهرت قيم CAR موجبة خلال المدة السابقة ليوم الاعلان وفي يوم الاعلان سالباً ففي ذلك دلالة على استجابة متحيزة وغير موضوعية من جانب السوق لإعلان اعادة شراء اسهم هذه الشركة . ومن جانب اخر ولطالما ان العوائد غير العادية المتراكمة بعد الاعلان لم تكن مستقرة فأخذت تسير بالاتجاه الموجب من اليوم الاول بعد الاعلان حتى اليوم العاشر ثم انقلبت سالبة في اليوم الحادي عشر بعد الاعلان واستمرت بهذا الاتجاه حتى اخر مشاهدة في نافذة الحدث نتيجة للعوائد غير العادية المتقلبة (موجبة ، سالبة) خلال هذه المدة فان لهذه النتيجة ثلاث مدلولات المدلول الاول : هو ان لإعلان اعادة الشراء محتوى معلوماتي مؤثر والدليل على ذلك تحقق عوائد غير عادية (بغض النظر عن اشارتها) والتي ينبغي ان تكون صفراً اذا لم يكن للإعلان محتوى معلوماتي مؤثر وهذا يعني ضمناً وجود مشكلة عدم تماثل معلوماتي مما يتعارض مع الفرضية الفرعية الاولى للدراسة . والمدلول الثاني : هو ان استجابة السوق متحيزة وغير موضوعية نتيجة للعوائد غير العادية السالبة ، والمدلول الثالث : ان استجابة السوق بطيئة وليست تامة نتيجة تحقق عوائد غير عادية سالبة حتى بعد مرور اسبوعين من تاريخ الاعلان . وفي ذلك اشارة مهمة للمستثمرين تُنبأ عن خلل في كفاءة السوق .

ويظهر العمود السادس عشر والمتمثل بالمتوسطات اليومية للعوائد غير العادية المتراكمة للشركات الكبيرة التي تم اختيارها اعتماداً على قيمتها السوقية ، فظهور العوائد غير العادية بحد ذاتها وبغض النظر عن اشارتها يؤكد ان لإعلان اعادة الشراء محتوى معلوماتي مؤثر . فلو لم يكن كذلك لكانت العوائد غير العادية صفراً طوال نافذة الحدث ، وهذا يعني ضمناً وجود مشكلة عدم تماثل معلوماتي مما يتعارض مع الفرضية الفرعية الاولى للدراسة . من جانب اخر وكما هو واضح من ارقام العمود الاخير ، فلم تظهر المتوسطات اليومية للعوائد غير العادية المتراكمة (CAAR) سلوكاً ينم عن الاستجابة الكفوءة من جانب اسعار اسهم الشركات الكبيرة لإعلان اعادة الشراء . فقد ظهرت موجبة تارةً وسالبة تارةً اخرى ، ومرتفعة تارةً ومنخفضة تارةً اخرى وتحقق هذا في جميع مشاهدات الثلاثين يوماً لنافاذة الحدث . والحال ان سلوكها الدال على الكفاءة يؤكد على ضرورة ان تكون موجبة وتصاعديّة قبل يوم الاعلان ومستقرة عند قيمتها في

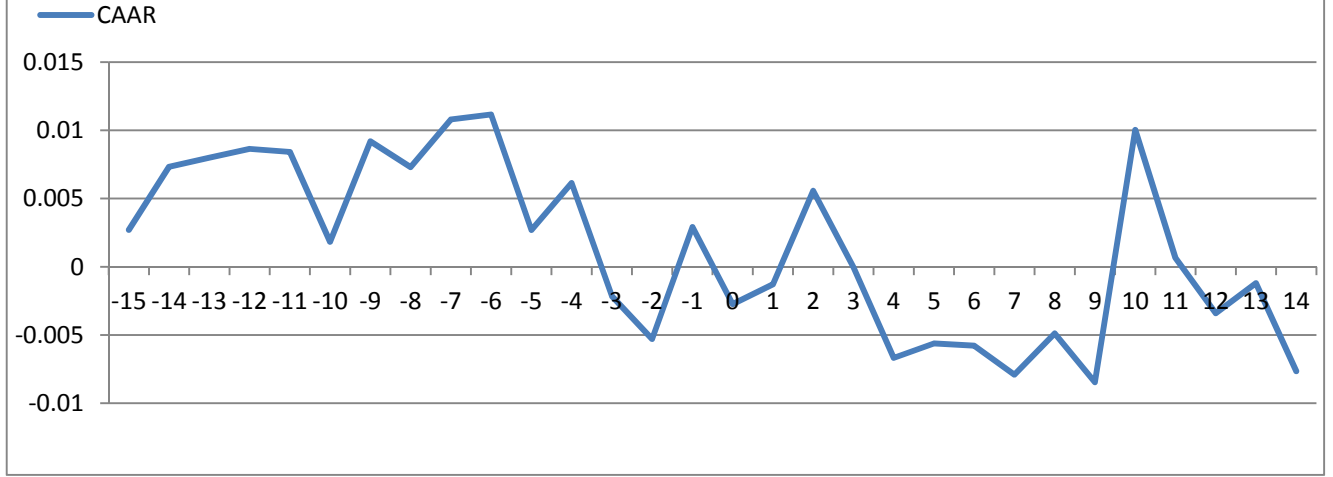
يوم الاعلان طوال المدة المتبقية من نافذة الحدث . وتحقق أكبر متوسط يومي للعوائد غير العادية المتراكمة في اليوم السادس قبل الاعلان اذ بلغ (0.0112) واقل متوسط يومي متراكم للعوائد غير العادية في اليوم الثاني قبل يوم الاعلان اذ بلغ (-0.0053) . فكان متوسط العوائد غير العادية المتراكمة موجباً من اليوم الخامس عشر قبل الاعلان واستمر بهذا الاتجاه حتى اليوم الرابع قبل الاعلان ثم انقلب المتوسط اليومي للعوائد غير العادية المتراكمة سالباً في اليوم الثالث والثاني قبل الاعلان ثم اصبح في اليوم الاول قبل الاعلان موجباً ولم يكشف السوق عن استجابة كفاءة للإعلان في يوم الاعلان اذ كان المتوسط في هذا اليوم سالباً وبمقدار (-0.0027) في حين انه من المفترض ان يكون موجباً. واستمرت المتوسطات اليومية للعوائد غير العادية المتراكمة لأغلب المشاهدات بعد يوم الاعلان سالبة باستثناء اليوم الثاني والعاشر والحادي عشر حيث كانت موجبة واستمر التقلب في (CAAR) بعد يوم الاعلان ما بين السالب والموجب وما بين الارتفاع والانخفاض حتى استقر في اليوم الرابع عشر عند (-0.0076) وكما هو ظاهر في الشكل (2-3) . من الجدير بالذكر ان قيمة (CAAR) التي تتم عن الاستجابة الكفاءة من جانب السوق لإعلان إعادة الشراء ينبغي ان تكون موجبة وتصاعديّة طوال الايام السابقة ليوم الاعلان ، وان اكبر قيمة لها ينبغي ان تتحقق في يوم الاعلان وتستقر عنده لغاية اخر يوم من النافذة الزمنية للحدث ، وكما هو ظاهر في الشكل (1-3) .



الشكل (1-3) سلوك CAAR بظل استجابة السوق الكفاءة لإعلان إعادة شراء الاسهم

وكما هو واضح في الشكل (2-3) فقد كانت قيم CAAR طوال ايام نافذة الحدث متقلبة ارتفاعاً وانخفاضاً ومتحولة الاشارة من الموجب الى السالب وبالعكس وبشكل مناف تماماً لما يجب ان تظهره من سلوك (الشكل 1-3) . وكل ما تقدم يؤكد على الاستجابة البطيئة وغير الكاملة والمتحيزة من جانب اسعار اسهم الشركات الكبيرة لإعلان إعادة شرائها وهذا يدل على عدم كفاءة السوق بالشكل نصف القوي في الاستجابة لحدث الاعلان عن المعلومة العامة

(اعادة شراء الاسهم) ، وهذا ينسجم مع الفرضية الرئيسية الثانية للدراسة والتي تنص على (ان سوق الكويت للأوراق المالية ليست كفوءة بالمستوى نصف القوي في الاستجابة للمحتوى المعلوماتي لإعلان اعادة الشراء).



الشكل (2-3) متوسط العائد غير العادي المتراكم لاسهم الشركات الكبيرة المعاد شراءها

2.1.3 . الشركات ذات الحجم الصغير :

استنادا لمعيار تصنيف الشركات الصغيرة الموضحة سلفاً ، فقد وقع الاختيار على سبع شركات من العينة وهي الاصغر حجماً ، وكما هو ظاهر في الجدول (3-3) . وتم اختبار استجابة اسعار اسهم هذه الشركات ، وذلك لغرض معرفة سرعة وموضوعية وتامة انعكاس المحتوى المعلوماتي لإعلانات اعادة الشراء لاسهم الشركات الصغيرة من خلال حساب العوائد غير العادية والعوائد غير العادية المتراكمة ومتوسطاتها اليومية خلال النافذة الزمنية للحدث المستخدمة في الدراسة .

الجدول (3-3) اصغر 7 شركات في سوق الكويت المالي التي اعلنت عن اعادة شراء اسهمها

الشركات الصغيرة	قيمتها السوقية كما في 1/1/2012	عدد الاعلانات	تاريخ الاعلان
شركة وثاق للتأمين التكافلي	4410000	1	1/12/2014
الشركة الخليجية المغاربية القابضة	6900000	2	5/8/2012 18/2/2013
الشركة الكويتية للمنتزعات	8419950	1	27/5/2014
شركة المعادن والصناعات التحويلية	8750989	1	26/3/2013
شركة الشعبية الصناعية	10521264.6	3	23/10/2013 25/5/2014 12/1/2015

7/10/2012 19/1/2014 14/1/2015	3	10600000	شركة المساكن الدولية للتطوير العقاري
18/6/2013	1	10843875	الشركة الوطنية الدولية القابضة

المصدر : (من اعداد الباحث اعتماداً على تقارير سوق الكويت للأوراق المالية)

وبعد حساب العوائد الفعلية للسهم والبيتا والعوائد المتوقعة من خلال نموذج تسعير الموجودات الرأسمالية والعوائد غير العادية اليومية للسهم من خلال الفرق بين العوائد الفعلية للسهم والعوائد المتوقعة، يُظهر الجدول (3-4) العوائد اليومية غير العادية والمتراكمة للسهم والمتوسط اليومي للعوائد غير العادية المتراكمة لإعلانات اعادة الشراء للشركات ذات الحجم الصغير المذكورة انفاً ولمدة (15) يوماً قبل يوم الاعلان بالإضافة الى يوم الاعلان (الحدث) و (14) يوماً بعد الاعلان . ويظهر من العمود الثاني والثالث في الجدول واللذين يمثلان العوائد غير العادية والمتراكمة لاسهم شركة وثاق للتأمين التكافلي على التوالي بأن جميع العوائد غير العادية قبل الاعلان وفي اثنائه موجبة ولجميع المشاهدات ، ماعدا اليوم الحادي عشر فقد كان سالباً ، ويبدو ان المعلومات السابقة لم تكن بالمستوى المطلوب من الدقة ، ولان عدم التماثل المعلوماتي في الشركات الصغيرة كبيراً نتيجة عدم اهتمام المحللين في مثل هذا النوع من الشركات ومن ثم فان المطلعين يملكون معلومات سرية ومهمة غير متاحة للمستثمرين ، ولذلك فان الشركة حققت عوائد غير عادية على حساب المستثمرين الاخرين في اغلب الايام قبل الحدث وفي اثنائه . فبلغ اعلى عائد غير عادي لشركة وثاق في اليوم الرابع عشر قبل الاعلان بمقدار (0.0577) اما اقل عائد غير عادي كان في اليوم الحادي عشر قبل الاعلان اذ بلغ (-0.014) . وكانت هذه العوائد ترتفع تارةً وتتنخفض تارةً اخرى كلما اقتربنا من تاريخ الاعلان حتى بلغ عنده العائد غير العادي (0.0122) ، واستمرت العوائد غير العادية بعد تاريخ الاعلان متقلبة (سالبة ، موجبة) وترتفع تارةً وتتنخفض تارةً اخرى حتى بلغت في اخر مشاهدة من نافذة الحدث في اليوم الرابع عشر بعد الاعلان (-0.109) . اما بالنسبة للعائد غير العادي المتراكم CAR لاسهم شركة وثاق ففي ظل شروط الكفاءة ينبغي ان يبدأ موجباً في اليوم الاول من النافذة الزمنية للحدث (اليوم 15-) ومن الطبيعي يبدأ من النقطة نفسها التي بدأ منها العائد غير العادي في اليوم الخامس عشر قبل الاعلان ، ثم يتصاعد ليبلغ اعلى قيمة له في يوم اعلان الحدث (اليوم 0) وبعد ذلك يظل ثابتاً ومستقراً عند قيمته في يوم الاعلان لغاية آخر يوم في النافذة (اليوم 14+) . وطالما ظهرت قيم CAR ترتفع تصاعدياً خلال المدة التي تسبق الاعلان من اليوم الخامس عشر الى اليوم الاول قبل الاعلان باستثناء اليوم الحادي عشر انخفض قليلاً عن اليوم السابق نتيجة تحقق عوائد غير عادية AR موجبة في غالبيتها ففي ذلك دلالة على ان الاستجابة صحيحة من جانب السوق لإعلان اعادة شراء اسهم هذه الشركة .

ولكن من جانب اخر، لم تكن العوائد غير العادية المتراكمة بعد الاعلان مستقرة عند (0.3814) وهو CAR في يوم الاعلان ، والتي من المفترض ان تبقى ثابتة ولا تضيف شيئاً بعد يوم الاعلان ، ولكنها أخذت ترتفع وتنخفض اعلى من هذه القيمة طوال المدة ما بعد الاعلان لغاية آخر يوم في نافذة الحدث نتيجةً للعوائد غير العادية المنقلبة (موجبة ، سالبة) ، خلال هذه المدة فان لهذه النتيجة ثلاثة مدلولات: **المدلول الاول** : هو ان لإعلان إعادة الشراء محتوى معلوماتي مؤثر ، والدليل على ذلك تحقق عوائد غير عادية موجبة وسالبة ، والتي ينبغي ان تكون صفراً اذا لم يكن للإعلان محتوى معلوماتي مؤثر وهذا يعني ضمناً وجود مشكلة عدم تماثل معلوماتي مما يتعارض مع الفرضية الفرعية الاولى للدراسة . **والمدلول الثاني**: هو ان استجابة السوق متحيزة نتيجة العوائد غير العادية السالبة ، **والمدلول الثالث** ان استجابة السوق بطيئة نتيجة تحقق عوائد غير عادية موجبة حتى بعد مرور اسبوعين من تاريخ الاعلان . وفي ذلك اشارة مهمة للمستثمرين تُنبأ عن خلل في كفاءة السوق ، اذ انها تؤكد للمستثمر بأنك لو اشتريت سهم هذه الشركة قبل اعلانها عن إعادة شراء اسهمها بأسبوعين واحتفظت بها لمدة اسبوعين بعد الاعلان فيامكانك تحقيق عائد غير عادي موجب يزيد على (0.73) (CAR في اليوم +14) .

ويظهر العمودان الرابع والخامس العوائد غير العادية والمتراكمة لاسهم الشركة الخليجية المغربية ، فكانت جميع مشاهدات العوائد غير العادية للمدة التي تسبق الاعلان موجبة ماعدا اليوم العاشر والثامن قبل الاعلان ، ويبدو ان المعلومات المتسرية من الشركة الى المستثمرين لم تكن بالمستوى المطلوب من الدقة الا ان اغلب العوائد غير العادية كانت موجبة نتيجة ارتفاع عدم التماثل المعلوماتي في هذا النوع من الشركات ، وكان اعلى عائد غير عادي لاسهم الشركة الخليجية المغربية في اليوم الثاني عشر قبل تاريخ الاعلان، اذ بلغ (0.0953) اما أقل عائد غير عادي فقد كان في اليوم الثامن قبل الاعلان اذ بلغ (-0.008) فكانت هذه العوائد ترتفع وتنخفض ايجابياً وسلبياً حتى بلغت في يوم الاعلان (0.0226) . واستمر العائد غير العادي بعد الاعلان يتقلب ايجابياً وسلبياً ليصل في اخر مشاهدة الى (0.0448) ، وهذا لا يظهر انعكاساً صحيحاً لمعلومات الاعلان عن إعادة الشراء . لأنه من المفترض ان تكون هذه العوائد صفرية بعد الاعلان وهذا يعني ان استجابة السوق متحيزة وغير صحيحة للمحتوى المعلوماتي لهذا الحدث .

اما بالنسبة للعائد غير العادي المتراكم CAR لاسهم الشركة الخليجية المغربية فطالما ظهرت قيم CAR ترتفع تصاعدياً خلال المدة التي تسبق الاعلان من اليوم الخامس عشر الى اليوم الاول قبل الاعلان باستثناء اليومين الثامن والعاشر انخفض قليلاً عن ما يسبقهما نتيجة العوائد غير العادية المناظرة لهما كانت سلبية ، الا ان العوائد غير العادية الاخرى عامة ارتفعت تصاعدياً نتيجة تحقق عوائد غير عادية AR موجبة ، وفي هذا الجانب اقرب الى الكفاءة السوقية . ولكن من جانب اخر ، لم تكن العوائد غير العادية المتراكمة بعد الاعلان مستقرة عند

(0.307) وهو CAR في يوم الاعلان والتي من المفترض ان تبقى ثابتة ولا تضيف شيئاً بعد يوم الاعلان ، ولكنها انخفضت قليلاً ثم اخذت ترتفع كثيراً عن هذه القيمة طوال المدة ما بعد الاعلان حتى وصلت في آخر يوم من نافذة الحدث الى (0.4403) نتيجة للعوائد غير العادية المتقلبة (موجبة ، سالبة) ما بعد الاعلان ، وفي ذلك اشارة مهمة للمستثمرين تُنبأ عن خلل في كفاءة السوق ، اذ انها تؤكد للمستثمر لو اشترى سهم هذه الشركة قبل اعلانها عن اعادة شراء اسهمها بأسبوعين واحتفظ بها لمدة اسبوعين بعد الاعلان ، فبإمكانه تحقيق عائد غير عادي موجب يزيد على (0.44) ، وهو عادة عائد مرتفع نسبياً (CAR في اليوم +14) .

وفي العمود السادس والسابع المتمثل في العوائد غير العادية والمتراكمة للشركة الكويتية للمنتزهات (منتزهات) فعلى الرغم من ارتفاع حالة عدم التماثل المعلوماتي في هذا النوع من الشركات الا ان العوائد غير العادية للمدة التي تسبق الاعلان كانت متقلبة ما بين السالب والموجب نتيجة المعلومات المرسله كانت غامضة لا يستطيع المستثمرون تفسيرها بصورة جيدة او ان هناك معلومات مرتبطة بالمستثمرين وطريقة تفسيرهم لها، الا ان الغلبة كانت للعوائد غير العادية السالبة مما افضى الى اتجاه عام سالب للعوائد غير العادية المتراكمة ماعدا اليوم الخامس عشر والرابع عشر والحادي عشر والتاسع والثالث، اذ بلغ اعلى عائد قبل الاعلان في اليوم الثالث اذ بلغ (0.0374) . اما اقل عائد غير عادي قبل الاعلان كان في اليوم السادس (-0.03) محققاً اعلى خسارة للسهم في الوقت ذاته ، واستمرت العوائد غير العادية تتقلب تارة موجبة وتارة اخرى سالبة حتى وصلت في يوم الاعلان الى (0.0141) ، واستمرت العوائد غير العادية بعد الاعلان في هذا التقلب ارتفاعاً وانخفاضاً ايجابياً وسلبياً حتى اخر مشاهدة في النافذة الزمنية للحدث اذ بلغت (0.0274). هذا من جانب ، ومن جانب اخر ، طالما ظهرت قيم CAR غالبيتها سالبة خلال المدة التي تسبق الاعلان ماعدا الايام الاربعه المذكورة انفاً نتيجة تحقق عوائد غير عادية AR اغلبها ظهرت سالبة ، ففي ذلك دلالة على ان الاستجابة غير صحيحة من جانب السوق لإعلان اعادة شراء اسهم هذه الشركة . ومن جانب اخر ، لم تكن العوائد غير العادية المتراكمة بعد الاعلان مستقرة عند (-0.019) وهو CAR في يوم الاعلان والتي من المفترض ان تبقى ثابتة ولا تضيف شيئاً بعد يوم الاعلان ، ولكنها أخذت تسير بالاتجاه السالب تتخفص وترتفع سلبياً عن هذه القيمة طوال المدة ما بعد الاعلان لغاية آخر يوم في نافذة الحدث نتيجة للعوائد غير العادية المتقلبة (موجبة ، سالبة) خلال هذه المدة فان لهذه النتيجة ثلاثة مدلولات: **المدلول الاول** : هو ان لإعلان اعادة الشراء محتوى معلوماتي مؤثر والدليل على ذلك تحقق عوائد غير عادية موجبة وسالبة ، والتي ينبغي ان تكون صفراً اذا لم يكن للإعلان محتوى معلوماتي مؤثر، وهذا يعني ضمناً وجود مشكلة عدم تماثل معلوماتي مما يتعارض مع الفرضية الفرعية الاولى للدراسة . **والمدلول الثاني** : هو ان استجابة السوق متحيزة نتيجة العوائد غير العادية السالبة ، **والمدلول الثالث** : ان استجابة السوق متحيزة نتيجة تحقق

عوائد غير عادية سالبة حتى بعد مرور اسبوعين من تاريخ الاعلان . وفي ذلك اشارة مهمة للمستثمرين تُنبأ عن خلل في كفاءة السوق ، اذ انها تؤكد للمستثمر بأنه لو باع سهم هذه الشركة قبل اعلانها عن اعادة شراء اسهمها بأسبوعين، واشترى ذلك السهم بأسبوعين بعد الاعلان فبإمكانه تحقيق عائد مقداره (0.016) (CAR في اليوم +14) .

الجدول (3-4) العوائد غير العادية والمتراكمة ومتوسطاتها لاسهم الشركات الصغيرة

نافذة الحدث	وثائق		المغربية		منتزهات		معادن		ورقية		مسكن		وطنية دق ش الصغيرة		CAR
	CAR	AR	CAR	AR	CAR	AR	CAR	AR	CAR	AR	CAR	AR	CAR	AR	
-15	0.0293	0.0293	0.0168	0.0168	0.0006	0.0006	0.0351	0.0351	-0.0068	-0.007	-0.006	-0.006	0.0168	0.0168	0.0123
-14	0.0577	0.087	0.0355	0.0523	0.0145	0.014	0.0359	0.0008	-0.0193	-0.013	0.0233	0.0176	0.0768	0.0599	0.0378
-13	0.0256	0.1126	0.0193	0.0716	-0.003	-0.018	0.036	9E-05	-0.0124	0.007	0.0069	0.0245	0.1361	0.0593	0.0522
-12	0.0155	0.1281	0.0953	0.1669	-0.005	-0.002	0.0317	-0.0043	-0.0358	-0.023	0.0008	0.0008	0.0872	-0.049	0.0569
-11	-0.014	0.1141	0.0247	0.1916	0.0192	0.024	0.0769	0.0452	-0.0304	0.0054	0.0099	0.0352	0.0759	-0.011	0.0689
-10	0.0168	0.1309	-0.007	0.1841	-0.006	-0.025	0.0621	-0.0148	-0.0464	-0.016	-0.003	0.0325	0.0658	-0.01	0.0605
-9	0.0063	0.1372	0.0002	0.1843	0.0094	0.0149	0.0972	0.0351	-0.0522	-0.006	-0.026	0.0061	0.0473	-0.019	0.0613
-8	0.0382	0.1754	-0.008	0.1763	-0.003	-0.013	0.0537	-0.0434	-0.0496	0.0025	0.0009	0.007	0.0731	0.0258	0.0618
-7	0.0233	0.1987	0.0187	0.195	-0.005	-0.001	0.0662	0.0125	-0.0364	0.0133	-0.011	-0.004	0.0742	0.0012	0.0699
-6	0.0336	0.2324	0.023	0.218	-0.034	-0.03	0.0356	-0.0307	-0.0386	-0.002	-0.031	-0.035	0.0908	0.0166	0.067
-5	0.0428	0.2751	0.0308	0.2488	-0.041	-0.006	0.022	-0.0136	-0.0435	-0.005	-0.014	-0.049	0.0836	-0.007	0.0709
-4	0.0444	0.3195	0.009	0.2578	-0.043	-0.002	0.0571	0.0352	-0.0466	-0.003	0.0041	-0.045	0.0728	-0.011	0.0819
-3	0.003	0.3225	0.0124	0.2702	0.0374	-0.006	0.111	0.0539	-0.0432	0.0033	0.0018	-0.043	0.0744	0.0016	0.0981
-2	0.0333	0.3558	0.0042	0.2744	-0.006	-8E-04	0.085	-0.0261	-0.0554	-0.012	-0.002	-0.045	0.1127	0.0383	0.103
-1	0.0134	0.3692	0.01	0.2844	-0.033	-0.026	0.0449	-0.04	-0.0598	-0.004	0.0121	-0.033	0.1441	0.0314	0.1025
0	0.0122	0.3814	0.0226	0.307	0.0141	-0.019	0.085	0.0401	-0.0767	-0.017	0.0022	-0.031	0.1039	-0.04	0.1074
1	0.0087	0.3901	-0.001	0.3059	-0.047	-0.028	0.0369	-0.0481	-0.0794	-0.003	0.0077	-0.023	0.1245	0.0206	0.1012
2	0.0183	0.4084	0.0141	0.32	-0.045	0.0017	0.0463	0.0095	-0.0849	-0.006	0.006	-0.017	0.1483	0.0238	0.1109
3	0.0167	0.4252	-0.013	0.3066	-0.037	0.0082	0.03	-0.0163	-0.0577	0.0272	-0.035	-0.051	0.1513	0.003	0.1096
4	0.0437	0.4689	0.0084	0.315	-0.028	0.0088	0.0322	0.0022	-0.0608	-0.003	-0.022	-0.073	0.153	0.0016	0.1153
5	0.0447	0.5136	0.0085	0.3235	-0.028	0.0005	0.0884	0.0561	-0.0582	0.0026	0.0381	-0.035	0.1766	0.0236	0.1402
6	0.1469	0.6605	-5E-04	0.323	-0.025	0.0029	0.1023	0.0139	-0.0773	-0.019	-0.027	-0.062	0.1892	0.0126	0.1587
7	-0.013	0.6478	-0.001	0.3217	-0.025	-5E-04	0.1031	0.0008	-0.0751	0.0022	-0.006	-0.068	0.1925	0.0033	0.1566
8	0.0828	0.7305	0.0175	0.3392	-0.029	-0.003	0.1236	0.0205	-0.0914	-0.016	-0.03	-0.097	0.1817	-0.011	0.1653
9	0.1708	0.9013	0.0195	0.3587	-0.03	-0.001	0.1224	-0.0011	-0.095	-0.004	0.0167	-0.081	0.2191	0.0374	0.1994
10	0.0168	0.9181	-0.002	0.3566	-0.029	0.001	0.1131	-0.0093	-0.1014	-0.006	0.0142	-0.067	0.1942	-0.025	0.1979
11	0.0899	1.008	0.0188	0.3754	-0.036	-0.007	0.114	0.0009	-0.0998	0.0016	0.0116	-0.055	0.2013	0.0071	0.2154
12	-0.036	0.9719	0.012	0.3874	-0.024	0.0124	0.1147	0.0006	-0.0917	0.0081	-0.002	-0.057	0.2067	0.0054	0.2155
13	-0.133	0.839	0.008	0.3955	-0.043	-0.019	0.0582	-0.0565	-0.1268	-0.035	0.0314	-0.026	0.1839	-0.017	0.1839
14	-0.109	0.7301	0.0448	0.4403	-0.016	0.0274	0.0386	-0.0196	-0.1178	0.0089	0.0024	-0.023	0.2017	0.012	0.1792

المصدر : من اعداد الباحث اعتماداً على تقارير سوق الكويت للأوراق المالية

ويظهر العمودان الثامن والتاسع اللذان يمثلان على التوالي العوائد غير العادية والمتراكمة لشركة المعادن والصناعات التحويلية (معادن) فكانت مشاهدات العوائد غير العادية متقلبة ، فتارةً كانت موجبة وتارةً اخرى سالبة على طول نافذة الحدث . فعلى الرغم من ارتفاع حالة عدم التماثل المعلوماتي في هذا النوع من الشركات ، والشركة يمكنها ان تحقق عوائد غير عادية على

حساب المستثمرين الاخرين ، زيادة على ذلك هناك معلومات ايجابية وصلت الى المستثمرين عن الشركة بان الشركة من الشركات التي نادراً ما تعيد شراء اسهمها واغلب هذه الشركات لا تعلن الا اذا كان فعلاً ان أسعار أسهمها دون قيمتها الحقيقية ، الا ان استجابة السوق كانت متقلبة لهذا الاعلان ، او ان هناك معلومات مرتبطة بالمستثمرين وطريقة تفسيرهم لها . فبلغ اعلى عائد غير عادي في اليوم الثالث قبل الاعلان (0.0539) . اما اقل عائد غير عادي كان في اليوم الثامن قبل الاعلان مقداره (-0.0434) . اما العائد غير العادي في يوم الاعلان كان ايجابياً بمقدار (0.0401) واستمرت العوائد غير العادية متقلبة ما بين الموجب والسالب من اليوم الاول بعد الاعلان وحتى اليوم الرابع عشر اذ بلغ في هذا اليوم (-0.0196) . اما بالنسبة للعائد غير العادي المتراكم CAR لاسهم شركة المعادن ففي ظل شروط الكفاءة ينبغي ان يبدأ موجباً في اليوم الاول من النافذة الزمنية للحدث (اليوم -15) من النقطة نفسها التي بدأ منها العائد غير العادي ، ثم يتصاعد ليبلغ اعلى قيمة له في يوم اعلان الحدث (اليوم 0) وبعد ذلك يظل ثابتاً ومستقراً عند قيمته في يوم الاعلان لغاية آخر يوم في النافذة (اليوم +14) . ولكن لطالما ظهرت قيم CAR تزداد تارةً وتتناقص تارةً اخرى خلال المدة السابقة ليوم الاعلان نتيجة تحقق عوائد غير عادية AR سالبة تارةً وموجبة تارةً اخرى ، ففي ذلك دلالة على استجابة متحيزة من جانب السوق لإعلان اعادة شراء اسهم هذه الشركة . ومن جانب اخر ولطالما ان العوائد غير العادية المتراكمة بعد الاعلان لم تستقر عند (0.085) وهو CAR في يوم الاعلان واخذت ترتفع وتنخفض كثيراً عن هذه القيمة طوال المدة ما بعد الاعلان لغاية آخر يوم في نافذة الحدث نتيجة للعوائد غير العادية المتقلبة خلال هذه المدة ، فان لهذه النتيجة ثلاثة مدلولات المدلول الاول : هو ان إعلان اعادة الشراء محتوى معلوماتي مؤثر والدليل على ذلك تحقق عوائد غير عادية (بغض النظر عن اشارتها) والتي ينبغي ان تكون صفراً اذا لم يكن للإعلان محتوى معلوماتي مؤثر وهذا يعني ضمناً وجود مشكلة عدم تماثل معلوماتي مما يتعارض مع الفرضية الفرعية الاولى للدراسة . والمدلول الثاني : هو ان استجابة السوق متحيزة نتيجة للعوائد غير العادية السالبة ، والمدلول الثالث : ان استجابة السوق بطيئة وليست تامة نتيجة تحقق عوائد غير عادية موجبة حتى بعد مرور اسبوعين من تاريخ الاعلان بمعنى ان سوق الكويت للأوراق المالية غير كفوءة معلوماتياً. وفي ذلك اشارة مهمة للمستثمرين تُنبأ على ان السوق غير كفوءة في الاستجابة ، اذ انها تؤكد للمستثمر بأنه لو اشترى سهم هذه الشركة قبل اعلانها عن اعادة شراء اسهمها بأسبوعين واحتفظ بها لمدة اسبوعين بعد الاعلان فيامكانه تحقيق عائد غير عادي موجب يزيد على (0.038) (CAR في اليوم +14) ، وهذا يعني شراء الاسهم قبل ان تظهر الاخبار السارة بعد الاعلان .

ويتبين من العمودين العاشر والحادي عشر للذين يمثلان العوائد غير العادية والمتراكمة لشركة الشعبية الصناعية (ورقية) بان جميع المشاهدات للعوائد غير العادية طوال نافذة الحدث كانت متقلبة (سالبة وموجبة) الا ان الغلبة كانت للعوائد السالبة مما افضى الى اتجاه عام سالب للعوائد غير العادية المتراكمة ، نتيجة ان المعلومات التي وصلت الى المستثمرين كانت غامضة او لا يمكنهم تفسيرها بسهولة. وكما ان من المعلومات السلبية على الشركة ان الشركة لم تعيد شراء اسهمها لإعلاناتها الثلاثة ، وهذا يعني ان غايتها الرئيسية من الاعلان رفع سعر اسهمها قد تكون سبباً اخر للاستجابة السلبية ، فبلغ اعلى عائد غير عادي للسهم قبل الاعلان في اليوم السابع (0.0133) واقل عائد غير عادي كان في اليوم الثاني عشر قبل الاعلان اذ بلغت (-0.023) واصبح العائد غير العادي في يوم الاعلان سالباً بمقدار (-0.017) متأثراً بالمعلومات السابقة للمدة التي تسبق تاريخ الاعلان واستمرت العوائد غير العادية بعد الاعلان ترتفع وتتخفف تارةً ايجابية وتارةً اخرى سلبية حتى بلغت اخر مشاهدة لها في نافذة الحدث (0.0089) . وهذا لا يظهر انعكاساً صحيحاً للمحتوى المعلوماتي للإعلان و لا يتوافق مع نظرية السوق الكفاءة وفي ذلك دلالة على عدم كفاءة السوق . وان جميع مشاهدات العوائد غير العادية المتراكمة للشركة قبل الاعلان وفي اثنائيه وبعده كانت سالبة ، وطالما ظهرت قيم CAR تزداد وتتخفف سلبياً خلال المدة السابقة ليوم الاعلان نتيجة تحقق عوائد غير عادية AR سالبة تارةً وموجبة تارةً اخرى ففي ذلك دلالة على استجابة متحيزة من جانب السوق لإعلان اعادة شراء اسهم هذه الشركة . ومن جانب اخر ولطالما ان العوائد غير العادية المتراكمة بعد الاعلان لم تكن مستقرة واخذت ترتفع وتتخفف سلبياً طوال المدة ما بعد الاعلان لغاية آخر يوم في نافذة الحدث نتيجة للعوائد غير العادية المتقلبة خلال هذه المدة ، فان لهذه النتيجة ثلاثة مدلولات **المدلول الاول** : هو ان لإعلان اعادة الشراء محتوى معلوماتي مؤثر والدليل على ذلك تحقق عوائد غير عادية (بغض النظر عن اشارتها) ، والتي ينبغي ان تكون صفراً اذا لم يكن للإعلان محتوى معلوماتي مؤثر، وهذا يعني ضمناً وجود مشكلة عدم تماثل معلوماتي مما يتعارض مع الفرضية الفرعية الاولى للدراسة . **والمدلول الثاني** : هو ان السوق متحيزة في الاستجابة نتيجة العوائد غير العادية السالبة ، **والمدلول الثالث** : ان السوق بطيئة في الاستجابة وعدم كماليتها نتيجة تحقق عوائد غير عادية سلبية حتى بعد مرور اسبوعين من تاريخ الاعلان بمعنى ان سوق الكويت للأوراق المالية غير كفاءة معلوماتياً. وفي ذلك اشارة مهمة للمستثمرين تُنبأ على ان السوق غير كفاءة في الاستجابة لهذا الاعلان ، اذ انها تؤكد للمستثمر بأنه لو باع سهم هذه الشركة قبل اعلانها عن اعادة شراء اسهمها بأسبوعين واشترى ذلك السهم بأسبوعين بعد الاعلان فبإمكانه تحقيق عائد تزيد على (0.117) (CAR في اليوم +14) ، وهذا يعني بيع الاسهم قبل ان تظهر الاخبار السيئة بعد الاعلان .

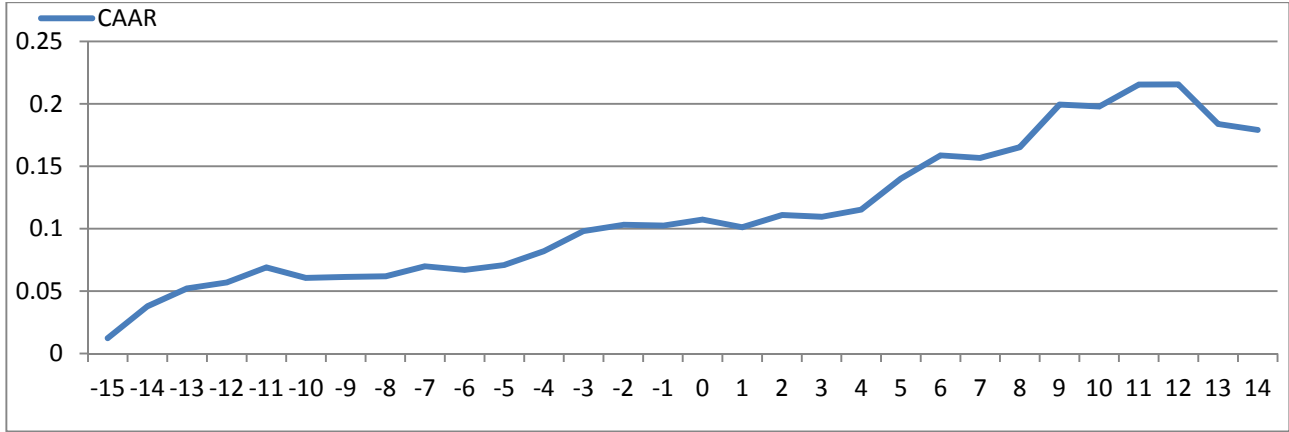
ويظهر العمودان الثاني عشر والثالث عشر على التوالي العوائد غير العادية والعوائد غير العادية المتراكمة لاسهم شركة المساكن الدولية للتطوير العقاري (مساكن) ان العوائد غير العادية في المدة التي تسبق يوم الاعلان فقد كانت متقلبة فتارةً تكون موجبة وتارةً اخرى تكون سالبة ، وهذه الاستجابة السالبة سببها ان المعلومات المتسربة الى المستثمرين عن الشركة كانت غير جيدة ومتضاربة بسبب ارتفاع عدم التماثل المعلوماتي في هذا النوع من الشركات ، وبلغ اعلى عائد غير عادي في اليوم الرابع عشر قبل الاعلان (0.0233) . اما اقل عائد غير عادي كان في اليوم السادس قبل الاعلان بمقدار (-0.031) ، وهو يمثل اعلى خسارة للسهم قبل الاعلان في الوقت نفسه . واصبح العائد غير العادي في يوم الاعلان موجباً بمقدار (0.0022) متأثراً بالعوائد غير العادية قبل الاعلان . واستمرت العوائد غير العادية بعد الاعلان في هذا التقلب تارةً موجبة وتارةً اخرى سالبة حتى بلغ العائد غير العادي في اخر مشاهدة في اليوم الرابع عشر (0.0024) . وهذا يظهر انعكاساً متحيزاً غير صحيحاً للمحتوى المعلوماتي للإعلان لأنه من المفترض ان تكون العوائد غير العادية قبل الاعلان وفي اثائه موجبة وبعده تكون صفرية ، ومادام هذا لم يتحقق فهذا معناه استجابة سوقية غير كفوءة معلوماتياً لهذا الاعلان . ومن جهة اخرى طالما ظهرت العوائد غير العادية المتراكمة للشركة قبل واثاء الاعلان متقلبة (سالبة وموجبة) وسالبة بعده ، هذا يعني ان قيم CAR ترتفع وتتنخفض خلال المدة السابقة ليوم الاعلان نتيجة تحقق عوائد غير عادية AR سالبة تارةً وموجبة تارةً اخرى ففي ذلك دلالة على استجابة متحيزة من جانب السوق لإعلان اعادة شراء اسهم هذه الشركة . ومن جانب اخر ولطالما ان العوائد غير العادية المتراكمة بعد الاعلان لم تكن مستقرة واخذت ترتفع وتنخفض سلبياً طوال المدة ما بعد الاعلان لغاية آخر يوم في نافذة الحدث نتيجةً للعوائد غير العادية المتقلبة خلال هذه المدة ، فان لهذه النتيجة ثلاثة مدلولات المدلول الاول : هو ان إعلان اعادة الشراء محتوى معلوماتي مؤثر والدليل على ذلك تحقق عوائد غير عادية (بغض النظر عن اشارتها) والتي ينبغي ان تكون صفرأ اذا لم يكن للإعلان محتوى معلوماتي مؤثر، وهذا يعني ضمناً وجود مشكلة عدم تماثل معلوماتي مما يتعارض مع الفرضية الفرعية الاولى للدراسة . والمدلول الثاني : هو ان السوق متحيزة في الاستجابة نتيجة العوائد غير العادية السالبة ، والمدلول الثالث : ان السوق بطيئة في الاستجابة وعدم كماليتها نتيجة تحقق عوائد غير عادية سالبة حتى بعد مرور اسبوعين من تاريخ الاعلان بمعنى ان سوق الكويت للأوراق المالية غير كفوءة معلوماتياً، وفي ذلك اشارة مهمة للمستثمرين تُنبأ على ان السوق غير كفوءة في الاستجابة لهذا الاعلان . وهذا يعني يمكن للمستثمرين بيع اسهمهم قبل ان تظهر الاخبار السيئة بعد الاعلان .

ويبين العمودين الرابع عشر والخامس عشر واللذين يمثلان على التوالي العوائد غير العادية والعوائد غير العادية المتراكمة لاسهم الشركة الوطنية الدولية القابضة (وطنية دق) (بعد حساب العوائد اليومية الفعلية للسهم والبيتا والعوائد المتوقعة من خلال نموذج تسعير الموجودات الرأسمالية والعوائد غير العادية من خلال الفرق بين العوائد الفعلية والعوائد المتوقعة) ، فكانت العوائد غير العادية قبل الاعلان متقلبة (سالبة ، موجبة) ، نتيجة ارتفاع عدم التماثل المعلوماتي في هذا النوع من الشركات اي : ان هناك بعض المعلومات لم تصل الى المستثمرين بدقة الا ان الاتجاه العام للعوائد غير العادية المتراكمة كانت موجبة ، وهذا يعني ان الغلبة كانت للعوائد غير العادية الموجبة . فبلغ اعلى عائد غير عادي قبل تاريخ الاعلان في اليوم الرابع عشر عند (0.0599) اما اقل عائد غير عادي لهذا السهم قبل تاريخ الاعلان فقد كان في اليوم الثاني عشر اذ بلغ (-0.049) . ونتيجة ان المعلومات السابقة لم تكن بالمستوى المطلوب ، فانعكست في العائد غير العادي في يوم الاعلان مما جعلته سالباً بمقدار (-0.04) متأثراً بالعوائد غير العادية ما قبل الاعلان ، اما الجزء الاخر من نافذة الحدث التي تقع ما بعد الحدث فإنها لا تتوافق مع نظرية السوق الكفاءة ، لان العوائد غير العادية استمرت ترتفع وتتنخفض ايجابياً وسلبياً من اليوم الاول بعد الاعلان وحتى اليوم الرابع عشر اذ بلغت عنده (0.012) محققة ارباحاً للسهم ، والذي من المفترض ان تكون هذه العوائد صفرية ، ومادام هذا لم يتحقق فهذا معناه استجابة سوقية غير كفاءة معلوماتياً لهذا الاعلان . ومن ناحية اخرى ، وطالما ظهرت العوائد غير العادية المتراكمة للشركة بان جميع مشاهدتها موجبة قبل الاعلان وفي اثنتائه وبعده ، هذا يعني ان قيم CAR ترتفع وتتنخفض ايجابياً خلال المدة السابقة ليوم الاعلان نتيجة تحقق عوائد غير عادية AR سالبة تارةً وموجبة تارةً اخرى ، ففي ذلك دلالة على استجابة متحيزة من جانب السوق لإعلان اعادة شراء اسهم هذه الشركة . ومن جانب اخر ولطالما ان العوائد غير العادية المتراكمة بعد الاعلان لم تكن مستقرة واخذت ترتفع وتتنخفض ايجابياً طوال المدة ما بعد الاعلان لغاية آخر يوم في نافذة الحدث نتيجة للعوائد غير العادية المتقلبة خلال هذه المدة ، فان لهذه النتيجة ثلاث مدلولات المدلول الاول : هو ان لإعلان اعادة الشراء محتوى معلوماتي مؤثراً، والدليل على ذلك تحقق عوائد غير عادية (بغض النظر عن اشارتها) والتي ينبغي ان تكون صفراً اذا لم يكن للإعلان محتوى معلوماتي مؤثر وهذا يعني ضمناً وجود مشكلة عدم تماثل معلوماتي ، مما يتعارض مع الفرضية الفرعية الاولى للدراسة . والمدلول الثاني : هو ان السوق متحيزة في الاستجابة نتيجة العوائد غير العادية السالبة ، والمدلول الثالث : ان السوق بطيئة في الاستجابة وعدم كماليتها نتيجة تحقق عوائد غير عادية موجبة حتى بعد مرور اسبوعين من تاريخ الاعلان بمعنى ان سوق الكويت

للأوراق المالية غير كفوءة معلوماتياً، وفي ذلك اشارة مهمة للمستثمرين تُنبأ على ان السوق غير كفوءة في الاستجابة لهذا الاعلان .

ويظهر العمود السادس عشر والمتمثل بالمتوسطات اليومية للعوائد غير العادية المتراكمة للشركات الصغيرة التي تم اختيارها اعتماداً على قيمتها السوقية ، فظهور العوائد غير العادية بعد ذاتها وبغض النظر عن اشارتها يؤكد ان لإعلان إعادة الشراء محتوى معلوماتي مؤثراً. فلو لم يكن كذلك لكانت العوائد غير العادية صفرًا على طول نافذة الحدث . وهذا يعني ضمناً وجود مشكلة عدم تماثل معلوماتي كبير مما يتعارض مع الفرضية الفرعية الاولى للدراسة . ومن جانب اخر ، فإن سلوك (CAAR) في هذه الحالة وعلى الرغم من انه لم يحقق اشتراطات الكفاءة الا انه اقرب اليها بالمقارنة مع سلوك (CAAR) للشركات الكبيرة اذ إنها اقل تقلباً ولم تتحول من اتجاهها التصاعدي الى التنازلي الا في خمسة ايام من اصل ثلاثين يوماً لنافذة الحدث . وان اتجاهها التصاعدي في الايام ما قبل الاعلان وفي اثنائه يعكس الاستجابة الموضوعية لأسعار اسهم هذه الشركات لإعلان إعادة الشراء، ويؤكد اثر المحتوى المعلوماتي لهذا الاعلان العام لكن استمرار تحقق العوائد غير العادية بعد يوم الاعلان بشكل ايجابي ينم عن تحيز وبطئ وعدم كمال انعكاس معلومات الاعلان بأسعار الاسهم ، وكما هو ظاهر في الشكل (3-3) الذي يظهر انحرافاً واضحاً عن الحالة الكفوءة (الشكل 3-1) لكنه اقرب للحالة الكفوءة بالمقارنة مع حالة الشركات الكبيرة (الشكل 3-2) ولهذا مدلولان : الاول : ان لإعلان اعاد شراء الاسهم محتوى معلوماتي مؤثراً ، وتجسد ذلك بالأرقام غير الصفرية للعوائد غير العادية طوال ايام نافذة الحدث وهذا يعني ضمناً وجود مشكلة عدم تماثل معلوماتي مما يتعارض مع الفرضية الفرعية الاولى للدراسة ، والثاني : ان هناك استجابة سوقية غير كفوءة لإعلان إعادة الشراء عامة .

وكما هو واضح في الشكل (3-3) ان سلوك (CAAR) في هذه الحالة وعلى الرغم من انه لم يحقق اشتراطات الكفاءة الا انه اقرب اليها بالمقارنة مع سلوك CAAR للشركات الكبيرة اذ انها اقل تقلباً ولم تتحول من اتجاهها التصاعدي الى التنازلي الا في خمسة ايام من اصل ثلاثين يوماً لنافذة الحدث . وان اتجاهها التصاعدي في الايام ما قبل الاعلان وفي اثنائه يعكس الاستجابة الموضوعية لأسعار اسهم هذه الشركات لإعلان إعادة الشراء ويؤكد اثر المحتوى المعلوماتي لهذا الاعلان العام وبشكل مقارب لما يظهره الشكل (3-1) لكن استمرار تحقق العوائد غير العادية بعد يوم الاعلان بشكل ايجابي ينم عن تحيز وبطئ وعدم كمال انعكاس معلومات الاعلان بأسعار الاسهم ، وكل مما تقدم يؤكد على الاستجابة البطيئة وغير الكاملة والمتحيزة من جانب اسعار اسهم الشركات الصغيرة لإعلان إعادة شرائها ، وهذا يدل على عدم كفاءة السوق بالشكل نصف القوي في الاستجابة لحدث الاعلان عن المعلومة العامة (إعادة شراء الاسهم) ، وهذا ينسجم مع الفرضية الرئيسية الثانية للدراسة .



الشكل (3-3) متوسط العائد غير العادي المتراكم لاسهم الشركات الصغيرة التي اعلنت عن اعادة شرائها

ومن جانب اخر يعرض الجدول (3-5) مقارنة بين المتوسطات اليومية للعوائد غير العادية المتراكمة CAAR لاسهم المعاد شرائها للشركات الكبيرة بالمقارنة مع الشركات الصغيرة . وكما هو واضح من ارقام الجدول فأن الغلبة لقيم متوسطات الشركات الصغيرة وبفارق كبير جداً .

الجدول (3-5) متوسطات العوائد غير العادية المتراكمة لاسهم الشركات الكبيرة بالمقارنة مع الشركات الصغيرة

الشركات الاعلى في قيم CAAR	الشركات الصغيرة CAAR	الشركات الكبيرة CAAR	مشاهدات النافذة
الصغيرة	0.0123	0.0027	-15
الصغيرة	0.0378	0.0073	-14
الصغيرة	0.0522	0.008	-13
الصغيرة	0.0569	0.0086	-12
الصغيرة	0.0689	0.0084	-11
الصغيرة	0.0605	0.0018	-10
الصغيرة	0.0613	0.0092	-9
الصغيرة	0.0618	0.0073	-8
الصغيرة	0.0699	0.0108	-7
الصغيرة	0.067	0.0112	-6
الصغيرة	0.0709	0.0027	-5
الصغيرة	0.0819	0.0061	-4
الصغيرة	0.0981	-0.0022	-3
الصغيرة	0.103	-0.0053	-2
الصغيرة	0.1025	0.0029	-1
الصغيرة	0.1074	-0.0027	0
الصغيرة	0.1012	-0.0013	1
الصغيرة	0.1109	0.0056	2
الصغيرة	0.1096	-0.0004	3
الصغيرة	0.1153	-0.007	4
الصغيرة	0.1402	-0.006	5
الصغيرة	0.1587	-0.006	6
الصغيرة	0.1566	-0.008	7
الصغيرة	0.165	-0.005	8

الصغيرة	0.1994	-0.008	9
الصغيرة	0.1979	0.01	10
الصغيرة	0.2154	0.0007	11
الصغيرة	0.2155	-0.003	12
الصغيرة	0.1839	-0.001	13
الصغيرة	0.1792	-0.008	14

المصدر : (من اعداد الباحث اعتماداً على تقارير سوق الكويت للأوراق المالية)

وقد اجري تحليل التباين بينهما والنتائج ظاهرة في الجدول (3-6) ، الذي يتضح منه ان قيم (CAAR) للشركات الصغيرة اكبر بكثير، وتختلف معنوياً عن قيم (CAAR) للشركات الكبيرة ، بمعنى اخر ، ان هناك فروقات معنوية كبيرة بين الحالتين وهذا ويتضح جلياً من قيمة (P-Value) التي ظهرت مقارنة للصفر ، وهذا يعني ان احتمال الخطأ في رفض فرضية العدم مقارب للصفر . وهذا ما يؤكد بانها تتفق مع نظرية عدم التماثل المعلوماتي ، التي تقول ان الشركات الصغيرة تخضع لمقدار من عدم التماثل المعلوماتي اكبر بكثير مما في الشركات الكبيرة وهذا ما ينسجم مع طروحات الادب المالي . ويؤكد من جانب اخر، ان لحجم الشركة اثراً في قوة الاشارة المرسله لسوق المال عبر اعلان اعادة الشراء وهذا ما يتعارض مع الفرضية الفرعية الثانية للدراسة والتي تنص على انه (ليس لحجم الشركة من أثر بقوة الاشارة المرسله لسوق المال عبر اعلان اعادة الشراء، وبالتالي فلا يختلف حجم عدم التماثل المعلوماتي باختلاف حجم الشركة). وبطبيعة الحال فإن الفارق بين قيم (CAAR) للشركات الصغيرة بالمقارنة مع الشركات الكبيرة يزيد على (18.5%) ، (0.008+0.179) ، وهذا يرسل اشارة الى المستثمرين مفادها امكانية تحقيق عوائد غير عادية من الاستثمار بأسهم الشركات التي تروم الاعلان عن اعادة شراء اسهمها وان استراتيجية التداول الافضل تكون ببيع اسهم الشركات الكبيرة قبل اسبوعين من الاعلان وشراؤها بعد اسبوعين من الاعلان ، وتحقيق عائد غير عادي يبلغ (0.8%) وشراء اسهم الشركات الصغيرة في بداية نافذة الحدث وبيعها بأخر يوم من نافذة الحدث وتحقيق عائد غير عادي يقارب (18%) . وكل ذلك يؤشر على وجود خلل في كفاءة السوق بالشكل نصف القوي وذلك لتمكن بعض المتعاملين تحقيق عوائد غير عادية على حساب المستثمرين الاخرين وكل ذلك ينسجم مع الفرضية الرئيسية الثانية للدراسة .

الجدول (3-6) نتائج تحليل التباين بين قيم CAAR للشركات الكبيرة بالمقارنة مع الشركات الصغيرة

	الشركات الصغيرة	الشركات الكبيرة
Mean	0.11204	0.001313
Variance	0.003188	4.05E-05
Observations	30	30
0 Hypothesized Mean Difference		
t-stat	-10.6736	
P-Value	9.81E-12	

2.3. المبحث الثاني : اختبار اثر المحتوى المعلوماتي لإعلانات إعادة شراء الأسهم في أسعارها اعتماداً على التكرار :

سيتم في هذا الجزء من الجانب التطبيقي اختبار الفرضيات المرتبطة بالكفاءة نصف القوية للسوق وكذلك المرتبطة بتأثير تكرار اعلان إعادة الشراء من قبل الشركات في حجم استجابة اسعار اسهمها المعاد شرائها ، وذلك عبر دراسة الحدث لغرض بيان سرعة وكمال وموضوعية انعكاس المحتوى المعلوماتي لإعلانات إعادة الشراء في عوائد الأسهم غير العادية والعوائد غير العادية المتراكمة ومتوسطاتها اليومية . اذ من المفترض ان تكون العوائد غير العادية والمتراكمة ومتوسطاتها اعلى لاسهم الشركات التي نادراً ما تعيد شراء اسهمها ، لان استجابة السوق للمحتوى المعلوماتي اعلى لهذا النوع من الشركات اما الشركات التي كثيراً ما تعيد شراء اسهمها فيكون العكس . وبعد تفحص اعلانات الشركات عينة الدراسة تبين ان هناك شركات لم تعلن عن إعادة الشراء طوال مدة المعاينة سوى مرة واحدة وبالمقابل فأن هناك شركات اعلنت سبع مرات بقية الشركات كررت الاعلان بعدد مرات واقع بين الاثنين لذلك تم اختيار الشركات التي اعلنت لمرة واحدة خلال مدة الدراسة والتي كان عدد اعلاناتها (20) اعلاناً ، وعُدت من الشركات التي نادراً ما تعلن عن إعادة شراء اسهمها وبالمقابل فأن الشركات التي اعلنت عن إعادة شراء اسهمها اربع مرات فأكثر ضمن مدة الدراسة والتي كان عدد اعلاناتها (73) اعلاناً ، فقد عُدت من الشركات التي كثيراً ما تعلن عن إعادة شراء اسهمها ، وكما هو موضح من الجدول (3-7)

الجدول (3-7) الشركات التي كثيراً ونادراً ما تعلن عن إعادة شراء اسهمها خلال مدة الدراسة

عدد الاعلانات	الشركات نادراً ما تعلن عن إعادة الشراء	عدد الاعلانات	الشركات كثيراً ما تعلن عن إعادة الشراء
1	شركة برقان لحفر الآبار (ابار)	4	شركة بوبيان للبتروكيماويات (بوبيان ب)
1	المعادن والصناعات التحويلية (معادن)	4	شركة القرين لصناعة الكيماويات البترولية (القرين)
1	الشركة الوطنية للتنظيف (تنظيف)	4	شركة أجيلتي للمخازن العمومية (اجيلتي)
1	شركة رابطة الكويت والخليج للنقل (الرابطة)	5	شركة الصالحية العقارية (صالحية)
1	الشركة الكويتية للمنتزهات	4	شركة الاستثمارات المالية الدولية (ايغا)
1	شركة السور لتسويق الوقود (السور)	6	شركة الاستثمارات الوطنية (استثمارات)
1	بنك الكويت الوطني (ب الوطني)	4	شركة مشاريع الكويت القابضة (مشاريع)
1	بنك الخليج (ب الخليج)	4	شركة مجموعة الأوراق المالية (م الاوراق)
1	البنك التجاري الكويتي (ب التجاري)	5	مجموعة ارزان المالية للتمويل والاستثمار(ارزان)
1	البنك الأهلي الكويتي (ب الاهلي)	4	المركز المالي الكويتي (المركز)
1	بنك الكويت الدولي (ب الدولي)	5	الشركة الاولى للاستثمار (الاولى)
1	بنك برقان (ب برقان)	5	الشركة الكويتية للتمويل والاستثمار (كفيك)
1	بيت التمويل الكويتي (بيتك)	6	شركة كامكو للاستثمار ش.م.ك (عامة) (كامكو)
1	بنك بوبيان (ب بوبيان)	7	شركة التمدين الاستثمارية (تمدين أ)
1	شركة وربة للتأمين (وربة ت)	6	شركة عمار للتمويل والاجارة (عمار)
1	شركة وثاق للتأمين التكافلي (وثاق)		
1	شركة صكوك القابضة (صكوك)		
1	الشركة الوطنية العقارية (وطنية)		
1	شركة الوطنية الدولية القابضة(وطنية دق)		
1	شركة الديرة القابضة (الديرة)		
20		73	مجموع الاعلانات

المصدر : من اعداد الباحث اعتماداً على تقارير سوق الكويت للأوراق المالية

1.2.3. الشركات التي كثيراً ما تعلن عن إعادة شراء اسهمها :

بعد حساب العوائد الفعلية للسهم والبيتا والعوائد المتوقعة من خلال نموذج تسعير الموجودات الرأسمالية والعوائد غير العادية اليومية من خلال الفرق بين العوائد الفعلية للسهم والعوائد المتوقعة يظهر الجدول (3-8) متوسط العوائد اليومية غير العادية ومتوسط العوائد غير العادية المتراكمة للسهم والمتوسط اليومي للعوائد غير العادية المتراكمة لإعلانات إعادة الشراء للشركات التي كثيراً ما تعلن عن شراء اسهمها والمذكورة انفاً ، ولمدة (15) يوماً قبل يوم الاعلان بالإضافة الى يوم الاعلان (الحدث) ، و(14) يوماً بعد الاعلان .

الجدول (3-8) العوائد غير العادية والعوائد غير العادية المتراكمة ومتوسطاتها لاسهم الشركات ذات التكرار العالي لإعلانات اعادة الشراء

نافذة الحدث	م الأوراق		مشاريع		استثمارات		ايفا		صاحبة		اجنبئي		القربن		بويان ب	
	CAR	AR	CAR	AR	CAR	AR	CAR	AR	CAR	AR	CAR	AR	CAR	AR	CAR	AR
-15	0.001	0.001	0.002	0.002	0.0057	0.0057	0.0057	0.0057	-0.0087	-0.0087	0.0074	0.0074	-0.0047	-0.0047	0.0032	0.0032
-14	0.0084	0.0074	-0.0116	-0.0135	0.0153	0.0096	0.0219	0.0162	-0.0068	0.0019	0.0201	0.0127	-0.0031	0.0016	-0.0068	-0.01
-13	0.005	-0.0034	-0.0148	-0.0032	0.0135	-0.0018	0.049	0.0271	-0.0121	-0.0053	0.0162	-0.0039	0.0079	0.011	-0.0063	0.0004
-12	-0.0053	-0.0103	-0.0307	-0.0159	0.024	0.0105	0.0971	0.0481	-0.0188	-0.0067	0.0224	0.0063	0.0034	-0.0045	-0.0316	-0.025
-11	-0.0073	-0.002	-0.0296	0.0011	0.03	0.0061	0.0931	-0.004	-0.0072	0.0116	0.0246	0.0022	-0.0138	-0.0172	-0.0175	0.0141
-10	-0.0354	-0.0281	-0.0311	-0.0015	0.03	-4E-05	0.0997	0.0065	-0.0068	0.0004	0.0346	0.01	-0.0204	-0.0066	-0.0223	-0.005
-9	-0.0287	0.0067	-0.0321	-0.001	0.041	0.011	0.1019	0.0023	-0.008	-0.0013	0.0349	0.0003	-0.0204	7E-05	-0.0243	-0.002
-8	-0.0396	-0.0109	-0.0375	-0.0054	0.0515	0.0105	0.097	-0.005	-0.0086	-0.0005	0.0394	0.0045	-0.0212	-0.0008	-0.0241	0.0002
-7	-0.0226	0.0171	-0.0416	-0.0041	0.045	-0.0065	0.1085	0.0115	-0.0152	-0.0066	0.0335	-0.0059	-0.0229	-0.0017	-0.0318	-0.008
-6	-0.0211	0.0015	-0.0499	-0.0083	0.0511	0.0061	0.1099	0.0014	-0.0203	-0.0051	0.0464	0.0129	-0.0241	-0.0012	-0.0321	-3E-04
-5	-0.042	-0.0209	-0.0572	-0.0073	0.0545	0.0034	0.1153	0.0054	-0.014	0.0064	0.0476	0.0012	-0.0254	-0.0013	-0.0318	0.0003
-4	-0.0339	0.0081	-0.0635	-0.0063	0.0664	0.012	0.1214	0.0061	-0.0178	-0.0038	0.0588	0.0112	-0.0252	0.0002	-0.0371	-0.005
-3	-0.0816	-0.0477	-0.0782	-0.0147	0.0608	-0.0056	0.1418	0.0204	-0.0136	0.0042	0.0665	0.0077	-0.0276	-0.0025	-0.0671	-0.03
-2	-0.0955	-0.0139	-0.0779	0.0003	0.0816	0.0208	0.1448	0.003	-0.0063	0.0072	0.0835	0.0171	-0.0349	-0.0072	-0.0625	0.0045
-1	-0.1026	-0.0071	-0.0831	-0.0053	0.1006	0.019	0.1482	0.0034	-0.0058	0.0005	0.0913	0.0077	-0.0436	-0.0087	-0.0661	-0.004
0	-0.1091	-0.0065	-0.0888	-0.0057	0.1025	0.0018	0.1674	0.0192	-0.01	-0.0042	0.1026	0.0114	-0.0355	0.0081	-0.0704	-0.004
1	-0.1509	-0.0418	-0.1022	-0.0133	0.1154	0.013	0.1788	0.0114	-0.0126	-0.0026	0.1149	0.0122	-0.0465	-0.011	-0.0638	0.0066
2	-0.1367	0.0141	-0.0907	0.0115	0.1224	0.007	0.1837	0.0049	-0.0138	-0.0012	0.1311	0.0162	-0.0436	0.0028	-0.069	-0.005
3	-0.1249	0.0118	-0.0882	0.0025	0.1346	0.0122	0.1876	0.0039	-0.0278	-0.0141	0.1429	0.0118	-0.0493	-0.0057	-0.0801	-0.011
4	-0.1363	-0.0114	-0.1007	-0.0125	0.1375	0.0029	0.1909	0.0032	-0.0273	0.0005	0.144	0.0011	-0.0442	0.0051	-0.0804	-3E-04
5	-0.1375	-0.0012	-0.1009	-0.0002	0.1374	-7E-05	0.2159	0.0251	-0.0286	-0.0013	0.1468	0.0028	-0.0515	-0.0072	-0.0911	-0.011
6	-0.1538	-0.0163	-0.1114	-0.0104	0.1557	0.0183	0.2274	0.0115	-0.0276	0.0011	0.1401	-0.0067	-0.0495	0.002	-0.1036	-0.012
7	-0.1319	0.0219	-0.1185	-0.0072	0.1525	-0.0033	0.2383	0.0109	-0.029	-0.0015	0.1598	0.0197	-0.0476	0.0018	-0.1085	-0.005
8	-0.1372	-0.0054	-0.1263	-0.0078	0.1652	0.0127	0.249	0.0107	-0.0353	-0.0062	0.1606	0.0007	-0.06	-0.0124	-0.1108	-0.002
9	-0.1486	-0.0114	-0.1175	0.0088	0.1696	0.0044	0.2449	-0.004	-0.0365	-0.0013	0.1693	0.0087	-0.062	-0.002	-0.1114	-5E-04
10	-0.1918	-0.0432	-0.1176	-8E-05	0.1775	0.0079	0.2534	0.0086	-0.0373	-0.0007	0.187	0.0177	-0.0627	-0.0006	-0.1019	0.0095
11	-0.1869	0.0049	-0.1224	-0.0048	0.169	-0.0085	0.2529	-6E-04	-0.0341	0.0032	0.1834	-0.0035	-0.069	-0.0063	-0.1044	-0.003
12	-0.203	-0.0161	-0.129	-0.0065	0.1658	-0.0032	0.2571	0.0042	-0.0193	0.0148	0.2048	0.0214	-0.0742	-0.0052	-0.1106	-0.006
13	-0.2059	-0.0029	-0.1358	-0.0069	0.1785	0.0127	0.2752	0.0181	-0.0119	0.0074	0.2142	0.0094	-0.0844	-0.0102	-0.1161	-0.006
14	-0.217	-0.0111	-0.1329	0.0029	0.1814	0.0028	0.2628	-0.012	-0.0228	-0.0109	0.2203	0.0061	-0.0886	-0.0042	-0.1316	-0.016

ش متكررة CAAR	عمار		تمدين أ		كامكو		كفيك		الاولى		المركز		ارزان	
	CAR	AR	CAR	AR	CAR	AR	CAR	AR	CAR	AR	CAR	AR	CAR	AR
-0.0011	-0.0156	-0.0156	0.0087	0.0087	-0.0171	-0.0171	-0.0068	-0.0068	0.0055	0.0055	0.002	0.002	-0.0054	-0.0054
-0.0033	-0.0428	-0.0272	0.0073	0.0073	-0.0376	-0.0205	-0.0075	-0.0007	0.0069	0.0014	0.013	0.011	-0.0257	-0.0202
0.0007	-0.0403	0.0025	0.0063	0.0063	-0.0318	0.0057	0.0328	0.04033	0.0032	-0.004	0.0116	-0.0015	-0.0299	-0.0042
-0.0021	-0.0494	-0.0092	0.007	0.007	-0.0521	-0.0202	0.036	0.00317	-0.0217	-0.025	0.0132	0.0017	-0.0246	0.0053
-0.0045	-0.0528	-0.0033	-0.007	-0.0138	-0.0565	-0.0044	0.0267	-0.0093	-0.0227	-0.001	0.0068	-0.0064	-0.0349	-0.0104
-0.0066	-0.076	-0.0232	-0.006	0.001	-0.0668	-0.0103	0.0329	0.00615	-0.0223	0.0004	0.0121	0.0052	-0.0219	0.013
-0.0055	-0.0926	-0.0166	-0.005	0.001	-0.0695	-0.0027	0.0463	0.01346	-0.0157	0.0066	0.016	0.0039	-0.0259	-0.004
-0.0088	-0.097	-0.0045	-0.01	-0.0049	-0.0732	-0.0037	0.0294	-0.0169	-0.0234	-0.008	0.0149	-0.0011	-0.0305	-0.0046
-0.0084	-0.0801	0.0169	-0.009	0.0009	-0.0807	-0.0075	0.042	0.01257	-0.0211	0.0023	0.0031	-0.0118	-0.0327	-0.0022
-0.0085	-0.0766	0.0035	-0.009	-0.0003	-0.0722	0.0086	0.0441	0.00212	-0.0378	-0.017	0.0031	-2E-06	-0.0388	-0.006
-0.0113	-0.0947	-0.0181	-0.014	-0.0052	-0.0882	-0.0161	0.0426	-0.0015	-0.0306	0.0071	0.0146	0.0115	-0.0467	-0.0079
-0.0119	-0.095	-0.0003	-0.013	0.0008	-0.109	-0.0207	0.0025	-0.0401	-0.0122	0.0185	0.0056	-0.0091	-0.0259	0.0208
-0.0196	-0.1058	-0.0108	-0.019	-0.0056	-0.1215	-0.0126	-0.0005	-0.003	-0.0274	-0.015	0.0087	0.0031	-0.0289	-0.0031
-0.0182	-0.1131	-0.0073	-0.026	-0.0065	-0.1169	0.0046	0.0089	0.00938	-0.0349	-0.008	0.0012	-0.0075	-0.0253	0.0036
-0.0212	-0.1373	-0.0242	-0.025	0.001	-0.1207	-0.0038	0.0023	-0.0067	-0.0495	-0.015	0.0036	0.0025	-0.031	-0.0057
-0.0221	-0.1576	-0.0203	-0.025	-8E-05	-0.1222	-0.0015	-0.0152	-0.0175	-0.0656	-0.016	0.0198	0.0161	-0.0248	0.0062
-0.0252	-0.1697	-0.0121	-0.03	-0.0051	-0.1413	-0.0191	-0.0161	-0.0009	-0.0541	0.0115	0.0077	-0.0121	-0.0076	0.0171
-0.0241	-0.1742	-0.0045	-0.029	0.001	-0.1606	-0.0193	-0.0121	0.004	-0.0643	-0.01	0.0143	0.0066	-0.019	-0.0113
-0.0219	-0.1632	0.0111	-0.026	0.003	-0.1584	0.0023	-0.019	-0.0069	-0.0718	-0.008	0.0209	0.0067	-0.0062	0.0128
-0.0255	-0.1768	-0.0136	-0.02	0.0057	-0.1744	-0.0161	-0.0272	-0.0082	-0.0682	0.0037	0.0188	-0.0022	-0.0173	-0.0111
-0.0241	-0.1591	0.0177	-0.016	0.0041	-0.1856	-0.0111	-0.0314	-0.0041	-0.0637	0.0045	0.0195	0.0007	-0.0154	0.002
-0.0273	-0.1643	-0.0052	-0.018	-0.0017	-0.1822	0.0033	-0.0254	0.00599	-0.0763	-0.013	0.0067	-0.0128	-0.0277	-0.0123
-0.0248	-0.1718	-0.0075	-0.015	0.0027	-0.1806	0.0016	-0.0255	-0.0001	-0.0943	-0.018	0.0085	0.0018	-0.0087	0.0191
-0.0274	-0.1818	-0.0101	-0.025	-0.01	-0.1956	-0.015	-0.0238	0.00169	-0.095	-7E-04	0.0192	0.0108	-0.0144	-0.0058
-0.0284	-0.1851	-0.0033	-0.021	0.0038	-0.2321	-0.0365	-0.025	-0.0012	-0.0986	-0.004	0.0307	0.0115	-0.0026	0.0119
-0.0288	-0.1926	-0.0075	-0.014	0.0073	-0.2443	-0.0122	-0.0129	0.0121	-0.0989	-4E-04	0.0262	-0.0045	-0.0024	0.0002
-0.0346	-0.2175	-0.0249	-0.012	0.002	-0.2559	-0.0116	-0.0263	-0.0134	-0.0998	-9E-04	0.0215	-0.0047	-0.0184	-0.0159
-0.0335	-0.213	0.0045	-0.014	-0.0018	-0.2744	-0.0185	-0.0299	-0.0036	-0.0929	0.0069	0.0343	0.0128	-0.0047	0.0137
-0.0318	-0.1978	0.0152	-0.017	-0.0036	-0.2982	-0.0238	0.0018	0.03166	-0.1004	-0.007	0.0323	-0.002	-0.0118	-0.0071
-0.0377	-0.2034	-0.0056	-0.032	-0.0149	-0.3162	-0.018	0.0056	0.00381	-0.1036	-0.003	0.0361	0.0037	-0.0232	-0.0115

المصدر: (من اعداد الباحث اعتماداً على تقارير سوق الكويت للأوراق المالية)

ويبين العمودان الثاني والثالث اللذان يمثلان على التوالي العوائد غير العادية والعوائد غير العادية المتراكمة لاسهم شركة بوبيان للبتروكيماويات (بوبيان ب) بأن العوائد غير العادية قبل الاعلان ظهرت متقلبة ارتفاعاً وانخفاضاً وسلباً وإيجاباً لكن الغلبة كانت للعوائد غير العادية السالبة مما افضى الى اتجاه عام سالب للعوائد غير العادية المتراكمة ، ويبدو ان هذه الاستجابة السلبية نتيجة تسرب معلومات سلبية الى المستثمرين عن هذه الشركة بأنها كثيراً ما تعلن عن اعادة شراء اسهمها لغرض رفع سعر السهم ليس الا، فكان اعلى العوائد غير العادية قبل الاعلان في اليوم الحادي عشر اذ بلغ (0.0141) واقل العوائد غير العادية قبل الاعلان في اليوم الثالث اذ بلغ (-0.03) وهذه التقلبات جعلت العائد في يوم الاعلان سلباً بمقدار (-0.004) نتيجة تأثره بما قبله من العوائد غير العادية . واستمر هذا التقلب سلبياً وإيجابياً وارتفاعاً وانخفاضاً بعد الاعلان حتى اخر يوم في نافذة الحدث اذ بلغ عنده العائد غير العادي (-0.016) . ومن جهة اخرى طالما ظهرت العوائد غير العادية المتراكمة للشركة قبل الاعلان وفي اثنائه وما بعده سالبة لجميع المشاهدات باستثناء اليوم الاول قبل الاعلان ، فأخذت قيم CAR ترتفع وتخفض سلبياً قبل الاعلان وفي اثنائه وما بعده نتيجة تحقق عوائد غير عادية AR اغلبها سالبة ففي ذلك دلالة على استجابة متحيزة من جانب السوق لإعلان اعادة شراء اسهم هذه الشركة . ومن جانب اخر ولطالما ان العوائد غير العادية المتراكمة بعد الاعلان لم تكن مستقرة واخذت تتقلب سلبياً طوال المدة ما بعد الاعلان لغاية آخر يوم في نافذة الحدث نتيجة للعوائد غير العادية غالبيتها سلبية خلال هذه المدة ، فان لهذه النتيجة ثلاثة مدلولات : **المدلول الاول** : هو ان لإعلان اعادة الشراء محتوى معلوماتي مؤثر، والدليل على ذلك تحقق عوائد غير عادية سلبية التي ينبغي ان تكون صفراً اذا لم يكن للإعلان محتوى معلوماتي مؤثر، وهذا يعني ضمناً وجود مشكلة عدم تماثل معلوماتي مما يتعارض مع الفرضية الفرعية الاولى للدراسة . **والمدلول الثاني**: هو ان السوق متحيزة في الاستجابة نتيجة العوائد غير العادية السالبة ، **والمدلول الثالث** : ان السوق بطيئة في الاستجابة وعدم كماليتها نتيجة تحقق عوائد غير عادية سالبة حتى بعد مرور اسبوعين من تاريخ الاعلان بمعنى ان سوق الكويت للأوراق المالية غير كفوءة معلوماتياً ، وفي ذلك اشارة مهمة للمستثمرين تُنبأ على ان السوق غير كفوءة في الاستجابة لهذا الاعلان .

ويظهر العمودان الرابع والخامس الممثلان للعوائد غير العادية والعوائد غير العادية المتراكمة لاسهم شركة القرين لصناعة الكيماويات البترولية (القرين) بأن العوائد غير العادية قبل الاعلان ولجميع المشاهدات سالبة ما عدا اليوم الرابع عشر والثالث عشر والتاسع والرابع مما افضى الى اتجاه عام سالب للعوائد غير العادية المتراكمة نتيجة الاستجابة السلبية لهذا النوع من الشركات .

وبلغ اعلى عائد غير عادي في اليوم الثالث عشر قبل الاعلان (0.011) واقل عائد غير عادي كان في اليوم الحادي عشر قبل الاعلان اذ بلغ (-0.0172) ، اما العائد غير العادي في تاريخ الاعلان بلغ (0.0081) . واستمرت العوائد غير العادية منقلبة سلبياً وإيجابياً ولكن الغلبة للاتجاه السلبى مما جعلها تستقر في نهاية نافذة الحدث عند (-0.0042) . ولكن لطالما ظهرت قيم CAR سالبة في جميع مشاهدات نافذة الحدث ما عدا اليوم الثالث عشر والثاني عشر خلال المدة السابقة ليوم الاعلان نتيجة تحقق عوائد غير عادية AR غالبيتها سالبة ، ففي ذلك دلالة على استجابة متحيزة من جانب السوق لإعلان اعادة شراء اسهم هذه الشركة . ومن جانب اخر ولطالما ان العوائد غير العادية المتراكمة بعد الاعلان لم تستقر عند (-0.0355) ، وهو CAR في يوم الاعلان ، واخذت ترتفع بالاتجاه السالب عن هذه القيمة طوال المدة ما بعد الاعلان لغاية آخر يوم في نافذة الحدث نتيجة للعوائد غير العادية المنقلبة إيجابياً وسلبياً خلال هذه المدة فان لهذه النتيجة ثلاثة مدلولات : **المدلول الاول** : هو ان لإعلان اعادة الشراء محتوى معلوماتي مؤثر والدليل على ذلك تحقق عوائد غير عادية (بغض النظر عن اشارتها) ، والتي ينبغي ان تكون صفراً اذا لم يكن للإعلان محتوى معلوماتي مؤثر ، وهذا يعني ضمناً وجود مشكلة عدم تماثل معلوماتي مما يتعارض مع الفرضية الفرعية الاولى للدراسة . **والمدلول الثاني**: هو ان استجابة السوق متحيزة نتيجة العوائد غير العادية السالبة ، **والمدلول الثالث** : ان استجابة السوق بطيئة وليست تامة نتيجة تحقق عوائد غير عادية سالبة حتى بعد مرور اسبوعين من تاريخ الاعلان ، وهذا يتناقض مع كفاءة السوق . وفي ذلك اشارة مهمة للمستثمرين تُنبأ عن خلل في كفاءة السوق ، ومن الممكن ان يحقق المستثمرين عائد غير عادي عند بيع هذه الاسهم قبل اسبوعين من تاريخ الاعلان وشراؤها بعد اسبوعين من تاريخ الاعلان مقداره (0.0886) .

ويبين العمودان السادس والسابع اللذان يمثلان العوائد غير العادية و العوائد غير العادية المتراكمة لاسهم شركة اجيليتي فعلى الرغم من ان الاشارة لهذا النوع من الشركات سلبية الا ان جميع المشاهدات للعوائد غير العادية كانت موجبة ما عدا اليوم الثالث عشر واليوم السابع كانا سالبين ويبدو ان هناك معلومات جيدة تسربت من الشركة الى المستثمرين فكانت الاستجابة جيدة او ان هناك معلومات مرتبطة بالمستثمرين وطريقة تفسيرهم لها ، مما افضى الى اتجاه عام موجب للعوائد غير العادية المتراكمة سواء كانت قبل او اثناء او بعد الاعلان فكان اكبر عائد غير عادي قبل الاعلان في اليوم الثاني (0.0171) واقل عائد غير عادي كان في اليوم السابع قبل الاعلان اذ بلغ (-0.0059) اما العوائد المتبقية فكانت تتراوح ما بين هاتين القيمتين ، وهذا الاتجاه الموجب جعل العائد غير العادي في يوم الاعلان موجباً بمقدار (0.0114) ، واستمرت العوائد غير العادية بهذا الاتجاه الموجب على طول نافذة الحدث ما عدا اليوم السادس

والحادي عشر بعد الاعلان ، ومن جهة اخرى طالما ظهرت قيم CAR موجبة في جميع المشاهدات خلال المدة السابقة ليوم الاعلان وبشكل تصاعدي في اغلب ايامها ماعدا يومين قد انخفضت فيها العوائد ، نتيجة تحقق عوائد غير عادية AR غالبيتها موجبة ماعدا اليومين المذكورين انفاً ، فكانت الاستجابة موضوعية من جانب السوق لإعلان اعادة شراء اسهم هذه الشركة على الرغم من انها لم تحقق اشتراطات الكفاءة الا انه اقرب الى الكفاءة في اغلب ايامها للمدة التي تسبق الاعلان . ومن جانب اخر ولطالما ان العوائد غير العادية المتراكمة بعد الاعلان لم تستقر عند (0.1026) وهو CAR في يوم الاعلان واخذت ترتفع بالاتجاه الموجب عن هذه القيمة طوال المدة ما بعد الاعلان لغاية آخر يوم في نافذة الحدث نتيجةً للاتجاه العام الموجب للعوائد غير العادية خلال هذه المدة فان لهذه النتيجة ثلاثة مدلولات: **المدلول الاول** : هو ان لإعلان اعادة الشراء محتوى معلوماتي مؤثر، والدليل على ذلك تحقق عوائد غير عادية موجبة ، التي ينبغي ان تكون صفراً اذا لم يكن للإعلان محتوى معلوماتي مؤثر وهذا يعني ضمناً وجود مشكلة عدم تماثل معلوماتي مما يتعارض مع الفرضية الفرعية الاولى للدراسة . **والمدلول الثاني** : هو ان استجابة السوق متحيزة نتيجة العوائد غير العادية الموجبة بعد الاعلان ، **والمدلول الثالث** : ان استجابة السوق بطيئة وليست تامة نتيجة تحقق عوائد غير عادية موجبة حتى بعد مرور اسبوعين من تاريخ الاعلان ، وهذا يتناقض مع كفاءة السوق ، وفي ذلك اشارة مهمة للمستثمرين تُنبأ عن خلل في كفاءة السوق ، اذ انها تؤكد للمستثمر بأنه لو اشترى سهم هذه الشركة قبل اعلانها عن اعادة شراء اسهمها بأسبوعين ، أي: قبل ان تظهر الاخبار السارة ويحتفظ بها لمدة اسبوعين بعد الاعلان فيإمكانه تحقيق عائد غير عادي موجب يزيد على (0.22) CAR (في اليوم +14) وهو عادة عائد مرتفع .

ويبين العمودين الثامن والتاسع اللذان يمثلان على التوالي العوائد غير العادية و العوائد غير العادية المتراكمة لاسهم شركة الصالحية العقارية (صالحية) فكانت العوائد غير العادية متقلبة تارةً سلبية وتارةً اخرى ايجابية الا ان الغلبة كانت للجانب السلبي مما افضى الى ان يكون الاتجاه العام سالباً للعوائد غير العادية المتراكمة ، وهذا يعني ان الاستجابة السلبية قبل الاعلان والتي من المفترض ان تكون ايجابية سببها ان الاستجابة لهذا النوع من الشركات غير جيدة زيادة على ذلك ، ان هذه الشركة سبق وان اعلنت عن اعادة شراء اسهمها ولكنها لم تنفذ عملية اعادة الشراء لبعض اعلاناتها والبعض الاخر لم تعيد شراء كامل الكمية المستهدفة ، وهذا ما يفسره المستثمرون اتجاه هذا النوع من الشركات بأن غايتها الاساسية رفع سعر السهم قد يكون تمهيداً لبيع اسهم بعض المطلعين ، مما ادى الى فقدان المصادقية بإعلانات هذه الشركة ، فكانت الاستجابة لهذا النوع من الاعلانات سلبية . وهذا الاتجاه السالب افضى الى ان يكون

العائد غير العادي في يوم الاعلان سالباً بمقدار (-0.0042) محققاً خسارة للسهم في هذا اليوم واستمر سلبياً بعد الاعلان لمدة تسعة ايام وانقلب بعد ذلك ايجابياً ثم عاد سلبياً في اليوم الاخير من نافذة الحدث حتى استقر عند (-0.0109) . ومن جانب اخر ، طالما ظهرت قيم CAR سالبة في جميع المشاهدات خلال المدة السابقة ليوم الاعلان ، نتيجة تحقق عوائد غير عادية AR متقلبة و غالبيتها سالبة ، ففي ذلك دلالة على استجابة متحيزة من جانب السوق لإعلان اعادة شراء اسهم هذه الشركة . ومن جانب اخر ولطالما ان العوائد غير العادية المتراكمة بعد الاعلان لم تكن ثابتة ، لأنه من المفترض ان لا تضيف شيئاً بعد الاعلان فأخذت تسيير بالاتجاه السالب ارتفاعاً وانخفاضاً طوال المدة ما بعد الاعلان لغاية آخر يوم في نافذة الحدث نتيجةً للاتجاه العام السالب للعوائد غير العادية خلال هذه المدة ، فان لهذه النتيجة ثلاثة مدلولات **المدلول الاول** : هو ان لإعلان اعادة الشراء محتوى معلوماتي مؤثراً والدليل على ذلك تحقق عوائد غير عادية متقلبة (سالبة وموجبة) ، التي ينبغي ان تكون صفراً اذا لم يكن للإعلان محتوى معلوماتي مؤثر وهذا يعني ضمناً وجود مشكلة عدم تماثل معلوماتي مما يتعارض مع الفرضية الفرعية الاولى للدراسة . **والمدلول الثاني** : هو ان استجابة السوق متحيزة نتيجة العوائد غير العادية السالبة قبل الاعلان وفي اثنائه وما بعده ، **والمدلول الثالث** : ان استجابة السوق بطيئة وليست تامة نتيجة تحقق عوائد غير عادية سالبة حتى بعد مرور اسبوعين من تاريخ الاعلان ، وهذا يتناقض مع اشتراطات السوق الكفوءة ، وفي ذلك اشارة مهمة للمستثمرين تُنبأ عن خلل في كفاءة السوق .

ويظهر العمودين العاشر والحادي عشر المتمثلان بالعوائد غير العادية والعوائد غير العادية المتراكمة التابعة لاسهم شركة الاستشارات المالية الدولية (ايفا) فعلى بالرغم من ان الشركة تعد من الشركات التي كثيراً ما تعلن عن اعادة الشراء . الا ان جميع المشاهدات للعوائد غير العادية قبل الاعلان واثائه وبعده كانت ايجابية ما عدا اليومين الحادي عشر والثامن قبل الاعلان وثلاثة ايام بعد الاعلان ، مما افضى ان يكون الاتجاه العام موجباً للعوائد غير العادية المتراكمة على طول نافذة الحدث ، ويبدو ان هناك معلومات جيدة عن هذه الشركات وصلت الى المستثمرين ، او قد تكون هناك معلومات مرتبطة بالمستثمرين وطريقة تفسيرهم لها ، ونتيجة وصول هذه المعلومات الى المستثمرين ، فكانت الاستجابة ايجابية وزيادة الطلب على الاسهم مما ادى الى رفع اسعارها وتحقق عوائد غير عادية موجبة . فبلغ اعلى عائد غير عادي لسهم شركة ايفا في اليوم الثاني عشر قبل الاعلان (0.0481) بينما بلغ اقل عائد غير عادي في اليوم الثامن قبل الاعلان (-0.005) . واصبح العائد غير العادي موجباً في يوم الاعلان بمقدار (0.0192) ، واستمرت العوائد غير العادية ترتفع وتتخفف سلبياً وايجابياً حتى استقرت

في المشاهدة الاخيرة لنافذة الحدث عند (-0.012) . هذا من جانب ، ومن جانب اخر ظهرت قيم CAR موجبة في جميع المشاهدات خلال المدة السابقة ليوم الاعلان وبشكل تصاعدي لثلاثة عشر يوماً من اصل خمسة عشر يوماً ، على الرغم من انها لم تحقق اشتراطات الكفاءة الا ان استجابة السوق موضوعية واقرب للكفاءة ، نتيجة تحقق عوائد غير عادية AR غالبتها موجبة . ومن جانب اخر ولطالما ان العوائد غير العادية المتراكمة بعد الاعلان لم تستقر عند (0.1674) وهو CAR في يوم الاعلان واخذت ترتفع كثيراً عن هذه القيمة طوال المدة ما بعد الاعلان لغاية آخر يوم في نافذة الحدث نتيجة لاتجاه العام الموجب للعوائد غير العادية خلال هذه المدة فان لهذه النتيجة ثلاثة مدلولات المدلول الاول : هو ان لإعلان اعادة الشراء محتوى معلوماتي مؤثراً والدليل على ذلك تحقق عوائد غير عادية (بغض النظر عن اشارتها) ، التي ينبغي ان تكون صفراً اذا لم يكن للإعلان محتوى معلوماتي مؤثر ، وهذا يعني ضمناً وجود مشكلة عدم تماثل معلوماتي مما يتعارض مع الفرضية الفرعية الاولى للدراسة . والمدلول الثاني : هو ان استجابة السوق متحيزة نتيجة العوائد غير العادية السالبة ، والمدلول الثالث: ان استجابة السوق بطيئة وليست تامة نتيجة تحقق عوائد غير عادية موجبة حتى بعد مرور اسبوعين من تاريخ الاعلان . لأنه في ظل شروط الكفاءة ينبغي ان يبدأ موجباً في اليوم الاول من النافذة الزمنية للحدث (اليوم -15) ثم يتصاعد ليبلغ اعلى قيمة له في يوم اعلان الحدث (اليوم 0) وبعد ذلك يظل ثابتاً ومستقراً عند قيمته في يوم الاعلان لغاية آخر يوم في النافذة (اليوم +14) . وفي ذلك اشارة مهمة للمستثمرين تُنبأ عن خلل في كفاءة السوق ، اذ انها تؤكد للمستثمر بأنه لو اشترى سهم هذه الشركة قبل اعلانها عن اعادة شراء اسهمها بأسبوعين واحتفظ بها لمدة اسبوعين بعد الاعلان فبإمكانه تحقيق عائد غير عادي موجب يزيد على (0.26) (CAR في اليوم +14) .

وبين العمودين الرابع عشر والخامس عشر اللذان يمثلان على التوالي العوائد غير العادية والعوائد غير العادية المتراكمة لاسهم الشركة التي كثيراً ما تعلن عن اعادة شراء اسهمها وهي شركة مشاريع الكويت القابضة (مشاريع) فكانت الغالبية العظمى للعوائد غير العادية قبل الاعلان سلبية باستثناء الايام الخامس عشر والحادي عشر والثاني ، ويبدو ان المعلومات غير جيدة عن هذا النوع من الشركات وصلت الى المستثمرين ، مما ادى الى ان تكون الاستجابة سلبية لاسهم هذه الشركة محققة خسائر كبيرة حتى في يوم الاعلان . بالإضافة الى تحمّل الشركة تكاليف غير مباشرة وهي الاضرار بسمعتها لان غالبية المستثمرين يفسرون ان الشركات التي كثيراً ما تعلن عن اعادة شراء اسهمها غايتها الاساسية رفع سعر السهم ليس الا مما يزيد من فقدان ثقة المستثمرين أكثر بإعلانات هذه الشركة مستقبلاً ، فبلغ اعلى عائد غير عادي قبل

الاعلان في اليوم الخامس عشر اذ بلغ (0.002) ، اما اقل عائد غير عادي فقد كان في اليوم الثاني عشر قبل الاعلان (-0.0159) وفي يوم الاعلان كان سالباً بمقدار (-0.0057) متأثراً بالاتجاه العام السالب ، واستمر بهذا الاتجاه السالب لجميع العوائد غير العادية بعد الاعلان حتى نهاية نافذة الحدث باستثناء اليوم الثاني والثالث والتاسع والرابع عشر . ومن جانب اخر ظهرت قيم CAR سالبة في جميع المشاهدات خلال المدة السابقة ليوم الاعلان باستثناء اليوم الخامس عشر ، نتيجة تحقق عوائد غير عادية AR غالبتها سالبة . ومن جانب اخر ، بما ان العوائد غير العادية المتراكمة بعد الاعلان لم تستقر عند (-0.0888) وهو CAR في يوم الاعلان واخذت ترتفع سلبياً اكثر عن هذه القيمة طوال المدة ما بعد الاعلان لغاية آخر يوم في نافذة الحدث نتيجةً للاتجاه العام السالب للعوائد غير العادية خلال هذه المدة فان لهذه النتيجة ثلاثة مدلولات : **المدلول الاول** : هو ان لإعلان اعادة الشراء محتوى معلوماتي مؤثراً والدليل على ذلك تحقق عوائد غير عادية سالبة والتي ينبغي ان تكون صفراً اذا لم يكن للإعلان محتوى معلوماتي مؤثر ، وهذا يعني : ضمناً وجود مشكلة عدم تماثل معلوماتي مما يتعارض مع الفرضية الفرعية الاولى للدراسة . **والمدلول الثاني** : هو ان استجابة السوق متحيزة نتيجة العوائد غير العادية السالبة ، **والمدلول الثالث** : ان استجابة السوق بطيئة وليست تامة نتيجة تحقق عوائد غير عادية سالبة حتى بعد مرور اسبوعين من تاريخ الاعلان . وفي ذلك اشارة مهمة للمستثمرين تُنبأ عن خلل في كفاءة السوق .

وبيين العمودان الثامن عشر والتاسع عشر اللذان يمثلان على التوالي العوائد غير العادية والمتراكمة لاسهم مجموعة ارزان المالية للتمويل (ارزان) بأن العوائد غير العادية كانت متقلبة طوال نافذة الحدث الا ان الغلبة كانت للعوائد السالبة مما جعل المسار العام للعوائد غير العادية المتراكمة سالباً ويبدو ان المعلومات غير جيدة عن هذا النوع من الشركات وصلت الى المستثمرين مما ادى الى ان تكون الاستجابة سلبية لاسهم هذه الشركة محققة خسائر كبيرة علاوة على ذلك السمعة السيئة لهذه الفئة من الشركات ، فكان اعلى العوائد غير العادية في اليوم الرابع قبل الاعلان اذ بلغ (0.0208) اما اقل العوائد غير العادية فقد كان في اليوم الرابع عشر قبل الاعلان اذ بلغ (-0.0202) وفي يوم الاعلان كان موجباً بمقدار (0.0062) ، واستمرت هذه العوائد متقلبة تتراوح ما بين السالب والموجب حتى اخر يوم من مشاهدات نافذة الحدث . ومن جهة اخرى طالما ظهرت قيم CAR سالبة في جميع المشاهدات خلال المدة السابقة ليوم الاعلان ، نتيجة تحقق عوائد غير عادية AR غالبيتها سالبة ، ففي ذلك دلالة على استجابة متحيزة من جانب السوق لإعلان اعادة شراء اسهم هذه الشركة للمدة التي تسبق الاعلان . اضافة الى ذلك ، طالما ان العوائد غير العادية المتراكمة بعد الاعلان لم تستقر عند

(-0.0248) وهو CAR في يوم الاعلان واخذت ترتفع وتنخفض سلباً عن هذه القيمة طوال المدة ما بعد الاعلان لغاية آخر يوم في نافذة الحدث نتيجةً للاتجاه العام السالب للعوائد غير العادية خلال هذه المدة فان لهذه النتيجة ثلاث مدلولات : **المدلول الاول** : هو ان لإعلان إعادة الشراء محتوى معلوماتي مؤثراً والدليل على ذلك تحقق عوائد غير عادية سالبة والتي ينبغي ان تكون صفراً اذا لم يكن للإعلان محتوى معلوماتي مؤثر وهذا يعني ضمناً وجود مشكلة عدم تماثل معلوماتي مما يتعارض مع الفرضية الفرعية الاولى للدراسة . **والمدلول الثاني**: هو ان استجابة السوق متحيزة نتيجة العوائد غير العادية السالبة ، **والمدلول الثالث** : ان استجابة السوق بطيئة وليست تامة نتيجة تحقق عوائد غير عادية سالبة حتى بعد مرور اسبوعين من تاريخ الاعلان ، وفي ذلك اشارة مهمة للمستثمرين تُنبأ عن خلل في كفاءة السوق .

ويظهر العمودان الثاني والعشرين والثالث والعشرين اللذان يمثلان على التوالي العوائد غير العادية والمتراكمة لاسهم الشركة الاولى للاستثمار (الاولى) بأن العوائد غير العادية قبل الاعلان ظهرت متقلبة ارتفاعاً وانخفاضاً وسلباً وإيجاباً ، لكن الغلبة كانت للعوائد غير العادية السالبة مما افضى الى اتجاه عام سالب للعوائد غير العادية المتراكمة ، ويبدو ان هذه الاستجابة السلبية نتيجة تسرب معلومات سلبية الى المستثمرين عن هذه الشركة بأنها كثيراً ما تعلن عن إعادة شراء اسهمها علاوة على ذلك تحمل الشركة تكاليف غير مباشرة نتيجة الضرر الذي يلحق بسمعة الشركة من هذا النوع . فبلغ اعلى عائد غير عادي قبل الاعلان في اليوم الرابع (0.0185) ، واقل عائد غير عادي كان في اليوم الثاني عشر قبل الاعلان (-0.025) ، وتمثل في الوقت نفسه اعلى خسارة للسهم قبل الاعلان ، وفي يوم الاعلان كان سالباً بمقدار (-0.016) وهذا يعني : ان الاستجابة غير جيدة لهذا الحدث ، واستمرت العوائد غير العادية بعد الاعلان تتقلب ايجابياً وسلبياً حتى وصلت في اخر مشاهدة في اليوم الرابع عشر بعد الاعلان عند (-0.003) . ومن جهة اخرى طالما ان قيم CAR ظهرت سالبة في جميع المشاهدات خلال المدة السابقة ليوم الاعلان باستثناء الثلاثة ايام الاولى في بداية نافذة الحدث ، نتيجة الاتجاه العام السالب للعوائد غير العادية AR ، ففي ذلك دلالة على استجابة متحيزة من جانب السوق لإعلان إعادة شراء اسهم هذه الشركة للمدة التي تسبق الاعلان . زيادة على ذلك ، طالما ان العوائد غير العادية المتراكمة بعد الاعلان لم تستقر عند (-0.0656) وهو CAR في يوم الاعلان واخذت ترتفع وتنخفض سلبياً عن هذه القيمة طوال المدة ما بعد الاعلان لغاية آخر يوم في نافذة الحدث نتيجةً للاتجاه العام السالب للعوائد غير العادية خلال هذه المدة ، فان لهذه النتيجة ثلاثة مدلولات : **المدلول الاول** : هو ان لإعلان إعادة الشراء محتوى معلوماتي مؤثراً والدليل على ذلك تحقق عوائد غير عادية سالبة ، التي ينبغي ان تكون صفراً اذا لم يكن

للإعلان محتوى معلوماتي مؤثر وهذا يعني ضمناً وجود مشكلة عدم تماثل معلوماتي مما يتعارض مع الفرضية الفرعية الأولى للدراسة . **والمدلول الثاني** : هو ان استجابة السوق متحيزة نتيجة العوائد غير العادية السالبة ، **والمدلول الثالث** : ان استجابة السوق بطيئة وليست تامة نتيجة تحقق عوائد غير عادية سالبة حتى بعد مرور اسبوعين من تاريخ الاعلان ، وفي ذلك اشارة مهمة للمستثمرين تُنبأ عن خلل في كفاءة السوق .

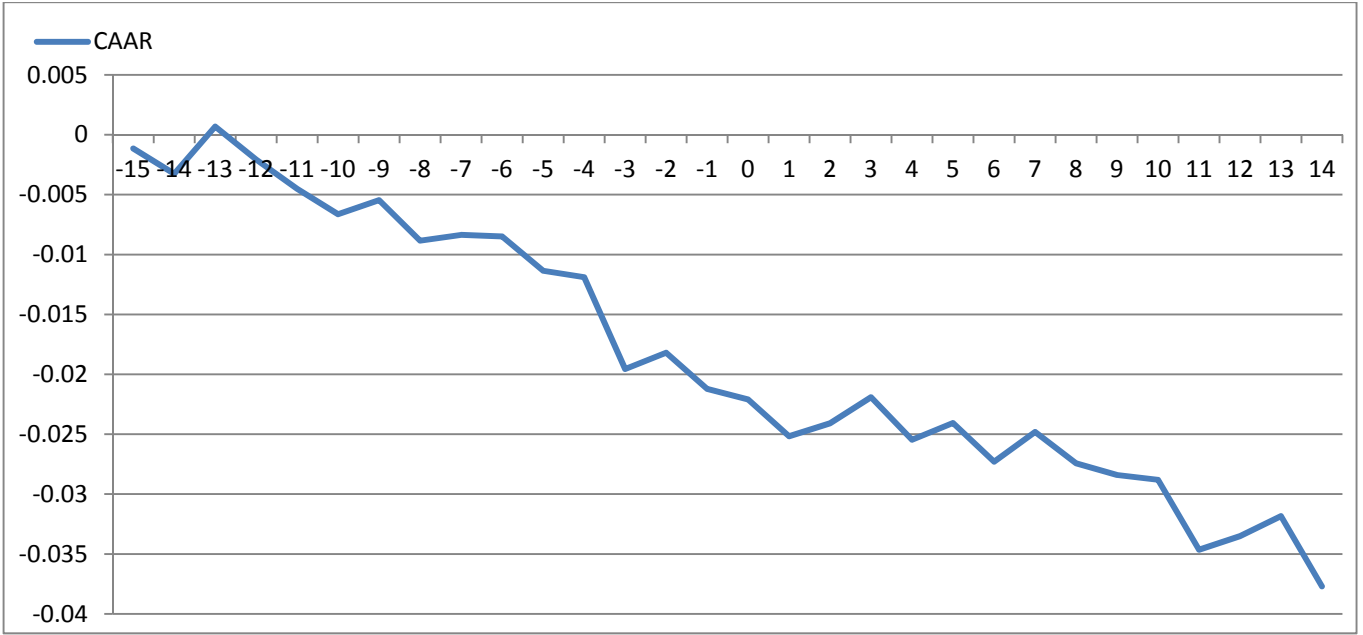
ويبين العمودان السادس والعشرين والسابع والعشرين اللذان يمثلان على التوالي العوائد غير العادية و العوائد غير العادية المتراكمة لاسهم شركة كامكو للاستثمار(كامكو) بأن جميع مشاهدات العوائد غير العادية في المدة التي تسبق الاعلان ظهرت سالبة باستثناء ثلاثة ايام كانت موجبة وهي اليوم الثالث عشر والسادس والثاني مما افضى الى اتجاه عام سالب للعوائد غير العادية المتراكمة طوال نافذة الحدث . و بلغ اعلى عائد غير عادي في اليوم السادس قبل الاعلان بمقدار (0.0086) اما اقل عائد غير عادي فقد كان في اليوم الرابع قبل الاعلان بمقدار (-0.0207) ، وكان العائد غير العادي لهذا السهم سالباً في تاريخ الاعلان بمقدار (-0.0015) مسبباً خسارة للسهم في يوم الاعلان . وان هذه الاستجابة السلبية في يوم الاعلان سببها عدم استجابة المستثمرين لهذا النوع من الاعلانات ، واستمرت العوائد غير العادية بعد الاعلان تسير بالاتجاه السلبي ما عدا اليوم الثالث والسادس والسابع حتى وصلت في اليوم الرابع عشر بعد الاعلان الى (-0.018) . ومن جهة اخرى ظهرت قيم CAR سالبة في جميع المشاهدات خلال المدة السابقة ليوم الاعلان ، نتيجة الاتجاه العام السالب للعوائد غير العادية AR ، ففي ذلك دلالة على استجابة متحيزة من جانب السوق لإعلان اعادة شراء اسهم هذه الشركة للمدة التي تسبق الاعلان . زيادة على ذلك ، طالما ان العوائد غير العادية المتراكمة بعد الاعلان لم تكن ثابتة فأخذت ترتفع سلبياً اكثر بكثير عن العائد غير العادي ليوم الاعلان طوال المدة ما بعد الاعلان لغاية آخر يوم في نافذة الحدث نتيجةً للاتجاه العام السلبي للعوائد غير العادية خلال هذه المدة فان لهذه النتيجة ثلاثة مدلولات : **المدلول الاول** : هو ان لإعلان اعادة الشراء محتوى معلوماتي مؤثر والدليل على ذلك تحقق عوائد غير عادية سالبة ، التي ينبغي ان تكون صفراً اذا لم يكن للإعلان محتوى معلوماتي مؤثر وهذا يعني ضمناً وجود مشكلة عدم تماثل معلوماتي مما يتعارض مع الفرضية الفرعية الأولى للدراسة . **والمدلول الثاني**: هو ان استجابة السوق متحيزة نتيجة العوائد غير العادية السالبة ، **والمدلول الثالث** : ان استجابة السوق بطيئة وليست تامة نتيجة تحقق عوائد غير عادية سالبة حتى بعد مرور اسبوعين من تاريخ الاعلان . وفي ذلك اشارة مهمة للمستثمرين تُنبأ عن خلل في كفاءة السوق من الناحية المعلوماتية .

ويظهر العمودان الثلاثين والحادي والثلاثين اللذان يمثلان على التوالي العوائد غير العادية والعوائد غير العادية المتراكمة لاسهم شركة عمار للتمويل والاجارة (عمار) بأن جميع المشاهدات للعوائد غير العادية قبل الاعلان واثائه وبعده كانت سلبية باستثناء العوائد غير العادية في اليوم الثالث عشر والسابع والسادس قبل الاعلان كانت ايجابية ، وبما ان غالبية العوائد غير العادية سالبة مما افضى الى اتجاه عام سالب للعوائد غير العادية المتراكمة طوال نافذة الحدث .

وهذه الاستجابة السلبية قد تكون نتيجة وصول معلومات غير جيدة للمستثمرين عن الشركة فجعلهم يفسرون هذه المعلومات بطريقة سلبية فأنعكست على اسعار الاسهم فجعلت العوائد غير العادية سلبية . وفي الواقع ، ان الشركة اعلنت ست مرات عن اعادة الشراء خلال مدة الدراسة ففي بعض اعلاناتها لا تقوم بإعادة الشراء فعلاً وبعضها الاخر تقوم بإعادة شراء كمية صغيرة جداً اقل بكثير مما اعلنت فهذا التصرف يجعل المستثمرين لا يتقون بإعلانات هذه الشركة مرة اخرى حتى وان كانت صادقة لذا كانت الاستجابة سلبية بالإضافة الى تحمل الشركة تكاليف غير مباشرة نتيجة خسارة سمعتها ، وبلغ اعلى عائد غير عادي في اليوم السابع قبل الاعلان بمقدار (0.0169) اما اقل عائد غير عادي فقد كان في اليوم الرابع عشر قبل الاعلان بمقدار (-0.0272) ، وكان العائد غير العادي لهذا السهم سالباً في تاريخ الاعلان بمقدار (-0.0203) . واستمرت العوائد غير العادية بعد الاعلان تسير بالاتجاه السالب من اليوم الاول لغاية اخر يوم في نافذة الحدث ما عدا اربعة ايام من اصل اربعة عشرة يوماً ، وهي اليوم الثالث والخامس والثاني عشر والثالث عشر بعد الاعلان . ومن جهة اخرى طالما ظهرت قيم CAR سالبة في جميع المشاهدات خلال المدة السابقة ليوم الاعلان ، نتيجة الاتجاه العام السالب للعوائد غير العادية AR ، ففي ذلك دلالة على استجابة متحيزة من جانب السوق لإعلان اعادة شراء اسهم هذه الشركة للمدة التي تسبق الاعلان . علاوة على ذلك ، طالما ان العوائد غير العادية المتراكمة بعد الاعلان لم تكن ثابتة فأخذت ترتفع سلبياً اكثر بكثير عن العائد غير العادي ليوم الاعلان طوال المدة ما بعد الاعلان لغاية آخر يوم في نافذة الحدث نتيجة للاتجاه العام السلبى للعوائد غير العادية خلال هذه المدة فان لهذه النتيجة ثلاثة مدلولات : **المدلول الاول** : هو ان لإعلان اعادة الشراء محتوى معلوماتي مؤثراً والدليل على ذلك تحقق عوائد غير عادية سالبة والتي ينبغي ان تكون صفراً اذا لم يكن للإعلان محتوى معلوماتي مؤثر وهذا يعني ضمناً وجود مشكلة عدم تماثل معلوماتي مما يتعارض مع الفرضية الفرعية الاولى للدراسة . **والمدلول الثاني** : هو ان استجابة السوق متحيزة نتيجة العوائد غير العادية السالبة ، **والمدلول الثالث** : ان استجابة السوق بطيئة وليست تامة نتيجة تحقق عوائد غير عادية سالبة حتى بعد

مرور اسبوعين من تاريخ الاعلان ، وفي ذلك اشارة مهمة للمستثمرين تُنبأ عن خلل في كفاءة السوق من الناحية المعلوماتية .

ويظهر العمود الاخير الذي يمثل متوسطات العوائد غير العادية المتراكمة على مستوى سوق الكويت للأوراق المالية للشركات الاكثر تكرراً في اعلاناتها لإعادة الشراء ، ومنه يتضح وبجلاء أن متوسط العوائد المتراكمة غير العادية ولجميع المشاهدات قبل واثناء وبعد تاريخ الاعلان كانت سلبية وهذا ما يؤكد ان الاستجابة كانت سلبية للشركات الاكثر تكرراً في اعلاناتها لإعادة الشراء بسبب الاشارة السلبية التي تصل الى المستثمرين عن هذا النوع من الشركات والتي تؤدي الى انعدام ثقة المستثمرين بها لانهم يفسرون التكرار العالي ، لإعلانات إعادة الشراء المصحوبة بعدم الجدية التنفيذية على انها اشارات كاذبة مما يعزز من قناعتهم بأن غايتها رفع سعر السهم ليس الا ، لمصلحة بعض المطلعين في هذه الشركات ومن كبار المساهمين الذين يرغبون عبر هذه الاعلانات رفع السعر تمهيداً لبيع اسهمهم بسعر اعلى . اعلى متوسط سالب متراكم للعوائد غير العادية على مستوى السوق تحقق في اليوم الاخير من نافذة الحدث (-0.0377)، وقل متوسط متراكم سالب للعوائد غير العادية تحقق في اليوم الاول من نافذة الحدث (-0.0011) ولم يتحقق متوسط موجب سوى في يوم واحد يسبق تاريخ الاعلان بثلاثة عشر يوماً (0.0007) . كل هذا افضى الى اتجاه عام تنازلي لمتوسطات العوائد غير العادية المتراكمة وكما هو ظاهر في الشكل (3-4) الذي يصور وبوضوح استجابة السوق السلبية للمحتوى المعلوماتي لإعلانات إعادة الشراء لهذه الفئة من هذه الشركات . وكل ما تقدم يؤكد على حقيقتين ، الاولى الاستجابة غير السريعة وغير التامة وغير الموضوعية لإعلان إعادة الشراء عامة ، اي الاستجابة غير الكفوءة خلاف ما يعرضه الشكل (3-1) ، وهذا ينسجم مع الفرضية الرئيسية الثانية للدراسة مما يؤكد عدم كفاءة سوق الكويت المالي في الاستجابة لإعلان إعادة الشراء العام . الحقيقة الثانية هي وجود مشكلة عدم التماثل المعلوماتي وتجدد ذلك بالتفسير السلبي من جانب المتعاملين في السوق للمحتوى المعلوماتي لإعلانات إعادة الشراء الصادرة من شركات هذه الفئة ، كونهم يعدون تكرار الاعلان اشارة كاذبة لا تنتهي غالباً بالتنفيذ الفعلي لبرنامج إعادة الشراء ، وهذا يتعارض مع الفرضية الفرعية الاولى للدراسة .



الشكل (3-4) متوسطات العوائد غير العادية المتراكمة للشركات متكررة الاعلان عن إعادة شراء اسهمها

2.2.3. الشركات التي نادراً ما تعلن عن إعادة شراء اسهمها :

يعرض الجدول (3-9) العوائد اليومية غير العادية وغير العادية المتراكمة للسهم والمتوسط اليومي للعوائد غير العادية المتراكمة لاسهم الشركات التي نادراً ما تعلن عن إعادة شراء اسهمها والمذكورة انفاً ولمدة (15) يوماً قبل يوم الاعلان بالإضافة الى يوم الاعلان (الحدث) و (14) يوم بعد الاعلان .

ويبين العمودان الثاني والثالث اللذان يمثلان على التوالي العوائد اليومية غير العادية و العوائد اليومية غير العادية المتراكمة لاسهم شركة بركان لحفر الابار (ابار) بأن جميع المشاهدات للعوائد غير العادية قبل وفي وبعد يوم الاعلان كانت سالبة ماعدا اليوم الثاني والرابع قبل الاعلان واليوم الثاني والخامس بعد الاعلان مما افضى الى اتجاه عام سالباً لجميع مشاهدات نافذة الحدث للعوائد اليومية غير العادية المتراكمة ، على الرغم من ان السمعة الطيبة للشركات التي نادراً ما تعلن عن إعادة شراء اسهمها وان استجابة السوق لهذا النوع من الشركات جيدة الا انه قد يكون هناك معلومات غير جيدة تسربت الى المستثمرين عن الشركة مما جعل الاستجابة سلبية او لان الشركة اعلنت ولم تعيد شراء اي سهم من اسهمها ، او قد يعود ذلك لأسباب ترتبط بأخطاء لتقديرات المستثمرين لمستقبل السهم . وبلغ اعلى عائد غير عادي قبل الاعلان للسهم في اليوم الرابع بمقدار (0.0284) ، اما اقل عائد غير عادي للسهم كان في اليوم الرابع عشر قبل الاعلان اذ بلغ (-0.0457) ، وتأثر العائد غير العادي في يوم الاعلان بالاتجاه السلبي للعوائد غير العادية قبل الاعلان فسار بالاتجاه نفسه محققاً خسارة في يوم

الاعلان مقدارها (-0.0089) واستمرت العوائد غير العادية بعد الاعلان ترتفع وتتنخفض سلبياً حتى وصلت في المشاهدة الاخيرة من نافذة الحدث عند (-0.0121) هذا من ناحية ، ومن ناحية اخرى طالما ظهرت قيم CAR سالبة في جميع المشاهدات خلال المدة السابقة ليوم الاعلان ، نتيجة الاتجاه العام السالب للعوائد غير العادية AR ، ففي ذلك دلالة على استجابة متحيزة من جانب السوق لإعلان اعادة شراء اسهم هذه الشركة للمدة التي تسبق الاعلان . اضافة الى ذلك ، ان العوائد غير العادية المتراكمة بعد الاعلان لم تستقر عند (-0.246) وهو CAR في يوم الاعلان فأخذت ترتفع سلبياً اكثر بكثير عن هذه القيمة طوال المدة ما بعد الاعلان لغاية آخر يوم في نافذة الحدث نتيجةً للاتجاه العام السلبى للعوائد غير العادية خلال هذه المدة وهذا يعني هناك ثلاث حقائق **الاولى** : هو ان لإعلان اعادة الشراء محتوى معلوماتي مؤثر والدليل على ذلك تحقق عوائد غير عادية سالبة ، التي ينبغي ان تكون صفراً اذا لم يكن للإعلان محتوى معلوماتي مؤثر وهذا يعني ضمناً وجود مشكلة عدم تماثل معلوماتي مما يتعارض مع الفرضية الفرعية الاولى للدراسة . **والثانية**: هو ان استجابة السوق متحيزة نتيجة العوائد غير العادية السالبة ، **والثالثة** : ان استجابة السوق بطيئة وغير كاملة نتيجة تحقق عوائد غير عادية سالبة حتى بعد مرور اسبوعين من تاريخ الاعلان . وفي ذلك اشارة مهمة للمستثمرين تُنبأ عن خلل في كفاءة السوق من الناحية المعلوماتية . ومن الممكن ان يحقق المستثمرون عائد غير عادي عند بيع هذه الاسهم قبل اسبوعين من تاريخ الاعلان وشراؤها بعد اسبوعين من تاريخ الاعلان مقدارها (0.4347) .

ويظهر العمودان الرابع والخامس المتمثلان بالعوائد غير العادية والعوائد غير العادية المتراكمة لاسهم شركة المعادن والصناعات التحويلية (معادن) أن العوائد غير العادية ظهرت متقلبة ارتفاعاً وانخفاضاً وسلباً وايجاباً قبل الاعلان واثناؤه وبعده لكن الغلبة كانت للعوائد الموجبة مما افضى الى اتجاه عام موجب للعوائد غير العادية المتراكمة ولجميع مشاهداتها في نافذة الحدث ، ومن المحتمل تسربت اخبار جيدة الى المستثمرين عن الشركة بأن اسعار اسهم الشركة دون قيمتها الحقيقية بالإضافة الى سمعة هذا النوع من الشركات جيدة مما زاد من ثقة المستثمرين بإعلانات هذه الشركة فكانت الاستجابة جيدة ، فكان اعلى العوائد غير العادية قبل الاعلان في اليوم الثالث (0.0539) واقلها كان في اليوم الثامن قبل الاعلان بقيمة (-0.043) وكان العائد غير العادي في يوم الاعلان موجباً بمقدار (0.0401) نتيجة تأثره بالعوائد ما قبل الاعلان ، وهذا ما يؤكد ان الاستجابة جيدة للشركات التي نادراً ما تعلن عن اعادة الشراء ، واستمرت العوائد غير العادية بعد الاعلان متقلبة ايجابياً وسلبياً حتى استقرت في نهاية نافذة الحدث عند (-0.02) . فكان هذا انعكاساً غير صحيحاً للمحتوى المعلوماتي لإعلان اعادة

الشراء . ومن جانب اخر ، لطالما ظهرت قيم CAR تزداد تارةً وتتناقص تارةً اخرى خلال المدة السابقة ليوم الاعلان نتيجة تحقق عوائد غير عادية AR سالبة تارةً وموجبة تارةً اخرى ففي ذلك دلالة على استجابة متحيزة من جانب السوق لإعلان إعادة شراء اسهم هذه الشركة . زيادة على ذلك ، ولطالما ان العوائد غير العادية المتراكمة بعد الاعلان لم تستقر عند (0.085) وهو CAR في يوم الاعلان ، واخذت ترتفع وتتناقص كثيراً عن هذه القيمة طوال المدة ما بعد الاعلان لغاية آخر يوم في نافذة الحدث نتيجة للعوائد غير العادية المتقلبة (موجبة ، سالبة) خلال هذه المدة فان لهذه النتيجة ثلاث حقائق هي: **الحقيقة الاولى:** هي ان إعلان إعادة الشراء محتوى معلوماتي مؤثراً والدليل على ذلك تحقق عوائد غير عادية (بغض النظر عن اشارتها) ، والتي ينبغي ان تكون صفراً اذا لم يكن للإعلان محتوى معلوماتي مؤثر وهذا يعني ضمناً وجود مشكلة عدم تماثل معلوماتي مما يتعارض مع الفرضية الفرعية الاولى للدراسة . **والحقيقة الثانية:** هي ان استجابة السوق متحيزة نتيجة للعوائد غير العادية السالبة ، **والحقيقة الثالثة:** ان استجابة السوق بطيئة وليست تامة نتيجة تحقق عوائد غير عادية موجبة حتى بعد مرور اسبوعين من تاريخ الاعلان . وفي ذلك اشارة مهمة للمستثمرين تُنبأ عن خلل في كفاءة السوق من الناحية المعلوماتية ، اذ انها تؤكد للمستثمر بأنه لو اشترى سهم هذه الشركة قبل اعلانها عن إعادة شراء اسهمها بأسبوعين واحتفظ بها لمدة اسبوعين بعد الاعلان فيإمكانه تحقيق عائد غير عادي موجب يزيد على (0.038) CAR في اليوم +14) .

ويبين العمودان العاشر والحادي عشر المتمثلان على التوالي بالعوائد غير العادية والمتراكمة لاسهم الشركة الكويتية للمنتزهات (منتزهات) بأن العوائد غير العادية قبل الاعلان واثناؤه وبعده ظهرت متقلبة بين السالب والموجب ، على الرغم لما يتمتع به هذا النوع من الشركات بالسمعة الطيبة ، ومن المحتمل ان الشركة اعلنت عن إعادة شراء اسهمها للدفاع عن نفسها ضد عمليات الاستيلاء العدائية او من المحتمل اعلنت الشركة عن إعادة الشراء لغرض القضاء على/ او تخفيض مشكلة الوكالة وارجاع التدفقات النقدية الحرة الى المساهمين ، وليست غايتها الاساسية رفع سعر السهم . الا ان الغلبة كانت في جانب العوائد السالبة مما افضى الى اتجاه عام سالب للعوائد غير العادية المتراكمة ولجميع مشاهداتها في نافذة الحدث ما عدا خمسة ايام قبل الاعلان ، فبلغ اعلى العوائد غير العادية قبل الاعلان في اليوم الثالث (0.0374) ، اما اقلها فقد كان في اليوم السادس قبل الاعلان (-0.0296) ، وفي يوم الاعلان بلغ العائد غير العادي (0.0141) ، وفي هذا الجزء من نافذة الاعلان كان الانعكاس غير صحيحاً ، اما ما وراء الحدث فقد استمرت العوائد غير العادية متقلبة ما بين الارتفاع والانخفاض والايجاب والسلب حتى نهاية نافذة الحدث .

جدول (3-9) العوائد غير العادية والعوائد غير العادية المتراكمة ومتوسطاتها لاسهم الشركات التي نادراً ما تعلن عن اعادة شرائها

الحدث	ب الاهلي		ب التجاري		ب الخليج		ب الوطني		السور		مترقات		الرابطة		تنظيف		معادن		ابر		ناقلة
	CAR	AR	CAR	AR	CAR	AR	CAR	AR	CAR	AR	CAR	AR	CAR	AR	CAR	AR	CAR	AR	CAR	AR	
-15	-0.0079	-0.0079	-0.0057	-0.0057	0.0092	0.0092	0.017	0.017	0.0026	0.0026	0.0006	0.0006	0.0113	0.0113	0.0113	0.0113	0.0351	0.0351	-0.0157	-0.0157	-0.0157
-14	-0.015	-0.0071	-0.0206	-0.0149	0.0389	0.0296	0.0276	0.0106	0.0004	-0.0022	0.0145	0.014	0.034	0.0227	0.0043	0.0192	0.0359	0.0008	-0.0614	-0.0457	-0.0457
-13	-0.0208	-0.0058	-0.027	-0.0064	0.0466	0.0078	0.0211	-0.006	-0.014	-0.0147	-0.0031	-0.0177	0.0572	0.0232	-0.007	-0.0113	0.036	9E-05	-0.0866	-0.0252	-0.0252
-12	-0.0623	-0.0414	0.0021	0.0291	0.0591	0.0125	0.0442	0.0231	0.0074	0.0217	-0.0048	-0.0017	0.0679	0.0107	-0.0133	-0.0063	0.0317	-0.004	-0.0992	-0.0126	-0.0126
-11	-0.1025	-0.0402	0.0021	1E-05	0.0621	0.003	0.0367	-0.008	0.006	-0.0014	0.0192	0.024	0.0912	0.0232	-0.0166	-0.0033	0.0769	0.0452	-0.1131	-0.0139	-0.0139
-10	-0.0921	0.0104	-0.0527	-0.0548	0.0646	0.0025	0.0411	0.0044	0.0237	0.0177	-0.0055	-0.0247	0.1223	0.0312	-0.0245	-0.0079	0.0621	-0.015	-0.1233	-0.0102	-0.0102
-9	-0.0484	0.0437	-0.0532	-0.0005	0.0658	0.0012	0.0591	0.018	0.0888	0.0651	0.0094	0.0149	0.1283	0.006	-0.0385	-0.0141	0.0972	0.0351	-0.1371	-0.0137	-0.0137
-8	-0.0873	-0.0389	-0.018	0.0352	0.0725	0.0067	0.0457	-0.013	0.0762	-0.0125	-0.0035	-0.0129	0.1243	-0.004	-0.0436	-0.0051	0.0537	-0.043	-0.1376	-0.0005	-0.0005
-7	-0.0917	-0.0044	0.0012	0.0192	0.0606	-0.012	0.0598	0.0141	0.0497	-0.0265	-0.0048	-0.0013	0.1561	0.0318	-0.0757	-0.0321	0.0662	0.0125	-0.1382	-0.0006	-0.0006
-6	-0.1168	-0.0252	-0.0019	-0.0031	0.0621	0.0015	0.0732	0.0134	0.0261	-0.0236	-0.0344	-0.0296	0.1923	0.0362	-0.1353	-0.0596	0.0356	-0.031	-0.1761	-0.0378	-0.0378
-5	-0.1252	-0.0084	-0.0648	-0.0629	0.0662	0.0041	0.0792	0.006	0.0347	0.0087	-0.0408	-0.0064	0.2301	0.0378	-0.1507	-0.0154	0.022	-0.014	-0.2158	-0.0397	-0.0397
-4	-0.1494	-0.0241	-0.0089	0.0559	0.0643	-0.002	0.0775	-0.002	0.0219	-0.0128	-0.0429	-0.0021	0.2687	0.0386	-0.1305	0.0202	0.0571	0.0352	-0.1874	0.0284	0.0284
-3	-0.1748	-0.0254	-0.0539	-0.045	0.0512	-0.013	0.095	0.0175	0.0261	0.0041	-0.0055	0.0374	0.3295	0.0608	-0.157	-0.0266	0.111	0.0539	-0.2235	-0.036	-0.036
-2	-0.1631	0.0117	-0.0516	0.0023	0.0536	0.0024	0.0831	-0.012	0.0201	-0.006	-0.0063	-0.0008	0.3159	-0.0136	-0.1395	0.0176	0.085	-0.026	-0.2205	0.003	0.003
-1	-0.1695	-0.0064	-0.0072	0.0444	0.0568	0.0031	0.1024	0.0194	0.0551	0.035	-0.0327	-0.0263	0.2521	-0.0638	-0.1452	-0.0058	0.0449	-0.04	-0.2371	-0.0166	-0.0166
0	-0.1559	0.0136	-0.0472	-0.04	0.0483	-0.008	0.1068	0.0044	0.0297	-0.0253	-0.0185	0.0141	0.2948	0.0427	-0.1467	-0.0015	0.085	0.0401	-0.246	-0.0089	-0.0089
1	-0.1614	-0.0055	-0.0655	-0.0183	0.0446	-0.004	0.0987	-0.008	0.044	0.0143	-0.047	-0.0285	0.2831	-0.0117	-0.1645	-0.0178	0.0369	-0.048	-0.2969	-0.0508	-0.0508
2	-0.1682	-0.0068	-0.0183	0.0471	0.0389	-0.006	0.123	0.0243	0.027	-0.0171	-0.0452	0.0017	0.2928	0.0097	-0.1787	-0.0141	0.0463	0.0095	-0.2644	0.0325	0.0325
3	-0.1753	-0.0071	-0.0567	-0.0383	0.0358	-0.003	0.1214	-0.002	0.0423	0.0153	-0.0371	0.0082	0.2981	0.0053	-0.2342	-0.0555	0.03	-0.016	-0.3151	-0.0507	-0.0507
4	-0.1838	-0.0085	-0.099	-0.0423	0.0202	-0.016	0.1233	0.0019	0.0562	0.0139	-0.0283	0.0088	0.3087	0.0105	-0.2277	0.0065	0.0322	0.0022	-0.3295	-0.0143	-0.0143
5	-0.1936	-0.0099	-0.0966	0.0024	0.0088	-0.011	0.1397	0.0164	0.0448	-0.0114	-0.0278	0.0005	0.3565	0.0479	-0.27	-0.0423	0.0884	0.0561	-0.309	0.0204	0.0204
6	-0.1994	-0.0057	-0.1013	-0.0047	0.0138	0.005	0.1385	-0.001	0.041	-0.0038	-0.0249	0.0029	0.3907	0.0342	-0.2747	-0.0047	0.1023	0.0139	-0.3183	-0.0093	-0.0093
7	-0.2068	-0.0074	-0.1079	-0.0067	0.0123	-0.002	0.1565	0.018	0.0539	0.0129	-0.0255	-0.0005	0.4183	0.0276	-0.2796	-0.0049	0.1031	0.0008	-0.3406	-0.0223	-0.0223
8	-0.2133	-0.0065	-0.0922	0.0158	0.0096	-0.003	0.1592	0.0027	0.0547	0.0008	-0.0288	-0.0034	0.4071	-0.0112	-0.3449	-0.0653	0.1236	0.0205	-0.3563	-0.0156	-0.0156
9	-0.221	-0.0077	-0.1028	-0.0106	0.0096	6E-06	0.1573	-0.002	0.076	0.0212	-0.0299	-0.0011	0.4083	0.0011	-0.4144	-0.0695	0.1224	-0.001	-0.3707	-0.0144	-0.0144
10	-0.1615	0.0595	-0.0551	0.0477	0.0096	6E-06	0.1666	0.0093	0.0697	-0.0063	-0.0289	0.001	0.4376	0.0293	-0.4565	-0.0422	0.1131	-0.009	-0.3853	-0.0146	-0.0146
11	-0.1872	-0.0256	-0.1002	-0.0451	0.0096	6E-06	0.1712	0.0046	0.085	0.0152	-0.036	-0.0071	0.4745	0.0369	-0.4361	0.0204	0.114	0.0009	-0.3944	-0.0091	-0.0091
12	-0.1932	-0.0061	-0.1147	-0.0145	0.0097	6E-05	0.1777	0.0065	0.0753	-0.0096	-0.0235	0.0124	0.4948	0.0203	-0.4917	-0.0555	0.1147	0.0006	-0.4056	-0.0112	-0.0112
13	-0.1856	0.0077	-0.1181	-0.0034	0.0211	0.0114	0.1859	0.0082	0.0772	0.0019	-0.043	-0.0195	0.4969	0.0021	-0.56	-0.0684	0.0582	-0.056	-0.4226	-0.017	-0.017
14	-0.1934	-0.0078	-0.1341	-0.016	0.0063	-0.015	0.1841	-0.002	0.077	-0.0002	-0.0156	0.0274	0.4913	-0.0056	-0.5815	-0.0214	0.0386	-0.02	-0.4347	-0.0121	-0.0121

ش التذرة	الديرة		وطنية نق		وطنية		صكوك		وثاق		وربة ت		ب بويان		ب بيتك		ب بوقان		ب الدولي	
	CAAR	AR	CAR	AR	CAR	AR	CAR	AR	CAR	AR	CAR	AR	CAR	AR	CAR	AR	CAR	AR	CAR	AR
0.0084	0.0257	0.0168	0.0168	0.0416	0.0292	0.0293	0.0293	0.0293	0.0293	0.0293	0.0293	0.0293	0.0293	0.0293	0.0293	0.0293	0.0293	0.0293	0.0293	0.0293
0.0157	0.0004	-0.0253	0.0768	0.0599	0.0624	0.0208	0.0225	-0.0068	0.087	0.0577	-0.0184	-0.0086	-0.0023	0.0033	0.016	0.0069	0.0068	0.0039	0.004	0.0062
0.0207	0.041	0.0406	0.1361	0.0593	0.0553	-0.0071	0.0524	0.03	0.1126	0.0256	-0.0272	-0.0087	0.008	0.0103	0.0135	-0.0025	0.0147	0.0078	0.0063	0.0023
0.022	0.0774	0.0364	0.0872	-0.0489	0.0599	0.0046	0.1112	0.0587	0.1281	0.0155	-0.0885	-0.0614	-0.1119	-0.0199	0.0176	0.0041	0.0117	-0.003	0.0153	0.009
0.0323	0.0957	0.0183	0.0759	-0.0113	0.0969	0.037	0.1636	0.0524	0.1141	-0.0139	-0.0285	0.0601	-0.0038	0.0081	0.0249	0.0074	0.0394	0.0277	0.0049	-0.0105
0.0318	0.0893	-0.0064	0.0658	-0.0101	0.1281	0.0311	0.1896	0.026	0.1309	0.0168	-0.0383	-0.0098	-0.0067	-0.0028	0.0236	-0.0013	0.0349	-0.0044	0.0033	-0.0016
0.037	0.0974	0.0081	0.0473	-0.0185	0.1003	-0.0278	0.1876	-0.0019	0.1372	0.0063	-0.0473	-0.009	-0.0101	-0.0035	0.0256	0.002	0.0256	-0.0093	0.0053	0.0021
0.0327	0.088	-0.0094	0.0731	0.0258	0.1048	0.0045	0.1892	0.0015	0.1754	0.0382	-0.0904	-0.0431	-0.0165	-0.0063	0.0409	0.0153	0.0139	-0.0117	-0.006	-0.0113
0.0321	0.0924	0.0045	0.0742	0.0012	0.1057	0.0008	0.1495	-0.0397	0.1987	0.0233	-0.0993	-0.0089	-0.0208	-0.0043	0.0498	0.0089	0.0166	0.0027	-0.0076	-0.0016
0.0266	0.0969	0.0045	0.0908	0.0166	0.1302	0.0245	0.1149	-0.0346	0.2324	0.0336	-0.1256	-0.0263	-0.0241	-0.0033	0.06	0.0101	0.0258	0.0092	0.0053	0.0129
0.0222	0.1198	0.0228	0.0836	-0.0072	0.1305	0.0002	0.0708	-0.0441	0.2751	0.0428	-0.1344	-0.0088	-0.0261	-0.002	0.07	0.01	0.0196	-0.0062	0.0006	-0.0046
0.035	0.1323	0.0125	0.0728	-0.0107	0.1148	-0.0156	0.1274	0.0566	0.3195	0.0444	-0.0914	0.0429	-0.0311	-0.005	0.069	-0.001	0.0215	0.0019	-0.0056	-0.0062
0.0352	0.1447	0.0125	0.0744	0.0016	0.1369	0.0221	0.1301	0.0027	0.3225	0.003	-0.1703	-0.0788	-0.036	-0.0049	0.0838	0.0148	0.0196	-0.0019	0.0007	0.0062
0.0419	0.1702	0.0255	0.1127	0.0383	0.1154	-0.0215	0.1645	0.0345	0.3558	0.0333	-0.0936	0.0767	-0.0551	-0.0191	0.0898	0.006	0.0062	-0.0133	-0.0052	-0.0058
0.0501	0.2308	0.0606	0.1441	0.0314	0.1031	-0.0124	0.2495	0.085	0.3692	0.0134	-0.0229	0.0707	-0.0576	-0.0025	0.089	-0.0009	0.0065	0.0002	-0.0291	-0.0239
0.0541	0.2419	0.0111	0.1039	-0.0402	0.1005	-0.0025	0.3004	0.0509	0.3814	0.0122	-0.0017	0.0212	-0.0601	-0.0025	0.094	0.005	-0.0051	-0.0116	-0.024	0.0051
0.0494	0.2476	0.0057	0.1245	0.0206	0.1043	0.0037	0.3079	0.0074	0.3901	0.0087	-0.012	-0.0102	-0.0497	0.0104	0.1202	0.0262	0.0041	0.0092	-0.0212	0.0028
0.0546	0.2264	-0.0212	0.1483	0.0238	0.0938	-0.0104	0.3256	0.0178	0.4084	0.0183	-0.0057	0.0062	-0.0508	-0.0011	0.1067	-0.0135	0.0076	0.0035	-0.0217	-0.0005
0.0511	0.2507	0.0243	0.1513	0.003	0.0981	0.0043	0.3511	0.0254	0.4252	0.0167	-0.0456	-0.0399	-0.0505	0.0002	0.1226	0.016	0.0024	-0.0053	0.007	0.0286
0.0516	0.238	-0.0127	0.153	0.0016	0.1074	0.0093	0.3523	0.0013	0.4689	0.0437	-0.0548	-0.0092	-0.0404	0.0102	0.1233	0.0006	0.0097	0.0073	0.0022	-0.0048
0.0616	0.2639	0.0259	0.1766	0.0236	0.1398	0.0325	0.3664	0.0141	0.5136	0.0447	-0.0496	0.0052	-0.038	0.0024	0.1283	0.005	0.0121	0.0024	-0.0225	-0.0246
0.0746	0.2929	0.029	0.1892	0.0126	0.1761	0.0363	0.3724	0.006	0.6605	0.1469	-0.0579	-0.0084	-0.0396	-0.0016	0.1333	0.005	0.0141	0.002	-0.0172	0.0053
0.0687	0.3054	0.0125	0.1925	0.0033	0.1633	-0.0128	0.3312	-0.0412	0.6478	-0.0128	-0.0977	-0.0397	-0.0604	-0.0208	0.1383	0.005	0.0126	-0.0015	-0.0422	-0.0251
0.0753	0.3605	0.0551	0.1817	-0.0108	0.1724	0.0091	0.3724	0.0412	0.7305	0.0828	-0.1068	-0.0091	-0.0497	0.0106	0.1434	0.0051	0.0088	-0.0038	-0.0257	0.0166
0.0831	0.3799	0.0194	0.2191	0.0374	0.1546	-0.0177	0.4063	0.0339	0.9013	0.1708	-0.1167	-0.0099	-0.0538	-0.004	0.147	0.0036	0.0044	-0.0044	-0.0149	0.0108
0.0903	0.3886	0.0087	0.1942	-0.0249	0.1683	0.0136	0.4473	0.0411	0.9181	0.0168	-0.0954	0.0213	-0.0578	-0.004	0.1682	0.0212	0.0003	-0.0041	-0.0359	-0.021
0.095	0.3809	-0.0078	0.2013	0.0071	0.1802	0.0119	0.4594	0.012	1.008	0.0899	-0.1029	-0.0074	-0.0619	-0.004	0.1762	0.008	-0.0032	-0.0036	-0.0386	-0.0027
0.0915	0.3892	0.0083	0.2067	0.0054	0.1968	0.0166	0.4619	0.0025	0.9719	-0.0361	-0.1118	-0.009	-0.0659	-0.004	0.1663	-0.0099	-0.0037	-0.0005	-0.0256	0.013
0.0813	0.3943	0.0051	0.1898	-0.0169	0.2159	0.0191	0.4969	0.035	0.839	-0.1329	-0.0784	0.0334	-0.0704	-0.0045	0.1732	0.007	-0.0145	-0.0108	-0.0293	-0.0037
0.0629	0.2017	0.0271	0.2017	0.012	0.227	0.0111	0.5102	0.0132	0.7301	-0.1088	-0.1031	-0.0247	-0.0855	-0.0151	0.1783	0.0051	-0.0093	0.0052	-0.0318	-0.0025

المصدر : (من اعداد الباحث اعتماداً على تقارير سوق الكويت للأوراق المالية)

ومن جانب اخر، لطالما ظهرت قيم CAR ولجميع المشاهدات سالبة باستثناء الايام المذكورة انفاً خلال المدة السابقة ليوم الاعلان نتيجة تحقق عوائد غير عادية AR متقلبة ما بين السالب والموجب الا ان اتجاهها العام كان سالباً ، ففي ذلك دلالة على استجابة متحيزة من جانب السوق لإعلان إعادة شراء اسهم هذه الشركة . زيادة على ذلك ، لطالما ان العوائد غير العادية المتراكمة بعد الاعلان لم تستقر عند (-0.0185) وهو CAR في يوم الاعلان واخذت ترتفع وتنخفض كثيراً عن هذه القيمة طوال المدة ما بعد الاعلان لغاية آخر يوم في نافذة الحدث نتيجة للعوائد غير العادية المتقلبة (موجبة ، سالبة) خلال هذه المدة فان لهذه النتيجة ثلاث حقائق هي : **الحقيقة الاولى** : هي ان لإعلان إعادة الشراء محتوى معلوماتي مؤثراً ، والدليل على ذلك تحقق عوائد غير عادية (بغض النظر عن اشارتها) ، والتي ينبغي ان تكون صفراً اذا لم يكن للإعلان محتوى معلوماتي مؤثر، وهذا يعني ضمناً وجود مشكلة عدم تماثل معلوماتي مما يتعارض مع الفرضية الفرعية الاولى للدراسة ، **والحقيقة الثانية** : هي ان استجابة السوق متحيزة نتيجة العوائد غير العادية السالبة ، **والحقيقة الثالثة** : ان استجابة السوق بطيئة وليست تامة نتيجة تحقق عوائد غير عادية سالبة حتى بعد مرور اسبوعين من تاريخ الاعلان . وفي ذلك اشارة مهمة للمستثمرين تُنبأ عن خلل في كفاءة السوق من الناحية المعلوماتية .

ويظهر العمودان السادس عشر والسابع عشر والمتمثلان بالعوائد غير العادية والعوائد غير العادية المتراكمة لاسهم بنك الخليج بأن العوائد غير العادية قبل الاعلان واثرائه وبعده كانت متقلبة ، الا ان الغلبة كانت للعوائد الايجابية مما افضى الى اتجاه عام موجب للعوائد غير العادية المتراكمة ولجميع مشاهداتها في نافذة الحدث ، والاستجابة ايجابية للمحتوى المعلوماتي لهذه الاعلانات ، قد يكون هناك معلومات جيدة تسربت الى المستثمرين عن الشركة مما ادى الى زيادة الثقة بهذه الاعلانات . فكان اعلى العوائد غير العادية قبل الاعلان في اليوم الرابع عشر (0.0296) ، وقل العوائد غير العادية في اليوم الثالث قبل الاعلان (-0.013) واصبح سالباً في يوم الاعلان بمقدار (-0.008) . واستمرت متقلبة ما بعد الاعلان حتى نهاية مدة الحدث . ومن جانب اخر، لطالما ظهرت قيم CAR ولجميع المشاهدات موجبة خلال المدة السابقة ليوم الاعلان نتيجة تحقق عوائد غير عادية AR متقلبة ما بين السالب والموجب والارتفاع الانخفاض الا ان اتجاهها العام كان موجباً ، ففي ذلك دلالة على ان الاستجابة متحيزة من جانب السوق لإعلان إعادة شراء اسهم هذه الشركة . زيادة على ذلك ، ان العوائد غير العادية المتراكمة بعد الاعلان لم تستقر عند (0.0483) ، وهو CAR في يوم الاعلان واخذت تنخفض كثيراً عن هذه القيمة طوال المدة ما بعد الاعلان لغاية آخر يوم في نافذة الحدث نتيجة للعوائد غير العادية المتقلبة (موجبة ، سالبة) ، خلال هذه المدة فان لهذه النتيجة ثلاث حقائق هي : **الحقيقة الاولى** : هي ان لإعلان إعادة الشراء محتوى معلوماتي مؤثراً ، والدليل على ذلك تحقق عوائد غير عادية (بغض النظر عن اشارتها) ، والتي ينبغي ان تكون صفراً اذا لم يكن

للإعلان محتوى معلوماتي مؤثر، وهذا يعني ضمناً وجود مشكلة عدم تماثل معلوماتي مما يتعارض مع الفرضية الفرعية الاولى للدراسة . **والحقيقة الثانية** : هي ان استجابة السوق متحيزة نتيجة العوائد غير العادية السالبة ، **والحقيقة الثالثة** : ان استجابة السوق بطيئة وليست تامة نتيجة تحقق عوائد غير عادية موجبة حتى بعد مرور اسبوعين من تاريخ الاعلان ، وفي ذلك اشارة مهمة للمستثمرين تُنبأ عن خلل في كفاءة السوق من الناحية المعلوماتية .

ويبين العمودان الثاني والعشرين والثالث والعشرين المتمثلان بالعوائد غير العادية والعوائد غير العادية المتراكمة لاسهم البنك الدولي على الرغم من ان الاستجابة جيدة لهذا النوع من الشركات يظهر بأن العوائد غير العادية قبل الاعلان وبعده كانت متقلبة وقد تكون المعلومات المتسرية الى المستثمرين غامضة ، او ان هناك معلومات خاصة بالمستثمرين وطريقة تفسيرهم لها ، مما ادى الى ان تكون الاستجابة متقلبة ، مما افضى الى ان تكون العوائد غير العادية المتراكمة متقلبة ايضاً، وفي الحقيقة هذا التقلب في العوائد يرجع الى ان هناك عدم تماثل معلوماتي ما بين المطلعين والمستثمرين . فكان اكبر عائد غير عادي قبل تاريخ الاعلان في اليوم السادس (0.0129) ، اما اقل عائد غير عادي في اليوم الاول قبل الاعلان (-0.0239) وقد كان موجباً في يوم الاعلان بمقدار (0.0051) ، واستمرت العوائد متقلبة بعد الاعلان تارة موجبة وتارة اخرى سالبة ، حتى وصلت الى اخر مشاهدة في نافذة الحدث عند (-0.0025) ، هذا من جانب ومن جانب اخر ، ظهرت قيم CAR متقلبة خلال المدة السابقة ليوم الاعلان نتيجة تحقق عوائد غير عادية AR متقلبة ما بين السالب والموجب والارتفاع الانخفاض الا ان اتجاهها العام كان سالباً ، ففي ذلك دلالة على ان الاستجابة متحيزة من جانب السوق لإعلان اعادة شراء اسهم هذه الشركة . زيادة على ذلك ، ان العوائد غير العادية المتراكمة بعد الاعلان لم تستقر عند (-0.024) وهو CAR في يوم الاعلان ، واخذت تتخف وتترفع ايجاباً وسلباً عن هذه القيمة طوال المدة ما بعد الاعلان لغاية آخر يوم في نافذة الحدث نتيجة للعوائد غير العادية المتقلبة (موجبة ، سالبة) خلال هذه المدة فان لهذه النتيجة ثلاث حقائق هي : **الحقيقة الاولى** : هي ان لإعلان اعادة الشراء محتوى معلوماتي مؤثراً والدليل على ذلك تحقق عوائد غير عادية (بغض النظر عن اشارتها) ، والتي ينبغي ان تكون صفراً اذا لم يكن للإعلان محتوى معلوماتي مؤثر ، وهذا يعني ضمناً وجود مشكلة عدم تماثل معلوماتي مما يتعارض مع الفرضية الفرعية الاولى للدراسة . **والحقيقة الثانية** : هي ان استجابة السوق متحيزة نتيجة العوائد غير العادية السالبة ، **والحقيقة الثالثة** : ان استجابة السوق بطيئة وليست تامة نتيجة تحقق عوائد غير عادية سالبة حتى بعد مرور اسبوعين من تاريخ الاعلان ، وفي ذلك اشارة مهمة للمستثمرين تُنبأ عن خلل في كفاءة السوق من الناحية المعلوماتية .

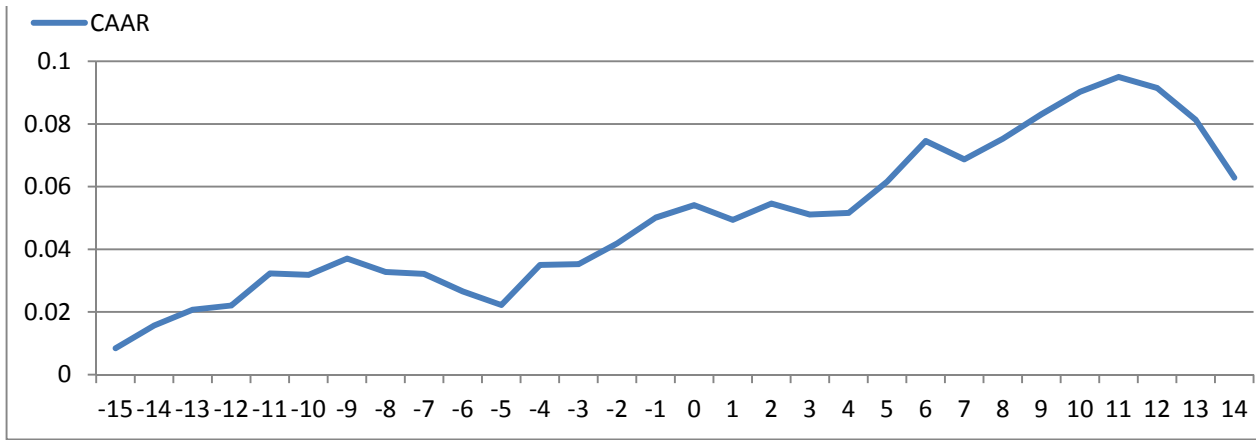
ويظهر العمودان السادس والعشرين والسابع والعشرين العوائد غير العادية والعوائد غير العادية المتراكمة التابعان لاسهم بنك بيت التمويل الكويتي (بيتك) وهذا البنك يتميز بالمركز المالي الجيد ، ويعد من الشركات الكبيرة في سوق الكويت المالي ويتمتع بالسمعة الجيدة ومن المحتمل ان سبب الاعلان عن اعادة الشراء هو لإرجاع التدفقات النقدية الفائضة الى المساهمين للتخلص من مشكلة الوكالة ، او لتلبية خيارات الاسهم الممنوحة للعاملين في الشركة او لغرض مواجهة عمليات الاستيلاء العدائي . فهذه المعلومات التي تم ايصالها الى المستثمرين اضافة الى ذلك ، ان الشركة من الشركات التي نادراً ما تعلن عن اعادة الشراء تم تفسيرها واستقبالها بشكل ايجابي مما ادى الى زيادة الثقة بإعلانات هذه الشركات . لذلك كانت العوائد غير العادية موجبة ولجميع المشاهدات ، ماعدا اربعة ايام قبل الاعلان وهي: اليوم الثالث عشر والعاشر والرابع والاول ويومان بعد الاعلان وهما : اليوم الثاني والثاني عشر وهذا يعني ان الغلبة للعوائد الايجابية مما افضى الى اتجاه عام موجب للعوائد غير العادية المتراكمة ولجميع مشاهداتها في نافذة الحدث ، فبلغ اعلى العوائد غير العادية للسهم في اليوم الثامن قبل الاعلان (0.0153) اما اقل العوائد غير العادية للسهم كان في اليوم الثالث عشر قبل الاعلان (-0.0025). ثم اصبح العائد غير العادي في يوم الاعلان موجباً بمقدار (0.005)، واستمرت هذه العوائد بعد الاعلان موجبة ماعدا اليومين المذكورين ، لتستقر في نهاية نافذة الحدث في اليوم الرابع عشر عند (0.0051) . ولكن هذه الاستجابة الايجابية غير صحيحة لأنها تناقضت مع بنود نظرية السوق ، وهذا يعني ان سوق الكويت المالي غير كفوءة معلوماتياً . ومن جهة اخرى ، طالما ظهرت قيم CAR ولجميع مشاهداتها موجبة خلال المدة السابقة ليوم الاعلان نتيجة تحقق عوائد غير عادية AR متقلبة ما بين الموجب والسالب والارتفاع والانخفاض الا ان اتجاهها العام كان موجباً ، ففي ذلك دلالة على ان الاستجابة متحيزة من جانب السوق لإعلان اعادة شراء اسهم هذه الشركة . زيادة على ذلك ، ان العوائد غير العادية المتراكمة بعد الاعلان لم تستقر عند (0.094) وهو CAR في يوم الاعلان واخذت ترتفع كثيراً عن هذه القيمة طوال المدة ما بعد الاعلان لغاية آخر يوم في نافذة الحدث نتيجة للعوائد غير العادية اتجاهها العام كان موجباً خلال هذه المدة فان لهذه النتيجة ثلاث حقائق هي: **الحقيقة الاولى** : هي ان إعلان اعادة الشراء محتوى معلوماتي مؤثراً ، والدليل على ذلك تحقق عوائد غير عادية (بغض النظر عن اشارتها) ، والتي ينبغي ان تكون صفراً اذا لم يكن للإعلان محتوى معلوماتي مؤثر ، وهذا يعني ضمناً وجود مشكلة عدم تماثل معلوماتي مما يتعارض مع الفرضية الفرعية الاولى للدراسة . **والحقيقة الثانية**: هي ان استجابة السوق متحيزة نتيجة للعوائد غير العادية السالبة ، **والحقيقة الثالثة** : ان استجابة السوق بطيئة وليست تامة نتيجة تحقق عوائد غير عادية موجبة حتى بعد مرور اسبوعين من تاريخ الاعلان . وفي ذلك اشارة مهمة للمستثمرين تُنبأ عن خلل في كفاءة سوق الكويت المالي من الناحية المعلوماتية .

ويبين العمودان الثاني والثالث والثالثون والثلاثون اللذان يمثلان العوائد غير العادية و العوائد غير العادية المتراكمة لاسهم شركة وثاق للتأمين التكافلي (وثاق) فعلى الرغم من ان هذه الشركة تعد من الشركات الصغيرة في سوق الكويت المالي الا انها حققت اعلى العوائد الايجابية . وهذا يرجع لان الشركة تعد من الشركات التي نادراً ما تعلن عن اعادة شراء اسهمها لان الشركة من هذا النوع لا تعلن عن اعادة شراء اسهمها الا اذا كانت اسعار اسهمها فعلاً اقل من قيمتها الحقيقية او يكون لديها تدفقات نقدية حرة او قد يكون للشركة دافع اخر مثلاً لتلبية خيارات اسهم العاملين او لإرجاع الفائض النقدي للمساهمين او لغرض الدفاع عن الشركة من عمليات الاستيلاء العدائي ، فكانت جميع المشاهدات للعوائد غير العادية قبل الاعلان واثنايه وبعده ايجابية ماعدا اليوم الحادي عشر قبل الاعلان واليوم السابع بعد الاعلان واخر ثلاثة ايام في نافذة الحدث ، وهذا ما يؤكد ان الاستجابة جيدة للشركات التي نادراً ما تعلن عن اعادة الشراء ، فكانت الغلبة للعوائد غير العادية الموجبة مما افضى الى اتجاه عام موجب للعوائد غير العادية المتراكمة ولجميع مشاهداتها في نافذة الحدث ، فكان اعلى عائد غير عادي للسهم في اليوم الرابع عشر قبل الاعلان (0.0577) ، اما اقل عائد غير عادي فقد كان في اليوم الحادي عشر قبل الاعلان بمقدار (-0.0139) وبلغ العائد غير العادي في يوم الاعلان (0.0122) ، واستمرت العوائد غير العادية بعد الاعلان بالاتجاه الموجب من اليوم الاول بعد الاعلان الى اليوم السادس وانقلبت سالبة في اليوم الذي يليه ، وعادة موجبة من اليوم الثامن حتى اليوم الحادي عشر وانقلبت سالبة في اخر ثلاثة ايام من نافذة الحدث، وهذا يتناقض مع نظرية السوق الكفوءة فكان الانعكاس غير صحيح من الناحية المعلوماتية وان السوق بطيئة في الاستجابة لأنه من المفترض ان لا تضيف العوائد شيئاً بعد الاعلان ، وهذا يعني ان سوق الكويت المالي غير كفوءة معلوماتياً . ومن جهة اخرى ، طالما ظهرت قيم CAR للجزء الاول (قبل الاعلان) من نافذة الحدث موجبة خلال المدة السابقة ليوم الاعلان وبشكل تصاعدي ماعدا يوم واحد انخفض فيه وهو اليوم الحادي عشر من اصل خمسة عشر يوماً نتيجة تحقق عوائد غير عادية AR غالبيتها موجبة ماعدا اليوم المذكور انفاً ، وعلى الرغم من عدم تحقق اشتراطات الكفاءة السوقية الا انه اقرب اليها . زيادة على ذلك ، ان العوائد غير العادية المتراكمة بعد الاعلان لم تستقر عند (0.3814) وهو CAR في يوم الاعلان واخذت ترتفع كثيراً عن هذه القيمة طوال المدة ما بعد الاعلان لغاية آخر يوم في نافذة الحدث نتيجة للعوائد غير العادية التي كان اتجاهها العام موجباً خلال هذه المدة فان لهذه النتيجة ثلاث حقائق هي : **الحقيقة الاولى** : هي ان لإعلان اعادة الشراء محتوى معلوماتي مؤثراً ، والدليل على ذلك تحقق عوائد غير عادية (بغض النظر عن اشارتها) ، والتي ينبغي ان تكون صفراً اذا لم يكن للإعلان محتوى معلوماتي مؤثر ، وهذا يعني ضمناً وجود مشكلة عدم تماثل معلوماتي مما يتعارض مع الفرضية الفرعية الاولى للدراسة ، **والحقيقة الثانية** : هي ان استجابة السوق متحيزة نتيجة للعوائد غير العادية السالبة ، **والحقيقة**

الثالثة : ان استجابة السوق بطيئة وغير كاملة نتيجة تحقق عوائد غير عادية موجبة حتى بعد مرور اسبوعين من تاريخ الاعلان ، وفي ذلك اشارة مهمة للمستثمرين تُنبأ عن خلل في كفاءة سوق الكويت المالي من الناحية المعلوماتية .

ويظهر العمودان الثامن والثلاثون والتاسع والثلاثون المتمثلان بالعوائد غير العادية و العوائد غير العادية المتراكمة لاسهم الشركة الوطنية الدولية القابضة (وطنية دق) وتعد هذه الشركة من الشركات الصغيرة ، وعادة اغلب الشركات الصغيرة تمتاز بارتفاع عدم التماثل المعلوماتي محققة من وراءه عوائد غير عادية ايجابية ، اضافة الى ذلك ان هذه الشركة تعد من الشركات التي نادراً ما تعلن عن اعادة شراء اسهمها وعادة هذا النوع من الشركات يرسل اشارة صادقة وموثوقة ولا تعلن عن اعادة الشراء الا اذا كان لديها فائض نقدي . لذا فكانت الاستجابة للمحتوى المعلوماتي لهذا النوع من الاعلانات جيدة ، فكانت العوائد غير العادية قبل واثناء وبعد الاعلان متقلبة ما بين سالب وموجب الا ان الغلبة كانت للعوائد غير العادية الموجبة مما افضى الى اتجاه عام موجب للعوائد غير العادية المتراكمة ولجميع مشاهداتها في نافذة الحدث ، فكان اعلى عائد غير عادي للسهم في اليوم الرابع عشر قبل الاعلان (0.0599) ، اما اقل عائد غير عادي كان في اليوم الثاني عشر قبل الاعلان (-0.0489) وكان العائد غير العادي سالباً في يوم الاعلان (-0.0402) ، واستمرت العوائد غير العادية بالاتجاه الايجابي ماعدا اليوم الثامن والعاشر والثالث عشر حتى استقرت في اخر مشاهدة في نافذة الحدث ، وهو اليوم الرابع عشر بعد الاعلان عند (0.012) . ومن جهة اخرى ، طالما ظهرت قيم CAR للجزء الاول من نافذة الحدث موجبة خلال المدة السابقة ليوم الاعلان نتيجة تحقق عوائد غير عادية AR غالبيتها موجبة ماعدا العوائد غير العادية السالبة في الايام المذكور انفاً ، ففي ذلك دلالة على ان الاستجابة متحيزة من جانب السوق لإعلان اعادة شراء اسهم هذه الشركة . علاوة على ذلك ، ان العوائد غير العادية المتراكمة بعد الاعلان لم تستقر عند (0.1039) وهو CAR في يوم الاعلان واخذت ترتفع كثيراً عن هذه القيمة طوال الجزء الثاني من نافذة الحدث (بعد الاعلان) ، نتيجة للعوائد غير العادية التي كان اتجاهها العام موجباً خلال هذه المدة ، فان لهذه النتيجة ثلاث حقائق هي : **الحقيقة الاولى :** هي ان إعلان اعادة الشراء محتوى معلوماتي مؤثراً ، والدليل على ذلك تحقق عوائد غير عادية (بغض النظر عن اشارتها) ، والتي ينبغي ان تكون صفراً اذا لم يكن للإعلان محتوى معلوماتي مؤثر، وهذا يعني ضمناً وجود مشكلة عدم تماثل معلوماتي مما يتعارض مع الفرضية الفرعية الاولى للدراسة ، **والحقيقة الثانية :** هو ان استجابة السوق متحيزة نتيجة العوائد غير العادية السالبة ، **والحقيقة الثالثة :** ان استجابة السوق بطيئة وليست تامة نتيجة تحقق عوائد غير عادية موجبة حتى بعد مرور اسبوعين من تاريخ الاعلان ، وفي ذلك اشارة مهمة للمستثمرين تُنبأ عن خلل في كفاءة سوق الكويت المالي من الناحية المعلوماتية .

وبعرض العمود الاخير المتوسطات اليومية للعوائد غير العادية المتراكمة لجميع الشركات التي نادراً ما تعلن عن إعادة شراء اسهمها وعلى مستوى سوق الكويت للأوراق المالية ، وكما هو واضح من الارقام ، فإن جميع المتوسطات ظهرت موجبة طوال ايام نافذة الحدث واتجاهها العام كان تصاعديا عامة على الرغم من انخفاضاتها في بعض الايام خصوصاً في الايام الثلاثة الاخيرة من النافذة الزمنية للحدث ، وهذا ما يؤكد ان لإعلان إعادة الشراء محتوى معلوماتي مؤثر ما يعني ضمناً وجود مشكلة عدم التماثل المعلوماتي وهذا ما يتعارض مع الفرضية الفرعية الاولى للدراسة ، فأعلى متوسط للعوائد غير العادية المتراكمة تحقق في اليوم الحادي عشر بعد الاعلان (0.095) واقل متوسط تحقق في اول يوم من نافذة الحدث أي قبل الاعلان بخمسة عشر يوماً (0.0084) وكما هو واضح في الشكل (3-5) .



الشكل (3-5) متوسط العوائد غير العادية المتراكمة للشركات نادرة الاعلان عن إعادة شراء اسهمها

والواضح من الشكل ان استجابة السوق للحدث من اول يوم في النافذة لغاية يوم الاعلان كانت منطقية وموضوعية ، وجاءت منسجمة مع تفترضه حالة الكفاءة المتجسدة بالشكل (3-1) ومتعارضة مع نظيرتها في حالة الشركات ذات التكرار العالي ، لكن ظهور العوائد غير العادية المتراكمة الموجبة والتصاعدية الاتجاه عامة بعد يوم الاعلان يُؤشر على الاستجابة البطيئة وغير الكاملة ، وهي على الرغم من انها استجابة غير متحيزة بخلاف استجابة اسعار اسهم الشركات عالية التكرار الا انها تؤكد الاستجابة غير الكفوءة لحدث إعادة الشراء ، وهذا ينسجم مع الفرضية الرئيسية الثانية للدراسة ، مما يؤكد عدم كفاءة سوق الكويت للأوراق المالية بالشكل نصف القوي .

ومن جانب اخر، يعرض الجدول (3-10) مقارنة بين المتوسطات اليومية للعوائد اليومية غير العادية المتراكمة (CAAR) للشركات متكررة الاعلان وللشركات نادرة الاعلان . وكما هو واضح من ارقام الجدول فإن الغلبة (من حيث الحجم والاتجاه) كانت للشركات نادرة الاعلان ويفارق كبير .

الجدول (3-10) متوسطات العوائد اليومية غير العادية المتراكمة لاسهم الشركات متكررة الاعلان بالمقارنة مع الشركات نادرة الاعلان عن اعادة شراء اسهمها

الشركات الاعلى في قيم CAAR	CAAR للشركات متكررة الشراء	CAAR للشركات نادرة الشراء	نافذة الحدث
نادرة الشراء	-0.0011	0.0084	-15
نادرة الشراء	-0.0033	0.0157	-14
نادرة الشراء	0.0007	0.0207	-13
نادرة الشراء	-0.0021	0.022	-12
نادرة الشراء	-0.0045	0.0323	-11
نادرة الشراء	-0.0066	0.0318	-10
نادرة الشراء	-0.0055	0.037	-9
نادرة الشراء	-0.0088	0.0327	-8
نادرة الشراء	-0.0084	0.0321	-7
نادرة الشراء	-0.0085	0.0266	-6
نادرة الشراء	-0.0113	0.0222	-5
نادرة الشراء	-0.0119	0.035	-4
نادرة الشراء	-0.0196	0.0352	-3
نادرة الشراء	-0.0182	0.0419	-2
نادرة الشراء	-0.0212	0.0501	-1
نادرة الشراء	-0.0221	0.0541	0
نادرة الشراء	-0.0252	0.0494	1
نادرة الشراء	-0.0241	0.0546	2
نادرة الشراء	-0.0219	0.0511	3
نادرة الشراء	-0.0255	0.0516	4
نادرة الشراء	-0.0241	0.0616	5
نادرة الشراء	-0.0273	0.0746	6
نادرة الشراء	-0.0248	0.0687	7
نادرة الشراء	-0.0274	0.0753	8
نادرة الشراء	-0.0284	0.0831	9
نادرة الشراء	-0.0288	0.0903	10
نادرة الشراء	-0.0346	0.095	11
نادرة الشراء	-0.0335	0.0915	12
نادرة الشراء	-0.0318	0.0813	13
نادرة الشراء	-0.0377	0.0629	14

المصدر : (من اعداد الباحث اعتماداً على تقارير سوق الكويت للأوراق المالية)

وتؤكد نتائج تحليل التباين بين قيم (CAAR) لهاتين الفئتين من الشركات الظاهرة بالجدول (3-11) ان قيم (CAAR) للشركات النادرة الاعلان كبيرة ومختلفة معنوياً عن قيم (CAAR) للشركات متكررة الاعلان بمعنى آخر : ان هناك فروقات معنوية كبيرة بين الحالتين ، وكما يتضح جلياً من قيمة (P-Value) التي ظهرت مقاربة للصفر ، وهذا يعني ان احتمال الخطأ في رفض فرضية العدم لا يختلف عن الصفر . وهذا ما يؤكد بأن لتكرار اعلان اعادة الشراء اثراً بقوة الاشارة المرسله لسوق المال عبر هذا الاعلان . وهذا ما يتعارض مع الفرضية الفرعية الثالثة للدراسة التي تنص على انه (ليس لتكرار اعلان اعادة الشراء من أثر بقوة الاشارة المرسله

لسوق المال عبر هذا الاعلان) . من جانب اخر، وجود مشكلة عدم التماثل المعلوماتي وتجسد ذلك بالاستجابات السلبية (الشركات عالية التكرار) والايجابية (الشركات نادرة التكرار) للمحتوى المعلوماتي لحدث إعلان إعادة الشراء . ويؤكد من جانب اخر ، ان لتكرار اعلان اعادة شراء السهم علاقة عكسية بحجم استجابة سعره ، بمعنى ان الاشارات المرسله للسوق من جانب الشركات متكررة الاعلان تكون ضعيفة فضلاً عن كونها سلبية بالمقارنة مع الاشارة الاقوى والايجابية لإعلانات الشركات نادرة الاعلان، وهذا يتعارض مع الفرضية الفرعية الثالثة للدراسة .

الجدول (3-11) نتائج تحليل التباين بين قيم CAAR للشركات نادرة الشراء بالمقارنة مع الشركات متكررة الشراء

	الشركات نادرة الشراء	الشركات متكررة الشراء
Mean	-0.01825	0.049625
Variance	0.0001272	0.000592
Observations	30	30
0 Hypothesized Mean Difference		
t-stat	13.85785	
P-Value	4.6E-17	

ولعل تفسير ذلك يكمن في تعاطي المتعاملين في السوق مع الاعلان النادر للشركة بوصفه اشارة صادقة الى احتمال ان يكون سعر سهم الشركة المعنية مقيماً بأقل من قيمته الحقيقية ، وطالما كانت العوائد اليومية غير العادية المتراكمة لهذه الشركات موجبة وتصاعديّة عامة فإن ذلك يؤكد ان ما لديهم من معلومات تختلف بالضرورة مما لدى المطلعين ، وانهم اسندوا قراراتهم التداولية الى الإشارة الايجابية التي يبعثها اعلان اعادة الشراء عادة . وهذا بطبيعة الحال على عكس تعاطي المتعاملين مع الاعلان المتكرر للشركة الذي ينظرون اليه بوصفه اشارة كاذبة عامة ، وكل ذلك جاء منسجماً مع ما جاءت به ادبيات الادارة المالية .

ان تفحص ارقام (CAAR) في الجدولين (3-8) و(3-9) يؤكد ان المستثمر بإمكانه بيع (شراء) اسهم الشركات ذات تكرار الاعلان العالي (المنخفض) قبل اعلان اعادة الشراء بأسبوعين وشراؤها (بيعها) بعد الاعلان بأسبوعين وتحقيق عائد غير عادي يقارب 4% (6.5%) هذا يؤكد على وجود نمطية في سلوك اسعار اسهم هاتين الفئتين من الشركات تمكن بعض المتعاملين المحترفين والمطلعين من اكتشافها واستغلالها ، وتحقيق عوائد غير عادية على حساب غيرهم من المتعاملين ، وهذا يتعارض مع الغاية الاسمي للكفاءة والمتمثلة بتحقيق المتعاملين للعوائد العادلة ، وهذا ما ينسجم مع الفرضية الرئيسة الثانية للدراسة التي تؤكد على عدم الكفاءة المعلوماتية لسوق الكويت للأوراق المالية عند المستوى نصف القوي .

3.3. المبحث الثالث : اختبار اثر المحتوى المعلوماتي لإعلانات اعادة الشراء اعتماداً على نمط الاسهم :

سيتم في هذا الجزء من الجانب التطبيقي اختبار الفرضيات المرتبطة بالكفاءة والمرتبطة بنمط الاسهم (أسهم القيمة مقابل اسهم النمو) عبر دراسة الحدث لغرض بيان سرعة وكمال وموضوعية انعكاس المحتوى المعلوماتي لإعلانات اعادة الشراء في اسعار الاسهم عبر حساب العوائد غير العادية والعوائد غير العادية المتراكمة ومتوسطاتها اليومية وذلك حسب نمط اسهم الشركة . اذ يرتبط نمط السهم بالإشارات المعلوماتية المرسله الى السوق عبر اعادة الشراء ، ولذا يمكن ان يؤثر في حجم استجابة السوق للمحتوى المعلوماتي للإعلان وذلك تبعاً للنمط .

فالشركات التي تكون نسبة قيمتها الدفترية الى قيمتها السوقية مرتفعة تمثل اسهم القيمة وبالعكس تمثل اسهم النمو ، وبالعادة فان اكثر الشركات التي تكون اسعارها السوقية دون قيمتها الحقيقية تنتمي لمجموعة شركات القيمة ، وحينما تقوم مثل هذه الشركات بالإعلان عن اعادة شراء اسهمها ، فسوف تثير استجابة وتفاعل اكبر من جانب السوق ، محاولة منها لرفع اسعارها، اذ انه من المتوقع ان تكون العوائد غير العادية اعلى بالمقارنة مع شركات النمو ، وبعد حساب نسبة القيمة الدفترية الى القيمة السوقية لجميع الشركات عينة الدراسة وترتيبها تصاعدياً فقد وقع الاختيار على اول (10) شركات في السلم الترتيبي، لتمثل اسهم النمو وكان عدد اعلاناتها(16) اعلاناً ، و بالمقابل وقع الاختيار على اخر (10) شركات في السلم وهي صاحبة النسبة الاكبر لتمثل اسهم القيمة وكان عدد اعلاناتها (27) اعلاناً تمهيداً لإجراء الاختبار وكما هو ظاهر في الجدول (3-12) .

الجدول (3-12) الشركات التي اعلنت عن اعادة شراء اسهمها بحسب النمط

عدد الاعلانات	اسهم القيمة	عدد الاعلانات	اسهم النمو
1	شركة وثاق للتأمين التكافلي(وثاق)	1	بنك بوبيان (ب بوبيان)
3	شركة المساكن الدولية للتطوير العقاري	3	شركة المباني(المباني)
2	الشركة الكويتية للاستثمار(كويتية)	1	بنك الخليج (ب الخليج)
3	شركة المدينة للتمويل والاستثمار(المدينة)	1	شركة الديرة القابضة(الديرة)
2	الشركة الخليجية المغاربية القابضة (مغربية)	3	شركة ايفا للفنادق والمنتجعات(ايفا فنادق)
2	شركة التخصيص القابضة(التخصيص)	1	بنك الكويت الوطني(ب الوطني)
3	مجموعة الامتياز الاستثمارية(الامتياز)	1	البنك التجاري الكويتي(ب التجاري)
5	مجموعة أرزان المالية للتمويل و الاستثمار	3	شركة السينما الكويتية الوطنية (سينما)
1	شركة رابطة الكويت والخليج للنقل(الرابطة)	1	البنك الاهلي الكويتي(ب الاهلي)
5	الشركة الكويتية للتمويل والاستثمار(كفيك)	1	بيت التمويل الكويتي (بيتك)
27	مجموع الاعلانات	16	مجموع الاعلانات

المصدر (من اعداد الباحث بالاعتماد على تقارير سوق الكويت للأوراق المالية)

1.3.3. اختبار اعادة شراء اسهم القيمة :

يظهر الجدول (3-13) متوسط العوائد اليومية غير العادية ومتوسط العوائد اليومية غير العادية المتراكمة للسهم والمتوسط اليومي لمتوسط العوائد غير العادية المتراكمة لإعلانات اعادة شراء اسهم القيمة المذكورة انفاً ولمدة (15) يوماً قبل يوم الاعلان بالإضافة الى يوم الاعلان (الحدث) و (14) يوماً بعد الاعلان . ويبين العمودان الثاني والثالث للذان يمثلان على التوالي متوسط العوائد غير العادية ومتوسط العوائد غير العادية المتراكمة ومتوسطاتها لاسهم شركة وثاق للتأمين التكافلي (وثاق) فعلى الرغم من ان هذه الشركة تعد من شركات القيمة الا انها بالإضافة الى ذلك تعد من الشركات التي نادراً ما تعلن عن اعادة شراء اسهمها ، وهذا النوع من الشركات لا تعلن عن اعادة شراء اسهمها الا اذا كانت اسهمها السوقية فعلاً دون قيمتها الحقيقية، وهي صادقة في ارسال هذه المعلومات الى المستثمرين بأقل تكلفة ممكنة ، لذلك كانت الاستجابة موضوعية ودقيقة مما ادى الى حصولها على عوائد غير عادية موجبة . هذا يعني: إن الاستجابة للمحتوى المعلوماتي لهذا النوع من الاعلانات جيدة ، فكانت العوائد غير العادية على طول نافذة الحدث موجبة باستثناء اليوم الحادي عشر قبل الاعلان واليوم السابع بعد الاعلان والايام الثلاثة الاخيرة من نافذة الحدث مما افضى الى اتجاه عام موجب للعوائد غير العادية .

الجدول (3-13) متوسط العوائد اليومية غير العادية ومتوسط العوائد غير العادية المتراكمة ومتوسطاتها لاسهم القيمة المعاد شرائها

اسم القيمة	كفك	الرابعة	ارزان	الامتياز	التخصيص	المغربية	المدينة	كويتية	مسكن	وثاق	ناقة
CAAR	CAR 5	CAR1	CAR5	CAR3	CAR2	CAR2	CAR3	CAR2	CAR3	*CAR1	AR1
-0.0037	-0.0068	0.0113	-0.0054	-0.013	-0.005	0.0168	-0.0482	-0.0108	-0.0057	0.0293	0.0293
0.0093	-0.0075	0.034	-0.0257	-0.019	0.0084	0.0523	-0.0562	0.0022	0.0176	0.087	0.0577
0.0222	0.0328	0.0403	-0.0299	-0.001	0.0184	0.0716	-0.0586	-0.0114	0.0245	0.1126	0.0256
0.0395	0.036	0.0679	-0.0246	0.0117	0.0584	0.1669	-0.0618	-0.0132	0.0253	0.1281	0.0155
0.0448	0.0267	0.0093	-0.0349	0.0386	0.0765	0.1916	-0.072	-0.0101	0.0352	0.1141	-0.0139
0.05	0.0329	0.1223	-0.0219	0.035	-0.0036	0.1841	-0.08	-0.0081	0.0325	0.1309	0.0168
0.0417	0.0463	0.135	-0.0259	0.0013	-0.037	0.1843	-0.0919	-0.0119	0.0061	0.1372	0.0063
0.0417	0.0294	0.169	-0.0305	0.0078	0.065	0.1763	-0.1016	-0.0097	0.007	0.1754	0.0382
0.0488	0.042	0.1561	-0.0327	0.0292	0.0666	0.195	-0.1247	-0.0231	-0.0041	0.1987	0.0233
0.0496	0.0441	0.1923	-0.0388	0.0079	-0.0213	0.218	-0.1583	-0.0336	-0.0348	0.2324	0.0336
0.0608	0.0426	0.2301	-0.0467	0.0182	0.1046	0.2488	-0.1791	-0.0208	-0.0486	0.2751	0.0428
0.0712	0.0025	0.2687	-0.0259	0.0269	0.087	0.2578	-0.1756	-0.00344	-0.0445	0.3195	0.0444
0.0784	-0.0005	0.3295	-0.0289	0.015	-0.0119	0.2702	-0.1802	-0.0045	-0.0427	0.3225	0.003
0.087	0.0089	0.3159	-0.0253	0.0036	0.1609	0.2744	-0.1429	-0.03721	-0.0449	0.3558	0.0333
0.0804	0.0023	0.2521	-0.031	0.0057	0.0025	0.2844	-0.1658	-0.0229	-0.0328	0.3692	0.0134
0.088	-0.0152	0.2948	-0.0248	0.0062	0.0394	0.307	-0.1675	-0.0017	-0.0306	0.3814	0.0122
0.092	-0.0161	0.2831	-0.0076	0.0171	0.1562	0.3059	-0.1637	-0.00378	-0.0229	0.3901	0.0087
0.094	-0.0121	0.2928	-0.019	0.0113	-0.0232	0.32	-0.1805	-0.0168	-0.0128	0.4084	0.0183
0.0963	-0.019	0.2981	-0.0062	0.0128	0.0655	0.3066	-0.171	0.00952	0.01	0.4252	0.0167
0.0995	-0.0272	0.3087	-0.0173	0.0111	0.0823	0.315	-0.184	-0.013	-0.0753	0.4689	0.0437
0.1117	-0.0314	0.3565	-0.0154	0.002	0.0838	0.3235	-0.1915	-0.0075	-0.0765	0.5136	0.0447
0.132	-0.0254	0.3907	-0.0277	-0.0123	0.1018	0.323	-0.1908	-0.0067	-0.0789	0.6605	0.1469
0.1403	-0.0255	0.4183	-0.0087	0.0191	0.1199	0.3217	-0.1817	0.00914	-0.0758	0.6478	-0.0128
0.1451	-0.0238	0.4071	-0.0144	-0.0058	0.1114	0.3392	-0.1758	0.00592	-0.0695	0.7305	0.0828
0.1722	-0.025	0.4083	-0.0026	0.0119	0.138	0.3587	-0.1727	0.00311	-0.0686	0.9013	0.1708
0.1781	-0.0129	0.4376	-0.0024	0.0002	0.1444	0.3566	-0.2091	-0.0364	-0.0727	0.9181	0.0168
0.1914	-0.0263	0.4745	-0.0184	-0.0159	0.1557	0.3754	-0.2088	0.0003	-0.0828	1.008	0.0899
0.1949	-0.0299	0.4948	-0.0047	0.0137	0.159	0.3874	-0.2318	-0.0231	-0.0713	0.9719	-0.0361
0.1899	0.0018	0.0317	-0.0118	-0.0071	0.1693	0.3955	-0.2465	-0.0147	-0.0539	0.839	-0.1329
0.1797	0.0056	0.0038	-0.0232	-0.0115	0.1618	0.4403	-0.2655	-0.019	-0.071	0.7301	-0.1088

المصدر من اعداد الباحث اعتماداً على تقارير سوق الكويت للأوراق المالية

المتراكمة ولجميع مشاهداتها في نافذة الحدث ، فبلغ اعلى العوائد غير العادية في اليوم الرابع عشر قبل الاعلان (0.0577) . وادنى العوائد غير العادية كان في اليوم الحادي عشر قبل الاعلان (-0.0139) وكان العائد غير العادي في يوم الاعلان (0.0122) . وبعد تاريخ الاعلان استمرت العوائد غير العادية ترتفع وتخفض ايجابيا وسلبياً حتى استقرت في اخر مشاهدة في اليوم الرابع عشر من نافذة الحدث عند (-0.1088) هذا من جهة . ومن جهة اخرى ، طالما ظهرت قيم CAR للجزء الاول من نافذة الحدث (قبل الاعلان) موجبة خلال المدة السابقة ليوم الاعلان نتيجة تحقق عوائد غير عادية AR غالبيتها موجبة ماعدا العائد غير العادي السالب في اليوم المذكور انفاً ، ففي ذلك دلالة على ان الاستجابة متحيزة من جانب السوق لإعلان اعادة شراء اسهم هذه الشركة . زيادة على ذلك ، ان العوائد غير العادية المتراكمة بعد الاعلان لم تستقر عند (0.3814) وهو CAR في يوم الاعلان ، واخذت ترتفع عن هذه القيمة كثيراً من اليوم الاول بعد الاعلان حتى اليوم الرابع عشر نتيجة للعوائد غير العادية التي كان اتجاهها العام موجباً خلال هذه المدة فان لهذه النتيجة ثلاث حقائق هي :

الحقيقة الاولى : هي ان لإعلان اعادة الشراء محتوى معلوماتي مؤثراً، والدليل على ذلك تحقق عوائد غير عادية (بغض النظر عن اشارتها) ، والتي ينبغي ان تكون صفراً اذا لم يكن للإعلان محتوى معلوماتي مؤثر ، وهذا يعني ضمناً وجود مشكلة عدم تماثل معلوماتي مما يتعارض مع الفرضية الفرعية الاولى للدراسة . **والحقيقة الثانية :** هي ان استجابة السوق متحيزة نتيجة العوائد غير العادية السالبة ، **والحقيقة الثالثة :** ان استجابة السوق بطيئة وليست تامة نتيجة تحقق عوائد غير عادية موجبة حتى بعد مرور اسبوعين من تاريخ الاعلان . وفي ذلك اشارة مهمة للمستثمرين تُنبأ عن خلل في كفاءة سوق الكويت المالي من الناحية المعلوماتية

ويظهر العمودان الرابع والخامس المتمثلان بمتوسط العوائد غير العادية ومتوسط العوائد غير العادية المتراكمة لاسهم شركة المساكن الدولية للتطوير العقاري (مساكن) بأن هذه العوائد قبل الاعلان وفي اثناؤه وبعده كانت متقلبة ، فتارةً موجبة وتارةً اخرى سالبة ، الا ان الغلبة كانت من جانب العوائد السالبة مما افضى الى اتجاه عام سالب للعوائد غير العادية المتراكمة ولجميع مشاهداتها في نافذة الحدث ما عدا سبعة ايام قبل الاعلان من اصل ثلاثين يوماً ويبدو ان هناك معلومات سلبية قد تسربت الى المستثمرين ، مع العلم ان الشركة فعلاً اعلنت ولم تقوم بإعادة شراء اسهمها لبعض اعلاناتها مما أفقد المستثمرين ثقتهم بإعلاناتها ونتيجة لذلك كانت الاستجابة سلبية ، فكان اعلى عائد غير عادي قبل الاعلان في اليوم الرابع عشر (0.0233) واقل عائد غير عادي كان في اليوم السادس قبل الاعلان (-0.0307) وفي يوم الاعلان كان العائد غير العادي موجباً بقيمة (0.0022) . واستمرت العوائد متقلبة حتى نهاية نافذة الحدث هذا من

جانب ، ومن جانب اخر، طالما ظهرت قيم CAR متقلبة في الجزء الاول من نافذة الحدث (قبل الاعلان) نتيجة تحقق عوائد غير عادية AR متقلبة ما بين الموجب والسالب والارتفاع والانخفاض لكن اتجاهها العام كان سالباً ، وفي ذلك دلالة على ان الاستجابة متحيزة من جانب السوق لإعلان إعادة شراء اسهم هذه الشركة . فضلاً عن ذلك ، فإن العوائد غير العادية المتراكمة بعد الاعلان لم تستقر عند (-0.0306) وهو CAR في يوم الاعلان واخذت ترتفع وتتنخفض سلبياً عن هذه القيمة طوال المدة ما بعد الاعلان لغاية آخر يوم في نافذة الحدث نتيجة للعوائد غير العادية التي كان اتجاهها العام سالباً خلال هذه المدة وتؤكد هذه النتيجة على ثلاث حقائق **الحقيقة الاولى** : هي ان لإعلان إعادة الشراء محتوى معلوماتي مؤثر والدليل على ذلك تحقق عوائد غير عادية (بغض النظر عن اشارتها) ، والتي ينبغي ان تكون صفراً اذا لم يكن للإعلان محتوى معلوماتي مؤثر، وهذا يعني ضمناً وجود مشكلة عدم تماثل معلوماتي مما يتعارض مع الفرضية الفرعية الاولى للدراسة . **والحقيقة الثانية** : هي ان استجابة السوق متحيزة نتيجة للعوائد غير العادية السالبة ، **والحقيقة الثالثة** : ان استجابة السوق بطيئة وليست تامة نتيجة تحقق عوائد غير عادية سالبة حتى بعد مرور اسبوعين من تاريخ الاعلان ، وفي ذلك اشارة مهمة للمستثمرين تُنبأ عن خلل في كفاءة سوق الكويت المالي من الناحية المعلوماتية .

ويبين العمودان الثامن والتاسع المتمثلان بمتوسط العوائد غير العادية ومتوسط العوائد غير العادية المتراكمة ، لاسهم شركة المدينة للتمويل والاستثمار (المدينة) فكانت جميع المشاهدات للعوائد غير العادية قبل الاعلان سالبة ماعدا اليومين الرابع والثاني ومتقلبة بعد الاعلان ما بين سالب وموجب الا ان الغلبة كانت للعوائد غير العادية السالبة ، مما افضى الى اتجاه عام سالب للعوائد غير العادية المتراكمة ولجميع مشاهداتها في نافذة الحدث ، على الرغم من ان الشركة تعد من اسهم القيمة ، ويبدو ان المعلومات التي وصلت الى المستثمرين عن الشركة غير جيدة ، قد تكون بسبب ان الشركة اعلنت ثلاث مرات خلال مدة الدراسة ، ولم تعيد شراء اي سهم من هذه الاعلانات ، وهذا يعني : ان الشركة ارسلت اشارة كاذبة مما فقدت مصداقيتها في السوق، وهذا بطبيعة الحال سبب تدهر اسعار اسهمها . وبلغ اعلى عائد غير عادي قبل الاعلان في اليوم الثاني (0.0372) اما اقل عائد غير عادي قبل الاعلان فكان في اليوم الخامس عشر بقيمة (-0.0482) . وفي يوم الاعلان كان العائد غير العادي سالباً بمقدار (-0.0017)، واستمرت العوائد غير العادية متقلبة ايجابياً وسلبياً طوال الجزء الثاني من نافذة الحدث (بعد الاعلان) . وهذا يمثل انعكاساً غير صحيحاً للمحتوى المعلوماتي . هذا يعني لطالما ظهرت قيم CAR سالبة خلال المدة السابقة ليوم الاعلان نتيجة تحقق عوائد غير عادية AR غالبيتها سالبة ففي ذلك دلالة على استجابة متحيزة من جانب السوق لإعلان إعادة شراء اسهم هذه

الشركة هذا من جانب . ومن جانب اخر ولطالما ان العوائد غير العادية المتراكمة بعد الاعلان لم تكن مستقرة وثابتة طوال المدة ما بعد الاعلان لغاية آخر يوم في نافذة الحدث نتيجةً للعوائد غير العادية المتقلبة (موجبة ، سالبة) خلال هذه المدة ، فان لهذه النتيجة ثلاث حقائق هي : **الحقيقة الاولى** : هي ان لإعلان اعادة الشراء محتوى معلوماتي مؤثراً والدليل على ذلك تحقق عوائد غير عادية (بغض النظر عن اشارتها) ، والتي ينبغي ان تكون صفراً اذا لم يكن للإعلان محتوى معلوماتي مؤثر وهذا يعني ضمناً وجود مشكلة عدم تماثل معلوماتي مما يتعارض مع الفرضية الفرعية الاولى للدراسة . **والحقيقة الثانية**: هو ان استجابة السوق متحيزة نتيجة العوائد غير العادية السالبة ، **والحقيقة الثالثة** : ان استجابة السوق بطيئة وغير كاملة نتيجة تحقق عوائد غير عادية سالبة حتى بعد مرور اسبوعين من تاريخ الاعلان ، وفي ذلك اشارة مهمة للمستثمرين تُنبأ على عدم كفاءة السوق معلوماتياً .

وفي العمود الثاني عشر والثالث عشر اللذين يمثلان على التوالي متوسط العوائد غير العادية و متوسط العوائد غير العادية المتراكمة لاسهم احدى شركات اسهم القيمة وهي شركة التخصيص القابضة (التخصيص) ، فكانت عوائدها غير العادية موجبة لجميع مشاهداتها في نافذة الحدث ماعدا ثلاثة ايام قبل الاعلان وهي اليوم الخامس عشر والتاسع والثالث ويوم الاعلان وثلاثة ايام بعد الاعلان من اصل ثلاثين يوماً . فكان اتجاهها العام موجباً مما اثر ذلك على العوائد غير العادية المتراكمة فجعلت اتجاهها العام يسير بالاتجاه الموجب ، فكان اعلى عائد غير عادي قبل الاعلان في اليوم الثاني عشر (0.0345) واقل العوائد كانت في اليوم التاسع قبل الاعلان بقيمة (-0.0282) وكان سالباً في يوم الاعلان بمقدار (-0.0212) واستمرت هذه العوائد غير العادية بعد الاعلان ترتفع وتخفض سلبياً وإيجابياً حتى استقرت في نهاية نافذة الحدث عند (0.0165) هذا من جانب ، ومن جانب اخر، طالما ان العوائد غير العادية المتراكمة بعد الاعلان لم تستقر عند (0.1488) وهو CAR في يوم الاعلان واخذت ترتفع كثيراً عن هذه القيمة طوال المدة ما بعد الاعلان لغاية آخر يوم في نافذة الحدث ، نتيجةً للعوائد غير العادية التي كان اتجاهها العام موجباً خلال هذه المدة فان لهذه النتيجة ثلاث حقائق هي : **الحقيقة الاولى** : هي ان لإعلان اعادة الشراء محتوى معلوماتي مؤثراً ، والدليل على ذلك تحقق عوائد غير عادية (بغض النظر عن اشارتها) ، والتي ينبغي ان لا تضيف شيئاً اذا لم يكن للإعلان محتوى معلوماتي مؤثر ، وهذا يعني ضمناً وجود مشكلة عدم تماثل معلوماتي مما يتعارض مع الفرضية الفرعية الاولى للدراسة . **والحقيقة الثانية**: هي ان استجابة السوق متحيزة نتيجة العوائد غير العادية السالبة ، **والحقيقة الثالثة** : ان استجابة السوق بطيئة وعدم كمالها نتيجة لتحقيق عوائد غير عادية موجبة حتى بعد مرور اسبوعين من تاريخ الاعلان ، وفي ذلك

اشارة مهمة للمستثمرين تُنبأ على عدم كفاءة سوق الكويت المالي من الناحية المعلوماتية . اذ انها تؤكد للمستثمر بأنه لو اشترى سهم هذه الشركة قبل اعلانها عن اعادة شراء اسهمها بأسبوعين واحتفظ بها لمدة اسبوعين بعد الاعلان فبإمكانه تحقيق عائد غير عادي موجب يزيد على (0.35) ، وهو عادة عائد مرتفع نسبياً (CAR في اليوم +14) .

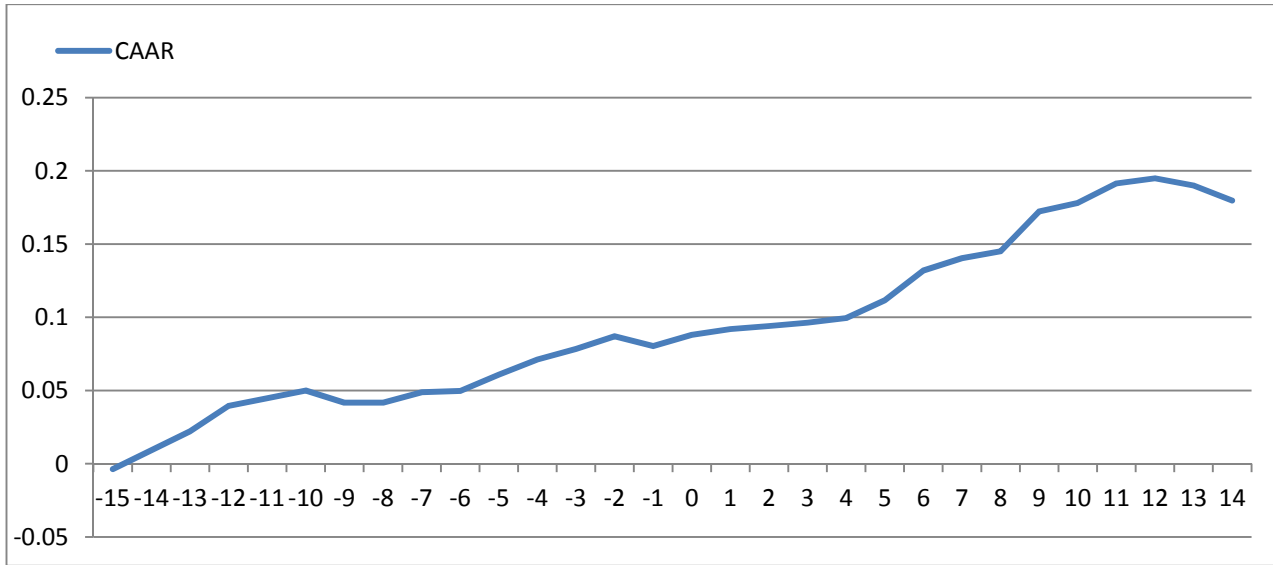
ويظهر العمودان السادس عشر والسابع عشر اللذان يمثلان على التوالي متوسط العوائد غير العادية ومتوسط العوائد غير العادية المتراكمة لاسهم مجموعة أرزان المالية للتمويل و الاستثمار (أرزان) . فعلى الرغم من ان الشركة من اسهم القيمة الا ان الاستجابة كانت سلبية لإعلاناتها ، ويبدو ان المعلومات المتسربة الى المستثمرين عن الشركة كانت غير جيدة بسبب ان الشركة لا تقوم بإعادة شراء اسهم بعض اعلاناتها، فكانت العوائد غير العادية على مدى نافذة الحدث متقلبة بين السالب والموجب ، الا ان الغلبة كانت للعوائد السالبة مما افضى الى اتجاه عام سالب للعوائد غير العادية المتراكمة ولجميع مشاهداتها في نافذة الحدث ، فبلغ اقل عائد غير عادي قبل الاعلان لمجموعة أرزان في اليوم الرابع عشر (-0.0202) بينما كان اعلى عائد غير عادي في اليوم الرابع قبل الاعلان (0.0208) . وكان موجباً في يوم الاعلان بقيمة (0.0062). واستمرت العوائد غير العادية تارة موجبة وتارة اخرى سالبة حتى اخر مشاهدة في نافذة الحدث هذا من جهة . ومن جهة اخرى طالما ان العوائد غير العادية المتراكمة بعد الاعلان لم تكن مستقرة وثابتة عند (-0.0248) وهو CAR في يوم الاعلان واخذت ترتفع وتتنخفض عن هذه القيمة طوال المدة ما بعد الحدث لغاية آخر يوم بعد الاعلان نتيجة للعوائد غير العادية التي كان اتجاهها العام سالباً خلال هذه المدة اذ انها استقرت عند (-0.0232) فان لهذه النتيجة ثلاث حقائق هي : **الحقيقة الاولى** : هي ان لإعلان اعادة الشراء محتوى معلوماتي مؤثراً، والدليل على ذلك تحقق عوائد غير عادية (بغض النظر عن اشارتها) ، والتي ينبغي ان لا تضيف شيئاً اذا لم يكن للإعلان محتوى معلوماتي مؤثر، وهذا يعني ضمناً وجود مشكلة عدم تماثل معلوماتي مما يتعارض مع الفرضية الفرعية الاولى للدراسة . **والحقيقة الثانية** : هي ان استجابة السوق غير صحيحة (متحيزة) نتيجة العوائد غير العادية السالبة ، **والحقيقة الثالثة** : ان استجابة السوق بطيئة وعدم كمالها نتيجة تحقق عوائد غير عادية سالبة حتى بعد مرور اسبوعين من تاريخ الاعلان ، وفي ذلك اشارة مهمة للمستثمرين تُنبأ عن عدم كفاءة سوق الكويت المالي من الناحية المعلوماتية .

ويظهر العمودان الثامن عشر والتاسع عشر اللذان يمثلان على التوالي العوائد غير العادية والعوائد غير العادية المتراكمة لاسهم شركة رابطة الكويت والخليج للنقل(الرابطة). ويبدو ان المعلومات المتسربة الى المستثمرين عن الشركة كانت جيدة ، فكانت العوائد غير العادية على

مدى نافذة الحدث موجبة ماعدا ثلاثة ايام قبل الاعلان وهي : اليوم الثامن والثاني والاول وثلاثة ايام بعد الاعلان من اصل ثلاثين يوماً ، فكانت الغلبة للعوائد الموجبة مما افضى الى اتجاه عام موجب للعوائد غير العادية المتراكمة ولجميع مشاهداتها في نافذة الحدث ، فبلغ اعلى عائد غير عادي قبل الاعلان في اليوم الثالث (0.0608) بينما كان اقل عائد غير عادي في اليوم الاول قبل الاعلان بقيمة (-0.064) . وكان موجباً في يوم الاعلان بقيمة (0.0427) متأثراً بالمعلومات السابقة . واستمرت العوائد غير العادية ترتفع وتنخفض سلبياً وإيجابياً حتى اخر مشاهدة في نافذة الحدث اذ استقرت عند (-0.006). ومن جانب اخر ، لطالما ظهرت قيم CAR موجبة خلال المدة السابقة ليوم الاعلان وبشكل تصاعدي لأغلب ايامها نتيجة تحقق عوائد غير عادية AR كان اتجاهها العام موجباً وعلى الرغم من انها لا تحقق اشتراطات السوق الكفاءة الا انها اقرب اليها . ومن جهة اخرى طالما ان العوائد غير العادية المتراكمة بعد الاعلان لم تكن مستقرة وثابتة عند (0.2948) وهو CAR في يوم الاعلان فانخفضت في اليوم الاول ثم ارتفعت تصاعدياً عن هذه القيمة حتى آخر يوم في نافذة الحدث نتيجة للعوائد غير العادية التي كان اتجاهها العام موجباً خلال هذه المدة اذ انها استقرت عند (0.4913) فان لهذه النتيجة ثلاث حقائق هي: **الحقيقة الاولى** : هي ان لإعلان اعادة الشراء محتوى معلوماتي مؤثراً ، والدليل على ذلك تحقق عوائد غير عادية (بغض النظر عن اشارتها) والتي ينبغي ان تكون صفراً اذا لم يكن للإعلان محتوى معلوماتي مؤثر، وهذا يعني ضمناً وجود مشكلة عدم تماثل معلوماتي مما يتعارض مع الفرضية الفرعية الاولى للدراسة . **والحقيقة الثانية** : هي ان استجابة السوق متحيزة نتيجة للعوائد غير العادية السالبة ، **والحقيقة الثالثة** : ان استجابة السوق بطيئة وغير تامة نتيجة تحقق عوائد غير عادية موجبة حتى بعد مرور اسبوعين من تاريخ الاعلان . وفي ذلك اشارة مهمة للمستثمرين تُنبأ عن خلل في كفاءة سوق الكويت المالي من الناحية المعلوماتية .

ويبين العمود الاخير متوسط العوائد غير العادية المتراكمة (GAAR) لمجمل شركات اسهم القيمة ، وكما هو واضح فإن المتوسطات كانت ايجابية على طول نافذة الحدث ماعدا اليوم الخامس عشر قبل الاعلان ، فتحقق اعلى متوسط في اليوم الثاني عشر بعد تاريخ الاعلان (0.1949) اما ادنى متوسط فتحقق في اليوم الخامس عشر قبل الاعلان (-0.004) ، الاتجاه العام للمتوسطات ، وكما هو واضح في الشكل (3-6) كان موجباً تصاعدياً طوال نافذة الحدث باستثناء اليومين التاسع والثامن قبل الاعلان واليومين الاخيرين اللذين اعاد السوق فيهما تقييم استجابته لحدث اعلان هذا النوع من الشركات فبدأ بالتصحيح . فتحقق العوائد غير العادية بحد ذاتها وبغض النظر عن حجمها واتجاهها يؤكد ان لإعلان اعادة الشراء محتوى معلوماتي

مؤثر، وهذا يستتبع بالضرورة الاقرار بوجود مشكلة عدم التماثل المعلوماتي ، وكل ذلك يتعارض مع الفرضية الفرعية الاولى للدراسة . استجابة السوق من بداية اليوم الرابع عشر قبل الاعلان وحتى يوم الاعلان كانت منطقية وموضوعية ، لكنها كانت بطيئة وغير كاملة ما بعد الاعلان بسبب استمرار تصاعد المتوسطات المتراكمة بعد يوم الاعلان (اليوم 0) ما يشكل خرقاً للاستجابة الكفوءة الظاهرة في الشكل (3-1) وهذا يؤكد ، من جانب استجابة كبيرة (وان كانت غير كفوءة في جزء منها) لحدث اعلان اعادة شراء الاسهم من قبل شركات القيمة ويؤكد ، من جانب اخر على الاستجابة غير الكفوءة لسوق الكويت لهذا الحدث .



الشكل (3-6) متوسط العائد اليومي غير العادي المتراكم لاسهم شركات القيمة التي اعلنت عن اعادة شرائها

2.3.3. اختبار اعادة شراء اسهم النمو :

يعرض الجدول (3-14) متوسطات العوائد اليومية غير العادية والمتوسطات المتراكمة للسهم والمتوسط اليومي للعوائد غير العادية المتراكمة لإعلانات اعادة شراء اسهم النمو المذكورة انفاً ولمدة (15) يوماً قبل يوم الاعلان بالإضافة الى يوم الاعلان (الحدث) و (14) يوماً بعد الاعلان . ويعرض العمودان الثاني والثالث متوسط العوائد غير العادية ومتوسط العوائد غير العادية المتراكمة لاسهم بنك بوبيان (ب بوبيان)، ويبدو ان المعلومات التي وصلت الى المستثمرين عن الشركة غير جيدة بسبب ان الاشارة لهذا النوع من الاعلانات سلبية ، فكانت جميع مشاهدات العوائد غير العادية سلبية طوال مدة نافذة الحدث ماعدا ثلاثة ايام قبل الاعلان ، وهي اليوم الرابع عشر والثالث عشر والحادي عشر وخمسة ايام بعد الاعلان من اصل ثلاثين يوماً ، وهذا يعني ان الغلبة للعوائد السالبة مما افضى الى اتجاه عام سالب للعوائد غير العادية المتراكمة . وكان اعلى عائد غير عادي للسهم في اليوم الثالث عشر قبل الاعلان (0.0103) بينما كان اقل عائد غير عادي للسهم في اليوم الثاني عشر قبل الاعلان (-0.0199) وكان

سالباً في تاريخ الاعلان بقيمة (-0.0025) . واستمرت هذه العوائد غير العادية ما بين موجب وسالب حتى استقرت في اخر مشاهدة لنافاذة الحدث عند (-0.0151). وهذا يمثل انعكاساً غير صحيحاً قبل الاعلان واثنائه وبعده للمحتوى المعلوماتي . ولكن لطالما ظهرت قيم CAR وجميع مشاهداتها سالبة خلال المدة السابقة ليوم الاعلان باستثناء اليوم الثالث عشر نتيجة تحقق عوائد غير عادية AR اتجاهاها العام كان سالباً ففي ذلك دلالة على استجابة غير صحيحة (متحيزة) من جانب السوق لإعلان اعادة شراء اسهم هذه الشركة . ومن جانب اخر ولطالما ان العوائد غير العادية المتراكمة بعد الاعلان لم تستقر عند (-0.0601) وهو CAR في يوم الاعلان واخذت ترتفع وتخفض كثيراً عن هذه القيمة طوال المدة ما بعد الاعلان لغاية آخر يوم في نافذة الحدث نتيجة للعوائد غير العادية التي كانت غالبيتها سالبة خلال هذه المدة ، فان لهذه النتيجة ثلاثة مدلولات : **المدلول الاول** : هو ان لإعلان اعادة الشراء محتوى معلوماتي مؤثر ، والدليل على ذلك تحقق عوائد غير عادية (بغض النظر عن اشارتها) ، والتي ينبغي ان تبقى ثابتة ومستقرة اذا لم يكن للإعلان محتوى معلوماتي مؤثر ، وهذا يعني ضمناً وجود مشكلة عدم تماثل معلوماتي مما يتعارض مع الفرضية الفرعية الاولى للدراسة . **والمدلول الثاني**: هو ان استجابة السوق غير صحيحة نتيجة العوائد غير العادية السالبة ، **والمدلول الثالث** : ان استجابة السوق بطيئة وليست تامة نتيجة تحقق عوائد غير عادية سالبة حتى بعد مرور اسبوعين من تاريخ الاعلان ، وفي ذلك اشارة مهمة الى المستثمرين تُنبأ عن خلل في كفاءة السوق ، اذ انها تؤكد للمستثمر بأنه لو باع سهم هذه الشركة قبل اعلانها عن اعادة شراء اسهمها بأسبوعين واشترى السهم بأسبوعين بعد الاعلان ، فبإمكانه تحقيق عائد غير عادي يزيد على (0.085) وهو (CAR في اليوم +14) .

ويعرض العمودان السادس والسابع متوسط العوائد غير العادية ومتوسط العوائد غير العادية المتراكمة لاسهم بنك الخليج وكانت العوائد غير العادية متقلبة ما بين السالب والموجب والارتفاع والانخفاض على مدى نافذة الحدث الا ان الغلبة كانت للعوائد الموجبة مما افضى الى اتجاه عام موجب للعوائد غير العادية المتراكمة ولجميع مشاهداتها في نافذة الحدث على الرغم من ان الشركة هي من شركات النمو. فيبدو ان المعلومات المتسربة الى المستثمرين عن الشركة كانت ايجابية فأنعكست في اسعار اسهمها ، او هناك معلومات مرتبطة بالمستثمرين وطريقة تفسيرهم لها ، او لان الشركة نادرة الاعلان . وكان اعلى عائد غير عادي للسهم في اليوم الرابع عشر قبل الاعلان (0.0296) بينما كان اقل عائد غير عادي للسهم في اليوم الثالث قبل الاعلان (-0.013) وكان سالباً في تاريخ الاعلان بقيمة (-0.008) ، واستمرت هذه العوائد غير العادية ما بين موجب وسالب حتى استقرت في اخر مشاهدة لنافاذة الحدث عند

(-0.015). وفي ذلك دلالة على استجابة متحيزة من جانب السوق لإعلان إعادة شراء اسهم هذه الشركة . من جانب اخر طالما ان العوائد غير العادية المتراكمة بعد الاعلان لم تستقر عند (0.0483) وهو CAR في يوم الاعلان واخذت تتخفف عن هذه القيمة طوال المدة ما بعد الاعلان حتى استقرت في نهاية نافذة الحدث عند (0.0063) نتيجةً للعوائد غير العادية المتقلبة خلال هذه المدة فان لهذه النتائج ثلاثة مدلولات: **المدلول الاول** : هو ان لإعلان إعادة الشراء محتوى معلوماتي مؤثر ، والدليل على ذلك تحقق عوائد غير عادية (بغض النظر عن اشارتها) ، والتي ينبغي ان لا تضيف شيئاً اذا لم يكن للإعلان محتوى معلوماتي مؤثر وهذا يعني ضمناً وجود مشكلة عدم تماثل معلوماتي مما يتعارض مع الفرضية الفرعية الاولى للدراسة . **والمدلول الثاني**: هو ان استجابة السوق غير صحيحة نتيجة العوائد غير العادية السالبة ، **والمدلول الثالث**: ان استجابة السوق بطيئة وغير كاملة نتيجة تحقق عوائد غير عادية موجبة حتى بعد مرور اسبوعين من تاريخ الاعلان . وفي ذلك اشارة مهمة للمستثمرين تُنبأ على ان سوق الكويت للأوراق المالية غير كفوءة للمحتوى المعلوماتي لحدث إعادة شراء الاسهم .

ويظهر العمودان العاشر والحادي عشر اللذان يمثلان متوسط العوائد غير العادية ومتوسط العوائد غير العادية المتراكمة لاسهم شركة ايفا للفنادق والمنتجعات(ايفا فنادق) فكانت العوائد غير العادية على مدى نافذة الحدث متقلبة (سالبة وموجبة) ، فكان الانعكاس غير صحيح ومخالفاً لنظرية السوق الكفوءة ، لأنه من المفترض ان تكون العوائد غير العادية موجبة تصاعدياً قبل الاعلان وفي اثنائه وتبقي مستقرة وثابتة ولا تضيف شيئاً بعد الاعلان ، ومع ذلك فكانت الغلبة للعوائد الموجبة مما افضى الى اتجاه عام موجب للعوائد غير العادية المتراكمة على مدى ثلاثين يوماً لنافذة الحدث باستثناء اليوم الرابع قبل الاعلان . فبلغ اعلى عائد غير عادي قبل الاعلان في اليوم الثاني عشر بقيمة (0.0312) وأقل عائد غير عادي كان في اليوم الرابع قبل الاعلان عند (-0.0315) . وكان في يوم الاعلان سالباً بمقدار (-0.0005) متأثراً بما قبله من العوائد غير العادية السلبية . واستمرت العوائد غير العادية متقلبة ما بين السالب والموجب والارتفاع والانخفاض حتى استقرت في اخر مشاهدة لنافذة الحدث عند (-0.0071) . ومن جهة اخرى ، طالما ظهرت قيم CAR وجميع مشاهداتها كانت موجبة ماعدا اليوم الرابع خلال المدة السابقة ليوم الاعلان نتيجة تحقق عوائد غير عادية AR متقلبة ففي ذلك دلالة على استجابة متحيزة وغير صحيحة من جانب السوق لإعلان إعادة شراء اسهم هذه الشركة ، ومن جانب اخر، طالما ان العوائد غير العادية المتراكمة بعد الاعلان لم تبقى ثابتة ومستقرة عند (0.0116) وهو CAR في يوم الاعلان واخذت ترتفع كثيراً عن هذه القيمة طوال المدة ما بعد الاعلان حتى استقرت في نهاية نافذة الحدث عند (0.1339) ، نتيجةً للعوائد غير العادية

الجدول (3-14) متوسطات العوائد غير العادية والمتوسطات المتراكمة ومتوسطاتها لاسهم شركات النمو التي اعلنت عن اعادة شرائها

اسهم النمو	بيتك		ب الاهلي		سينما		التجاري		ب الوطني		ايقافائق		الديرة		ب الخليج		العالمي		ب بوينان		تألقه الحدث
	CAR1	AR1	CAR1	AR1	CAR3	AR3	CAR1	AR1	CAR1	AR1	CAR3	AR3	CAR1	AR1	CAR1	AR1	CAR3	AR3	CAR1	AR1	
0.0047	0.0091	0.0091	-0.0079	-0.0079	-0.027	-0.027	-0.0057	-0.0057	0.017	0.017	0.031	0.031	0.0257	0.0257	0.0092	0.0092	0.0013	0.0013	-0.0056	-0.0056	-15
0.0017	0.016	0.0069	-0.015	-0.0071	-0.0384	-0.0114	-0.0206	-0.0149	0.0276	0.0106	0.023	-0.0079	0.0004	-0.0253	0.0389	0.0296	-0.0127	-0.014	-0.0023	0.0033	-14
0.003	0.0135	-0.0025	-0.0208	-0.0058	-0.0611	-0.0227	-0.027	-0.0064	0.0211	-0.0065	0.0232	0.0001	0.041	0.0406	0.0466	0.0078	-0.0142	-0.0014	0.008	0.0103	-13
0.0114	0.0176	0.0041	-0.0623	-0.0414	-0.0508	0.0104	0.0021	0.0291	0.0442	0.0231	0.0544	0.0312	0.0774	0.0364	0.0591	0.0125	-0.0157	-0.0015	-0.0119	-0.0199	-12
0.009	0.0249	0.0074	-0.1025	-0.0402	-0.045	0.0057	0.0021	1E-05	0.0367	-0.0075	0.0453	-0.0091	0.0957	0.0183	0.0621	0.003	-0.0251	-0.0094	-0.0038	0.0081	-11
-0.002	0.0236	-0.0013	-0.0921	0.0104	-0.0754	-0.0304	-0.0527	-0.0548	0.0411	0.0044	0.0191	-0.0262	0.0893	-0.0064	0.0646	0.0025	-0.033	-0.0079	-0.0067	-0.0028	-10
0.0038	0.0256	0.002	-0.0484	0.0437	-0.0982	-0.0228	-0.0532	-0.0005	0.0591	0.018	0.0187	-0.0004	0.0974	0.0081	0.0658	0.0012	-0.0186	0.0144	-0.0101	-0.0035	-9
0.0007	0.0409	0.0153	-0.0873	-0.0389	-0.1298	-0.0316	-0.018	0.0352	0.0457	-0.0135	0.0096	-0.0091	0.088	-0.0094	0.0725	0.0067	0.0022	0.0208	-0.0165	-0.0063	-8
0.0049	0.0498	0.0089	-0.0917	-0.0044	-0.1292	0.0006	0.0012	0.0192	0.0598	0.0141	0.0263	0.0167	0.0924	0.0045	0.0606	-0.012	0.0002	-0.002	-0.0208	-0.0043	-7
-4E-05	0.06	0.0101	-0.1168	-0.0252	-0.166	-0.0368	-0.0019	-0.0031	0.0732	0.0134	0.0184	-0.0079	0.0969	0.0045	0.0621	0.0015	-0.002	-0.0022	-0.0241	-0.0033	-6
-4E-04	0.07	0.01	-0.1252	-0.0084	-0.1515	0.0145	-0.0648	-0.0629	0.0792	0.006	0.0264	0.008	0.1198	0.0228	0.0662	0.0041	0.0017	0.0037	-0.0261	-0.002	-5
-0.001	0.069	-0.001	-0.1494	-0.0241	-0.1528	-0.0013	-0.0089	0.0559	0.0775	-0.0017	-0.0051	-0.0315	0.1323	0.0125	0.0643	-0.002	-0.0101	-0.0118	-0.0311	-0.005	-4
-0.006	0.0838	0.0148	-0.1748	-0.0254	-0.1859	-0.0331	-0.0539	-0.045	0.095	0.0175	0.0211	0.0262	0.1447	0.0125	0.0512	-0.013	-0.0077	0.0024	-0.036	-0.0049	-3
-0.003	0.0898	0.006	-0.1631	0.0117	-0.1718	0.0141	-0.0516	0.0023	0.0831	-0.0119	0.0272	0.0061	0.1702	0.0255	0.0536	0.0024	-0.0165	-0.0089	-0.0551	-0.0191	-2
0.0094	0.089	-0.0009	-0.1695	-0.0064	-0.1464	0.0254	-0.0072	0.0444	0.1024	0.0194	0.0122	-0.015	0.2308	0.0606	0.0568	0.0031	-0.0163	0.0002	-0.0576	-0.0025	-1
0.0089	0.094	0.005	-0.1559	0.0136	-0.1415	0.0049	-0.0472	-0.04	0.1068	0.0044	0.0116	-0.0005	0.2419	0.0111	0.0483	-0.008	-0.0093	0.0071	-0.0601	-0.0025	0
0.0166	0.1202	0.0262	-0.1614	-0.0055	-0.1168	0.0247	-0.0655	-0.0183	0.0987	-0.0082	0.051	0.0394	0.2476	0.0057	0.0446	-0.004	-0.0026	0.0067	-0.0497	0.0104	1
0.0249	0.1067	-0.0135	-0.1682	-0.0068	-0.0777	0.0391	-0.0183	0.0471	0.123	0.0243	0.0718	0.0208	0.2264	-0.0212	0.0389	-0.006	-0.0029	-0.0003	-0.0508	-0.0011	2
0.0251	0.1226	0.016	-0.1753	-0.0071	-0.0806	-0.0029	-0.0567	-0.0383	0.1214	-0.0016	0.097	0.0252	0.2507	0.0243	0.0358	-0.003	-0.0132	-0.0102	-0.0505	0.0002	3
0.0183	0.1233	0.0006	-0.1838	-0.0085	-0.0887	-0.0081	-0.099	-0.0423	0.1233	0.0019	0.0958	-0.0013	0.238	-0.0127	0.0202	-0.016	-0.0051	0.008	-0.0404	0.0102	4
0.0208	0.1283	0.005	-0.1936	-0.0099	-0.1036	-0.0149	-0.0966	0.0024	0.1397	0.0164	0.1014	0.0056	0.2639	0.0259	0.0088	-0.011	-0.002	0.0031	-0.038	0.0024	5
0.0208	0.1333	0.005	-0.1994	-0.0057	-0.1417	-0.0381	-0.1013	-0.0047	0.1385	-0.0012	0.1043	0.0029	0.2929	0.029	0.0138	0.005	0.0068	0.0087	-0.0396	-0.0016	6
0.0171	0.1383	0.005	-0.2068	-0.0074	-0.1765	-0.0348	-0.1079	-0.0067	0.1565	0.018	0.1194	0.0151	0.3054	0.0125	0.0123	-0.002	-0.009	-0.0158	-0.0604	-0.0208	7
0.022	0.1434	0.0051	-0.2133	-0.0065	-0.2152	-0.0387	-0.0922	0.0158	0.1592	0.0027	0.1331	0.0137	0.3605	0.0551	0.0096	-0.003	-0.0151	-0.0061	-0.0497	0.0106	8
0.0229	0.147	0.0036	-0.221	-0.0077	-0.234	-0.0188	-0.1028	-0.0106	0.1573	-0.0019	0.1495	0.0165	0.3799	0.0194	0.0096	6E-06	0.0128	-0.0538	-0.004	-0.004	9
0.0362	0.1682	0.0212	-0.1615	0.0595	-0.2514	-0.0173	-0.0551	0.0477	0.1666	0.0093	0.1362	-0.0133	0.3886	0.0087	0.0096	6E-06	0.0182	0.0205	-0.0578	-0.004	10
0.0265	0.1762	0.008	-0.1872	-0.0256	-0.2769	-0.0255	-0.1002	-0.0451	0.1712	0.0046	0.1353	-0.0009	0.3809	-0.0078	0.0096	6E-06	0.018	-0.0002	-0.0619	-0.004	11
0.027	0.1663	-0.0099	-0.1932	-0.0061	-0.2618	0.0151	-0.1147	-0.0145	0.1777	0.0065	0.1443	0.009	0.3892	0.0083	0.0097	6E-05	0.0188	0.0008	-0.0659	-0.004	12
0.0301	0.1732	0.007	-0.1856	0.0077	-0.2675	-0.0058	-0.1181	-0.0034	0.1859	0.0082	0.141	-0.0033	0.3943	0.0051	0.0211	0.0114	0.0276	0.0088	-0.0704	-0.0045	13
0.0253	0.1783	0.0051	-0.1934	-0.0078	-0.2771	-0.0095	-0.1341	-0.016	0.1841	-0.0018	0.1339	-0.0071	0.4214	0.0271	0.0063	-0.015	0.0186	-0.0089	-0.0855	-0.0151	14

المصدر : (من اعداد الباحث اعتماداً على تقارير سوق المال الكويتي)

المتقلبة خلال هذه المدة فان لهذه النتيجة ثلاثة مدلولات : **المدلول الاول** : هو ان لإعلان اعادة الشراء محتوى معلوماتي مؤثراً والدليل على ذلك تحقق عوائد غير عادية (بغض النظر عن اشارتها) ، والتي ينبغي ان تكون صفراً اذا لم يكن للإعلان محتوى معلوماتي مؤثر، وهذا يعني ضمناً وجود مشكلة عدم تماثل معلوماتي مما يتعارض مع الفرضية الفرعية الاولى للدراسة . **والمدلول الثاني** : هو ان استجابة السوق متحيزة نتيجة العوائد غير العادية السالبة ، **والمدلول الثالث** : ان استجابة السوق بطيئة وعدم كمالها نتيجة تحقق عوائد غير عادية موجبة حتى بعد مرور اسبوعين من تاريخ الاعلان . وفي ذلك اشارة مهمة الى المستثمرين ثبأ عن خلل في كفاءة سوق الكويت من الناحية المعلوماتية .

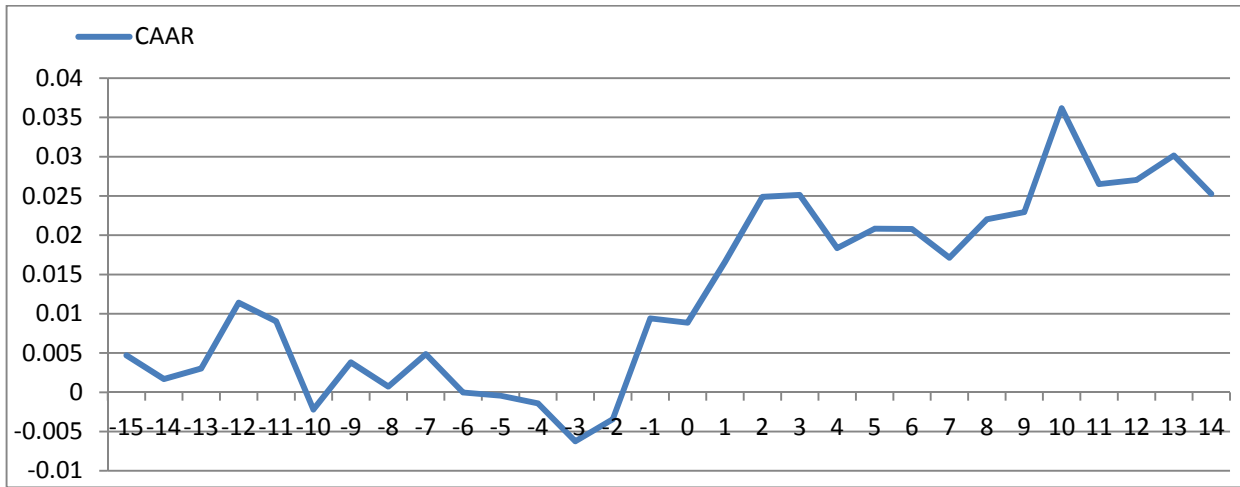
وتبين من العمودان الرابع عشر والخامس عشر اللذان يمثلان على التوالي متوسط العوائد غير العادية ومتوسط العوائد غير العادية المتراكمة لاسهم البنك التجاري بأن متوسط عوائدها غير العادية كانت متقلبة على طول نافذة الحدث فتتقلب تارة سالبة وتارة اخرى موجبة وتارة مرتفعة وتارة اخرى منخفضة ، الا ان العوائد السالبة تفوقت على الموجبة مما افضى الى اتجاه عام سالب للعوائد غير العادية المتراكمة ، فبلغ اعلى العوائد غير العادية قبل الاعلان في اليوم الرابع (0.0559) واقل العوائد غير العادية كان في اليوم الخامس قبل الاعلان (-0.0629) بينما تأثر العائد غير العادي في يوم الاعلان بالمعلومات السابقة فكان سالباً بمقدار (-0.04) واستمرت العوائد غير العادية متقلبة ما بين السالب والموجب والارتفاع والانخفاض حتى اخر مشاهدة في نافذة الحدث . ومن جانب اخر ، طالما ظهرت جميع مشاهدات قيم CAR سالبة ماعدا اليوم الثاني عشر والحادي عشر والسابع خلال الجزء الاول لنافذة الحدث(قبل الاعلان) نتيجة تحقق عوائد غير عادية AR متقلبة وباتجاه عام سالب ، ففي ذلك دلالة على استجابة غير صحيحة ومتحيزة من جانب السوق لإعلان اعادة شراء اسهم هذه الشركة . ومن جانب اخر، طالما ان العوائد غير العادية المتراكمة بعد الاعلان لم تستقر عند (-0.0472) وهو CAR في يوم الاعلان واخذت ترتفع وتتخفف كثيراً عن هذه القيمة طوال المدة ما بعد الاعلان لغاية آخر يوم في نافذة الحدث نتيجة للعوائد غير العادية غالبيتها كانت سالبة خلال هذه المدة فان لهذه النتيجة ثلاثة مدلولات : **المدلول الاول** : هو ان لإعلان اعادة الشراء محتوى معلوماتي مؤثراً ، والدليل على ذلك تحقق عوائد غير عادية (بغض النظر عن اشارتها) ، والتي ينبغي ان تكون ثابتة ومستقرة اذا لم يكن للإعلان محتوى معلوماتي مؤثر، وهذا يعني ضمناً وجود مشكلة عدم تماثل معلوماتي مما يتعارض مع الفرضية الفرعية الاولى للدراسة . **والمدلول الثاني** : هو ان استجابة السوق متحيزة وغير صحيحة نتيجة العوائد غير العادية السالبة ، **والمدلول الثالث** : ان استجابة السوق بطيئة وليست تامة نتيجة تحقق عوائد غير عادية سالبة

حتى بعد مرور اسبوعين من تاريخ الاعلان . وفي ذلك اشارة مهمة الى المستثمرين تُنبأ عن خلل في كفاءة سوق الكويت معلوماتياً لهذا الحدث .

وتبين من العمودين عشرين والحادي والعشرين اللذين يمثلان على التوالي متوسط العوائد غير العادية ومتوسط متراكماتها لاسهم بيت التمويل الكويتي (بيتك) ، فعلى الرغم ان هذه الشركة تُعد من شركات النمو ، الا ان جميع المشاهدات لعوائدها غير العادية كانت ايجابية على مدى نافذة الحدث باستثناء اربعة ايام قبل الاعلان ويومين بعد الاعلان من اصل ثلاثين يوماً، ومن الطبيعي ان الغلبة للعوائد الموجبة مما افضى الى اتجاه عام موجب للعوائد غير العادية المتراكمة ، فكانت الاستجابة ايجابية بسبب ان الشركة نادرة الاعلان وهذا النوع من الشركات عادة يرسل اشارات تحمل في طياتها معلومات صادقة ومفيدة الى المستثمرين . وبلغ اعلى عائد غير عادي قبل الاعلان في اليوم الثامن (0.0153) واقل عائد غير عادي كان في اليوم الثالث عشر قبل الاعلان (-0.0025) . وكان العائد غير العادي ايجابياً في يوم الاعلان بمقدار (0.005) . واستمرت العوائد غير العادية ايجابية ماعدا اليومين المذكورين انفاً بعد الاعلان، لتوافق الاتجاه العام للعوائد غير العادية قبل الاعلان واثنايه حتى وصلت في نهاية نافذة الحدث الى (0.0051) هذا من جانب ، ومن جانب اخر، طالما ظهرت قيم CAR وجميع مشاهداتها موجبة خلال المدة السابقة ليوم الاعلان ولكنها متقلبة ايجابياً نتيجة تحقق عوائد غير عادية AR متقلبة ما بين السالب والموجب ففي ذلك دلالة على استجابة متحيزة من جانب السوق لإعلان اعادة شراء اسهم هذه الشركة . ومن جانب اخر، طالما ان العوائد غير العادية المتراكمة بعد الاعلان لم تكن ثابتة ومستقرة عند (0.094) وهو CAR في يوم الاعلان ، واخذت ترتفع كثيراً عن هذه القيمة طوال المدة ما بعد الاعلان حتى استقرت في نهاية نافذة الحدث عند (0.1783) نتيجة للعوائد غير العادية المتقلبة ولكن باتجاه عام موجب خلال هذه المدة فان لهذه النتيجة ثلاثة مدلولات: **المدلول الاول** : هو ان لإعلان اعادة الشراء محتوى معلوماتي مؤثراً ، والدليل على ذلك تحقق عوائد غير عادية (بغض النظر عن اشارتها) ، والتي ينبغي ان تكون ثابتة ومستقرة اذا لم يكن للإعلان محتوى معلوماتي مؤثر، وهذا يعني ضمناً وجود مشكلة عدم تماثل معلوماتي مما يتعارض مع الفرضية الفرعية الاولى للدراسة . **والمدلول الثاني** ، هو ان استجابة السوق غير صحيحة ومتحيزة نتيجة العوائد غير العادية السالبة ، **والمدلول الثالث** ، ان استجابة السوق بطيئة وليست تامة نتيجة تحقق عوائد غير عادية موجبة حتى بعد مرور اسبوعين من تاريخ الاعلان . وفي ذلك اشارة مهمة الى المستثمرين تُنبأ عن خلل في كفاءة سوق الكويت من الناحية المعلوماتية . اذ انها تؤكد للمستثمر بأنه لو اشترى سهم هذه الشركة قبل اعلانها عن

اعادة شراء اسهمها بأسبوعين واحتفظ بها لمدة اسبوعين بعد الاعلان ثم بيعها فبإمكانه تحقيق عائد غير عادي موجب يزيد على (0.178) (CAR في اليوم +14) .

ويؤكد العمود الاخير ان جميع مشاهدات متوسط العوائد غير العادية المتراكمة (CAAR) لاسهم النمو على طول نافذة الحدث كانت متقلبة قبل الاعلان ما بين السالب والموجب والارتفاع والانخفاض ومتذبذبة ايجابياً بعد الاعلان . وكان اتجاهها العام متقلب ما بين السالب والموجب في الجزء الاول من نافذة الحدث وما بين الارتفاع والانخفاض ايجابياً في الجزء الثاني من نافذة الحدث ، وكما هو ظاهر في الشكل (3-7) فإن الاستجابة العامة لاسهم هذا النوع من الشركات لإعلانات اعادة الشراء كانت منحرفة بالمطلق طوال الايام السابقة والشاملة ليوم الحدث عن حالة الكفاءة المتجسدة بالشكل (3-1) بخلاف شركات القيمة التي كانت استجابتها منطقية على الاقل طوال الايام السابقة والشاملة ليوم الحدث ، مما يعزز من الحكم العام المتمثل بعدم كفاءة سوق الكويت في الاستجابة للمحتوى المعلوماتي لإعلان اعادة الشراء من جانب كلا النوعين من الشركات وبغض النظر عن نمطها (اسهم قيمة ام اسهم نمو) ، وهذا ينسجم مع فرضية الدراسة الرئيسية الثانية .



الشكل (3-7) متوسط العائد غير العادي المتراكم لاسهم شركات النمو التي اعلنت عن اعادة شرائها بالمقابل يعرض الجدول (3-15) مقارنة بين المتوسطات اليومية للعوائد غير العادية المتراكمة (CAAR) لاسهم القيمة مقابل اسهم النمو . وكما هو واضح من ارقام الجدول فان الغلبة من حيث الحجم والاتجاه كانت لاسهم القيمة وبفارق كبير . وكما تؤكد ذلك نتائج تحليل التباين بين قيم (CAAR) لهاتين الفئتين من الشركات الظاهرة في الجدول (3-16) ان قيم (CAAR) لشركات اسهم القيمة كبيرة ومختلفة معنوياً عن قيم (CAAR) لشركات اسهم النمو بمعنى آخر: ان هناك فروقات معنوية كبيرة بين الحالتين وكما ويتضح جلياً من قيمة (P-Value) التي ظهرت مقارنة للصفر وهذا يعني ان احتمال الخطأ في رفض فرضية العدم

الجدول (3-15) متوسطات العوائد غير العادية المتراكمة لاسهم القيمة بالمقارنة مع نظيراتها من اسهم النمو المعاد شرائها

نافذة الحدث	اسهم النمو CAAR	اسهم القيمة CAAR	الاسهم الاعلى في قيمة CAAR
-15	0.0047	-0.0037	اسهم النمو
-14	0.0017	0.0093	اسهم القيمة
-13	0.003	0.0222	اسهم القيمة
-12	0.0114	0.0395	اسهم القيمة
-11	0.009	0.0448	اسهم القيمة
-10	-0.0022	0.05	اسهم القيمة
-9	0.0038	0.0417	اسهم القيمة
-8	0.0007	0.0417	اسهم القيمة
-7	0.0049	0.0488	اسهم القيمة
-6	-4E-05	0.0496	اسهم القيمة
-5	-0.0004	0.0608	اسهم القيمة
-4	-0.0014	0.0712	اسهم القيمة
-3	-0.0062	0.0784	اسهم القيمة
-2	-0.0034	0.087	اسهم القيمة
-1	0.0094	0.0804	اسهم القيمة
0	0.0089	0.088	اسهم القيمة
1	0.0166	0.092	اسهم القيمة
2	0.0249	0.094	اسهم القيمة
3	0.0251	0.0963	اسهم القيمة
4	0.0183	0.0995	اسهم القيمة
5	0.0208	0.1117	اسهم القيمة
6	0.0208	0.132	اسهم القيمة
7	0.0171	0.1403	اسهم القيمة
8	0.022	0.1451	اسهم القيمة
9	0.0229	0.1722	اسهم القيمة
10	0.0362	0.1781	اسهم القيمة
11	0.0265	0.1914	اسهم القيمة
12	0.027	0.1949	اسهم القيمة
13	0.0301	0.1899	اسهم القيمة
14	0.0253	0.1797	اسهم القيمة

المصدر: (من اعداد الباحث بالاعتماد على تقارير سوق الكويت للأوراق المالية)

هو اقرب الى الصفر . وهذا ما يؤكد من جانب ، وجود مشكلة عدم التماثل المعلوماتي وتجسد ذلك بالاستجابات السلبية والايجابية المنخفضة (اسهم النمو) والايجابية (اسهم القيمة) للمحتوى المعلوماتي لحدث اعلان اعادة الشراء. ما يعني بالضرورة ان لإعلان اعادة الشراء محتوى معلوماتي مؤثر بأسعار الاسهم العادية المتداولة في السوق وهذا يتعارض مع الفرضية الفرعية الاولى للدراسة هذا من جانب . ويؤكد من جانب اخر، ان لنمط الاسهم علاقة ذات دلالات احصائية بحجم استجابة اسعارها لإعلان اعادة الشراء . اذ ان الاشارات المرسله من قبل شركات النمو كانت ضعيفة وسلبية عامة ، في حين ان اشارات شركات القيمة كانت قوية وموجبة عامة، وهذا يتعارض مع فرضية الدراسة الفرعية الرابعة والتي تنص على انه (ليس لنمط السهم من أثر بقوة الاشارة المرسله لسوق المال عبر اعلان اعادة الشراء).

الجدول (3-16) نتائج تحليل التباين بين قيم CAAR لشركات اسهم القيمة بالمقارنة مع شركات اسهم النمو

	شركات اسهم النمو	شركات اسهم القيمة
Mean	0.01258	0.09422
Variance	0.00014	0.00334
Observations	30	30
0 Hypothesized Mean Difference		
t-stat	-7.58146	
P-Value	1.5E-80	

وعند التدقيق في ارقام (CAAR) في الجدولين (3-13)(3-14) يتبين ان بمقدور المستثمر بيع (شراء) اسهم النمو(القيمة) قبل اعلان اعادة الشراء بأسبوعين وشراؤها (بيعها) بعد اسبوعين من الاعلان وتحقيق عائد غير عادي يقارب 2.5% (18%) وما يؤكد وجود نمط متكرر في سلوك اسعار هذين النمطين من الاسهم يمكن المستثمرين المحترفين والمطلعين من اكتشافها واستغلالها وتحقيق عوائد غير عادية على حساب غيرهم من المتعاملين في السوق ، وهذا يتعارض مع قواعد اللعبة العادلة للأسواق الكفوءة ما يؤكد صحة الفرضية الرئيسية الثانية للدراسة ، التي تنص على عدم كفاءة سوق الكويت بالمستوى نصف القوي في الاستجابة للمحتوى المعلوماتي لحدث اعادة الشراء .

4.3. المبحث الرابع : اختبار اثر المحتوى المعلوماتي لإعلانات إعادة الشراء اعتماداً على كمية الاسهم المعاد شراؤها فعلياً (مصادقية الإشارة) :

سيتم في هذا الجزء من الجانب التطبيقي اختبار الفرضيات المرتبطة بالكفاءة نصف القوية للسوق وكذلك المرتبطة بالمحتوى المعلوماتي لحجم او كمية الاسهم المعاد شراؤها عبر دراسة الحدث لغرض بيان سرعة وكمال وموضوعية انعكاس المحتوى المعلوماتي لإعلانات إعادة الشراء في اسعار الأسهم عبر حساب العوائد غير العادية والمتراكمة ومتوسطاتها اليومية بحسب حجم او كمية الاسهم المعاد شراؤها . فكمية الاسهم المعاد شراؤها يمكن ان تؤثر على حجم استجابة السوق للمحتوى المعلوماتي لإعلان إعادة الشراء وهذه الاستجابة لا تتفاعل الا مع إعادة شراء فعلية لاسهم الشركة لان الشركة حينما تفعل ذلك تكون الاشارة المرسله الى المستثمرين صادقة واكثر موثوقية والاستجابة تكون ايجابية من قبل المستثمرين بالمقارنة مع الحالة التي يتم فيها الاعلان دون التنفيذ الفعلي للبرنامج .

ان عدد اعلانات إعادة شراء الاسهم للشركات المدرجة في سوق الكويت للأوراق المالية بلغ (170) اعلاناً خلال مدة الدراسة ، وكان عدد اعلانات الشركات التي إعادة شراء اسهمها بالفعل (69) اعلاناً وبنسب إعادة شراء مختلفة ، وعدد اعلانات الشركات التي اعلنت ولم تقم بإعادة شراء اسهمها (66) اعلاناً ، اما الاعلانات الباقية (35) فلم تتوفر بياناتها الخاصة بالكمية المشتراة خلال مدة الاعلان بسبب عدم اكتمال الحسابات الختامية والمصادقة عليها (كونها تخص الربع الرابع 2014 والسنة المالية 2015) ، مما تعذر الحصول على هذه البيانات ومتابعتها بشكل دقيق من خلال الميزانية العمومية المصادق عليها من قبل مراقبي الحسابات المستقلين (المحاسبين القانونيين) .

ويعرض الجدول (3-17) اعلانات الشركات التي اعادت شراء اسهمها فعلياً موضعاً عدد الاعلانات وتاريخ الاعلان وقيمة إعادة شراء الاسهم لكل اعلان ورأس المال لكل شركة لغرض معرفة نسبة الشراء من خلال قسمة قيمة الشراء الموجودة فعلاً في ميزانية الشركة على رأس مال الشركة ، وعادة تكون قيمة الشراء المستخدمة في سوق الكويت بطريقة الكلفة ، وبموجب هذه الطريقة يتم تنزيل أو تخفيض رأس المال المدفوع في الميزانية العمومية بقيمة أسهم الخزينة المشتراة .

الجدول (3-17) اعلانات الاسهم المعاد شرائها فعلياً ونسبة شراء كل اعلان

نسبة الشراء %	راس المال	قيمة شراء الاسهم بالدينار الكويتي	تاريخ الاعلان	عدد الاعلانات	الشركات التي اعدت الشراء
%0.35 + %0.26	80288257	285710+206857	25/03/2013+24/9/2013	2	ارزان
%0.24	80288257	190077	18/03/2014	1	ارزان
%0.5+%1	87621000	444000+937000	03/07/2012+12/12/2012	2	استثمارات
%6+%2.4	87621000	5252000+2075000	16/06/2013+9/12/2013	2	استثمارات
%3.44	87621000	3017000	09/06/2014	1	استثمارات
%0.2	65107055	104693	10/07/2012	1	الاولى
%0.44	65107055	285027	13/01/2013	1	الاولى
%0.12	170198775	119143	11/02/2014	1	التجارية
%0.2	73828000	151584	02/12/2013	1	التخصيص
%0.11	15000000	17056	18/07/2013	1	الخصوصية
%4.43	110000000	4876131	11/06/2013	1	القرين
%0.43	110000000	468011	25/05/2014	1	القرين
%0.002	20000000	369	07/10/2012	1	المساكن
%0.007	15000000	1035	05/08/2012	1	المغربية
%1.8	34564860	631733	27/06/2013	1	انجازات
%0.22	34564860	74722	21/04/2014	1	انجازات
%0.07	72000000	46849	04/02/2014	1	ايفا
%1.6	63543420	1031364	29/12/2013	1	ايفا فنادق
%4.6	63543420	2922538	10/06/2014	1	ايفا فنادق
%0.03	78750000	21005	24/09/2014	1	ايكاروس
%0.07	144118000	104000	12/06/2012	1	البنك الاهلي
%5.5	435349000	23962000	23/05/2012	1	البنك الوطني
%0.24	154497000	376000	05/08/2012	1	بنك برقان
%0.044	174824000	76000	14/10/2012	1	بنك بوبيان
%0.43+ %1.7	48510000	210244+818246	18/6/2013+12/12/2013	2	بوبيان ب
%3	48510000	1440978	18/06/2014	1	بوبيان ب
%0.07	53676000	40000	26/03/2014	1	تسهيلات
%0.07	31185000	25609	15/05/2012	1	تمدين أ
%5.8+0.%5.7	31185000	1803742+1791985	6/11/2013+23/12/2013	2	تمدين أ
%1.9+% 0.03	31185000	586483+10587	8/5/2014+20/10/2014	2	تمدين أ
%0.1	37312000	41000	02/07/2013	1	تمدين ع
%1	37312000	364000	18/06/2014	1	تمدين ع
%8+%3.4	18703913	1491833+638747	26/1/2014+16/7/2014	2	خليج ت
%0.01	10106250	1200	23/07/2013	1	سينما
%2.3	10106250	230469	15/01/2014	1	سينما
%0.04	51272341	19511	10/12/2013	1	صالحية
%0.65	51272341	328731	04/06/2014	1	صالحية
%0.1+%0.06	23425000	27533+14030	14/1/2014+10/7/2014	2	عقار
%0.2	20000000	38225	06/06/2012	1	عمار
%0.03+%0.23	20000000	5825+45600	09/05/2013+11/11/2013	2	عمار
%0.03	20000000	5638	08/06/2014	1	عمار
%0.004	26330175	1039	17/09/2012	1	كامكو
%0.042+%0.056	26330175	11107+14638	18/3/2013+16/9/2013	2	كامكو
%0.085+%0.1	26330175	22359+29687	17/3/2014+15/9/2014	2	كامكو
%0.86+0.0034	30713465	263325 + 104361	30/5/2013+9/12/2013	2	كفيك

المصدر من اعداد	%0.07	30713465	21089	18/06/2014	1	كفيك
الباحث بالاعتماد	%0.27	55125000	146784	24/09/2013	1	كويتية
على تقارير سوق	%0.09	33396000	30270	30/10/2013	1	لوجستيك
الكويت للأوراق	%0.48	60613740	290552	20/10/2014	1	لوجستيك
المالية	%6.9+%4.6	140340000	9644000+6465000	07/05/2013+25/11/2013	2	مشاريع
كما يعرض الجدول	0.07+0.10	147357000	10397500+14700000	6/5/2014+20/10/2014	2	مشاريع
(18-3) عدد	%0.7	8255650	59760	26/03/2013	1	معادن
	%0.3	18711000	57447	27/05/2014	1	منتزهات
	%7	17278874	1215400	05/05/2013	1	ورقة ت
	%0.5	8250000	42950	14/01/2012	1	يوباك
					69	مجموع الاعلانات

اعلانات اعادة شراء الاسهم وتواريخها للشركات التي اعلنت عن اعادة الشراء ، ولكنها لم تُعيد شراء اي سهم نهائياً.

جدول (18-3) الشركات التي اعلنت عن اعادة شراء اسهمها وعدد اعلاناتها التي لم تعيد شرائها فعلاً

تاريخ الاعلان	عدد الاعلانات	الشركات التي لاتعيد الشراء
29/10/2013	1	أبار
28/3/2013+03/11/2013	2	اجيليتي
28/04/2014 +23/10/2014	2	اجيليتي
16/09/2014	1	ارزان
21/10/2013	1	اسيكو
21/07/2014	1	اسيكو
2/4/2014+29/9/2014	2	الامتياز
20/1/2014+9/7/2014	2	الاولى
23/09/2012	1	التعمير
8/4/2013+28/11/2013	2	التعمير
07/01/2014	1	الديرة
11/08/2014	1	السور
28/11/2013	1	القرين
17/01/2014	1	القرين
26/12/2013	1	المباني
10/06/2014	1	المباني
11/11/2012	1	المدينة
09/07/2013	1	المدينة
06/04/2014	1	المدينة
28/01/2013+13/8/2013	2	المركز
23/02/2014	1	المركز
19/01/2014	1	المساكن
10/06/2014	1	المستقبل
16/09/2014	1	المعامل
18/02/2013	1	المغربية
17/11/2013	1	اهلية ت
22/04/2014+14/10/2014	2	اهلية ت
07/08/2013	1	ايفا
04/08/2014	1	ايفا
25/03/2014	1	ايكاروس
21/05/2012	1	البنك التجاري
14/10/2012	1	بنك الخليج
16/09/2012	1	البنك الدولي

19/10/2012	1	بيتك
29/09/2014	1	تسهيلات
14/11/2012	1	تمدين أ
08/05/2013	1	تمدين أ
25/11/2013	1	تنظيف
28/05/2014	1	سكب ك
13/12/2012	1	صالحية
11/06/2013	1	صالحية
12/12/2012	1	صكوك
20/11/2012	1	عمار
17/10/2012	1	كفيك
19/12/2013	1	كويت ت
12/07/2012	1	كويتية
22/04/2014	1	لوجستيك
17/09/2012	1	م الاوراق
10/09/2013	1	م الاوراق
10/03/2014	1	م الاوراق
03/12/2013	1	مزايا
31/08/2012	1	نور
07/11/2013	1	نور
25/05/2014	1	نور
23/10/2013	1	ورقية
25/05/2014	1	ورقية
18/06/2013	1	وطنية دق
17/03/2014	1	وطنية م ب
19/01/2014	1	يوباك
	66	مجموع الاعلانات

المصدر من اعداد الباحث بالاعتماد على تقارير سوق الكويت للأوراق المالية

1.4.3. اختبار اثر الكمية الفعلية من الاسهم المعاد شراؤها :

يعرض الجدول (3-19) متوسطات العوائد اليومية غير العادية والمتوسطات المتراكمة للسهم والمتوسط اليومي للعوائد غير العادية المتراكمة لعشرة إعلانات اعادة شراء فعلية ولمدة (15) يوماً قبل يوم الاعلان بالإضافة الى يوم الاعلان (الحدث) و (14) يوماً بعد الاعلان . وتم اختيار هذه الاعلانات العشرة للشركات التي اعادت شراء اسهمها فعلياً و لكن بنسب اعادة شراء مختلفة والمؤشرة باللون الاصفر في الجدول (3-17) لغرض اختبارها في السوق . ومن المفترض ان تكون الاشارة ايجابية لهذا النوع من الشركات يقابلها استجابة ايجابية من المستثمرين ، وان سبب اختيار هذه النسب المختلفة للكمية المشتراة من الاسهم لبيان هل ان تباين النسبة له تباين في الاستجابة ؟ .

ويبين العمود الثاني والثالث اللذان يمثلان على التوالي العوائد غير العادية و العوائد غير العادية المتراكمة للاسهم التابعة لشركة الاستثمارات الوطنية (استثمارات) بأن جميع مشاهدات العوائد غير العادية ايجابية باستثناء ثلاثة ايام وهي اليوم الرابع عشر والثالث عشر والعاشر قبل الاعلان وخمسة ايام بعد الاعلان من اصل ثلاثين يوماً لنافذة الحدث ، وهذا يعني: ان الغلبة

للعوائد الموجبة مما افضى الى اتجاه عام موجب للعوائد غير العادية المتراكمة باستثناء يومان وهما الرابع عشر والثالث عشر قبل الاعلان ويبدو ان المعلومات السابقة لم تكن بالمستوى المطلوب من الدقة ثم انقلبت موجبة بعد ذلك حتى نهاية مدة نافذة الحدث نتيجة المعلومات المتسربة الى المستثمرين بأن الشركة قامت بإعادة شراء اسهمها فعلياً ويفسر المستثمرون ذلك بأن اسعار اسهمها فعلاً دون قيمتها الحقيقية وكانت كمية الاسهم المشتراة حوالي (0.06) مما زاد من ثقة المستثمرين بإعلان هذه الشركة فكانت الاستجابة ايجابية لهذا الاعلان ، وان سبب عدم استطاعة الشركة شراء كامل الكمية التي اعلنت عن اعادة شرائها ربما لم تجد من يبيع اسهمه ، لذا حقق السهم عوائد غير عادية موجبة في اغلب المشاهدات مما عوض الخسارة في اليومين المذكورين انفاً . فكان اعلى عائد قبل الاعلان في اليوم الثاني عشر (0.0709) واقل عائد غير عادي في اليوم الرابع عشر قبل الاعلان (-0.0065) وبلغ العائد غير العادي في يوم الاعلان (0.0201) واستمر تقلب العوائد ما بين موجب وسالب حتى استقر في نهاية نافذة الحدث عند (0.0234) ولكن هذا الانعكاس غير صحيحاً ومخالفاً لنظرية السوق الكفوءة .

ومن جهة اخرى طالما ظهرت جميع مشاهدات قيم CAR موجبة خلال المدة السابقة ليوم الاعلان باستثناء اليومين المذكورين نتيجة تحقق عوائد غير عادية AR متقلبة ما بين الارتفاع والانخفاض والسالب والموجب ففي ذلك دلالة على استجابة غير صحيحة ومتحيزة من جانب السوق لإعلان اعادة شراء اسهم هذه الشركة . ومن جانب اخر، طالما ان العوائد غير العادية المتراكمة بعد الاعلان لم تستقر عند (0.2416) وهو CAR في يوم الاعلان وهو عادةً عائد مرتفع نسبياً، واخذت ترتفع كثيراً عن هذه القيمة طوال المدة ما بعد الاعلان لغاية اخر يوم في نافذة الحدث نتيجة للعوائد غير العادية المتقلبة ولكن باتجاه عام موجب خلال هذه المدة فان لهذه النتيجة ثلاثة مدلولات: **المدلول الاول** : هو ان لإعلان اعادة الشراء محتوى معلوماتي مؤثراً ، والدليل على ذلك تحقق عوائد غير عادية (بغض النظر عن اشارتها) ، والتي ينبغي ان تكون صفراً اذا لم يكن للإعلان محتوى معلوماتي مؤثر ، وهذا يعني ضمناً وجود مشكلة عدم تماثل معلوماتي مما يتعارض مع الفرضية الفرعية الاولى للدراسة . **والمدلول الثاني** : هو ان استجابة السوق متحيزة نتيجة للعوائد غير العادية السالبة ، **والمدلول الثالث** : ان استجابة السوق بطيئة وليست تامة نتيجة تحقق عوائد غير عادية موجبة حتى بعد مرور اسبوعين من تاريخ الاعلان . وفي ذلك اشارة مهمة الى المستثمرين تُنبأ عن خلل في كفاءة سوق الكويت من الناحية المعلوماتية . اذ انها تؤكد للمستثمر بأنه لو اشترى سهم هذه الشركة قبل اعلانها عن اعادة شراء اسهمها بأسبوعين واحتفظ بها لمدة اسبوعين بعد الاعلان لغرض بيعها فيإمكانه

تحقيق عائد غير عادي موجب يزيد على (0.35) (CAR في اليوم +14) وهو عادة عائد مرتفع نسبياً.

ويبين العمودان السادس والسابع الممثلان على التوالي بالعوائد غير العادية والعوائد غير العادية المتراكمة لاسهم المعاد شرائها التابعة لشركة القرين فكانت جميع مشاهداتها سالبة ماعدا اليوم الخامس عشر والتاسع والسابع والرابع قبل الاعلان واليوم الثاني بعد الاعلان الا ان اتجاهها العام كان سالباً مما افضى الى اتجاه عام سالب للعوائد غير العادية المتراكمة ماعدا اليومين في بداية نافذة الحدث ، فكانت الاستجابة سلبية لإعلان هذه الشركة ، على الرغم من ان الشركة اعادت شراء حوالي (4.43%) ، ولكن قد يعزى هذا الى عوامل اخرى مرتبطة بالمستثمرين وطريقة تفسيرهم للمعلومات اضع الى ذلك ربما اتخذ المستثمرون موقفاً سلبياً من الشركة لكثرة اعلاناتها لإعادة الشراء فبلغ عدد اعلاناتها خلال مدة الدراسة اربعة اعلانات ، وهذا يعد اشارة سلبية على الشركة ربما كان سبباً في انخفاض الاستجابة لإعلانات هذه الشركة . وبلغ اعلى العوائد غير العادية في اليوم الخامس عشر قبل الاعلان (0.0095) ، واقل العوائد غير العادية في اليوم الثامن قبل الاعلان اذ بلغ (-0.0227) وكان موجباً في يوم الاعلان بمقدار (0.0116) واستمرت العوائد غير العادية بالاتجاه السالب حتى اخر مشاهدة في نافذة الحدث . وعند مقارنة هذه الشركة مع الشركة الاولى للاستثمار (الاولى) التي اعادت شراء اسهمها بكمية (0.44%) من رأسمالها وهي نسبة صغيرة جداً مقارنة بما اعلنت ، الا انها حققت عائد غير عادي متراكم في يوم الاعلان اعلى من هذه الشركة بلغ (0.0931) بينما كان لشركة القرين سالباً بمقدار (-0.0816) ، وهذا يعني ليست هناك علاقة بزيادة نسبة الشراء الفعلي مع زيادة العائد غير العادي .

ومن جانب اخر فان العوائد غير العادية المتراكمة CAR طالما ظهرت قيمها سالبة خلال المدة السابقة ليوم الاعلان باستثناء اليومين المذكورين انفاً نتيجة تحقق عوائد غير عادية AR متقلبة ففي ذلك دلالة على استجابة متحيزة من جانب السوق لإعلان اعادة شراء اسهم هذه الشركة . ومن جانب اخر، فان العوائد غير العادية المتراكمة بعد الاعلان لم تكن مستقرة وثابتة واخذت تتخفف كثيراً بالاتجاه السالب طوال المدة ما بعد الاعلان لغاية اخر يوم في نافذة الحدث حتى وصلت عندها (-0.2023) نتيجة للعوائد غير العادية التي كانت اتجاهها العام سالباً خلال هذه المدة . فإن لهذه النتيجة ثلاثة مدلولات، المدلول الاول : هو ان إعلان اعادة الشراء محتوى معلوماتي مؤثراً ، والدليل على ذلك تحقق عوائد غير عادية (بغض النظر عن اشارتها) ، والتي ينبغي ان تكون مستقرة وثابتة اذا لم يكن للإعلان محتوى معلوماتي مؤثر، وهذا يعني ضمناً وجود مشكلة عدم تماثل معلوماتي مما يتعارض مع الفرضية الفرعية الاولى للدراسة

الجدول (3-19) متوسطات العوائد اليومية غير العادية والمتوسطات المتراكمة للسهم ومتوسطاتها لإعلانات الشركات التي اعادت شراء اسهمها بشكل فعلي

CAAR	كوبية	معلن	مخارج	بيانات ب	ب لوطني	بقا فائق	الجزات	القرن	الاولى	استثمارات	نافذة
	CA2 AR2	CA1 AR1	CA1 AR1	CA3 AR3	CA1 AR1	CA2 AR2	CA1 AR1	CA1 AR1	CA2 AR2	CA3 AR3	الحديث
0.0144	-0.0058	0.0351	-0.008	0.0185	0.017	0.0104	0.0066	0.0095	0.059	0.0012	-15
0.0161	0.0242	0.0359	-0.016	0.0106	0.0276	0.0272	0.0128	-0.0058	0.0407	-0.0053	-14
0.015	0.0031	0.036	9E-05	-0.0067	0.0211	0.0313	0.0042	-0.0002	0.0414	-0.0093	-13
0.0286	0.0086	0.0317	-0.0043	-0.006	0.0442	0.0536	0.0348	-0.0023	0.0626	0.0616	-12
0.0287	0.0048	0.0769	0.0452	-0.006	0.0367	0.0605	0.0521	-0.0171	0.0382	0.0775	-11
0.0292	0.0155	0.0108	0.0621	-0.0101	0.0041	0.0308	-0.03	-0.0269	0.0805	0.0714	-10
0.0378	0.0155	0.0972	0.0351	-0.004	0.0591	0.026	0.0723	-0.003	0.0987	0.0832	-9
0.0275	-0.0311	0.0465	0.0537	-0.0285	0.014	0.0657	0.0959	-0.0445	0.0868	0.0956	-8
0.0319	-0.0326	0.0015	0.0662	0.0091	0.0194	0.0779	0.0122	0.0038	0.0799	0.0994	-7
0.0266	-0.0466	0.014	0.0356	-0.0146	0.0732	0.0819	0.0041	-0.0582	0.0512	0.1195	-6
0.0293	-0.0207	0.0259	0.022	-0.0136	0.088	0.0782	-0.004	-0.0667	0.0361	0.1476	-5
0.0319	-0.038	-0.0173	0.0571	0.0352	-0.096	0.0399	-0.038	0.0664	0.002	0.1582	-4
0.0474	0.0043	0.0423	0.111	0.0539	-0.104	0.1022	0.0623	-0.0716	0.0683	0.1751	-3
0.0474	-0.0108	-0.0151	0.085	-0.0261	-0.112	0.1309	0.0287	-0.0787	0.0714	0.1833	-2
0.0448	-0.0343	-0.0235	0.0449	-0.04	-0.12	0.1325	0.0016	-0.0932	0.0781	0.2215	-1
0.0531	-0.0049	0.0294	0.085	0.0401	-0.165	0.1389	0.0064	0.1616	0.0931	0.015	0
0.0555	-0.0211	-0.0162	0.0369	-0.0481	-0.136	0.1495	0.0107	0.1728	0.1165	0.269	1
0.0641	-0.0387	-0.0176	0.0463	0.0095	-0.144	0.1649	0.0154	0.2061	0.1364	0.275	2
0.0684	-0.0133	0.0254	0.03	-0.0163	-0.152	0.1992	0.0343	0.2359	0.1308	0.2911	3
0.0637	-0.0288	-0.0155	0.0322	0.0022	-0.16	0.1922	-0.007	0.2124	0.1184	0.3003	4
0.0721	-0.0218	0.0069	0.0884	0.0561	-0.168	0.214	0.0218	0.2112	0.1429	0.2961	5
0.075	-0.0204	0.0014	0.1023	0.139	-0.176	0.2428	0.0288	0.2106	0.1585	0.3217	6
0.083	-0.0114	0.009	0.1031	0.0008	-0.184	0.293	0.0502	0.2175	0.1623	0.3301	7
0.0908	0.0052	0.0166	0.1236	0.0205	-0.192	0.3185	0.0256	0.2226	0.1648	0.0025	8
0.1	0.0086	0.0034	0.1224	-0.0011	-0.2	0.3724	0.0538	0.2622	0.1771	0.0124	9
0.0944	0.0049	-0.0037	0.1131	-0.0093	-0.208	0.3481	-0.024	0.2379	0.1865	0.0093	10
0.0882	-0.0078	-0.0127	0.114	0.0009	-0.216	0.3024	-0.046	0.2389	0.1999	0.0134	11
0.0872	0.0172	0.025	0.1147	0.0006	-0.261	0.3374	0.035	0.2184	0.2102	0.0103	12
0.0775	0.0262	0.0091	0.0582	-0.0565	-0.269	0.3411	0.0037	0.2118	0.2191	0.0089	13
0.0724	-0.0034	-0.0296	0.0386	-0.0196	-0.24	0.313	-0.028	0.2091	0.2233	0.0042	14

المصدر: (من اعداد الباحث بالاعتماد على تقارير سوق الكويت للأوراق المالية)

والمدلول الثاني : هو ان استجابة السوق غير صحيحة نتيجة العوائد غير العادية السالبة ، **والمدلول الثالث:** ان استجابة السوق بطيئة وليست تامة نتيجة تحقق عوائد غير عادية سالبة حتى بعد مرور اسبوعين من تاريخ الاعلان . وفي ذلك اشارة مهمة الى المستثمرين تُنبأ عن خلل في كفاءة سوق الكويت من الناحية المعلوماتية . اذ انها تؤكد للمستثمر بأنه لو باع سهم هذه الشركة قبل اعلانها عن اعادة شراء اسهمها بأسبوعين واشترى السهم بأسبوعين بعد الاعلان فبإمكانه تحقيق عائد غير عادي يزيد على (0.20) (CAR في اليوم +14) وهو عادة عائد مرتفع نسبياً .

وتبين من العمودين العاشر والحادي عشر اللذين يمثلان على التوالي العوائد غير العادية والعوائد غير العادية المتراكمة لاسهم شركة ايفا فنادق . فكانت عوائدها غير العادية متقلبة فتارة ترتفع ، وتارة اخرى تتخفف، ثم تنقلب سالبة تارةً وموجبة تارةً اخرى الا ان الغلبة كانت للعوائد الموجبة مما افضى الى اتجاه عام موجب للعوائد غير العادية المتراكمة على طول نافذة الحدث ، وكانت الاستجابة ايجابية على الرغم من ان كمية الاسهم المعاد شرائها لم تكن بالمستوى المطلوب اذ اعلنت الشركة عن اعادة شراء (10%) من اسهمها خلال مدة الاعلان ولكن كمية الاسهم المعاد شرائها فعلاً بلغت نسبتها (0.046) . وقد تكون الشركة صادقة في اعلانها الا ان انها لم تجد اسهماً معروضة للبيع ، فقد حقق السهم اعلى عائد غير عادي في اليوم الثالث قبل الاعلان (0.0623) واقل عائد غير عادي كان في اليوم الرابع قبل الاعلان (-0.038) وكان العائد في يوم الاعلان موجباً بقيمة (0.0064) وظلت العوائد غير العادية بهذا الاتجاه متقلبة ما بين سالب وموجب وارتفاع وانخفاض حتى نهاية نافذة الحدث . وعند مقارنة هذه الشركة مع شركة إنجازات للتنمية العقارية والتي اعادت شراء اسهمها بنسبة (1.8%) وهذه النسبة اقل بكثير من النسبة التي اعادت شرائها شركة ايفا فنادق الا ان شركة إنجازات حققت عائد غير عادي متراكم في يوم الاعلان اعلى من شركة ايفا فنادق فكان لشركة إنجازات (0.1616) بينما لشركة ايفا فنادق (0.1389) ، وهذا يعني ليست هناك علاقة بزيادة نسبة الشراء الفعلي مع زيادة العائد غير العادي .

ومن ناحية اخرى ، طالما ظهرت جميع المشاهدات لقيم CAR موجبة خلال المدة السابقة ليوم الاعلان نتيجة تحقق عوائد غير عادية AR متقلبة ما بين الارتفاع والانخفاض والسالب والموجب ففي ذلك دلالة على استجابة متحيزة من جانب السوق لإعلان اعادة شراء اسهم هذه الشركة هذا من جانب . ومن جانب اخر، طالما ان العوائد غير العادية المتراكمة بعد الاعلان لم تستقر عند (0.1389) وهو CAR في يوم الاعلان ، واخذت ترتفع كثيراً عن هذه القيمة طوال المدة ما بعد الاعلان لغاية اخر يوم في نافذة الحدث نتيجة للعوائد غير العادية المتقلبة، ولكن باتجاه عام موجب خلال هذه المدة فان لهذه النتيجة ثلاثة مدلولات : **المدلول الاول :** هو ان لإعلان اعادة الشراء محتوى معلوماتي مؤثراً ، والدليل على ذلك تحقق عوائد غير عادية

(بغض النظر عن اشارتها) ، والتي ينبغي ان تكون صفراً اذا لم يكن للإعلان محتوى معلوماتي مؤثر، وهذا يعني ضمناً وجود مشكلة عدم تماثل معلوماتي مما يتعارض مع الفرضية الفرعية الاولى للدراسة . **والمدلول الثاني:** هو ان استجابة السوق متحيزة نتيجة العوائد غير العادية السالبة ، **والمدلول الثالث :** ان استجابة السوق بطيئة وليست تامة نتيجة تحقق عوائد غير عادية موجبة حتى بعد مرور اسبوعين من تاريخ الاعلان . وفي ذلك اشارة مهمة الى المستثمرين تُنبأ عن خلل في كفاءة سوق الكويت من الناحية المعلوماتية .

ويبين العمودان السادس عشر والسابع عشر للذان يمثلان على التوالي العوائد غير العادية والعوائد غير العادية المتراكمة لاسهم مجموعة الخليج للتأمين(خليج ت) فكانت العوائد غير العادية على طول نافذة الحدث سالبة ماعدا يومين في الجزء الاول من نافذة الحدث(قبل الاعلان) ويومين في الجزء الثاني (بعد الاعلان) من نافذة الحدث من اصل ثلاثين يوماً مدة نافذة الحدث . وهذا يعني ان الغلبة للعوائد السالبة مما افضى الى ان تكون العوائد غير العادية المتراكمة باتجاه عام سالب ، فبالرغم من ان الشركة اعادته شراء نسبة (8%) وهي قريبة من كمية الاسهم المعلنة عنها الا ان استجابة السوق كانت سلبية ، وهذا يعني ان المعلومات المرسله الى المستثمرين لم تكن بالمستوى المطلوب من الدقة او ان المستثمرين لا يستطيعون تفسيرها بشكل جيد. او قد تكون هناك معلومات اخرى اثرت على هذه الاستجابة لتعدد اعلانات الشركة . لذا تكبدت الشركة خسائر كبيرة حتى في يوم الاعلان فبلغ اعلى العوائد غير العادية في اليوم الثالث عشر قبل الاعلان(0.02772) اما اقل العوائد فكان في اليوم الثامن قبل الاعلان بقيمة (-0.026) وكان العائد سالباً في يوم الاعلان بمقدار (-0.045) ، وعند مقارنة هذه الشركة مع شركة بوبيان للبتروكيماويات ، التي اعادت شراء اسهمها بنسبة (3%) وهذه النسبة اقل بكثير من النسبة التي اعادت شرائها مجموعة الخليج ، الا ان شركة بوبيان حققت عائد غير عادي متراكم في يوم الاعلان اعلى من شركة مجموعة الخليج ، فكان لشركة بوبيان (-0.0449) بينما لشركة مجموعة الخليج (-0.165) ، وهذا يعني ليست هناك علاقة بزيادة نسبة الشراء الفعلي مع زيادة العائد غير العادي هذا من جانب . ومن جانب اخر ، فان العوائد غير العادية المتراكمة CAR طالما ظهرت قيمها سالبة قبل الحدث باستثناء اليومين الثالث عشر والثاني عشر نتيجة تحقق عوائد غير عادية AR غالبيتها سالبة ففي ذلك دلالة على استجابة متحيزة من جانب السوق لإعلان اعادته شراء اسهم هذه الشركة . ومن جانب اخر، فان العوائد غير العادية المتراكمة بعد الاعلان لم تكن مستقرة وثابتة واخذت تتخضع وترتفع كثيراً عن العائد في يوم الاعلان بالاتجاه السالب طوال المدة ما بعد الاعلان لغاية اخر يوم في نافذة الحدث حتى استقرت عند (-0.24) نتيجة للعوائد غير العادية اتجاهها العام كان سالباً خلال هذه المدة ، فان لهذه النتيجة ثلاثة مدلولات: **المدلول الاول :** هو ان لإعلان اعادته الشراء محتوى معلوماتي مؤثراً ، والدليل على ذلك تحقق عوائد غير عادية (بغض النظر عن اشارتها)

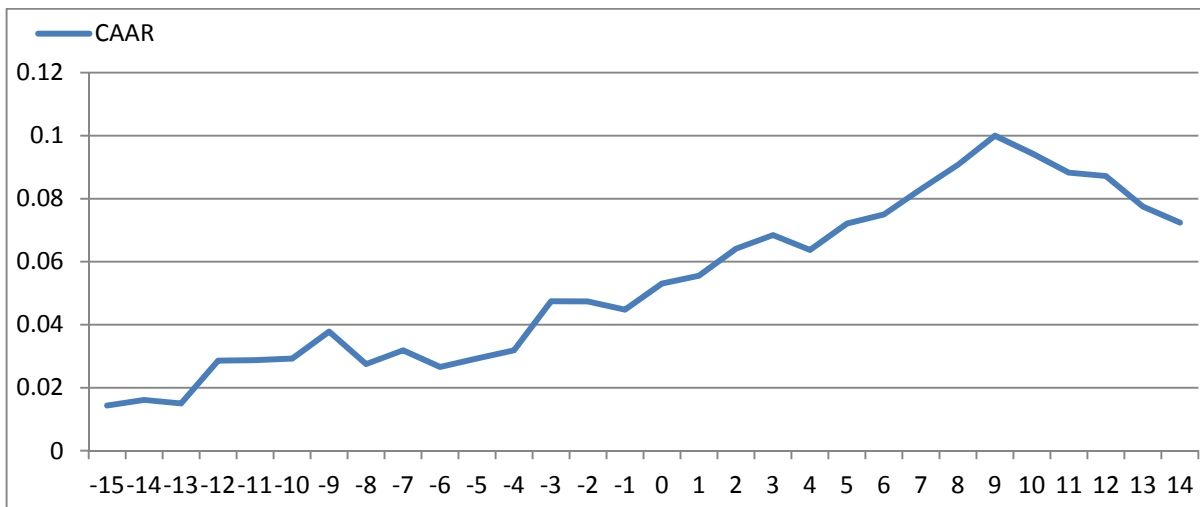
، والتي ينبغي ان تكون صفراً اذا لم يكن للإعلان محتوى معلوماتي مؤثر وهذا يعني ضمناً وجود مشكلة عدم تماثل معلوماتي مما يتعارض مع الفرضية الفرعية الاولى للدراسة . والمدلول الثاني : هو ان استجابة السوق غير صحيحة ومتحيزة نتيجة العوائد غير العادية السالبة ، والمدلول الثالث: ان استجابة السوق بطيئة وليست تامة نتيجة تحقق عوائد غير عادية سالبة حتى بعد مرور اسبوعين من تاريخ الاعلان ، وفي ذلك اشارة مهمة الى المستثمرين تُنبأ عن خلل في كفاءة سوق الكويت من الناحية المعلوماتية .

وتبين من خلال العمودان الثامن عشر والتاسع عشر العوائد غير العادية والعوائد غير العادية المتراكمة للاسهم التابعة لشركة المعادن فكانت العوائد غير العادية متقلبة (سالبة ، موجبة) على طول نافذة الحدث قبل الحدث واثناؤه وبعده ، الا ان الغلبة كانت للعوائد الموجبة مما افضى الى اتجاه عام موجب لجميع مشاهدات الثلاثين يوماً للعوائد غير العادية المتراكمة ، فعلى الرغم من ان الشركة قامت بإعادة شراء بنسبة صغيرة جداً من اسهمها بالمقارنة عن ما اعلنت ، فبلغت كمية الاسهم المشتراة (0.7%) الا ان الشركة حققت عوائد غير عادية موجبة اعلى من مجموعة الخليج للتأمين(خليج ت) والتي بلغت كمية الاسهم التي اعادت شرائها نسبة (8%) . فكان العائد غير العادي المتراكم في يوم الاعلان لشركة المعادن (0.085) بينما كان في يوم الاعلان لمجموعة الخليج سالباً بمقدار (-0.165) ويبدو ان هناك معلومات اخرى مرتبطة بالمستثمرين وطريقة تفسيرهم لهذه المعلومات ، وهذا يعني بانه لا تزداد العوائد غير العادية بزيادة كمية اعادة الشراء الفعلية وانما يعود ارتفاع العوائد للمحتوى المعلوماتي وطريقة تفسيره من قبل المستثمرين . فكان اعلى العوائد غير العادية قبل الاعلان في اليوم الثالث بقيمة (0.0539) اما اقل العوائد غير العادية كان في اليوم الثامن قبل الاعلان (-0.0434) . واستمرت العوائد غير العادية بعد الحدث متقلبة تارةً موجبة وتارةً اخرى سالبة وبين الارتفاع والانخفاض الى نهاية مدة نافذة الحدث

ومن ناحية اخرى ، طالما ظهرت جميع المشاهدات لقيم CAR موجبة قبل الحدث نتيجة تحقق عوائد غير عادية AR متقلبة ما بين السالب والموجب ، ففي ذلك دلالة على استجابة متحيزة من جانب السوق لإعلان اعادة شراء اسهم هذه الشركة . ومن جانب اخر، طالما ان العوائد غير العادية المتراكمة بعد الاعلان لم تكن مستقرة وثابتة عند (0.085) وهو CAR في يوم الاعلان واخذت ترتفع وتتنخفض كثيراً عن هذه القيمة طوال المدة ما بعد الاعلان لغاية اخر يوم في نافذة الحدث نتيجة للعوائد غير العادية المتقلبة ولكن باتجاه عام موجب خلال هذه المدة فان لهذه النتيجة ثلاثة مدلولات ، المدلول الاول : هو ان لإعلان اعادة الشراء محتوى معلوماتي مؤثراً ، والدليل على ذلك تحقق عوائد غير عادية (بغض النظر عن اشارتها)، والتي ينبغي ان تكون صفراً اذا لم يكن للإعلان محتوى معلوماتي مؤثر، وهذا يعني ضمناً وجود مشكلة عدم تماثل معلوماتي ، مما يتعارض مع الفرضية الفرعية الاولى للدراسة . والمدلول

الثاني: هو ان استجابة السوق متحيزة وغير صحيحة نتيجة العوائد غير العادية السالبة ، **والمدلول الثالث :** ان استجابة السوق بطيئة وعدم كمالها نتيجة تحقق عوائد غير عادية موجبة حتى بعد مرور اسبوعين من تاريخ الاعلان ، وفي ذلك اشارة مهمة الى المستثمرين تُنبأ عن خلل في كفاءة سوق الكويت من الناحية المعلوماتية .

ويعرض العمود الاخير متوسط العوائد غير العادية المتراكمة (CAAR) للإعلانات العشرة للشركات التي اعاد شراء اسهمها فعلياً ، فكانت جميع المشاهدات ايجابية قبل الاعلان واثنايه وبعده ، وهذه دلالة على ان الشركات التي تعيد شراء اسهمها بشكل فعلي ترسل بإشارة صادقة وتكون الاستجابة لها ايجابية . واعي متوسط للعوائد غير العادية المتراكمة تحقق في اليوم التاسع بعد الاعلان (0.10) اما اقل متوسط تحقق في اليوم الخامس عشر قبل الاعلان اذ بلغ (0.0144) . والاتجاه العام للمتوسطات هو اتجاه تصاعدي عامة باستثناء الايام الاخيرة من نافذة الحدث التي اعاد السوق فيها التصحيح لاستجابته المبالغ فيها وكما هو ظاهر في الشكل (3-8) السلوك العام لأسعار اسهم هذا النوع من الشركات كان منطقياً وموضوعياً طوال الايام من بداية نافذة الحدث وحتى يوم الاعلان ، ولكن تحقق العوائد غير العادية بعد اليوم (0) اخل بشرطي السرعة والكمال في استجابة اسعار الاسهم للمحتوى المعلوماتي لهذا الاعلان ، اذ انها اظهرت استيعاباً وتجسيماً بطيئاً وغير كامل لحدث الاعلان امتد لأسبوعين بعد يوم الاعلان الفعلي وان هناك تصحيحاً في الايام الاربعة الاخيرة من النافذة لكنها لم تنجح في تحقيق الثبات في (CAAR) وعدم تصاعده منذ يوم الاعلان ، وكما يفترض الشكل (3-1) . وكل ذلك يؤكد **على حقيقتين : الاولى:** ان هناك استجابة لافقة (وان كانت غير كفوءة في جانب منها) لحدث اعاد شراء الاسهم من قبل الشركات صادقة الاشارة ، **الثانية:** ان استجابة السوق العامة ليست كفوءة لهذا الحدث .



الشكل (3-8) متوسط العائد غير العادي المتراكم لاسهم الشركات التي اعادت شراء اسهمها بشكل فعلي

2.4.3. اختبار اثر اعلانات إعادة شراء الاسهم التي لم يتم تنفيذها (صفرية الكمية المشتراة) :

يعرض الجدول (3-20) متوسطات العوائد اليومية غير العادية والمتوسطات المتراكمة للسهم والمتوسط اليومي للعوائد غير العادية المتراكمة لعشرة إعلانات إعادة شراء للاسهم التي لم يتم إعادة شرائها نهائياً . وتم اختيار الاعلانات العشرة للشركات التي لا تقوم بإعادة شراء اسهمها عشوائياً ، ولمدة (15) يوماً قبل يوم الاعلان بالإضافة الى يوم الاعلان (الحدث) و (14) يوماً بعد الاعلان .

ويتبين من العمودين الثاني والثالث اللذان يمثلان على التوالي العوائد غير العادية و العوائد غير العادية المتراكمة لاسهم شركة آبار بأن جميع المشاهدات لنافذة الحدث للعوائد غير العادية كانت سالبة باستثناء اليوم الثاني والرابع قبل الاعلان واليوم الثاني والخامس بعد الاعلان من اصل ثلاثين يوماً لذا كانت الغلبة للعوائد السالبة مما افضى الى اتجاه عام سالب للعوائد غير العادية المتراكمة ، وهذه الاستجابة السلبية للحدث نتيجة ان الشركة لم تقم بإعادة شراء اسهمها وهذا قد يعطي الحق للمستثمرين بأن تكون استجابتهم سلبية لهذا الحدث ، لان تفسير المستثمرين حينما تعلن الشركة عن إعادة شراء اسهمها ولا تقوم بعملية إعادة شراء فعلية هذا يعني أن اسعار اسهم الشركة اعلى من قيمتها الحقيقية وان الشركة حينما تنفذ عملية الشراء سوف تزداد تكلفتها عند ارسال الاشارة الى المستثمرين، وهذا قد يكون سبباً رئيساً لعدم شراء الشركة لأسهمها . فبلغ اعلى عائد غير عادي في اليوم الرابع قبل الاعلان (0.0284) واقل عائد غير عادي كان في اليوم الرابع عشر قبل الاعلان (-0.0457) ، وكان سالباً في يوم الاعلان بمقدار (-0.0089) متأثراً بالعوائد السابقة ، واستمرت العوائد غير العادية تسير بهذا الاتجاه السالب حتى نهاية نافذة الحدث ماعدا اليومين المذكورين انفاً .

ومن ناحية اخرى ، طالما كان اتجاه CAR سالباً ولجميع المشاهدات قبل الحدث نتيجة تحقق عوائد غير عادية AR غالبيتها سالبة ، ففي ذلك دلالة على استجابة متحيزة من جانب السوق لإعلان إعادة الشراء هذا . ومن جانب اخر، ان العوائد غير العادية المتراكمة بعد الاعلان لم تكن مستقرة وثابتة واخذت تنخفض كثيراً عن القيمة في يوم الاعلان لغاية اخر يوم في نافذة الحدث نتيجة للعوائد غير العادية التي كان اتجاهها العام سالباً خلال هذه المدة فان لهذه النتيجة ثلاث حقائق الاولى : هي ان لإعلان إعادة الشراء محتوى معلوماتي مؤثراً، والدليل على ذلك تحقق عوائد غير عادية (بغض النظر عن اشارتها)، والتي من المفترض ان تكون صفراً اذا لم يكن للإعلان محتوى معلوماتي مؤثر، وهذا يعني ضمناً وجود مشكلة عدم تماثل معلوماتي مما يتعارض مع الفرضية الفرعية الاولى للدراسة . والثانية : هو ان استجابة السوق

غير صحيحة ومتحيزة نتيجة العوائد غير العادية السالبة ، **والثالثة** : ان استجابة السوق بطيئة وغير تامة نتيجة تحقق عوائد غير عادية سالبة حتى بعد مرور اسبوعين من تاريخ الاعلان . وفي ذلك اشارة مهمة الى المستثمرين تُنبأ عن خلل في كفاءة سوق الكويت من الناحية المعلوماتية .

وتبين في العمودين السادس والسابع اللذين يمثلان على التوالي العوائد غير العادية و العوائد غير العادية المتراكمة لاسهم شركة الديرة بأن جميع مشاهدات نافذه الحدث للعوائد غير العادية كانت ايجابية بأستثناء ثلاثة ايام قبل الحدث وثلاثة ايام بعد الحدث فغالبية العوائد كانت موجبة مما افضى الى اتجاه عام موجب للعوائد غير العادية المتراكمة طوال نافذة الحدث ، على الرغم من ان الشركة لا تقوم بإعادة شراء اسهمها . وهذا يرجع الى معلومات قد تكون مرتبطة بالمستثمرين وطريقة تفسيرهم لها ، او قد تكون الاستجابة الايجابية لهذه الاعلانات تأثرت بمعلومات اقوى كون ان الشركة من الشركات التي نادراً ما تعلن عن اعادة شراء اسهمها وان هذا النوع من الشركات لا يعلن الا اذا كان سعر السهم فعلاً دون قيمته الحقيقية بالإضافة الى توفر تدفقات نقدية حرة وفائضة . لذا قد تكون هذه المعلومات اثرت في المستثمرين اكثر من المعلومات الخاصة بعدم اعادة الشراء مما زاد من ايجابية الاستجابة لهذا الحدث . فقد حقق السهم لشركة الديرة اعلى العوائد غير العادية قبل الاعلان في اليوم الاول (0.0606) ، واقل العوائد غير العادية كان في اليوم الرابع عشر قبل الاعلان بقيمة (-0.0253) . وكان العائد في يوم الاعلان ايجابياً (0.0111) متأثراً بما قبله من العوائد غير العادية ، واستمرت العوائد غير العادية بعد الاعلان متذبذبة ايجابياً وسلبياً حتى استقرت في اليوم الرابع عشر بعد الاعلان عند (0.0271) .

ومن ناحية اخرى ، طالما ظهرت جميع المشاهدات لقيم CAR موجبة خلال المدة السابقة ليوم الحدث نتيجة تحقق عوائد غير عادية AR متقلبة ، ففي ذلك دلالة على استجابة متحيزة وغير صحيحة من جانب السوق لهذا الحدث . ومن جانب اخر، طالما ان العوائد غير العادية المتراكمة بعد الاعلان لم تستقر عند (0.2419) وهو CAR في يوم الاعلان واخذت ترتفع وتخفض عن هذه القيمة طوال المدة ما بعد الاعلان لغاية اخر يوم في نافذة الحدث نتيجة للعوائد غير العادية التي كان اتجاهها العام موجباً خلال هذه المدة فان لهذه النتيجة ثلاث **حقائق: الاولى** : هي ان لإعلان اعادة الشراء محتوى معلوماتي مؤثراً ، والدليل على ذلك تحقق عوائد غير عادية (بغض النظر عن اشارتها) ، والتي من المفترض ان تكون ثابتة ومستقرة اذا لم يكن للإعلان محتوى معلوماتي مؤثر، وهذا يعني ضمناً وجود مشكلة عدم تماثل معلوماتي مما يتعارض مع الفرضية الفرعية الاولى للدراسة . **والثانية**: هي ان استجابة السوق غير صحيحة ومتحيزة نتيجة العوائد غير العادية السالبة ، **والثالثة**: ان استجابة السوق بطيئة ولم تعكس بشكل كامل وسريع نتيجة تحقق عوائد غير عادية موجبة حتى بعد مرور اسبوعين من تاريخ الاعلان ، وفي ذلك اشارة مهمة الى المستثمرين تُنبأ عن خلل في كفاءة سوق الكويت من الناحية المعلوماتية .

الجدول (3-20) متوسطات العوائد غير العادية والمتوسطات المتراكمة ومتوسطاتها لاسهم الشركات التي لم تعيد شراء اسهمها فعلياً

CAAR	كبيك		تسميلت		بنك		بنك الخليج		القرين		الاولى		السور		الدوية		ارزان		البلر		نافذة الحدث
	AR1	CAR1	AR2	CAR2	AR1	CAR1	AR1	CAR1	AR2	CAR2	AR4	CAR4	AR1	CAR1	AR1	CAR1	AR4	CAR4	AR1	CAR1	
0.0001	-0.103	-0.0103	-0.0294	-0.0294	0.0091	0.0091	0.0092	0.0092	-0.0019	-0.0019	0.0024	0.0024	0.0026	0.0026	0.0257	0.0257	0.0097	0.0097	-0.0157	-0.0157	-15
-0.011	-0.0326	-0.0223	-0.0406	-0.0112	0.016	0.0069	0.0389	0.0296	-0.0085	-0.0066	0.0003	-0.0021	0.0004	-0.0022	0.0004	-0.0253	-0.0228	-0.0325	-0.0614	-0.0457	-14
-0.0063	0.0398	0.0724	-0.0685	-0.0279	-0.0135	-0.0025	0.0466	0.0078	-0.0011	0.0075	-0.0059	-0.0062	-0.014	-0.0147	0.041	0.0406	-0.0274	-0.0045	-0.0866	-0.0252	-13
-0.0045	0.0816	0.0418	-0.0805	-0.012	0.0176	0.0041	0.0581	0.0125	-0.0095	-0.0084	-0.0662	-0.0603	0.0074	0.0217	0.0774	0.0364	-0.0327	-0.0053	-0.0992	-0.0126	-12
-0.0109	0.0134	-0.0682	-0.0568	0.0237	0.0249	0.0074	0.0621	0.003	-0.0104	-0.0009	-0.0664	-0.0001	0.006	-0.0014	0.0957	0.0183	-0.0647	-0.0321	-0.1131	-0.0139	-11
-0.0135	0.0281	0.0147	-0.0847	-0.0279	-0.0236	-0.0013	0.0646	0.0025	-0.0111	-0.0007	-0.0746	-0.0083	0.0237	0.0177	0.0893	-0.064	-0.0706	-0.0059	-0.1233	-0.0102	-10
-0.0033	0.0451	0.0171	-0.095	-0.0103	0.0256	0.002	0.0658	0.0012	-0.0086	0.0025	-0.0394	0.0353	0.0888	0.0651	0.0974	0.0081	-0.0759	-0.0053	-0.1371	-0.0137	-9
-0.009	0.0525	0.0074	-0.1396	-0.0445	0.0409	0.0153	0.0725	0.0067	-0.0042	0.0044	-0.044	-0.0047	0.0762	-0.0125	0.088	-0.0094	-0.0946	-0.0187	-0.1376	-0.0005	-8
-0.0117	0.0523	-0.0002	-0.1508	-0.0112	0.0498	0.0089	0.0606	-0.012	-0.0112	-0.007	-0.0209	0.0231	0.0497	-0.0265	0.0924	0.045	-0.1006	-0.006	-0.1382	-0.0006	-7
-0.0227	0.0523	-4E-05	-0.1432	0.0076	0.06	0.0101	0.0621	0.0015	-0.0146	-0.0034	-0.0721	-0.0512	0.0261	-0.0236	0.0969	0.045	-0.1185	-0.0179	-0.1761	-0.0378	-6
-0.0209	0.0575	0.0052	-0.154	-0.0108	0.07	0.01	0.0662	0.0041	-0.0388	-0.0242	-0.0255	0.0466	0.0347	0.0087	0.1198	0.0228	-0.1228	-0.0043	-0.2158	-0.0397	-5
-0.0223	0.0102	-0.0472	-0.1661	-0.0122	0.069	-0.001	0.0643	-0.002	-0.0359	0.0029	-0.0035	0.022	0.0219	-0.0128	0.1323	0.0125	-0.1275	-0.0047	-0.1874	0.0284	-4
-0.0312	0.0163	0.006	-0.1782	-0.0121	0.0838	0.0148	0.0512	-0.013	-0.046	-0.0101	-0.0395	-0.036	0.0261	0.0041	0.1447	0.0125	-0.1463	-0.0188	-0.2235	-0.036	-3
-0.0255	0.0137	-0.0025	-0.2055	-0.0273	0.0898	0.006	0.0536	0.0024	-0.0348	0.0113	-0.0056	0.0339	0.0201	-0.006	0.1702	0.0255	-0.1363	0.0101	-0.2205	0.003	-2
-0.0135	0.0638	0.05	-0.2178	-0.0123	0.089	-0.0009	0.0568	0.0031	-0.0338	0.001	-0.0013	0.0043	0.0551	0.035	0.2308	0.0606	-0.1406	-0.0044	-0.2371	-0.0166	-1
-0.0206	0.0502	-0.0135	-0.2302	-0.0124	0.094	0.005	0.0483	-0.008	-0.0275	0.0063	-0.0041	0.0297	-0.0253	0.2419	0.0111	-0.1614	-0.0208	-0.246	-0.0089	0	
-0.0239	0.0478	-0.0024	-0.2589	-0.0287	0.1202	0.0262	0.0446	-0.004	-0.0452	-0.0177	0.0093	0.0147	0.044	0.0143	0.2476	0.0057	-0.1515	0.0099	-0.2969	-0.0508	1
-0.0252	-0.0035	-0.0513	-0.2328	0.0261	0.1067	-0.0135	0.0389	-0.006	-0.0423	0.0029	0.0329	0.0236	0.027	-0.0171	0.2264	-0.0212	-0.1405	0.011	-0.2644	0.0325	2
-0.0338	-0.0548	-0.0513	-0.2426	-0.0099	0.1226	0.016	0.0358	-0.003	-0.0549	-0.0125	0.0096	-0.0233	0.0423	0.0153	0.2507	0.0243	-0.1314	0.0092	-0.3151	-0.0507	3
-0.0365	-0.0242	0.0305	-0.2579	-0.0153	0.1233	0.0006	0.0202	-0.016	-0.0542	0.0007	-0.0007	-0.0103	0.0562	0.0139	0.238	-0.0127	-0.1361	-0.0048	-0.3295	-0.0143	4
-0.0383	-0.0255	-0.0013	-0.2881	-0.0302	0.1283	0.005	0.0088	-0.011	-0.0617	-0.0076	-0.0055	-0.0048	0.0448	-0.0114	0.2639	0.0259	-0.1393	-0.0031	-0.309	0.0204	5
-0.0425	-0.0234	0.0021	-0.3157	-0.0276	0.1333	0.005	0.0138	0.005	-0.0625	-0.0008	-0.0286	-0.0231	0.041	-0.0038	0.2929	0.029	-0.1575	-0.0182	-0.3183	-0.0093	6
-0.0426	-0.0212	0.0021	-0.3283	-0.0126	0.1383	0.005	0.0123	-0.002	-0.0673	-0.0048	-0.0449	-0.0163	0.0539	0.0129	0.3054	0.0125	-0.1334	0.0241	-0.3406	-0.0223	7
-0.0398	-0.0191	0.0021	-0.3249	0.0034	0.1434	0.0051	0.0096	-0.003	-0.0785	-0.0112	-0.0365	0.0084	0.0547	0.0008	0.3605	0.0551	-0.1513	-0.0178	-0.3563	-0.0156	8
-0.0437	-0.0169	0.0022	-0.3746	-0.0498	0.147	0.0036	0.0096	6E-06	-0.0769	0.0016	-0.0415	-0.005	0.076	0.0212	0.3799	0.0194	-0.1692	-0.0179	-0.3707	-0.0144	9
-0.0423	-0.0158	0.001	-0.3674	0.0072	0.1682	0.0212	0.0096	6E-06	-0.0864	-0.0095	-0.0459	-0.0043	0.0697	-0.0063	0.3886	0.0087	-0.1586	0.0105	-0.3853	-0.0146	10
-0.0543	-0.0786	-0.0628	-0.3986	-0.0312	0.1762	0.008	0.0096	6E-06	-0.0872	-0.0008	-0.0394	0.0065	0.085	0.0152	0.3809	-0.0078	-0.1958	-0.0371	-0.3944	-0.0091	11
-0.0521	-0.0742	0.0044	-0.4107	-0.012	0.1663	-0.0099	0.0097	6E-05	-0.0894	-0.0022	-0.01	0.0294	0.0753	-0.0096	0.3892	0.0083	-0.1713	0.0245	-0.4056	-0.0112	12
-0.0475	-0.0061	0.0681	-0.3991	0.0116	0.1732	0.007	0.0211	0.0114	-0.0736	0.0158	-0.0382	-0.0282	0.0772	0.0019	0.3943	0.0051	-0.2011	-0.0298	-0.4226	-0.017	13
-0.0481	-0.0025	0.0037	-0.395	0.0041	0.1783	0.0051	0.0063	-0.015	-0.0921	-0.0185	-0.0208	0.0174	0.077	-0.0002	0.4214	0.0271	-0.219	-0.0179	-0.4347	-0.0121	14

المصدر: (من اعداد الباحث بالاعتماد على تقارير سوق الكويت للأوراق المالية)

ويعرض العمودين الثامن والتاسع على التوالي العوائد غير العادية و العوائد غير العادية المتراكمة لاسهم شركة السور لتسويق الوقود (السور) بأن العوائد غير العادية كانت متقلبة بين السالب والموجب والارتفاع والانخفاض الا ان العوائد الموجبة تفوقت على السالبة مما افضى الى اتجاه عام موجب للعوائد غير العادية المتراكمة طوال نافذة الحدث ماعدا اليوم الثالث عشر قبل الاعلان . على الرغم من ان الشركة لا تقوم بإعادة شراء اي سهم خلال هذا الاعلان وقد تكون هذه الاستجابة الايجابية سببها ، لان الشركة من الشركات النادرة في اعلاناتها او ان هناك معلومات خاصة بالمستثمرين وطريقة تفسيرهم لها . فقد كان اعلى العوائد غير العادية قبل الاعلان في اليوم التاسع (0.0651) اما اقل العوائد غير العادية كان في اليوم السابع قبل الاعلان (-0.0265) وكان العائد غير العادي في يوم الاعلان سالباً بمقدار (-0.0253) ، ويبدو ان المعلومات السابقة لم تكن بالمستوى المطلوب . واستمرت العوائد متقلبة بعد الحدث حتى اخر مشاهدة استقرت عندها (-0.0002) هذا من جانب . ومن جانب اخر، طالما كان اتجاه CAR موجباً ولجميع المشاهدات قبل الحدث ماعدا اليوم المذكور انفاً نتيجة تحقق عوائد غير عادية AR متقلبة تارةً موجبة وتارةً اخرى سالبة ، ففي ذلك دلالة على استجابة متحيزة وغير صحيحة من جانب السوق لإعلان إعادة الشراء هذا . ومن جانب اخر، طالما ان العوائد غير العادية المتراكمة بعد الاعلان لم تكن مستقرة وثابتة عند (0.0297) وهو CAR في يوم الاعلان فانخفضت قليلاً واخذت ترتفع كثيراً وبشكل تصاعدي عن هذه القيمة لغاية اخر يوم في نافذة الحدث نتيجةً للعوائد غير العادية المتقلبة ولكن اتجاهها العام كان موجباً خلال هذه المدة فان لهذه النتيجة ثلاث حقائق: الاولى : هي ان لإعلان إعادة الشراء محتوى معلوماتي مؤثراً ، والدليل على ذلك تحقق عوائد غير عادية (بغض النظر عن اشارتها) ، والتي من المفترض ان تكون صفراً اذا لم يكن للإعلان محتوى معلوماتي مؤثر ، وهذا يعني ضمناً وجود مشكلة عدم تماثل معلوماتي مما يتعارض مع الفرضية الفرعية الاولى للدراسة . والثانية : هو ان استجابة السوق غير صحيحة ومتحيزة نتيجة العوائد غير العادية السالبة قبل الاعلان ، والثالثة : ان استجابة السوق بطيئة ولم تعكس بشكل كامل وسريع نتيجة تحقق عوائد غير عادية موجبة حتى بعد مرور اسبوعين من تاريخ الاعلان ، وفي ذلك اشارة مهمة الى المستثمرين تُنبأ عن عدم كفاءة سوق الكويت معلوماتياً .

ويبين العمودان السادس عشر والسابع عشر العوائد غير العادية و العوائد غير العادية المتراكمة لسهم بيت التمويل الكويتي (بيتك) بأن جميع مشاهدات نافذة الحدث لهذه العوائد كانت ايجابية ماعدا اربعة ايام قبل الحدث ويومان بعد الحدث من اصل ثلاثين يوماً وهذا يعني ان غالبية العوائد غير العادية طوال نافذة الحدث كانت موجبة مما افضى الى اتجاه عام موجب

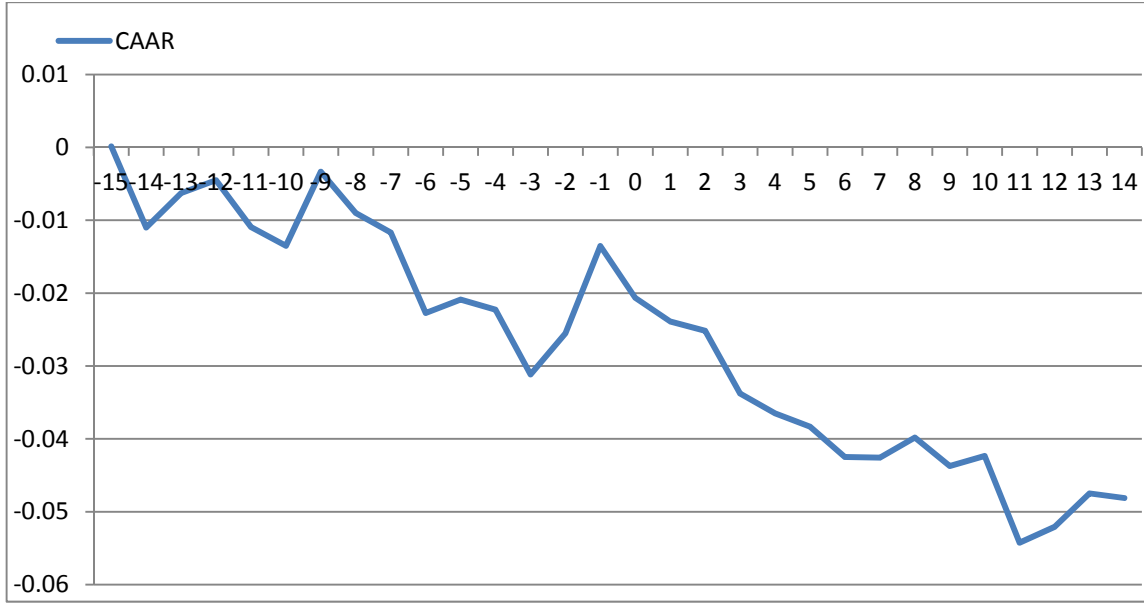
للعوائد غير العادية المتراكمة ، على الرغم من ان هذه الشركة لا تقوم بإعادة شراء اسهمها ويبدو ان هناك معلومات ايجابية غطت على المعلومات السلبية المرتبطة بعدم اعادة الشراء ، والاستجابة الايجابية لإعلان هذه الشركات ربما كانت لأنها تعد من الشركات التي نادراً ما تعلن عن اعادة الشراء وان سبب عدم اعادة الشراء ربما يعود الى ان الشركة لم تجد من يبيع اسهمها ، فقد حقق السهم اعلى عائد غير عادي قبل الاعلان في اليوم الثامن (0.0153) اما اقل عائد غير عادي فقد كان في اليوم الثالث عشر قبل الاعلان (-0.0025) وكان في يوم الاعلان موجباً عند (0.005)، واستمرت العوائد غير العادية متقلبة تارةً سالبة وتارةً اخرى موجبة وتارةً مرتفعة وتارةً اخرى منخفضة حتى اخر مشاهدة في نافذة الحدث .

من جهة اخرى ، فان العوائد غير العادية المتراكمة CAR طالما ظهرت قيمها موجبة قبل الحدث نتيجة تحقق عوائد غير عادية AR متقلبة ، ففي ذلك دلالة على استجابة متحيزة وغير صحيحة من جانب السوق لإعلان اعادة شراء اسهم هذه الشركة ، ومن جانب اخر، فان العوائد غير العادية المتراكمة بعد الاعلان لم تكن مستقرة وثابتة عند (0.094) وهو CAR في يوم الاعلان واخذت ترتفع كثيراً عن هذه القيمة طوال المدة ما بعد الاعلان لغاية اخر يوم في نافذة الحدث حتى استقرت عند (0.1783) نتيجة للعوائد غير العادية المتحققة التي كان اتجاهها العام موجباً خلال هذه المدة ، فان لهذه النتيجة ثلاث حقائق: الاولى : هي ان لإعلان اعادة الشراء محتوى معلوماتي مؤثراً ، والدليل على ذلك تحقق عوائد غير عادية (بغض النظر عن اشارتها) ، والتي ينبغي ان تكون صفراً اذا لم يكن للإعلان محتوى معلوماتي مؤثر، وهذا يعني ضمناً وجود مشكلة عدم تماثل معلوماتي مما يتعارض مع الفرضية الفرعية الاولى للدراسة .
والثانية : هي ان استجابة السوق متحيزة وغير صحيحة نتيجة للعوائد غير العادية السالبة ،
والثالثة : ان استجابة السوق بطيئة ولم تعكس بشكل كامل وسريع نتيجة تحقق عوائد غير عادية موجبة حتى بعد مرور اسبوعين من تاريخ الاعلان ، وفي ذلك اشارة مهمة الى المستثمرين تُنبأ عن خلل في كفاءة سوق الكويت من الناحية المعلوماتية .

ويبين العمودان الثامن عشر والتاسع عشر الممثلان للعوائد غير العادية والعوائد غير العادية المتراكمة لسهم شركة التسهيلات التجارية (تسهيلات) فكانت العوائد غير العادية متقلبة ما بين السالب والموجب والارتفاع والانخفاض على طول نافذة الحدث الا ان الغلبة كانت للعوائد غير العادية السالبة مما افضى الى اتجاه عام سالب للعوائد غير العادية المتراكمة ، فقد حقق السهم خسارة كبيرة نتيجة عدم الاستجابة لهذا النوع من الاعلانات . فكان اعلى العوائد غير العادية قبل الاعلان في اليوم الحادي عشر (0.0237)، واقل العوائد غير العادية كان في اليوم الثامن قبل الاعلان (-0.0445) وفي يوم الاعلان كان العائد سالباً بمقدار (-0.0124) محققاً

خسارة للسهم في يوم الاعلان ، ويبدو ان المعلومات المتسرية للمستثمرين عن الشركة كانت غير جيدة ، اما ما بعد الحدث فاستمرت العوائد غير العادية متقلبة من اليوم الاول بعد الاعلان حتى اخر يوم في نافذة الحدث . هذا من جانب ، ومن جانب اخر ، طالما كان اتجاه CAR سالباً ولجميع المشاهدات قبل الحدث نتيجة تحقق عوائد غير عادية AR غالبيتها سالبة ، ففي ذلك دلالة على استجابة متحيزة وغير صحيحة من جانب السوق لإعلان اعادة الشراء هذا . ومن جانب اخر، طالما ان العوائد غير العادية المتراكمة بعد الاعلان لم تكن مستقرة وثابتة واخذت تتخفف كثيراً عن العائد في يوم الاعلان حتى استقرت في اخر يوم في نافذة الحدث عند (-0.395) نتيجة للعوائد غير العادية التي كان اتجاهها العام سالباً خلال هذه المدة فان لهذه النتيجة ثلاث حقائق : الاولى : هي ان لإعلان اعادة الشراء محتوى معلوماتي مؤثراً والدليل على ذلك تحقق عوائد غير عادية (بغض النظر عن اشارتها) ، والتي من المفترض ان تكون صفراً اذا لم يكن للإعلان محتوى معلوماتي مؤثر، وهذا يعني ضمناً وجود مشكلة عدم تماثل معلوماتي مما يتعارض مع الفرضية الفرعية الاولى للدراسة . والثانية: هي ان استجابة السوق غير صحيحة ومتحيزة نتيجة العوائد غير العادية السالبة قبل الاعلان ، والثالثة : ان استجابة السوق بطيئة ولم تعكس بشكل كامل وسريع نتيجة تحقق عوائد غير عادية سالبة حتى بعد مرور اسبوعين من تاريخ الاعلان . وفي ذلك اشارة مهمة الى المستثمرين تُنبأ عن خلل في كفاءة سوق الكويت من الناحية المعلوماتية .

ويعرض العمود الاخير متوسط العوائد غير العادية المتراكمة (CAAR) للإعلانات العشرة للشركات التي اعلنت ولم تُعيد شراء اسهمها فعلياً وكما هو واضح فان جميع المشاهدات سلبية قبل الاعلان واثناؤه وبعده ماعدا اليوم الخامس عشر قبل الاعلان، كما انها متقلبة ارتفاعاً وانخفاضاً الا ان اتجاهها العام تنازلي (تزايد سلبية المتوسطات بمرور ايام النافذة) ، وكما هو ظاهر في الشكل (3-9) لطالما ان هذه الشركات اعلنت عن اعادة شراء اسهمها ولم تنفذ ذلك فعلياً فقد نظر السوق لهذه الاعلانات بوصفها اشارات كاذبة غايتها رفع اسعار اسهم الشركات المعلنه ما انعكس ذلك سلباً في استجابة السوق لهذه الاعلانات وهذا يجعل من قيم (CAAR) السالبة قبل يوم الاعلان واثناؤه قيماً تعبر عن استجابة منطقية وموضوعية من جانب السوق . لكن استمرار تحقق العوائد غير العادية بعد يوم الاعلان ، هو يمثل خرقاً لشرطي الكفاءة الاخرين (السرعة والكمال) وهي بذلك تنماهي مع حالة الاشارات الصادقة السابقة في التأكيد على صحة الفرضية الرئيسية الثانية للدراسة، والتي تنص على عدم كفاءة سوق الكويت للأوراق المالية على المستوى نصف القوي .



الشكل (3-9) متوسط العائد غير العادي المتراكم لاسهم الشركات التي لم تُعيد شراء اسهمها بشكل فعلي

بالمقابل يعرض الجدول (3-21) مقارنة بين المتوسطات اليومية للعوائد غير العادية المتراكمة (CAAR) لاسهم الشركات التي اشترت والتي لم تشتري اسهمها فعلياً . وكما هو واضح من ارقام الجدول فإن الغلبة من حيث الحجم والاتجاه كانت لاسهم شركات الاشارة الصادقة ويفارق مهم من الناحيتين الاقتصادية والاحصائية .

جدول (3-21) متوسطات العوائد غير العادية المتراكمة لاسهم المعاد شرائها بالمقارنة مع نظيراتها من الاسهم التي لم يعاد شرائها

نافذة الحدث	الاسهم المعاد شرائها CAAR	الاسهم التي لم يعاد شرائها CAAR	الاسهم الاعلى في قيمة CAAR
-15	0.0144	0.0001	المعاد شرائها
-14	0.0161	-0.0110	المعاد شرائها
-13	0.015	-0.0063	المعاد شرائها
-12	0.0286	-0.0045	المعاد شرائها
-11	0.0287	-0.0109	المعاد شرائها
-10	0.0292	-0.0135	المعاد شرائها
-9	0.0378	-0.0033	المعاد شرائها
-8	0.0275	-0.009	المعاد شرائها
-7	0.0319	-0.0117	المعاد شرائها
-6	0.0266	-0.0227	المعاد شرائها
-5	0.0293	-0.0209	المعاد شرائها
-4	0.0319	-0.0223	المعاد شرائها
-3	0.0474	-0.0312	المعاد شرائها

المعاد شرائها	-0.0255	0.0474	-2
المعاد شرائها	-0.0135	0.0448	-1
المعاد شرائها	-0.0206	0.0531	0
المعاد شرائها	-0.0239	0.0555	1
المعاد شرائها	-0.0252	0.0641	2
المعاد شرائها	-0.0338	0.0684	3
المعاد شرائها	-0.0365	0.0637	4
المعاد شرائها	-0.0383	0.0721	5
المعاد شرائها	-0.0425	0.075	6
المعاد شرائها	-0.0426	0.083	7
المعاد شرائها	-0.0398	0.0908	8
المعاد شرائها	-0.0437	0.1000	9
المعاد شرائها	-0.0423	0.0944	10
المعاد شرائها	-0.0543	0.0882	11
المعاد شرائها	-0.0521	0.0872	12
المعاد شرائها	-0.0475	0.0775	13
المعاد شرائها	-0.0481	0.0724	14

المصدر من اعداد الباحث بالاعتماد على تقارير سوق الكويت للأوراق المالية

وكما تؤكد ذلك نتائج تحليل التباين بين قيم (CAAR) لهاتين الفئتين من الشركات الظاهرة في الجدول (3-22) ان قيم (CAAR) للشركات التي تعيد شراء اسهمها فعلياً كبيرة ومختلفة معنوياً عن قيم (CAAR) للشركات التي لا تقوم بإعادة شرائها بمعنى آخر ، ان هناك فروقات معنوية كبيرة بين الحالتين وكما يتضح جلياً من قيمة (P-Value) التي ظهرت مقارنة للصفر ، وهذا يعني ان احتمال الخطأ في رفض فرضية العدم هو اقرب الى الصفر .

الجدول (3-22) نتائج تحليل التباين بين قيم CAAR للشركات التي اعادة شراء اسهمها فعلياً بالمقارنة مع الشركات التي لم يعاد شراء اسهمها

	الاسهم التي لم يعاد شرائها	الاسهم المعاد شرائها فعلياً
Mean	-0.02658	0.053401
Variance	0.000258	0.000696
Observations	30	30
0 Hypothesized Mean Difference		
t-stat	14.18585	
P-Value	8.6E-19	

وهذا يدل على حقيقتين: الأولى: وجود مشكلة عدم التماثل المعلوماتي وتؤكد ذلك بالرسائل المستلمة من قبل السوق والتي ترجمها الى استجابات ايجابية للإشارات الصادقة واستجابات سلبية للإشارات الكاذبة. ما يعني ان لإعلان إعادة الشراء محتوى معلوماتي مؤثراً بالأسعار المتداولة في السوق، وهذا ما يتعارض مع الفرضية الفرعية الأولى للدراسة. والثانية: ان لكمية الاسهم المعاد شراؤها اثر في استجابة السوق لإعلان إعادة الشراء، اذ تختلف الاخيرة باختلاف الاشارة المرسله من قبل الشركة عبر اعلاناتها ومصادقية تنفيذه، وهذا ما يتعارض مع فرضية الدراسة الفرعية الخامسة التي تنص على (عدم وجود فوارق في الاستجابة بين الاشارتين طبقاً للكمية المعاد شراؤها فعلياً).

وعند التدقيق في ارقام (CAAR) الظاهرة في الجدولين (3-19)(3-20) تبين ان باستطاعة المستثمر شراء (بيع) اسهم الاشارة الصادقة (الكاذبة) قبل اسبوعين من اعلان إعادة الشراء وبيعها (شراؤها) بعد اسبوعين من الاعلان وتحقيق عائد غير عادي يقارب 7.25% (5%) وهذا ما يدل على وجود معلومات غير منعكسة في الاسعار يمكن للمتعاملين المحترفين والمطلعين اكتشافها واستغلالها وتحقيق عوائد غير عادية من ورائها على حساب الاخرين من المتعاملين في السوق وهذا ينسجم مع فرضية الدراسة الرئيسية الثانية التي تنص على (عدم الكفاءة المعلوماتية لسوق الكويت للأوراق المالية عند المستوى نصف القوي).

وعند التدقيق في ارقام الجدولين (3-17)(3-18) يظهر بوضوح ان الاشارات الصادقة التي ترسلها الشركات للسوق المالية عبر اعلانات إعادة الشراء بغية معالجة مشكلة عدم التماثل المعلوماتي التي تعاني منها، والتي تتسبب بالتسعير الخاطئ لأسهمها وتعيق وتقيد من خياراتها التمويلية تترتب عليه تكاليف باهضة تؤثر بشكل مباشر بسيولتها بالمقارنة مع الاشارات الكاذبة غير المكلفة التي تبعث بها بعض الشركات عبر الاعلان عن إعادة الشراء لكنها لم تنفذ ذلك فعلياً، فلم تتحمل تكاليف إعادة الشراء والضرائب وتكاليف السمسة والتكاليف الادارية والقانونية... الخ من التكاليف المترتبة على برنامج إعادة الشراء. لكنها بالمقابل تتحمل تكاليف غير مباشرة عبر تأثر (خسارة) سمعتها داخل السوق المالية وتزعزع ثقة المستثمرين بالسلامة المالية لهذه الشركات ما انعكس سلباً على اسعارها وعوائدها.

5.3. المبحث الخامس : اختبار اثر استجابة السوق لإعلانات إعادة الشراء لكافة

الشركات عينة الدراسة :

سيتم في هذا الجزء من الجانب التطبيقي الاختبار الشامل لاستجابة اسعار الاسهم عينة الدراسة لإعلانات إعادة الشراء باطار نظرية الاشارة وذلك عبر دراسة الحدث لغرض بيان سرعة وكمال وموضوعية انعكاس المحتوى المعلوماتي لإعلانات إعادة الشراء في الاسعار السوقية للاسهم من خلال حساب متوسطات العوائد غير العادية للاسهم ومتوسطات العوائد غير العادية المتراكمة فضلاً عن ومتوسطاتها اليومية لكافة الشركات التي اعلنت عن إعادة شراء اسهمها في سوق الكويت للأوراق المالية سواء كانت شركات كبير ام صغيرة ، الشركات التي نادراً ما تعلن عن إعادة شراء اسهمها ام كثيراً ما تعلن عن إعادة شراء اسهمها ، شركات القيمة ام شركات النمو ، الشركات التي اعادت شراء اسهمها ام لم تُعيد شراء اسهمها فعلياً (مصداقية الاشارة) .

ومن الجدير بالذكر ان نظرية الاشارة تؤكد بأن برامج إعادة الشراء تبعث برسائل للمستثمرين تحمل في طياتها معلومات ايجابية حول الارباح الحالية والمستقبلية للشركة وتدفقاتها النقدية وانخفاض قيمة السهم عن قيمته الحقيقية ، نظراً لوجود مشكلة عدم التماثل المعلوماتي بين المطلعين الداخليين والمستثمرين الخارجيين وهذه الاشارة المرسله من الشركة الى السوق قد تخفض فجوة عدم التماثل المعلوماتي . فأى نشاط يقوم به المديرون سوف يفسره المستثمرون كإشارة مرسله اليهم وسوف يتصرفون تبعاً لذلك .

ويعرض الجدول (3-23) متوسطات العوائد اليومية غير العادية المتراكمة على مستوى الاسهم الفردية عينة الدراسة تارةً على مستوى السوق ككل ، وتارةً اخرى طوال النافذة الزمنية للحدث .

الجدول (3-23) متوسطات العوائد غير العادية المتراكمة ومتوسطاتها لإعلانات اعادة الشراء حسب نظرية الإشارة

ناقلة الحدث	ابر	اجلتي	ارزان	استثمارات	اسكو	الامتياز	الاولى	التجارية	التخصيص	التعبير	الخصوصية	البنية	الرابطة	السور	القرن	المباني	الحديثة	المركز	المساكن	المستقبل	المعامل
الحدث	CAR 1	CAR 5	CAR 5	CAR 6	CAR 3	CAR 3	CAR 5	CAR 2	CAR 2	CAR 3	CAR 2	CAR 1	CAR 1	CAR 1	CAR 4	CAR 3	CAR 3	CAR 4	CAR 3	CAR 2	CAR 2
-15	* CAR 1	CAR 5	CAR 5	CAR 6	CAR 3	CAR 3	CAR 5	CAR 2	CAR 2	CAR 3	CAR 2	CAR 1	CAR 1	CAR 1	CAR 4	CAR 3	CAR 3	CAR 4	CAR 3	CAR 2	CAR 2
-14	-0.0157	0.0074	-0.0054	0.0057	-0.0077	-0.0127	0.0055	0.0059	-0.0046	-0.0231	-0.0091	0.0257	0.0113	0.0026	-0.0047	0.0013	-0.048	0.002	-0.006	0.0048	-0.0045
-13	-0.0614	0.0201	-0.0257	0.0153	-0.0523	-0.0195	0.0069	-0.0089	0.0084	-0.0452	-0.0332	0.0004	0.034	0.0004	-0.0031	-0.013	-0.056	0.013	0.018	-0.021	-0.0089
-12	-0.0866	0.0162	-0.0299	0.0135	-0.0789	-0.001	0.0032	0.0011	0.0239	-0.0217	-0.0508	0.041	0.0572	-0.0143	0.0079	-0.014	-0.059	0.0116	0.024	-0.009	-0.0129
-11	-0.0992	0.0224	-0.0246	0.024	-0.0536	0.0117	-0.0217	-0.0092	0.0584	0.0043	-0.0742	0.0774	0.0679	0.0074	0.0034	-0.016	-0.062	0.0132	0.025	-0.013	0.0003
-10	-0.1131	0.0246	-0.0349	0.03	-0.0398	0.0386	-0.0227	-0.0064	0.0765	0.02369	-0.0828	0.0957	0.0912	0.006	-0.0138	-0.025	-0.072	0.0068	0.035	-0.017	-0.0035
-9	-0.1233	0.0346	-0.0219	0.03	-0.0372	0.035	-0.0223	-0.0071	0.0793	-0.0088	-0.0809	0.0893	0.1223	0.0237	-0.0204	-0.033	-0.08	0.0121	0.033	-0.02	-0.0177
-8	-0.1371	0.0349	-0.0259	0.041	-0.0367	0.0013	-0.0157	-0.0184	0.0511	0.01952	-0.1025	0.0974	0.1283	0.0888	-0.0204	-0.019	-0.092	0.016	0.006	-0.019	-0.0226
-7	-0.1376	0.0394	-0.0305	0.0515	-0.0256	0.0078	-0.0234	-0.0123	0.0643	0.00096	-0.1178	0.088	0.1243	0.0762	-0.0212	0.0022	-0.102	0.0149	0.007	-0.026	-0.0361
-6	-0.1761	0.0335	-0.0327	0.045	-0.0743	0.0292	-0.0211	-0.0176	0.0666	-0.0151	-0.1401	0.0924	0.1561	0.0497	-0.0229	0.0002	-0.125	0.0031	-0.004	-0.02	-0.0328
-5	-0.2158	0.0464	-0.0467	0.0511	-0.065	0.0079	-0.0378	-0.0294	0.0808	-0.0668	-0.141	0.0969	0.1923	0.0261	-0.0241	-0.002	-0.158	0.0031	-0.035	-0.042	-0.0361
-4	-0.1874	0.0588	-0.0259	0.0664	-0.0541	0.0269	-0.0122	-0.0219	0.1326	-0.0588	-0.1748	0.1323	0.2887	0.0219	-0.0252	-0.01	-0.176	0.0056	-0.045	-0.024	-0.0462
-3	-0.2235	0.0665	-0.0289	0.0608	-0.0747	0.015	-0.0274	-0.0271	0.1285	-0.0681	-0.1529	0.1447	0.3295	0.0261	-0.0276	-0.008	-0.18	0.0087	-0.043	-0.009	-0.0484
-2	-0.2205	0.0835	-0.0253	0.0816	-0.0777	0.0071	-0.0349	-0.0361	0.1609	-0.0992	-0.1638	0.1702	0.3159	0.0201	-0.0349	-0.017	-0.143	0.0012	-0.045	0.0006	-0.0444
-1	-0.2371	0.0913	-0.031	0.1006	-0.0788	0.0096	-0.0495	-0.035	0.1701	-0.073	-0.1725	0.2308	0.2521	0.0551	-0.0436	-0.016	-0.166	0.0036	-0.033	-0.033	-0.0485
0	-0.246	0.1026	-0.0248	0.1025	-0.0938	0.0394	-0.0656	-0.037	0.1488	-0.089	-0.1824	0.2419	0.2948	0.0297	-0.0355	-0.009	-0.167	0.0198	-0.031	-0.073	-0.0538
1	-0.2969	0.1149	-0.0076	0.1154	-0.1043	0.0571	-0.0541	-0.0303	0.1562	-0.0707	-0.1968	0.2476	0.2831	0.044	-0.0465	-0.003	-0.164	0.0077	-0.023	-0.149	-0.0772
2	-0.2644	0.1311	-0.019	0.1224	-0.0914	0.0339	-0.0643	-0.019	0.1882	-0.0638	-0.2065	0.2264	0.2928	0.027	-0.0436	-0.003	-0.181	0.0143	-0.017	-0.177	-0.047
3	-0.3151	0.1429	-0.0062	0.1346	-0.0784	0.0655	-0.0718	-0.0132	0.1803	-0.0423	-0.2093	0.2507	0.2981	0.0423	-0.0493	-0.013	-0.171	0.0209	-0.051	-0.169	-0.0528
4	-0.3295	0.144	-0.0173	0.1375	-0.0803	0.0823	-0.0682	-0.0221	0.1967	-0.0187	-0.2267	0.238	0.3087	0.0562	-0.0442	-0.005	-0.184	0.0188	-0.073	-0.181	-0.0569
5	-0.309	0.1468	-0.0154	0.1374	-0.1235	0.0838	-0.0637	-0.0126	0.1887	-0.0411	-0.2359	0.2639	0.3565	0.0448	-0.0515	-0.002	-0.192	0.0195	-0.035	-0.163	-0.0514
6	-0.3183	0.1401	-0.0277	0.1557	-0.1115	0.1018	-0.0763	-0.0047	0.2287	-0.0391	-0.2571	0.2929	0.3907	0.041	-0.0495	0.0068	-0.191	0.0067	-0.062	-0.197	-0.055
7	-0.3406	0.1598	-0.0087	0.1525	-0.0842	0.1199	-0.0943	-0.0017	0.255	-0.0382	-0.2595	0.3054	0.4183	0.0539	-0.0476	-0.009	-0.182	0.0085	-0.068	-0.17	-0.0598
8	-0.3563	0.1606	-0.0144	0.1652	-0.1142	0.1114	-0.095	-0.0163	0.2436	-0.0671	-0.2837	0.3605	0.4071	0.0547	-0.06	-0.015	-0.176	0.0192	-0.097	-0.169	-0.0719
9	-0.3707	0.1693	-0.0026	0.1696	-0.1386	0.138	-0.0986	-0.0179	0.2655	-0.0725	-0.331	0.3799	0.4083	0.076	-0.062	-0.002	-0.173	0.0307	-0.081	-0.206	-0.0745
10	-0.3853	0.187	-0.0024	0.1775	-0.1	0.1444	-0.0989	-0.0147	0.288	-0.0633	-0.3046	0.3886	0.4376	0.0697	-0.0627	0.0182	-0.209	0.0262	-0.067	-0.242	-0.0787
11	-0.3944	0.1834	-0.0184	0.169	-0.1101	0.1557	-0.0998	-0.0219	0.292	-0.0616	-0.3205	0.3809	0.4745	0.085	-0.069	0.018	-0.209	0.0215	-0.055	-0.243	-0.085
12	-0.4056	0.2048	-0.0047	0.1658	-0.132	0.159	-0.0929	-0.0225	0.3304	-0.0337	-0.3522	0.3892	0.4948	0.0753	-0.0742	0.0188	-0.232	0.0343	-0.057	-0.246	-0.0895
13	-0.4226	0.2142	-0.0118	0.1785	-0.1406	0.1693	-0.1004	-0.0241	0.3346	-0.0641	-0.3792	0.3943	0.4969	0.0772	-0.0844	0.0276	-0.247	0.0323	-0.026	-0.208	-0.0909
14	-0.4347	0.2203	-0.0232	0.1814	-0.145	0.1618	-0.1036	-0.0231	0.3511	-0.0547	-0.4074	0.4214	0.4913	0.077	-0.0886	0.0186	-0.266	0.0361	-0.023	-0.197	-0.103

سببها	سببها ك	سببها ج	تنظيف	تدوين ع	تدوين ا	تسويات	تدوين ب	بيتك	تدوين ب	ب بركان	ب الوطني	ب الدولي	ب الخليج	ب الحجري	ب الاهلي	اكروس	ايقا قنانيق	ايقا	اهلية ت	احداث	المغربية
CAR3	CAR2	CAR3	CAR1	CAR3	CAR7	CAR2	CAR4	CAR1	CAR1	CAR1	CAR1	CAR1	CAR1	CAR1	CAR1	CAR2	CAR3	CAR4	CAR3	CAR3	CAR2
-0.027	0.0167	-0.008	-0.0149	-0.0131	0.0087	-0.02	0.0032	0.00906	-0.0056	0.003	0.017	-0.0022	0.0092	-0.006	-0.0079	-0.0023	0.031	0.0057	-0.0068	-0.0025	0.0168
-0.0384	-0.03	-0.0134	0.0043	-0.0163	0.0073	-0.0317	-0.0068	0.01595	-0.0023	0.0068	0.0276	0.004	0.0389	-0.021	-0.015	0.00389	0.023	0.0219	-0.0107	-0.0038	0.0523
-0.0611	-0.02	-0.008	-0.007	-0.0265	0.0063	-0.038	-0.0063	0.01346	0.00795	0.0147	0.0211	0.0063	0.0466	-0.027	-0.0208	-0.0154	0.0232	0.049	-0.0121	0.0062	0.0716
-0.0508	-0.051	-0.0133	-0.0133	-0.0337	0.007	-0.0404	-0.0316	0.01755	-0.0119	0.0117	0.0442	0.0153	0.0591	0.0021	-0.0623	-0.0086	0.0544	0.0971	-0.0211	0.002	0.1669
-0.045	-0.027	-0.037	-0.0166	-0.0392	-0.007	-0.0329	-0.0175	0.02494	-0.0038	0.0394	0.0367	0.0049	0.0621	0.0021	-0.1025	-0.009	0.0453	0.0931	-0.028	0.0121	0.1916
-0.0754	-0.026	-0.0522	-0.0245	-0.0469	-0.006	-0.0446	-0.0223	0.02362	-0.0067	0.0349	0.0411	0.0033	0.0646	-0.053	-0.0921	-0.0223	0.0191	0.0997	-0.0386	0.0148	0.1841
-0.0982	-0.032	-0.0514	-0.0385	-0.0533	-0.005	-0.05	-0.0243	0.0256	-0.0101	0.0256	0.0591	0.0053	0.0658	-0.053	-0.0484	-0.0211	0.0187	0.1019	-0.0431	0.0193	0.1843
-0.1298	-0.046	-0.0628	-0.0436	-0.0663	-0.01	-0.0634	-0.0241	0.04089	-0.0165	0.0139	0.0457	-0.006	0.0725	-0.018	-0.0873	-0.0189	0.0096	0.097	-0.0517	0.0302	0.1763
-0.1292	-0.045	-0.0679	-0.0757	-0.0696	-0.009	-0.0767	-0.0318	0.04984	-0.0208	0.0166	0.0598	-0.0076	0.0606	0.0012	-0.0917	0.00156	0.0263	0.1085	-0.0642	0.0102	0.195
-0.166	-0.036	-0.0748	-0.1353	-0.0786	-0.009	-0.0765	-0.0321	0.05996	-0.0241	0.0258	0.0732	0.0053	0.0621	-0.002	-0.1168	0.00486	0.0184	0.1099	-0.0745	0.0183	0.218
-0.1515	-0.044	-0.0812	-0.1507	-0.0857	-0.014	-0.0873	-0.0318	0.06995	-0.0261	0.0196	0.0792	0.0006	0.0662	-0.065	-0.1252	-0.0156	0.0264	0.1153	-0.075	0.0082	0.2488
-0.1528	-0.051	-0.0889	-0.1305	-0.0958	-0.013	-0.0987	-0.0371	0.06899	-0.0311	0.0215	0.0775	-0.0056	0.0643	-0.009	-0.1494	-0.0185	-0.005	0.1214	-0.0831	-0.0019	0.2578
-0.1859	-0.097	-0.0972	-0.157	-0.0988	-0.019	-0.1058	-0.0671	0.0838	-0.036	0.0196	0.095	0.0007	0.0512	-0.054	-0.1748	-0.018	0.0211	0.1418	-0.0922	0.0126	0.2702
-0.1718	-0.113	-0.1031	-0.1395	-0.1007	-0.026	-0.1152	-0.0625	0.08983	-0.0551	0.0062	0.0831	-0.0052	0.0536	-0.052	-0.1631	-0.0151	0.0272	0.1448	-0.1022	-0.0034	0.2744
-0.1464	-0.12	-0.1079	-0.1452	-0.1071	-0.025	-0.117	-0.0661	0.08895	-0.0576	0.0065	0.1024	-0.0291	0.0568	-0.007	-0.1695	-0.0124	0.0122	0.1482	-0.1109	0.0219	0.2844
-0.1415	-0.127	-0.127	-0.1467	-0.1186	-0.025	-0.1281	-0.0704	0.09397	-0.0601	-0.005	0.1088	-0.024	0.0483	-0.047	-0.1559	-0.0073	0.0116	0.1674	-0.1202	0.0262	0.307
-0.1168	-0.102	-0.097	-0.1645	-0.1205	-0.03	-0.1489	-0.0638	0.12021	-0.0497	0.0041	0.0987	-0.0212	0.0446	-0.065	-0.1614	-0.0232	0.051	0.1788	-0.129	0.0313	0.3059
-0.0777	-0.109	-0.1038	-0.1787	-0.1265	-0.029	-0.1344	-0.069	0.10666	-0.0508	0.0076	0.123	-0.0217	0.0389	-0.018	-0.1682	-0.0139	0.0718	0.1837	-0.1552	0.0425	0.32
-0.0806	-0.115	-0.1326	-0.2342	-0.1302	-0.026	-0.1346	-0.0801	0.12261	-0.0505	0.0024	0.1214	0.007	0.0358	-0.057	-0.1753	-0.0171	0.097	0.1876	-0.1646	0.0459	0.3066
-0.0887	-0.123	-0.1392	-0.2277	-0.1128	-0.02	-0.1493	-0.0804	0.12326	-0.0404	0.0097	0.1233	0.0022	0.0202	-0.099	-0.1838	-0.0168	0.0958	0.1909	-0.173	0.0226	0.315
-0.1036	-0.122	-0.1459	-0.27	-0.0932	-0.016	-0.1687	-0.0911	0.12828	-0.038	0.0121	0.1397	-0.0225	0.0088	-0.097	-0.1936	-0.0187	0.1014	0.2159	-0.1833	0.0234	0.3235
-0.1417	-0.145	-0.1295	-0.2747	-0.0924	-0.018	-0.1829	-0.1036	0.1333	-0.0396	0.0141	0.1385	-0.0172	0.0138	-0.101	-0.1994	-0.0077	0.1043	0.2274	-0.2058	0.017	0.323
-0.1765	-0.159	-0.1584	-0.2796	-0.0801	-0.015	-0.1894	-0.1085	0.13832	-0.0604	0.0126	0.1565	-0.0422	0.0123	-0.108	-0.2068	-0.0172	0.1194	0.2383	-0.1968	0.05	0.3217
-0.2152	-0.166	-0.1655	-0.3449	-0.0887	-0.025	-0.1842	-0.1108	0.14342	-0.0497	0.0088	0.1592	-0.0257	0.0096	-0.092	-0.2133	-0.0154	0.1331	0.249	-0.2098	0.0335	0.3392
-0.234	-0.166	-0.149	-0.4144	-0.112	-0.021	-0.2119	-0.1114	0.14699	-0.0538	0.0044	0.1573	-0.0149	0.0096	-0.103	-0.221	-0.0256	0.1495	0.2449	-0.2187	0.0549	0.3587
-0.2514	-0.173	-0.1778	-0.4565	-0.125	-0.014	-0.2098	-0.1019	0.16821	-0.0578	0.0003	0.1666	-0.0359	0.0096	-0.055	-0.1615	-0.0276	0.1362	0.2534	-0.2517	0.0401	0.3566
-0.2769	-0.181	-0.1855	-0.4361	-0.1318	-0.012	-0.2251	-0.1044	0.17618	-0.0619	-0.003	0.1712	-0.0386	0.0096	-0.1	-0.1872	-0.0453	0.1353	0.2529	-0.2597	0.0353	0.3754
-0.2618	-0.165	-0.2031	-0.4917	-0.1338	-0.014	-0.2292	-0.1106	0.16626	-0.0659	-0.004	0.1777	-0.0256	0.0097	-0.115	-0.1932	-0.0467	0.1443	0.2571	-0.2687	0.0323	0.3874
-0.2675	-0.194	-0.1864	-0.56	-0.1399	-0.017	-0.2191	-0.1161	0.17324	-0.0704	-0.014	0.1859	-0.0293	0.0211	-0.118	-0.1856	-0.0478	0.141	0.2752	-0.2778	0.0284	0.3955
-0.2771	-0.233	-0.2036	-0.5815	-0.1304	-0.032	-0.213	-0.1316	0.1783	-0.0855	-0.009	0.1841	-0.0318	0.0063	-0.134	-0.1934	-0.0494	0.1339	0.2628	-0.2874	0.0437	0.4403

السوق	بورسك	وطنية م ب	وطنية بى	وطنية	ورقية	ورقية ت	وثاق	نور	مقترحات	معدن	مشاريع	مزايا	م الأوراق	لوجستك	كويتية	كويت ت	كيتك	كسك	عمل	عقل	صكرك	صاحبة
CAAR	CAR3	CAR2	CAR1	CAR1	CAR3	CAR1	CAR1	CAR3	CAR1	CAR1	CAR4	CAR2	CAR4	CAR3	CAR2	CAR2	CAR5	CAR6	CAR6	CAR3	CAR1	CAR5
0.0002	-0.0118	-0.0086	0.0168	0.0416	-0.0068	-0.00981	0.0293	0.0041	0.0006	0.0351	0.002	0.0159	0.001	0.0103	-0.0108	0.0009	-0.0068	-0.0171	-0.0156	-0.0119	0.0292	-0.0087
-0.0018	-0.0148	-0.0095	0.0768	0.0624	-0.0193	-0.01844	0.087	-0.002	0.0145	0.0359	-0.0116	0.0424	0.0084	-0.02	0.00219	-0.0428	-0.0075	-0.0376	-0.0428	-0.0233	0.0225	-0.0068
0.0004	-0.0194	-0.0216	0.1361	0.0553	-0.0124	-0.02716	0.1126	0.005	-0.003	0.036	-0.0148	0.0494	0.005	-0.029	-0.0114	-0.0458	0.0328	-0.0318	-0.0403	-0.0382	0.0524	-0.0121
0.0018	-0.017	-0.0299	0.0672	0.0599	-0.0358	-0.08855	0.1281	-0.006	-0.005	0.0317	-0.0307	0.0784	-0.005	-0.033	-0.0132	-0.0611	0.036	-0.0521	-0.0494	-0.0521	0.1112	-0.0188
0.0048	-0.0535	-0.0403	0.0759	0.0969	-0.0304	-0.02847	0.1141	-0.012	0.0192	0.0769	-0.0296	0.0989	-0.007	-0.036	-0.0191	-0.0658	0.0267	-0.0565	-0.0528	-0.0619	0.1636	-0.0072
0.0007	-0.0671	-0.0533	0.0658	0.1281	-0.0464	-0.0383	0.1309	0.0009	-0.006	0.0621	-0.0311	0.1038	-0.035	-0.044	-0.0154	-0.0668	0.0329	-0.0668	-0.076	-0.0754	0.1896	-0.0068
8E-06	-0.084	-0.0633	0.0473	0.1003	-0.0522	-0.04732	0.1372	0.0016	0.0094	0.0972	-0.0321	0.1235	-0.029	-0.043	-0.0197	-0.0744	0.0463	-0.0695	-0.0926	-0.087	0.1876	-0.008
-0.0043	-0.099	-0.081	0.0731	0.1048	-0.0496	-0.09044	0.1754	0.0084	-0.003	0.0537	-0.0375	0.1427	-0.04	-0.041	-0.036	-0.0846	0.0294	-0.0732	-0.097	-0.1013	0.1892	-0.0086
-0.0056	-0.1168	-0.0777	0.0742	0.1057	-0.0364	-0.09932	0.1987	0.0286	-0.005	0.0662	-0.0416	0.1574	-0.023	-0.053	-0.0383	-0.0946	0.042	-0.0807	-0.0801	-0.0966	0.1495	-0.0152
-0.0111	-0.149	-0.0898	0.0908	0.1302	-0.0386	-0.12562	0.2324	0.0327	-0.034	0.0356	-0.0499	0.1719	-0.021	-0.063	-0.0474	-0.0963	0.0441	-0.0722	-0.0766	-0.1131	0.1149	-0.0203
-0.0136	-0.1807	-0.0818	0.0636	0.1305	-0.0435	-0.13439	0.2751	0.0488	-0.041	0.022	-0.0572	0.2002	-0.042	-0.071	-0.0372	-0.1066	0.0426	-0.0882	-0.0947	-0.1261	0.0708	-0.014
-0.0108	-0.1967	-0.0862	0.0728	0.1148	-0.0466	-0.09145	0.3195	0.0532	-0.043	0.0571	-0.0635	0.2111	-0.034	-0.063	-0.0502	-0.113	0.0025	-0.109	-0.095	-0.1399	0.1274	-0.0178
-0.0141	-0.2071	-0.11	0.0744	0.1369	-0.0432	-0.1703	0.3225	0.0619	-0.006	0.111	-0.0782	0.2182	-0.082	-0.084	-0.0293	-0.1193	-0.0005	-0.1215	-0.1058	-0.1575	0.1301	-0.0136
-0.0132	-0.2212	-0.1091	0.1127	0.1154	-0.0554	-0.09364	0.3588	0.0554	-0.006	0.085	-0.0779	0.2202	-0.095	-0.095	-0.04	-0.1318	0.0089	-0.1169	-0.1131	-0.1684	0.1645	-0.0063
-0.0114	-0.2159	-0.109	0.1441	0.1031	-0.0598	-0.02292	0.3692	0.0557	-0.033	0.0449	-0.0831	0.2662	-0.103	-0.109	-0.064	-0.1399	0.0023	-0.1207	-0.1373	-0.1806	0.2495	-0.0058
-0.0124	-0.2293	-0.1109	0.1039	0.1005	-0.0767	-0.00175	0.3814	0.0317	-0.019	0.085	-0.0888	0.2895	-0.109	-0.105	-0.0533	-0.1409	-0.0152	-0.1222	-0.1576	-0.1902	0.3004	-0.01
-0.0149	-0.2645	-0.1245	0.1245	0.1043	-0.0794	-0.01196	0.3901	0.0375	-0.047	0.0369	-0.1022	0.3139	-0.151	-0.11	-0.0621	-0.1359	-0.0161	-0.1413	-0.1697	-0.1993	0.3079	-0.0126
-0.0121	-0.3012	-0.115	0.1483	0.0938	-0.0849	-0.00573	0.4084	0.0602	-0.045	0.0463	-0.0907	0.3265	-0.137	-0.105	-0.0749	-0.1402	-0.0121	-0.1606	-0.1742	-0.2123	0.3256	-0.0138
-0.0125	-0.3113	-0.1033	0.1513	0.0981	-0.0577	-0.04562	0.4252	0.0507	-0.037	0.03	-0.0882	0.34	-0.125	-0.105	-0.0649	-0.1488	-0.019	-0.1584	-0.1632	-0.2265	0.3511	-0.0278
-0.015	-0.3021	-0.1102	0.153	0.1074	-0.0608	-0.05481	0.4689	0.0454	-0.028	0.0322	-0.1007	0.3286	-0.136	-0.126	-0.0753	-0.1526	-0.0272	-0.1744	-0.1768	-0.2366	0.3523	-0.0273
-0.0116	-0.3169	-0.1163	0.1766	0.1398	-0.0582	-0.04956	0.5136	0.0672	-0.028	0.0884	-0.1009	0.3477	-0.137	-0.132	-0.0765	-0.1167	-0.0314	-0.1856	-0.1591	-0.2509	0.3664	-0.0286
-0.0099	-0.3215	-0.1125	0.1892	0.1761	-0.0773	-0.05792	0.6605	0.057	-0.025	0.1023	-0.1114	0.3787	-0.154	-0.149	-0.0789	-0.123	-0.0254	-0.1822	-0.1643	-0.2617	0.3724	-0.0276
-0.0111	-0.3359	-0.1247	0.1925	0.1633	-0.0751	-0.09765	0.6478	0.0544	-0.025	0.1031	-0.1185	0.4041	-0.132	-0.149	-0.0758	-0.1639	-0.0255	-0.1806	-0.1718	-0.2748	0.3312	-0.029
-0.0135	-0.3501	-0.1487	0.1817	0.1724	-0.0914	-0.10679	0.7305	0.0665	-0.029	0.1236	-0.1263	0.4187	-0.137	-0.143	-0.0695	-0.1723	-0.0238	-0.1956	-0.1818	-0.2861	0.3724	-0.0353
-0.0127	-0.3626	-0.1584	0.2191	0.1546	-0.085	-0.11672	0.9013	0.0587	-0.03	0.1224	-0.1175	0.4384	-0.149	-0.152	-0.0686	-0.1784	-0.025	-0.2321	-0.1851	-0.2974	0.4063	-0.0365
-0.0126	-0.3781	-0.176	0.1942	0.1683	-0.1014	-0.09545	0.9181	0.0549	-0.029	0.1131	-0.1176	0.4536	-0.192	-0.168	-0.0727	-0.1858	-0.0129	-0.2443	-0.1926	-0.3071	0.4473	-0.0373
-0.0141	-0.3967	-0.1654	0.2013	0.1802	-0.0998	-0.10285	1.008	0.0476	-0.036	0.114	-0.1224	0.4816	-0.187	-0.173	-0.0828	-0.1896	-0.0263	-0.2559	-0.2175	-0.3195	0.4594	-0.0341
-0.0159	-0.3815	-0.1682	0.2067	0.1968	-0.0917	-0.11181	0.9719	0.0127	-0.024	0.1147	-0.129	0.4855	-0.203	-0.196	-0.0713	-0.2009	-0.0299	-0.2744	-0.213	-0.3495	0.4619	-0.0193
-0.0193	-0.3957	-0.1593	0.1898	0.2159	-0.1268	-0.07844	0.839	0.0225	-0.043	0.0582	-0.1358	0.5112	-0.206	-0.207	-0.0539	-0.2184	0.0018	-0.2982	-0.1978	-0.3612	0.4969	-0.0119
-0.0227	-0.3954	-0.1582	0.2017	0.227	-0.1178	-0.10315	0.7301	0.0711	-0.016	0.0386	-0.1329	0.5436	-0.217	-0.199	-0.071	-0.2214	0.0056	-0.3162	-0.2034	-0.3739	0.5102	-0.0228

المصدر: (من اعداد الباحث اعتماداً على تقارير سوق الكويت للأوراق المالية)

* الرقم الظاهر بعد رمز العائد غير العادي المتراكم يشير الى عدد اعلانات الشركة المعنية طوال مدة المعاينة

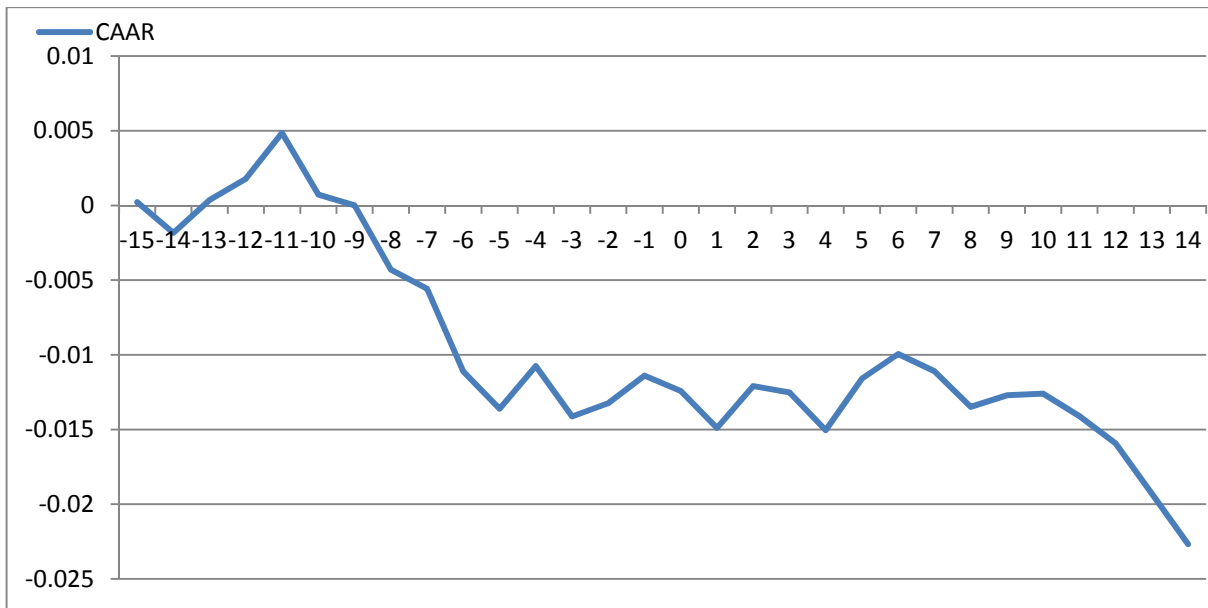
والنظر الى الجدول يفضي الى الاستدلال للحقائق الآتية :

1 . ترتب على اعلانات اعادة الشراء لجميع الشركات عينة الدراسة استجابات غير عادية من جانب الاسعار السوقية لاسهم هذه الشركات وقد تترجم ذلك بقيم (CAR) غير الصفرية في كامل الجدول ، ولجميع الشركات ما يؤكد ان لهذه الإعلانات محتوى معلوماتي مؤثراً وان مشكلة عدم التماثل المعلوماتي موجودة في السوق بالفعل .

2 . ان قيم (CAR) للشركات عينة الدراسة متباينة من حيث الحجم والاشارة وهذا يعتمد على خصوصية كل حالة لكل شركة ، فعلى سبيل المثال ، قيم (CAR) في الشركات الكبيرة كانت اتجاهاتها العامة لبعض الشركات موجبة وبعضها الاخر سالبة على طول نافذة الحدث مما افضى الى اتجاه عام متقلب لمتوسط العوائد غير العادية المتراكمة CAAR نتيجة تقلب العوائد غير العادية ما بين السالب والموجب والارتفاع والانخفاض . وهذا يعني وجود عدم تماثل معلوماتي وهذا الاخير ينبغي ان يكون في مثل هذا النوع من الشركات منخفضاً وبالفعل فقد كانت العوائد غير العادية منخفضة قياساً بعوائد الشركات الصغيرة ، وهكذا هو الحال عند تفحص ارقام الحالات الاخرى (تكرار الاعلان مقابل عدم تكرار ، اسهم قيمة مقابل اسهم نمو ، اعادة الشراء الفعلي مقابل عدم الشراء اي مصداقية الاشارة) .

3 . تفحص ارقام CAAR لجميع الاعلانات المدروسة على مستوى السوق ككل والظاهرة في العمود الاخير من الجدول (3-23) يظهر بوضوح ان المتوسط كان سلبياً قبل واثناء وبعد الاعلان ماعدا اليوم الخامس عشر والثالث عشر والثاني عشر والحادي عشر والعاشر والتاسع قبل الاعلان وفي هذه دلالة على ان لإعلان اعادة الشراء محتوى معلوماتي مؤثر ويؤكد وجود مشكلة عدم التماثل المعلوماتي في السوق .

ومن جانب اخر فان تذبذب قيم CAAR قبل وبعد يوم الاعلان وعلى مدى نافذة الحدث ارتفاعاً وانخفاضاً ايجاباً وسلباً وكما هو في الشكل (3-10) ، يؤكد ، من جانب ، ان لإعلان اعادة شراء الاسهم العادية اثر في اسعارها باطار نظرية الاشارة وهذا يتعارض مع فرضية الدراسة الرئيسية الاولى وهذا التعارض اكده رفض الفرضيات الفرعية الخمسة ايضاً . ويؤكد من جانب اخر بأن سوق الكويت للأوراق المالية كانت استجابته متحيزة وبطيئة وغير كاملة لإعلانات اعادة الشراء عامة وهذا يؤكد بانها سوق غير كفوءة عند المستوى نصف القوي وهذا ما ينسجم مع فرضية الدراسة الرئيسية الثانية .



الشكل (3-10) متوسط العوائد غير العادية المتراكمة لإعلانات إعادة شراء الاسهم بحسب نظرية الاشارة

الفصل الرابع

الاستنتاجات والتوصيات

المبحث الأول : الاستنتاجات

المبحث الثاني : التوصيات

المبحث الأول : الاستنتاجات

1 . ان نظرية الاشارة هي النظرية الاقرب لتفسير استجابة المستثمرين في سوق الكويت للأوراق المالية لإعلانات إعادة شراء الاسهم من قبل الشركات المدرجة فيه وهي النظرية الاقرب لتفسير وتقليل مشكلة عدم التمثل المعلوماتي الذي يحدث بين المطلعين والمستثمرين الخارجيين من خلال ارسال اشارات تحمل في طياتها معلومات تجعل المستثمرين يتصرفون تبعاً لذلك في اتخاذ قراراتهم .

2 . أثبتت نتائج التحليل المالي والاحصائي لدراسة الحدث ان لإعلانات إعادة شراء الاسهم على مستوى العينة عامة أن هناك استجابة متحيزة وبطيئة وغير كاملة من جانب أسعار الأسهم لإعلانات إعادة الشراء رغم ان المعلومات اصبحت متاحة للجميع بعد الاعلان وان كان وصولها سريعاً الا انها لا تعكس المضمون الفعلي لإعلان إعادة شراء الاسهم سواء كان ايجابياً ام سلبياً ، وفي ذلك خرق لأشترطات الكفاءة بشكلها نصف القوي . وهذا ما يؤكد أن سوق الكويت للأوراق المالية غير كفوء بالشكل نصف القوي فيما يخص استجابته لإعلان إعادة شراء الاسهم وهذا ما ينسجم مع فرضية الدراسة الرئيسية الثانية والتي تنص على (ان سوق الكويت للأوراق المالية ليست كفوءة بالمستوى نصف القوي في الاستجابة للمحتوى المعلوماتي لإعلان إعادة الشراء).

3 . ان لإعلان إعادة الشراء محتوى معلوماتي مؤثراً، والدليل على ذلك تحقق عوائد غير عادية (بغض النظر عن اشارتها) ، والتي ينبغي ان تكون صفراً اذا لم يكن للإعلان محتوى معلوماتي مؤثر ، وهذا يعني ضمناً وجود مشكلة عدم تماثل معلوماتي مما يتعارض مع الفرضية الفرعية الاولى للدراسة التي تنص على انه (ليس لإعلان إعادة الشراء محتوى معلوماتي مؤثراً يفضي الى تحقيق عوائد غير عادية . وبالتالي فليس هناك من مشكلة عدم تماثل معلوماتي) .

4 . أثبتت نتائج دراسة الحدث ان لحجم الشركة علاقة بقوة الاشارة المرسله لسوق المال عبر اعلان إعادة الشراء واستدل على ذلك عبر نتائج متوسطات العوائد غير العادية المتراكمة للشركات الصغيرة والتي كانت اعلى من متوسطات للشركات الكبيرة على طول نافذة الحدث نظراً لارتفاع حالة عدم التماثل المعلوماتي في الاولى ، وهذا ما يتعارض مع الفرضية الفرعية الثانية للدراسة التي تنص على انه (ليس لحجم الشركة من أثر بقوة الاشارة المرسله لسوق المال عبر اعلان إعادة الشراء، وبالتالي فلا يختلف حجم عدم التماثل المعلوماتي باختلاف حجم الشركة) .

5 . أثبتت نتائج دراسة الحدث أن لتكرار اعلان اعادة الشراء اثراً بقوة الإشارة المرسله لسوق الكويت المالي عبر اعلان اعادة شراء الاسهم ، كما ان وجود مشكلة عدم التماثل المعلوماتي تجسدت في الاستجابات السلبية (الشركات عالية التكرار) والايجابية (الشركات نادرة التكرار) للمحتوى المعلوماتي لحدث إعلان اعادة الشراء هذا من جانب . ويؤكد ، من جانب اخر ، ان لتكرار اعلان اعادة شراء السهم علاقة عكسية بحجم استجابة سعره ، بمعنى ان الاشارات المرسله للسوق من جانب الشركات متكررة الاعلان تكون ضعيفة فضلاً عن كونها سلبية بالمقارنة مع الاشارة الاقوى والايجابية لإعلانات الشركات نادرة الاعلان، وهذا يتعارض مع الفرضية الفرعية الثالثة للدراسة التي تنص على انه (ليس لتكرار اعلان اعادة الشراء من أثر بقوة الإشارة المرسله لسوق المال عبر هذا الاعلان) .

6 . أثبتت نتائج دراسة الحدث ان لنمط السهم علاقة بقوة الإشارة المرسله عبر اعادة شراء الاسهم ، وان وجود مشكلة عدم التماثل المعلوماتي تجسدت بالاستجابات السلبية والايجابية المنخفضة (اسهم النمو) والايجابية القوية (اسهم القيمة) للمحتوى المعلوماتي لحدث اعلان اعادة الشراء . ما يعني بالضرورة ان لإعلان اعادة الشراء محتوى معلوماتي مؤثراً بأسعار الاسهم العادية المتداولة في السوق وهذا يتعارض مع الفرضية الفرعية الاولى للدراسة هذا من جانب . ويؤكد من جانب اخر، ان لنمط الاسهم علاقة ذات دلالات احصائية بحجم استجابة اسعارها لإعلان اعادة الشراء . اذ ان الاشارات المرسله من قبل شركات النمو كانت ضعيفة وسلبية عامة ، في حين ان اشارات شركات القيمة كانت قوية وموجبة عامة ، وهذا يتعارض مع فرضية الدراسة الفرعية الرابعة التي تنص على انه (ليس لنمط السهم من أثر بقوة الإشارة المرسله لسوق المال عبر اعلان اعادة الشراء) .

7 . أثبتت نتائج دراسة الحدث ان لكمية الاسهم المعاد شرائها فعلياً (مصدقية الإشارة) علاقة بطبيعة الإشارة المرسله لسوق المال عبر اعلان اعادة الشراء ، بمعنى ان لكمية الاسهم المعاد شراؤها اثراً في استجابة السوق لإعلان اعادة الشراء ، اذ تختلف الاخيرة باختلاف الإشارة المرسله من قبل الشركة عبر اعلاناتها ومصدقية تنفيذه ، وهذا ما يتعارض مع فرضية الدراسة الفرعية الخامسة التي تنص على (عدم وجود فوارق في الاستجابة بين الاشارتين طبقاً للكمية المعاد شراؤها فعلياً) ، كما ان وجود مشكلة عدم التماثل المعلوماتي تجسدت بالرسائل المستلمة من قبل السوق والتي ترجمها الى استجابات ايجابية للإشارات الصادقة واستجابات سلبية

للإشارات الكاذبة ، وهذا ما يعني ان لإعلان اعادة الشراء محتوى معلوماتي مؤثراً بالأسعار المتداولة في السوق ، وهذا ما يتعارض مع الفرضية الفرعية الاولى للدراسة .

8 . تتحمل الشركة تكلفة اضافية كتكلفة المعاملات والضرائب المفروضة على المكاسب الرأسمالية من عمليات اعادة الشراء حينما تقوم الشركة بإعادة شراء اسهمها فعلاً لغرض ارسال اشارة حقيقية وصادقة حتى تستطيع الشركة ان تميز او تعزل نفسها عن الشركة الرديئة ، التي ترسل اشارة خاطئة بدون تكلفة ، والتي لا تعيد شراء اسهمها بالمرة ، وهذا يعني ان الشركة حينما ترسل اشارة حقيقية وصادقة فإن اشارتها ينبغي ان تكون مكلفة ، لكي تكسب ثقة المستثمرين وتحافظ على ارتفاع اسعار اسهمها مدة اطول . لكن من جانب آخر تتحمل الشركات الرديئة تكلفة غير مباشرة وهي خسارة سمعتها في السوق .

9 . يميل المستثمرون عامةً في سوق الكويت للأوراق المالية لاستغلال ما هو متوفر من المعلومات دون بذل جهد اضافي في الحصول على معلومات اضافية ، و نتيجة لنقص المعلومات فإن هذا قد يفضي الى اتخاذ قرارات خاطئة من قبل هؤلاء المستثمرين ، وقد تكون هناك معلومات خاصة لدى المطلعين لم يتم الافصاح عنها فيتم استغلالها لتحقيق عوائد غير عادية للسهم على حساب هؤلاء المستثمرين .

10 . استناداً لنتائج تحليل دراسة الحدث لجميع الشركات عينة الدراسة الممثلة لسوق الكويت للأوراق المالية تبين ان لإعلان اعادة شراء الاسهم العادية اثر في اسعارها باطار نظرية الاشارة ، وهذا ما أثبتته نتائج اختبارات الفرضيات الفرعية الخمس ايضاً ، اذ يعتمد المستثمرون في سوق الكويت للأوراق المالية في اتخاذ قراراتهم استجابةً لإعلانات اعادة شراء الاسهم على المعلومات المتسربة من الشركة وطريقة تفسيرهم لها ، وهذا ما يتعارض مع الفرضية الرئيسية الاولى للدراسة .

المبحث الثاني : التوصيات

في ضوء الاستنتاجات التي تم التوصل إليها، تم وضع جملة من التوصيات التي يمكن أن تساعد إدارات الشركات عينة الدراسة بصورة خاصة من الاستفادة منها ويمكن لإدارات الشركات العراقية المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية الاستفادة منها بصورة عامة ، مما يُعزز من مكانة الشركة ونجاحها واستمرارها ، فضلاً عن إتاحة الفرصة للمساهمين للاستثمار في أسهم الشركة ، ومن ثم تحقيق الاستفادة لجميع الاطراف ، وتتمثل هذه التوصيات بالآتي :

1 . ضرورة استخدام برامج اعادة شراء الاسهم في سوق العراق للأوراق المالية بوصفها وسيلة مهمة جداً تساعدهم في توزيع الفائض النقدي على المساهمين والتخلص من مشكلة الوكالة ومواجهة عمليات الاستيلاء العدائي للسيطرة على الشركة ورفع سعر السهم اذا كان دون قيمته الحقيقية وتأمين خيارات الاسهم لتحفيز العاميين ، وتعديل هيكل رأس مال الشركة ، وتعد أيضاً كإشارة مرسلة الى المستثمرين تساعدهم باتخاذ قرارات افضل .

2 . ينبغي على إدارة سوق الكويت للأوراق المالية إدراك خطورة عدم كفاءة السوق في الاستجابة للمعلومات العامة عامة وإعلانات اعادة الشراء خاصة ، لأن ذلك من شأنه أن يُستغل من قبل بعض المحترفين لصياغة قواعد تداول تمكنهم من تحقيق عوائد غير عادية على حساب المشتركين الآخرين في السوق ، وهذا يحول دون أداء السوق لوظيفته الأساس المتمثلة بالتخصيص الأمثل لموارد الاقتصاد .

3 . ضرورة الاعتماد على نظرية الاشارة خصوصاً في الاسواق المالية غير الكفوءة لتقليل مشكلة عدم التماثل المعلوماتي بين المطلعين والمستثمرين الخارجيين ، لان هذه النظرية تعد من الادوات التي توفر المعلومات للمستثمرين في الاسواق المالية ، وتسهم في رفع كفاءة السوق المالية من خلال تخفيض فجوة عدم التماثل المعلوماتي . كما انها ترسل اشارات تحمل في طياتها معلومات جيدة عن اعادة الشراء تساعد المستثمرين باتخاذ القرارات الرشيدة .

4 . ضرورة اعتماد الشركات الصغيرة خصوصاً في الاسواق المالية غير الكفوءة استخدام برامج اعادة شراء اسهمها لتحقيق عوائد غير عادية موجبة لان استجابة السوق للشركات الصغيرة التي تعيد شراء اسهمها افضل مقارنة بالشركات الكبيرة وبالتالي تحقيق عوائد غير عادية اكبر من الشركات الكبيرة .

5 . ان لا تقوم الشركات بإعادة شراء اسهمها الا اذا توافرت لديها تدفقات نقدية فائضة محاولة منها لإرجاع الفائض النقدي الى المساهمين او للدفاع ضد عمليات الاستيلاء او لتقليل مشكلة الوكالة وليس الغاية منها رفع السعر لان لتكرار اعلان اعادة شراء السهم علاقة عكسية بحجم استجابة سعره ، بمعنى ان الاشارات المرسله للسوق من جانب الشركات متكررة الاعلان تكون ضعيفة فضلاً عن كونها سلبية بالمقارنة مع الاشارة الاقوى والايجابية لإعلانات الشركات نادرة الاعلان .

6 . ضرورة اعتماد شركات القيمة خصوصاً في الاسواق المالية غير الكفوءة استخدام برامج اعادة شراء اسهمها لتحقيق عوائد غير عادية موجبة ، لان استجابة السوق لهذا النوع من الشركات تكون اقوى مقارنة بشركات النمو .

7 . ضرورة اعتماد الاشارة الصادقة من قبل الشركات التي تعلن عن اعادة شراء اسهمها وان تقوم بإعادة شراء كمية الاسهم المعلن عنها فعلياً (مصادقية الاشارة) لان اعادة الشراء الفعلي له علاقة بطبيعة الاشارة المرسله لسوق المال عبر اعلان اعادة الشراء ، بمعنى ان لكمية الاسهم المعاد شراؤها اثرأ في استجابة السوق لإعلان اعادة الشراء ، ومن ثم تحقيق عوائد غير عادية مقارنة بالإشارة المضللة .

8 . بما أن الهدف الرئيسي للإدارة المالية هو تعظيم ثروة المساهمين ، فيجب أن يعتمد المديرون في صياغتهم لسياسة التوزيع سواء كان في اعادة الشراء ام مقسوم الارباح النقدي، وينبغي أن تأخذ بعين الاعتبار كيفية تحقيق التوازن في تفضيلات بعض المستثمرين للضريبة العالية والمستثمرين الذين لديهم إعفاء نسبي من الضرائب ، لان ما يميز سياسة إعادة شراء الأسهم عن سياسة مقسوم الأرباح النقدي يتمثل بالميزة الضريبية ، كون أن معدل الضريبة على العوائد الرأسمالية أقل من معدل الضريبة على مقسوم الأرباح النقدي من جانب ، ومن جانب آخر تفرض الضريبة مباشرة على مقسوم الأرباح النقدي ، ولكن الضرائب على الأرباح الرأسمالية تؤجل الى حين بيع حملة الأسهم جزء أو كل مقتنياتهم من الأسهم .

9 . ضرورة توعية المجتمع الاستثماري العراقي، عبر عقد الندوات و ورش العمل ، بالأبعاد العملية الكاملة لسياسة التوزيع وخاصة اعادة شراء الاسهم في الشركات ودورها في نمو الشركات ، وتنمية الاقتصاد بالمحصلة .

10 . ضرورة إخضاع المتعاملين في سوق العراق للأوراق المالية لدورات علمية مكثفة في مجال تحليل وتقييم الاستثمار بالأسهم العادية مع التركيز على مدخلي التحليل الأساسي والفني، لأن الارتقاء بحرفية ومهنية المشتركين في السوق هو الشرط الأساس للارتقاء بكفاءة السوق .

المهارة الفكرية

A . Books

1. Amling , Frederick , "Investments: An Introduction to Analysis and Management" 3rd ed. , N.J. : Prentice- Hell , Inc,1974 .
2. Berk , Jonathan & DeMarzo , Peter , "Corporate Finance", New York : Pearson/ Addison Wesley, 2007 .
3. Brealey, Richard & Myers, Stewart . " Principles of Corporate Finance". U.S.A : The McGraw-Hill., 2000 .
4. Brealey, R. & Myers, S. "Principles of Corporate Finance", 7th ed. , New York: McGraw-Hill ,2003 .
5. Brealey, Richard. A ; Myers, Stewart ,C. ; Marcus , Alan J,"Fundamentals of Corporate Finance ", , U.S.A : McGraw-Hill Irwin, 2007 .
6. Brealey ,R. A.; Myers ,S. C. & Allen, Franklin," Principles of Corporate Finance" 10th ed. , Americas , New York : McGraw-Hill/Irwin, 2011 .
7. Brigham, Eugene. F, & Ehrhardt , Michael , "Financial Management Theory and Practice"10th ed. , U.S.A: South / Western in, Thomson Learning , 2002 .
8. Brigham , Eugene . F, & Ehrhardt , Michael , "Financial Management Theory and Practice"11th ed. , U.S.A: South / Westernin, Thomson Learning , 2005 .
9. Brown , Keith ,C. & Rielly, Frank , K. , "Analysis of Investment and Management of Portfolios", 9th ed. , South-Western , 2009 .
10. Francis , jack ,C. "Investments : Analysis and Management" 2nd ed. , New York : Mc Gaw – Hill Inc, 1976 .
11. Gitman, Lawrence , J. " Principles of Managerial Finance " 12th ed. , New York : Pearson /Prentice-Hall, 2009 .
12. Haugen A. Robert, " Modern Investment Theory" 5th ed. , New Jersey Prentice-Hall , Inc., Upper Saddle River, 2001 .
13. Hearth , Douglas &Zaima, J. K., "Contemporary Investments", 3rd ed. , U.S.A. : Harcourt College Publishers, 2001 .
14. Higgins, Robert, C." Analysis for Financial Management", 6th ed.,U.S.A . : McGraw – Hill, 2001 .
15. Hirschely, Mark, "Investents: Theory and Applications", 3rd ed. , U.S.A . : Harcourt, Inc, 2001 .
16. Jacquillat, B.; Solnik ,B.&Les Marches Financiers "Gestion de Portefeuille et des Risques" , 3rd ed. , Paris . 1997 .
17. Jones, Charles , P. , " Investments, Analysis and Management", 7th ed. , America : John Wiley and Sons, Inc., 2000 .
18. Koch, Timothy W. & MacDonald, S. Scott, "Bank Management", 7th ed. , South Western , 2010 .
19. Lo, Andrew W." Efficient Market Hypothesis" A Dictionary of Economics,2nd. ed , New York , 2007 .
20. Ross, Stephen ; Westerfield , Randolph .W; Jaffe, Jeffrey & Jordan, B . D. , " Corporate Finance " 6th , ed. , New York : McGraw- Hill . Irwin, 2002 .

21. Ross , Stephen . A; Westerfield , Randolph .W; Jaffe,Jeffrey; Jordan, B.D. "Fundamentals of Corporate Finance" 6th ed. , New York: McGraw-Hill . Irwin , 2003 .
22. Ross, Stephen, A . ; Westerfield, R .W. ; Jaffe, J. &Jordan , B . D. "Corporate Finance Core Principles & Applications " , New York: McGraw-Hill.Irwin , 2007 .
23. Ross , Stephen , A.; Westerfield , R .W. ; Jaffe, J. & Jordan, B. .D " Modern Financial Management" 8th ed. , New York : McGraw-Hill . Irwin , 2008 .
24. Sharpe, William F., & Alexander, Gordon, J. "Investments", 4th ed. ,U.S.A. : Hall - International , Inc. , 1990 .
25. Shleifer, Andrei, "Inefficient Market : An Introduction to Behavioral Finance", New York : Oxford University Press Inc., , 2000 .
26. Turban, E. ; Mclean , E. & Wetherbe , J. "Information Technology for Management", 2nd ed. , U.S.A. : John Wiley & Sons, Inc. , 2001 .
27. Vernimmen, Pierre "Finance d' Enterprise", 5th ed. , Dalloz , Paris , 2002 .
28. Weston , J. Fred & Brigham , F. Eugene , "Managerial Finance" , 7th ed. , New York : Hill- Irwin, 1981 .
29. Weston , J. Fred & Copeland, Thomas F. "Managerial Finance", 8th ed. , , Chicago : Dryden Press, 1986 .
30. Weston, J. Fred ; Besley , Scott & Brigham , Eugene , F. "Essentials of Managerial Finance", 11th ed. , Orlando : The Dryden Press Co . 1996

B . Periodical

31. Adams ,Gregory L.; Brau ,James C.& Holmes Andrew, "REIT Stock Repurchases : Completion Rates , Long - Run Returns , and the Straddle Hypothesis" Journal of Economics , Vol .29, No (2) , 2007 .
32. Al-Attar , Ali &Al-Khadash , Husam , The Effect of Contextual Factor on the Information Content of Cash Flow in Explaining Stock Price, "Jordan Journal of Business Administration", Vol.1, No. 1, July, 2005 .
33. Albouy, M., L" utilization des dettes mezzanines dans les operations de rachat avec effet de levier, Annals dumanagement, 11iemes, "Journal nationals" ,vol. 2, 1992.
34. Al-Kuwari , D. "Determinants of the Dividend Policy in Emerging Stock Exchanges: The Case of GCC Countries", "Global Economy & Finance Journal", Vol.No(2), 2009 .
35. Allen F, Michaely R. "Payout policy". "In. Handbook of the economics of finance, Corporate Finance", Vol .1A, 2003 .
36. Allen, Franklin; Antonio Bernardo & Ivo Welch, "A theory of dividends based on tax clientele" , "Journal of Finance", Vol .55, No(6) , 2000 .
37. Al-Malkawi , Nizar . H-D ; Rafferty. M . & Pillai , R. " Dividend Policy: A Review of Theories and Empirical Evidence" Euro Journals, Inc. , 2010 .
38. Amidu, M. & Abor, J. "Determinants of dividend payout ratios in Ghana", "The Journal of Risk Finance", Vol . (7) , No (2) , 2006 .

39. Anderson, H. ; Cahan , S. & Rose, L. " Stock dividend announcement effects in an imputation tax environment" , "Journal of Business Finance & Accounting" Vol . 28, No(5/6) , 2001.
40. Anil, K. & Kapoor, S. "Determinants of dividend payout ratios : a study of Indian information technology sector " , "International Journal Finance Economic" , Vol . 15, 2008 .
41. Baginski , Stephen, P. & Wahlen, James, M. "Residual Income Risk, Intrinsic Value, and Share Price", "the Accounting Review", Vol . 78, No(1), January, 2003.
42. Baker , H. & Phillips, A. L. "Why companies issue stock dividends". Financial Practice & Education Vol . 3, No(2) , 1993 .
43. Baker , J , S ; Vert, E.T. & Powell, G.E. "Stock Repurchases & False Signals", "Journal of Applied Business Research ", Vol . 19. 2011.
44. Baker, H., Powell, P. & Veit, K. "Why Companies use Open Market Repurchases: A Managerial Perspective", Journal of Financial Research, Vol . 3, 2003 .
45. Baker, M.& Wurgler, J." Appearing and disappearing dividends: the link to catering incentives", "Journal of Financial Economics" Vol . 73 , 2004b .
46. Baker, M., Wurgler, J. "A catering theory of dividends". "Journal of Finance" Vol, 59, No(3), 2004a .
47. Balvers, R. ; Affleck-Graves, J.; Miller, R. & Scanlon, K. "The Underpricing Of Initial Public Offerings: A Theoretical And Empirical Reconsideration Of The Adverse Selection Hypothesis", "Review of Quantitative Finance and Accounting", Vol . 3, 1993 .
48. Barclay, M., and Smith Jr, C. "Corporate payout policy: cash dividends versus open market repurchases", "Journal of Financial Economics", Vol .22, 1988 .
49. Bartov, E. "Open market stock repurchases as signals of earnings and risk changes". "Journal of Accounting and Economics", pp. 275-294 . 1991 .
50. Bartov, E., Krinsky, I., and Lee, J. "Evidence on how companies choose between dividends and open-market stock repurchases", "Journal of Applied Corporate Finance", Vol . 11 , 1998 .
51. Bechmann. K. L. & Raaballe , J. "The differences between stock splits and stock dividends: Evidence on the retained earnings hypothesis" . "Journal of Business, Finance & Accounting" Vol . 34 , No(3 & 4), 2007 .
52. Bens, D.; Nagar ,V. ; Skinner, D . & Wong , F. "Employee stock options, EPS dilution, and stock repurchases " , "Journal of Accounting and Economics" Vol , 36 , 2003 .
53. Bernheim , Doug, "Tax Policy and the Dividend Puzzle", "Rand Journal of Economics" , Vol . 22, 1991 .
54. Bhana , N. " The market reaction to open market share repurchases announcements: The South African experience", "Investment Analysts Journal" , No (65) , 2007 .
55. Bhattacharya, S. " Imperfect information, dividend policy, and 'the bird in the hand' fallacy", "Bell Journal of Economics" , Vol .10, No (1), 1979 .
56. Bhattacharya, Utpal & Dittmar Amy, "Costless versus costly signaling: Theory and Evidence" , "Journal of business" , Vol .77, No(1) , 2004.

57. Bhunia , A.; Chand ,F. & Harbour, D. " A Test of Market Efficiency based on Share Repurchase Announcements", "Journal of Economics and Sustainable Development", Vol .2, No (8) , 2011 .
58. Bierman, H. "Dividends versus Share Repurchase: The Stock Price Effect", "Journal of Portfolio Management", Vol . 34, No.(4), 2008 .
59. Black, F. and Scholes, M. "The Effects of Dividend Yield and Dividend Policy in Common Stock Prices and Returns" , "Journal of Financial Economics" ,Vol . 1, No(1) , 1974 .
60. Bowman, R.G. , "Understanding and Conducting Event Studies", "Journal of Business Finance and Accounting", Vol . 10. No(4), 1983 .
61. Bradford,B.M. "Open-market Common Stock Repurchases &Subsequent Market Performance." The Journal of Business and Economics"Vol .14,2008 .
62. Brav, A., Graham, J., Harvey, C. and Michaely, R. "Payout policy in the 21st century", "Journal of Financial Economics", Vol .77, No.(3) , 2005 .
63. Brennan , Michael, J. & Avanidhar , Subrahmanyam " Investment analysis and price formation in securities markets", "Journal of Financial Economics" ,Vol . 38, 1995 .
64. Brennan, M. J. & Thakor, A. V. "Shareholder preferences and dividend policy", "The Journal of Finance", Vol .11, No(5) , 1990 .
65. Brockman , p. & Chung , D.Y. "Managerial timing & corporate liquidity: evidence from actual share repurchases", "Journal of Financial Economics" ,Vol . 61 , 2001 .
66. Brown , Jeffrey R. ; Nellie Liang & Scott Weisbenner , "Executive financial incentives and payout policy: firm responses to the 2003 dividend tax cut", "Journal of Finance" ,Vol . 62 , 2007 .
67. Brown, S.J. & Warner, J.B., "Using Daily Stock Returns: The Case of Event Studies", "Journal of Financial Economics" Vol . 14, 1985 .
68. Brown, Stephen ; Hillegeist, Stephen A. &Lo, Kin, "Conference Calls and Information Asymmetry", "Journal of Accounting and Economics" ,Vol . 37 , 2004 .
69. Brunarski , K . ; Harman ,Y. & Kehr, J. B . "Agency Costs and the Dividend Decision:Corporate Ownership & Control " ,"Journal of Financial Economics" Vol . 1, No (3) , 2004 .
70. Chan , Konan; Ikenberry, David & Lee, Inmoo "Economic Sources of gain in Stock Repurchases", "Journal of Financial and Quantitative Analysis", Vol . 39, No.(3) , 2004 .
71. Chatterjee, C. & Rakshit , D. " An Empirical Investigation of Share Repurchases In India ", "South Asian Academic Research Journals", Vol . 2, No(1) , 2012 .
72. Chen, G. ; Firth, M. & Gao, N. "The information content of concurrently announced earnings, cash dividends, and stock dividends : An investigation of the Chinese stock market", "Journal of International Financial Management & Accounting", Vol . 13, No(2) , 2002 .
73. Chetty Raj & Saez , Emmanuel " The Effects of the 2003 Dividend Tax Cut on Corporate Behavior : Interpreting the Evidence , The Impact of Taxing Corporate- Source Income", "Quarterly Journal of Economics" ,Vol . 96, No.(2) , 2006 .

74. Chetty, R. and Saez, E. "Dividend Taxes and Corporate Behavior: Evidence from the 2003 Dividend Tax Cut", "Quarterly Journal of Economics", Vol. 120, No(3), 2005 .
75. Chopra, N. ; Lakonishok, J. & Ritter, J. " Measuring abnormal performance : Do stocks overreact ?", "Journal of Financial Economics" ,Vol . 31, 1992 .
76. Collins , D.W. & Kothari, S.P. "An analysis of the intertemporal and cross-sectional determinants of earnings response coefficients", "Journal Accounting and Economics" ,Vol . 11, 1989 .
77. Comment, R. & Jarrell, G.A. "The Relative Signaling Power of Dutch-Auction and Fixed Price Self-Tender Offers and Open-Market Share Repurchases", "Journal of Finance" Vol. 46, 1991 .
78. Cook , D . ; Krigman, L. & Leach, C. "On the timing and execution of open market repurchases", "Review of Financial Studies 17 , 2004.
79. D Mello, Ranjan & Shroff, Pervin "Equity Undervaluation and Decisions Related To Repurchase Tender Offers: An Empirical Investigation", "The Journal of Finance" , Vol. 5, 2000 .
80. Dann , L. Y. "Common stock repurchases: An analysis of returns to bondholders and Stockholders" , "Journal of Financial Economics", Vol .9 , 1981 .
81. Davidson , W.N. & Garrison, S.H. "The stock market reaction to tender offer repurchases of stock : size and purpose perspective". "The Financial Review "Vol. 2, 1989 .
82. De Jong, A. ; van Dijk , R. & Veld , C, "The dividend and share repurchase policies of Canadian firms: empirical evidence based on an alternative research design", "International Review of Financial Analysis" ,Vol. 12 ,2003 .
83. De Ridder, A."Share Repurchases & firm behavior", "International Journal of Theoretical and Applied Finance" ,Vol. 12, No(5) , 2008 .
84. Deeptee , Purmessur, Rajshree & Roshan, Boodhoo " Signalling Power of Dividend on Firms' Future Profits A Literature Review", "Evergreen Energy – International Interdisciplinary Journal" , New York , 2009
85. Diamond, D.&Verrecchia, R." Disclosure, liquidity and the cost of capital" , "Journal of Finance" Vol . 46, No (4) , 1991 .
86. Dittmar , A . & Dittmar , R."The Timing of Financing Decisions: An Examination of the Correlation in Financing Waves", "Journal of Financial Economics" , Vol. 90 , 2007 .
87. Dittmar , Amy,K."Why do firms repurchase stock?", "The Journal of Business" , Vol. 73, No.(3) , 2000 .
88. Dittmar Amy, "Capital structure in corporate spin-offs", "Journal of business" ,Vol.77, No(1) , 2004 .
89. Dittmar, Amy,K. "Corporate Cash Policy and How to Manage it with Stock Repurchases", "Journal of Applied Corporate Finance " , Vol. 20 No(3) , 2008 .
90. Douglas, O. Cook; Laurie Krigman & J. Chris Leach "An analysis of SEC guidelines for executing open market repurchases", "Journal of Business" Vol. 76, No(2) , 2003 .
91. Dudley, Evan &Manakyan, Ani,"Corporate Repurchase Decisions Following Mutual Funds Sales", "Financial Management" Vol. 40 , 2011 .

92. Elfakhani ,Said, " An Empirical Examination of The Information Content of Balance Sheet and Dividend Announcements: A Signaling Approach", "Journal Of Financial And Strategic Decisions" ,Vol . 8, No(2) , 1995 .
93. Elory Dimson & Massoud Mussavian,"A Brief History of Market Efficiency", "WP Published in European Financial Management, London Business Schools" , Vol . 4, No(1) , 1998 .
94. Fama , Eugene F. "Efficient Capital Markets: A review of Theory an Empirical Work", "Journal of Finance", Vol . 31, No(1) , 1970 .
95. Fama, E. & French, K . "The Cross-Section of Expected Stock Returns". "Journal of Finance", Vol . 47 (2) , 1992 .
96. Fama, E., & French, K. , "New Lists: Fundamentals and Survival Rates", "Journal of Financial Economics" ,Vol . 73, No (2), 2004 .
97. Fama, Eugene F. "Efficient Capital Market: II", "The Journal of Finance", Vol . XLVI, No.(5) , 1991 .
98. Fama, Eugene, & French, Kenneth " Disappearing dividends: changing firm characteristics or lower propensity to pay", "Journal of Financial Economics" , Vol. 60, No(1) , 2001 .
99. Farzanfar, Farzad ; Zare, Reza & Boroumand , Maryam" Dividend Policy from the Signaling Perspective and its Effects on Information Asymmetry Among Investors", "Journal of Contemporary Research In Business" Vol. 4, No.(12) , 2013 .
100. Firth, M. ; Leung , T.Y. & Rui, O.M. , "Double signals or single signal? An investigation of insider trading around share repurchases". "Journal of International Financial Markets, Institutions & Money ", Vol . 20, No(4), 2010 .
101. Frankfurter, George M. ; Bob G. & Wood, J. "Dividend Policy Theories and Their Empirical Tests", "International Review of Financial Analysis" , Vol . 11 , 2002 .
102. Franz, D.R. ; R.P. Rao and N. Tripathy "Informed trading risk and bid-ask spread changes around open market stock repurchases in the Nasdaq market". "The Journal of Financial Research" Vol . 18, No (3) , 1995 .
103. Fried , Jesse . M "Open Market Repurchases : Signaling or Managerial Opportunism" Theoretical Inquiries in Law , Vol . 2, 2001 .
104. Fried, Jesse M . "Informed Trading and False Signaling With Open Market Repurchases " , "California Law Review" Vol. 93, No (5) , 2005b .
105. Giambona, E.; C. Giaccotto, & C.F. Sirmans "The Long-Run Performance of REIT Stock Repurchases". "Real Estate Economics" , Vol . 33, 2005 .
106. Gottesman, Aron& Jacoby, Gady, "Payout policy, taxes, and the relation between returns and bid-ask spread", "Journal of Banking & Finance", Vol. 30 , 2006 .
107. Gould, G.P. "The impact of share buybacks on earnings per share", "JASSA" , Vol . 1 , 2008 .
108. Grullon , G. & Michaely , R. "Dividends, share repurchases, and the substitution hypothesis". "Journal of Finance ", Vol . 57, No(4) , 2002 b .
109. Grullon , G. & Michaely, R. "The Information Content of Share Repurchase". "The Journal of Finance" , Vol . 59, No(2) , 2004 .
110. Grullon ,G.& Ikenberry, D.L."What Do We Know about Stock Repurchases?", "Journal of Applied Corporate Finance" , Vol .13, No(1),2000 .

111. Guerrien , Bernard & Gun , Ozgur , "Efficient Market Hypothesis: What are we talking about?", "real-world economics review", Issue No(56) , 2011 .
112. Gup , Benton & Nam, Doowoo "Stock Buybacks , Corporate Performance and EVA" , "Journal of Applied ,Corporate Finance" ,Vol . 14, No(1) , 2001 .
113. Gupta , S . ; Kalra , N. & Bagga , R . " Do Buybacks Still hold their Signaling Strength? An Empirical Evidence from Indian Capital Market " , "Amity Business Review" ,Vol .15, No(1) , 2014 .
114. Gupta, Amitabh& Banga , Charu "The Determinants of Corporate Dividend Policy " Decision " , Vol . 37, No(2) , 2010 .
115. Heaton, J. B. " Managerial Optimism and Corporate Finance " , "Financial Management" ,Vol . 31, No(2) , 2002 .
116. Heflin , F. ; Shaw, K. & Wild, J . "Disclosure Policies and Market Liquidity: Impact of Depth Quotes and Order Sizes". "Contemporary Accounting Research" ,Vol . 22, No (4) , 2005 .
117. Hribar , P. ; Jenkins, N. & Johnson, W. B. "Stock repurchases as an earnings management device". "Journal of Accounting and Economics" Vol .41, 2006 .
118. Hyderabad , R . L . " Market Reaction To Multiple Buy Backs In India " "Journal of Finance" , Vol . I, Issue (2) , 2009 .
119. Ikenberry, D. ; Lakonishok, J. & Vermaelen, T. " Market under reaction to open market share repurchases" . "Journal of Financial Economics" , Vol . 39 , No(2-3) , 1995 .
120. Ikenberry, D.; Lakonishok , J. & Vermaelen , T. "Stock repurchases in Canada: Performance and strategic trading" , "Journal of Finance" , Vol . 55, 2000 .
121. Isa , Mansor ; Ghani, Zaidi and Lee, Siew-Peng "Market Reaction to Actual Share Repurchase in Malaysia " , "Asian Journal of Business & Accounting" , Vol .4,No (2) , 2011 .
122. Isagawa, N."Open-market repurchase announcement and stock price behavior in inefficient markets" , "Financial Management" , Vol .31, No(3), 2002 .
123. Isagawa, Nobuyuki. "Open-Market Stock Repurchase and Stock Price Behavior When Management Values Real Investment". "The Financial Review" , Vol . 35 , 2000 .
124. Jagannathan , M . & Stephens , C. P. "Motives for Multiple Open Market Repurchases Programs," "Financial Management " , Vol . 32, No (2), 2003 .
125. Jagannathan , M . ; Stephens , C. P. & Weisbach , M . S . " Financial Flexibility & The Choice Between Dividends and Stock Repurchases " , "Journal of Financial Economics" , Vol . 57 , 2000 .
126. Jensen , G. R . ; Donald, P.S. & Thomas Zorn, "Simultaneous Determination of insider Ownership, Debt and Dividend Policies". "Journal of Financial and Quantitative Analysis" , Vol . 27, 1992 .
127. Jensen, M . "Agency Costs of Free Cash Flow: Corporate Finance and Takeovers" , "American Economic Review" ,Vol . 76 , 1986 .
128. Jensen, M. & Ruback, R. "The market for corporate control: The Scientific Evidence". "Journal of Financial Economics" , Vol .11 , 1983 .

129. John, K. & Mishra, B. "Information Content Of Insider Trading Around Corporate Announcements : The Case Of Capital Expenditures", "Journal of Finance", Vol . 45 , 1990 .
130. Kahle , K. "When a buyback isn't a buyback: open market Repurchases and employee stock options", "Journal of Financial Economics" ,Vol . 63, 2002 .
131. Karami , Gh. ; Mehrani, S. & Eskandar, H. " Examining agency and signaling theories in relationship with dividend policies: The role of institutional investment", "Journal of Accounting Advances" . Vol .2 , No(2) , 2010 .
132. Kato, Hideaki K. ; Michael, Lemon; Mi Luo and Jay Schallheim , "An Empirical Examination of the Costs and Benefits of Executive Stock Options: Evidence from Japan", "Journal of Financial Economics" , Vol .78, 2005 .
133. Kaur , Karamjeet , " Share Buy-backs and Signaling : Literature Review ", "SAJMMR" Vol .2, No(6) ISSN 2249-877X , 2012 .
134. Kaur , Karamjeet , " Information Content of Dividends : Empirical Study of Be listed Companies " Vol . 1 , No. (4) , 2011 .
135. Kaur, Karamjeet , " Open Market Share Buybacks In India ". "RIJBFA" Vol . 1, No (4), ISSN: 2277 – 100X , 2012 .
136. Khang, Kenneth & King, Tao - Hsien Dolly.. " Is Dividend Policy Relate to Information Asymmetry? Evidence from Returns to Insider Trades", "Financial Management, Vol . 35, 2002
137. Kracher. B & Johnson, R.R. "Repurchase Announcement, Lies & False Signal ", "Journal of Business Ethics" , Vol .16 , 1997 .
138. Kumar, J. "Ownership Structure and Dividend Payout Policy in India". "Indira Gandhi Inst : of Development Research" , Vol . 11 , 2003 .
139. Lakonishok , J. & T. Vermaelen "Anomalous Price Behavior Around Repurchase Tender Offers," , "Journal of Finance" , Vol .45, 1990 .
140. Lee , B. S & Rui , O. M. "Time – Series behavior of Share Repurchases and dividend" , "forthcoming in Journal of financial and Quantitative analysis" , Vol . 42 , 2007 .
141. Li , K. & McNally, W. "The Information Content of Canadian Open Market Repurchase Announcements" . "Managerial Finance" , Vol. 33, 2007 .
142. Lie, E. "Operating performance following open market share repurchase announcements", "Journal of Accounting and Economics" , Vol . 39, 2005 .
143. Loughran, T. & Ritter, J. R ., " Uniformly least powerful tests of market efficiency", "Journal of Financial Economics" , Vol .55, 2000 .
144. Lyon, John D.; Barber, Brad M. & Tsai, Chih-Ling, "Improved Methods for Tests of Long-Run Abnormal Stock Returns", "The Journal of Finance" , Vol . 54 , 1999 .
145. Malkiel , Burton , G. " Is the Stock Market Efficient?," "Science, New Series" , Vol . 243, No. (4896) , 1989 .
146. Malmendier, Ulrike, & Geoffrey, Tate "CEO Overconfidence and corporate investment" , "The Journal of Finance" . Vol . 60, No(6) , 2005 .
147. Massa, M. ; Rehman, Z. & Vermaelen, T. "Mimicking repurchase", "Journal of Financial Economics" , Vol . 84 , 2007 .
148. Maxwell, W. F. & Stephens, C.P. "The Wealth Effects of Repurchases on Bond-holders." , "Journal of Finance" , Vol . 58, No.(2) , 2003 .

149. McNally, W. J. , "Open Market Stock Repurchase Signaling", "Financial Management ", Vol . 28 , 1999 .
150. McNichols , M . & Dravid, A . "Stock dividends, stock splits, and signaling". "Journal of Finance" Vol . 45 , 1990 .
151. Miller , M . H . & Rock , K ."Dividend policy under asymmetric information". "Journal of Finance", Vol .40 ,N0(4) , 1985 .
152. Mitchell, J.D. ; Dharmawan, G. ; Clarke, A . & Robinson, S.P. , "Management's Views on Share Buy-backs: An Australian Survey", "Accounting and Finance", Vol . 41 , 2001 .
153. Modigliani, F. & Miller , M . H . "Dividend policy, growth and the valuation of shares" ." Journal of Business" , Vol . 34, 1961 .
154. Moore , James M. " TSX Stock Repurchase Announcements and the Impact of TSX Disclosure Requirements ", "International Journal of Financial Research" Vol . 4, No (2) , 2013 .
155. Musiega, M. G ; Alala, O. B. ; Douglas ,M. ; Christopher, M. O. & Robert , E. " Determinants Of Dividend Payout Policy Among Non-Financial Firms On Nairobi Securities Exchange, Kenya", "International Journal of Scientific & Technology Research" ,Vol . 2, Issue (10) , 2013 .
156. Myers, S. & Majluf , N. "Corporate investment and financing policies when firms have information that investors do not have". "Journal of Financial Economics" Vol . 13, 1984 .
157. Negakis , Christos , J. " Accounting and Capital Markets Research", "Managerial Finance", Vol . 31, No(2) , 2005 .
158. Nittayagasetwat , W. & Nittayagasetwat , A . " Common Stock Repurchases: Case of Stock Exchange of Thailand" PhD, "International Journal of Business and Social Science , Vol . 4 No(2) , 2013 .
159. Nohel, Tom & Tarhan , Vefa " Share repurchases and firm performance : new evidence on the agency costs of free cash flow" , "Journal of Financial Economics" . Vol . 49 , 1998 .
160. Nossa , S. N; Lopes , A. B. & Teixeira, A . "Stock repurchases and fundamental analysis: an empirical study of the brazilian market in the period from 1994 to 2006", "Brazilian Business , Review Vitoria" ,Vol . 7, No (1) , 2010 .
161. Oded , Jacob "Why Firms Announce Open-Market Repurchase Programs?", "The Review of Financial Studies", Vol . 18 , 2005 .
162. Ofer, A. & Thakor, A. "A Theory of Stock Price Response to Alternative Corporate Cash Disbursement Methods: Stock Repurchases and Dividends" , "Journal of Finance" , Vol . 42, 1987
163. Okpara ,C.G. "Asymmetric Information and Dividend Policy in Emerging Markets : Empirical Evidence from Nigeria", "International Journal of Economics and Finance" Vol . 2, No(4) , 2010 .
164. Okpara, G. C. " A Diagonosis of the Determinants of Dividend Pay-Out Policy in Nigeria: A Factor Analytical Approach", "American Journal of Scientific Research" Issue. 8 , 2010 .
165. Oswald, D. & Young, S . "What Role Taxes and Regulation? A Second Look at Open Market Share Buyback Activity in the UK", "Journal of Business Finance and Accounting", Vol . 31 , 2004 .
166. Pemale P. Peterson, "Event Studies: A Review of Issues and Methodology", "Quarterly Journal of Business & Economics", Vol .28 , No(3) , 1989 .

167. Peterson, C., Fredriksson, J. & Nilfjord, A. "Common Stock Repurchases: A First Year Swedish Sample and Comparative Reactions on the US and Finnish Markets" *Liiketaloudellinen Aikakauskirja*, Vol.52, 2003.
168. Pettit, J. "Is a Share Buyback Right for Your Company?" , "*Harvard Business Review*", Vol. 79, No (40), 2001 .
169. Peyer, Urs and Theo Vermaelen, "The Nature and Persistence of Buyback Anomalies", "*Review of Financial Studies*", Vol. 22, No. (4), 2009 .
170. 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 .
171. Raad, Elias, &Wu, H.K. " Insider trading effects on stock returns around open-market stock repurchase announcements: An empirical study", "*Journal of Financial Research*", Vol. 18, 1995 .
172. Rajabimoghadam, M. & Khalatbari, A. " The Effect of Market Conditions on Information Content of Dividend ". "*Interdisciplinary Journal of Contemporary Research In Business*", Vol. 5, No (4), 2013 .
173. Rau, R., Vermalen ,T." Regulation, taxes, and share repurchases in United Kingdom", "*Journal of Business*" ,Vol. 75, No(2), 2002 .
174. Rehman , Abdul & Takumi , Haruto , " Determinants of Dividend Payout Ratio: Evidence From Karachi Stock Exchange (KSE)". "*Journal of Contemporary Issues in Business Research*" Vol. 1, No(1), 2012 .
175. Rim , EL . H. & Adel, B. " Asymmetric Information and Payout Policy: Dividend or Share Repurchase", "*International Review of Management and Business Research*" Vol. 3, Issue (2), 2014 .
176. Ritter, Jay R. " Behavioral Finance", "*Pacific-Basin Finance Journal*" ,Vol. 11, No. (4), 2003.
177. Rodriguez, A.& Yue, H . "Open Market Share Repurchases and Earnings Management " *Estudios de Administración*", Vol .15, No(1), 2008.
178. Saif,N.; Rehman,S.; Khan, M. S.; Rehman, K.; Ali, A.; Khan, A. & Khan, Q. "Institutional Ownership and Dividend per Share: Case of Pakistan" , "*International Journal of Academic Research in Accounting, Finance and Management Sciences*" Vol. 3, No.(1), 2013.
179. Schwert W.G., "Anomalies& Market Efficiency", "*Handbook of the Economics of Finances, Elsevier Science B.V.Edition1*", Vol.1, 2003.
180. Sharpe, W.F. " Capital Asset Prices: A Theory of Market Equilibrium under Conditions of Risk", "*Journal of finance*", Vol. 19, No(3), 1964 .
181. Shu, P . G . ; Yeh, Yin, H. ; Su, Yu, H . & Chiang ,T. L . " Managerial Overconfidence and Share Repurchase " , "*International Review of Finance*" , Vol. 13, Issue(1), 2013 .
182. Siegel .H , Philip & Karim .E, Khondkar " The Information Content of The Adoption OF Classified Board Provision " , "*Journal of Financial and Strategic Decisions*" ,Vol. 11, No(2), 1998 .
183. Skinner, D. J. "The Evolving Relation Between Earnings, Dividends, & Stock Repurchases", "*Journal of Financial Economics*", Vol.87, No (3), 2008.
184. Stein, J., "Efficient capital markets, inefficient firms: a model of myopic corporate behavior", "*Quarterly Journal of Economics*" ,Vol. 50, 1989 .
185. Stephens , C.P. & M .S . Weisbach "Actual share reacquisition's in open-market repurchase programs". "*The Journal of Finance*", Vol. LIII, 1998 .

186. Stoll, H., "Presidential Address: Friction", *"Journal of Finance"* Vol . 55 No(4). 2000 .
187. Tabtieng , Naratip, "Motivations for Share Repurchase Programs and the Effect of Share Prices on Managerial Decisions to End Share Repurchase Programs in Thailand", *"International Journal of Business and Social Science"*, Vol . 4, No. (10), 2013 .
188. Talmor, E., "Asymmetric Information, Signaling, And Optimal Corporate Financial Decisions", *"Journal of Financial and Quantitative Analysis"* Vol. 16, 1981 .
189. Thanatawee , Yordying " Payout Policy and Real Investment under Asymmetric Information "Burapha University , *"International Journal of Economics and Finance"* Vol . 3, No(5), 2011a .
190. Thanatawee , Yordying " A Catering Model of Dividends and Share Repurchases", *"International Journal of Economics and Finance"*, Vol . 4, No(1), 2012 .
191. Thu, N. K . ; Trien,L.V. ; Anh,D.T. & Nhon, H.T. " Determinants of Dividend Payments of Non-financial Listed Companies in HỒ Chí Minh Stock Exchange", *"VNU Journal of Economics and Business"* Vol . 29, No (5) , 2013 .
192. Timmermann, A. &Granger , C.W.J "Efficient Market hypothesis & forecasting" , *"International Journal of Forecasting"* Vol . 20, 2004 .
193. Travlos, N.; Trigeorgis , L. &Vafeas , N. "Shareholder Wealth Effects of Dividend Policy Changes in an Emerging Stock Market: The Case of Cyprus" , *"Multinational Finance Journal"*, Vol. 5, No.(2), 2001 .
194. Tsuji , Chikashi , " A Discussion on the Signaling Hypothesis of Dividend Policy" , *"The Open Business Journal"* , Vol . 5, 2012 .
195. Vermaelen ,T. "Common Stock Repurchases and Market Signaling: An Empirical Study", *"Journal of Financial Economics"*, Vol .9 , 1981.
196. Vermaelen, T. "Repurchase tender offers, signaling, and managerial incentives". *"Journal of Financial and Quantitative Analysis"*, Vol . 19 , 1984 .
197. Veronesi, Pietro, "How does information quality affect stock returns?", *"Journal of finance"*, Vol . 55, No (2) , 2000 .
198. Von Eije, H., & Megginson , W.L. "Dividends & share repurchases in the European Union" , *"Journal of Financial Economics"*, Vol . 89, No(2) , 2008 .
199. Washer, Kenneth M. & Blanch,G . F. " Actual Share Repurchases and Capital Gains In The Hospital Lity Industry ", *"Journal of Business Administration online"*, Vol. 2 No(2) , 2003 .
200. Wiyada , Nittayagasetwat & Aekkachai , Nittayagasetwat , " Common Stock Repurchases : Case of Stock Exchange of Thailand" , *"International Journal of Business and Social Science"*, Vol . 4 No(2) , 2013 .
201. Wu, Ming-Cheng ; Kao C.H , Erin & Fung , Hung-Gay" Impact of Dividend-Protected Employee Stock Options on Payout Policies: Evidence from Taiwan " , *"Pacific Economic Review"*, Vol. 13, No(4), 2008.
202. Yook , K. C. "Long-run stock performance following stock repurchases". *"The Quarterly Review of Economics and Finance"*, Vol . 50, No (3) , 2010 .
203. Zhang, H."Share price performance following actual share repurchases". *"Journal of Banking and Finance "*, Vol . 29, 2005.

C. Internet :

- 204 . تقارير بنك الكويت المركزي . <http://www.cbk.gov.kw/ar/index.jsp>
- 205 . تقارير سوق الكويت للأوراق المالية . <http://www.kuwaitse.com/A/>
- 206 . تقارير هيئة الأوراق المالية والسلع لدولة الامارات العربية . www.sca.gov.ae/Arabic
- 207 . Aprajita , A . " Accounting for Treasury Stock" , 2010 .
- 208 . Allen, Franklin & Michaely, Roni , " Payout Policy" The Working Paper Series is made possible by a generous grant from the Alfred P. Sloan Foundation, The Wharton Financial Institutions Center , 2002 .
- 209 . Andreas , Hackethal & Alexandre , Zdantchouk , " Share Buy-Backs in Germany Overreaction to Weak Signals?" Goethe University Frankfurt , 2004 .
- 210 . Ahmed ,Hafeez & Javid, A. Y. " Dynamics & determinants of dividend policy in Pakistan (evidence from Karachi stock exchange non-financial listed firms)", 2008 .
- 211 . Andres , Christian ; Betzer , Andre ; Bongard , Inga van den; Haesner, Christian & Theissen Erik , " Dividend Announcements, Market Expectation and Corporate Governance " University of Bonn , 2009 .
- 212 . Asquit , Paul and. Mullins , Jr David .W, " Signaling with Dividends, Stock Repurchases & Equity Issues " Harvard University, 2010 .
- 213 . Al Saedi , Alaa A . S. , " The Effect of Dividend Policy on Market Value UK Empirical Study", A thesis Submitted in fulfillment of the requirement for the Degree of doctor of Philosophy , Durham University, 2010 .
- 214 . Ackert , Lucy F . & Deaives , Richard , " Behavioral Finance : psychology Decision – Making and Markets " south – western , 2010 .
- 215 . Axelsson, Lars & Brissman , Philip, " Share repurchase announcements and abnormal returns for Swedish listed real estate companies" , Master Thesis number: 94, Stockholm , 2011 .
- 216 . Aharoni, G., Brown, C., & Wang, G.J. , " The Payout Policy of Australian Firms: Dividends, Repurchases and Soft Substitution" , Conference Paper, FMA Queenstown New Zealand, April , 2011 .
- 217 . Anderson, Warwick & McLaughlin, Samuel , " Buybacks versus Ordinary Dividends: Marginal Investor reactions to Cash-return Announcements" Email: warwick.anderson@canterbury.ac.nz; 2012 .
- 218 . Anderson Warwick, & McLaughlin Samuel, " Buybacks versus Ordinary Dividends : Marginal Investor reactions to Cash-return Announcements" University of Canterbury, New Zealand , 2013 .
- 219 . Andres , c. ; Betzer, A. ; Doumet , M. & Theissen, E. " Open Market Share Repurchases in Germany: A Conditional Event Study Approach ". University of Cologne , 2013 .

- 220 . Averkamp ,Harold, " Treasury Stock , <http://www.accountingcoach.com/stockholders-equity/explanation/4> , 2015 .
- 221 . Baker , H. K . & Smith, D . M . , "In Search of a Residual Dividend Policy ". 2002 .
- 222 . Bhattacharya Utpal& Dittmar Amy," Costless Versus Costly Signaling : Theory and Evidence from Share Repurchases", Indiana University, 2003 .
- 223 . Brown, Christine & O' Day James " The Relationship between Share Repurchases and Dividends in an Imputation Tax Environment" The University of Melbourne , 2005 .
- 224 . Billett , M.T. and H. Xue, "The Takeover Deterrent Effect of Open Market Share Repurchases", Working Paper, University of Iowa , 2006 .
- 225 . Billett , M.T. and H. Xue, "The Takeover Deterrent Effect of Open Market Share Repurchases", Working Paper, University of Iowa , 2006 .
- 226 . Balachandran , B. ; Krishnamurti ,C. & Vidanapathirana , B . , "Dividend Reductions and Signaling in an Imputation Environment", 2007 .
- 227 . Borges M. R. , "Efficient Market Hypothesis in European Stock Markets" Technical University of Lisbon , 2008 .
- 228 . Baker, H. K. ; Hoboken, N. J. ; Wiley, R. , "Dividends and dividend policy" , 2009 .
- 229 . Bhattacharya , N. ; Desai, H. & Venkataraman , K. "Does Earnings Quality Affect Information Asymmetry ? Evidence From Trading Costs " Southern Methodist University , 2012 .
- 230 . Basiddiq , H.&Hussainey, K. , "Does Asymmetric Information Drive UK Dividends Propensity?" , 2012 . <http://alqashi.com/wp/wpcontent/uploads/2012/02/Does-Asymmetric-Information-Drive-UK-Dividends-Propensity.pdf>.
- 231 . Bonaime Alice A. ; Hankins, K.W. & Jordan, B. D. , "Is Managerial Flexibility Good for Shareholders? Evidence from Share Repurchases", University of Kentucky , 2012 .
- 232 . Christensen, John A., and Demski, Jel S., "Accounting " , 2003 .
- 233 . Chikhi, M, "Efficient Financial Market" , 2004 .
- 234 . Chung ,D. Y. ; Isakov, D. & Perignon, C. "Repurchasing Shares on a Second Trading Line" Research Paper No.162 , 2005 .
- 235 . Chen , Tai-Yuan , "Payout Policy, Signaling , and Firm Value" Durham University , 2006 .
- 236 . Cuny, Charles J.; Martin , Gerald,S. & Puthenpurackal , John J. "Stock Options and Total Payout" , 2007 .
- 237 . Chen, Chao, "The Credibility of Stock Repurchase Signals" California State University , 2007 .
- 238 . Chiao, Chaoshin; Chih, Hsiang-Hsuan; Wang, Zi-May & Hsu ,Ya- Rou "The Order Submission Behaviors surrounding Open-Market Repurchase Announcements: The Examination of a Missing Link Embedded in the Signaling Hypothesis" National Dong Hwa University , 2007 .
- 239 . Chemmanur,Thomas. J; Cheng, Yingmei & Zhang, Tianming , "Why do Firms Undertake Accelerated Share Repurchase Programs?", 2009 .
- 240 . Cohn , Jonathan, B . & Sikes , Stephanie, A . , "Capital Gains Lock-in and Share Repurchases " University of Texas at Austin , 2011 .
- 241 . Cremers, J.S. , "Testing the Motivation for Share Repurchases: Firms in the Netherlands and Germany" Master Thesis Finance, Tilburg University , 2012 .

- 242 . Cochrane , John, H. " Fama,E.Efficient markets,& the Nobel Prize " .2013 . <http://www.chicagobooth.edu/capideas/magazine/winter-2013/eugene-fama-efficient-markets-and-the-nobel-prizen> .
- 243 . Chen, Fei,"Capital Market Reaction to Share Repurchase Announcements : An Empirical Test on Shanghai Stock Exchange (SSE)", A research project submitted in partial fulfillment of the requirements for the degree of Master of Finance, Saint Mary's University , 2013 .
- 244 . Dittmar, A. & Dittmar, R. , "Stock Repurchase Waves: an explanation of the trends in aggregate corporate payout policy," Working paper, University of Michigan , 2004 .
- 245 . Daniel .D, Naveen ; Denis. J, David & Naveen , Lalitha " Sources of Financial Flexibility: Evidence from Cash Flow Shortfalls" . <https://business.nd.edu> , 2008 .
- 246 . De Jong , F. &De Goeij , P. ,"Event Studies Methodology", Tilburg University , 2011 .
- 247 . De Vyver, Riaan Van , " Stock Repurchases by Real Estate Investment Trusts : Investors Reactions mad the Impact on Shase Price Performance " University of Pretoria , 2011 .
- 248 . Ekanayake , Samson, " Information Signaling of Share Buy- Back Announcements - Recent Australian Evidence"Deakin University, Australian , 2004 .
- 249 . Espenlaub, Susanne ;Khurshed, Arif & Yang, Tianna " Why closed- end funds make open-market repurchases"tianna,2010 yang@postgrad.mbs.ac.uk
- 250 . Elvis , B "Impact of Share Repurchases",2013, [http:// www. Investopedia .com /articles/investing/112013/impact-share-repurchases.asp](http://www.investopedia.com/articles/investing/112013/impact-share-repurchases.asp) .
- 251 . Fenn, W. G., and Liang, N. ,"Good News &Bad News about Share Repurchases "1997. <http://www.federalreserve.gov/pubs/feds/> .
- 252 . Fried, Jesse, M. , " Informed Trading and False Signaling with Open Market Repurchases" , 2005 a .
- 253 . Fried, Jesse. M ,"Share Repurchases &Managerial Opportunism" , 2005b . friedj@law.berkelev.edu .
- 254 . Fairchild, R . &Zhang, G. ,"Repurchase and Dividend Catering, Managerial Myopia, and Long-Run Value Destruction". Working Paper, Bath School of Management , 2005 .
- 255 . Faisal , Shafina , " Motivations Behind Firms' Share Repurchases " Selangor International Islamic University, 2008 .
- 256 . Firth, Michael ; Leung ,T. Y.& Rui , Oliver, M. ,"Double Signals or Single Signal ?An Investigation of Insider Trading Around Share Repurchases" *HKIMR Working Paper No.22* , 2008.
- 257 . Feng , Liang ; Pukthuanthong, K. ; Thiengtham ,D ;Turtle, H. J& Walker, T. J. " The Impact of Cash, Debt, and Insiders on Open Market Share Repurchases" , 2012 . <http://www.rohan.sdsu.edu/~kpukthua/publications/JACF2012.pdf> .
- 258 . Frilander, Juho ,"Study of Share Repurchases & Cash Holdings: Nordic Evidence" Master's Thesis , Aalto University, 2013 .
- 259 . Gonzalez . Victor, M. & Gonzalez , Francisco " Stock Repurchases With Legal Restrictions Evidence From Spain" , University of Oviedo , 2000 .

- 260 . Grullon, G. & Michaely, R. , "The Information Content of Share Repurchase Programs ", 2002a . <http://www.ruf .rice.edu/~grullon /pub /JF 2004.pdf> .
- 261 . Gupta. L. C. ; Jain, Naveen M. ; Com. M. Phil & Anil Kumar, M. Com. "Corporate Practions Regarding Buyback of Shares and ITS Regulation in India" Indian Council of Social Science Research , 2005 .
- 262 . Gurgul , Henryk & Majdosz, Pawel , "Effect of dividend and repurchase announcements on the Polish stock market" *Badania Operacyjne i Decyzje Nr 1* , 2005 .
- 263 . Ghosh. C; Giambona. E; Harding . P. J; Sezer.o & Sirmans .F. C , "The Role of Managerial Stock Option Programs in Governance : Evidence from REIT Stock Repurchases". 2010 .
- 264 . Gunalpa, B. ; Kadioglu , E . & Kilic,K , "The Announcement Effect of Cash Dividend on Share Prices and the Tax Clientele Effect: Evidence from Turkish Capital Markets" *Hacettepe University*. Ankara, Turkey, 2011 .
- 265 . Geiler, Philipp & Renneboog , Luc , "Executive Remuneration and the Payout Decision", 2013, http://www.bath.ac.uk/management/news_events .
- 266 . Harms , Philip . p , "International Investment, Political Risk & Growth" , 2000 .
- 267 . Hirschey , Mark , "Investments: Theory and Applications", Harcourt College Publishers, U.S.A. , 2001 .
- 268 . Hansen , L. P. "Subsets of Available Information for a Given Stock" 2001
- 269 . Hackethal , A. & Zdantchouk , A . , "Signaling Power of Open Market Share Repurchases in Germany" , 2005 .
- 270 . Huh, Jun & Park, Kwangwoo , "The Determinants of Open-Market Share Repurchase: To Signal or to Control?", 2007 .
- 271 . Hsu , Yenshan & Liu , Shu-Hua , "The Option to Repurchase Stock: Free Cash Flow vs . Information Asymmetry Hypotheses" National Chengchi University, Taipei City, Taiwan , 2009 .
- 272 . Hachiya, Toyohiko , "The Pump-Priming Effect of Regulatory Reform on Stock Repurchases: Evidence from Lifting the Ban on Treasury Stocks in Japan" Hitotsubashi University, 2010 .
- 273 . Huang , Sheng & Thakor , Anjan ,V. "Investor Heterogeneity, Investor-Management Agreement and Open-Market Share Repurchases", 2010 .
- 274 . Huang , Gow, C. ; Liano, K . & Pan, M . S , "Open-Market Stock Repurchase Announcements and Earnings Signals", 2011 .
- 275 . Hun, Seung Hon & Song, Minji , "Stock Repurchases Signaling & Corporate Governance: Evidence from Korea", 2013 .
- 276 . Hail, Luzi ; Tahoun, Ahmed & Wang , Clare "Dividend Payouts and Information Shocks" , 2013 .
- 277 . Ikenberry, D. ; Lakonishok, J. & Vermaelen, T. "Stock Repurchases in Canada: Performance and Strategic Trading", NBER working paper 7325, Cambridge , 1999 .
- 278 . Ioannidou .V & Rodriguez J.C. , "Testing the Motivation for Share Repurchases: Firms in the Netherlands and Germany ", 2012 .
- 279 . Jolls ,C. "Stock Repurchases & Incentive Compensation" , NBER working paper no.6467, Cambridge at www.nber.org/papers/w6467 , 1998 .

- 280 . Jong ,A. ; Dijk, R.V. & Veld , C. " The Dividend and Share Repurchases polices of Canadian Firms: Empirical Evidence Based on A New Research Design" , 2001 .
- 281 . Jong , A. ; Dijk , R.V. & Veld , C. , "The Dividend & Share Repurchases polices of Canadian Firms : Empirical Evidence Based on An Alternative Research Design" , 2003 .
- 282 . Jan , Irfanullah , " Treasury Stock - Cost Method " , 2013
<http://accountingexplained.com/financial/equity/treasury-stock-par-value-method> .
- 283 . Karolak , Monik & Wolszczak , M.K., "Information Content of Dividend Changes Empirical Study on Nasdaq Listed Companies" , 2004 .
- 284 . Kivi & Heidi , " Share Repurchase Practices in Finland" Lappeenranta University of Technology , 2006 .
- 285 . Kadioglu , Eyup , "The Announcement Effect of Cash Dividend: Evidence From Turkish Capital Market" Leeds University , 2008 .
- 286 . Kim , Jaemin; Schremper , Ralf & Varaiya, Nikhil , " Survey on Open Market Repurchase Regulations : cross-country examination of the ten largest stock markets," San Diego State University , 2010 .
- 287 . Kim , Inho & Kim ,Y. H . , " Share Repurchase Rumors : Signaling, Publication, and Reputation Effects" University of Cincinnati , 2012.
- 288 . Li, Kai & McNally, William , "The Decision to Repurchase Announcement Returns and Insider Holdings : A Conditional Event Study", 2001 .
- 289 . Leung , Joanne , " Voluntary Compliance and Implied Cost of Equity Capital : Evidence From Canadian Share Repurchase Programs " University of Saskatchewan Saskatoon , 2008 .
- 290 . Li, Kai & Zhao, Xinlei , "Asymmetric Information and Dividend Policy" , 2008 .
- 291 . Lee, Bong, S. & Suh, Jungwon , "Determinants of Share Repurchases : International Evidence " , Florida state University , 2008 .
- 292 . Lee, Sangwon, Seunghun Han, & Minhee Kim , "Information asymmetry, corporate governance, and shareholder wealth: Evidence from unfaithful disclosures of korean listed firms", *Working paper*, 2011 .
- 293 . Leng , Fei & Noronha, Gregory, " Information and Long- term Stock Performance Following Open-Market Share Repurchases", University of Washington Tacoma , 2011 .
- 294 . Lasfer , A. , " Market Valuation of Share Repurchases in Europe" City University Working Paper , 2014 .
- 295 . <http://teachmeaccounting.blogspot.com/2010/02/accounting-for-treasury-stock.html> . 2010 .
- 296 . <http://www.accountingtools.com/treasury-stock-accounting>.
- 297 . <http://www.diva-portal.org/smash/get/diva2:497867/FULLTEXT01.pdf>
- 298 . McNally, William ; Smith, Briam .F. & Barnes, Thomas , "Does supply curve inelasticity explain abnormal long- ran returns following open market share repurchases " , 2003 .
- 299 . Malkiel , Burton G. , " The Efficient Market Hypothesis and Its Critics" Princeton University , 2003 .
- 300 . Mishra, A , "An Empirical Analysis of Share Buy backs in India", Working Paper, IIM, Indore , 2004 .

301. Mauboussin , M . J . , "Clear Thinking about Share Repurchase Capital Allocation, Dividends, and Share Repurchase : Why Buybacks are so Important Now" , 2006 .
302. Markopoulou , M.K. & Papadopoulos. D.L. , "The Capital Structure of Companies Listed in The Greek Stock Exchange" University of Macedonia Thessaloniki, Greece , 2010 .
- 303 . Minnick , Kristina & Zhao, Mengxin , "Levered Repurchases: Who benefits?" , 2006 .
- 304 . Micheloud ,G . A . , " How Do Investors Respond To Share Buyback Programs? Evidence From Brazil During 2008 Crisis " , 2013 .
- 305 . Mu, Lin " Stock Price Reactions To Dividend Changes: Evidence From The Johannesburg Stock Exchange" , A dissertation presented to the Faculty of Commerce at the University of Cape Town in partial fulfilment of the requirements for the degree of Master of Commerce in Financial Management , 2006 .
- 306 . Mulyani. E; Singh. H, & Gannon.G. P, " The Value of Different Dividend Timing & Family Ownership In Dividend Announcements of The Emerging Indonesian Market " Deakin University, Australia , yu@deakin.edu.au , 2013.
- 307 . Muller , Carl, " Share Repurchases by U.S. Companies: Could They Be Done at More Advantageous Prices for Long-Term Shareholders? " , 2010
- 308 . Neale, Bill & McElroy , Trefor, "Business Finance a value-based approach " Prentice Hall, Hong Kong , 2004 .
- 309 . Nayar , Nandkumar ; Singh , Ajai K. and Zebedee , Allan A. , " Share Repurchase Offers and Liquidity : An Examination of Temporary and Permanent Effects " , 2007 .
- 310 . Opler, & T. Sheridan ,T. , "The debt-equity choice : An analysis of issuing firms". Working paper, Ohio State University , 1996 .
- 311 . Otchere, Isaac & Ross, Matthew , " Do Share Buy Back Announcements Convey Firm Specific or Industry wide Information? A Test of the Undervaluation Hypothesis" , University of Melbourne , 2000 .
- 312 . Perez-González, Francisco, "Large shareholders and dividends: Evidence from U.S. tax reforms" , Working paper, Columbia University, 2003 .
- 313 . Pacheco, Luís Krug & Raposo Clara , "The Determinants Of Initial Stock Repurchases " , 2009 .
- 314 . Partha, Gangopahyay & Ken , Yook , "Comprehensive Examination of the Wealth Effects of Recent Stock Repurchase Announcements" The Johns Hopkins University , 2010 .
- 315 . Pedersen, M. E. H., " The Value of Share Buybacks" 2014. www.hvass-labs.org/people/magnus/publications/pedersen2013share-buyback-intro.pdf,
- 316 . Raghavan , K . R . , "The Effects of Stock Repurchases on Long Term Operating Performance in Banking Firms : An Empirical Study" , Unpublished DBA Dissertation, Cleveland State University, 2004 .
- 317 . Reynolds, N. , " Managerial Decision Making & Stockholder Wealth Maximization : A Limited Dependent Variables Model of the Choice between Dividends and Stock Repurchases" , Unpublished Ph.D. Dissertation, Deptt. of Finance , University of South Florida , 2004 .
- 318 . Ramorwa , B. P. "Corporate Payout Policy In South Africa: Have Share Repurchases Replaced Cash Dividends ? University of Witwatersrand, 2011.

- 319 . Rasbrant , Jonas , " The price impact of open market share repurchases", 2011 .
- 320 . Rasbrant, Jonas , " Essays on Share Repurchases and Equity Ownership" SE-100 44 Stockholm- Sweden , 2013 .
- 321 . Ridder, Adri De , " Share repurchases : Does frequency matter ?,2013. www.diva-portal.org/smash/get/diva2:621456/FULLTEXT01.pdf .
- 322 . Shen, Pu , " The P/E Ratio and Stock Market Performance " Federal Reserve Bank of Kansas City , 2000 .
- 323 . Seifert Udo & Stehle , Richard , " Stock Performance around Share Repurchase Announcements in Germany" , 2003 .
- 324 . Skjeltorp, J. A. & Odegaard, B. A. , " The ownership structure of repurchasing firms", 2004 .
- 325 . Sorensen, J. & Arveschoug , T " The Informational Content of Dividend Changes-Empirical Evidence from a Small Stock Exchange" (Copenhagen Stock Exchange) Master of Science in Finance and International Business, University of Nottingham , 2004 .
- 326 . Schmidt , Luke, " Credibility Redibility of Corporate Announcements And Market Reaction : Evidence From Canadian Share Repurchase Programs ", Thesis Master , University of Saskatchewan, Canada , 2006 .
- 327 . Smith , Aaron , " Stock Buybacks ,The Pros & Cons Examined" Some New Evidence" Monash University, 2009. www.stocktradingtogo.com/2009/05/22/stock-buybacks-share-repurchase-investing-pros-cons .
- 328 . Skadden , Arps , Slate , Meagher & Flom LLP," Corporate Finance" [http://www.skadden.com/newsletters/Corporate Finance Alert Share Repurchases.pdf](http://www.skadden.com/newsletters/Corporate%20Finance%20Alert%20Share%20Repurchases.pdf) , 2013 .
- 329 . Tomperi , Ilkka , " Liquidity Effects, Timing and Reasons for Open-Market Share Repurchases" Doctoral Thesis . Acta Wasaensia , 2004 .
- 330 . Trojanowski, Grzegorz & Renneboog Luc , " Patterns in Payout Policy and Payout Channel Choice of UK Firms in the 1990s" Paper Number: 06/05 , 2005 .
- 331 . Tirole, Jean , "The Theory of Corporate Finance". Princeton University Press : Princeton, NJ, 2006 .
- 332 . Thomaidis , Nikos S. , "The Implications of Behavioral Finance for the Modeling of Securities Prices", URL: <http://decision.fme.aegean.gr>, 2004 .
- 333 . Thanatawee ,Yordying ,"The Information Content of Dividends and Open market Share Repurchases: Theory & Evidence" A thesis submitted to the degree of Doctor of Philosophy , University of Bath , 2009 .
- 334 . Teng , Min & Hachiya , Toyohiko " Ownership structure and incentives to stock repurchase " Hitotsubashi University, Japan , 2010 b .
- 335 . Teng, M . & Hachiyab , T. , " The Pump-Priming Effect of Regulatory Reform on Stock Repurchases: Evidence from Lifting the Ban on Treasury Stocks in Japan " Hitotsubashi University, Japan , 2010 a .
- 336 . Tong , Jiao ; Suzuki , Katsushi ; Kato, Hideaki, K. & Bremer, Marc " Stock Repurchases in Japan : A Preliminary Study" , 2012 .
- 337 . Thomsen , Gerd, D.; Morrison & Foerster , " Frequent Ly asked Question About Rule 10b-18 and Stock Repurchase Programs",2013, [http:// media.mofo.com/files/Uploads/Images/FAQ-Rule-10b-18-Stock-Repurchases.pdf](http://media.mofo.com/files/Uploads/Images/FAQ-Rule-10b-18-Stock-Repurchases.pdf) ,
- 338 . Vaughan , D. Mark & Williams , G. Michael , " Dividend, Stock Repurchases & Signaling: Evidence From U.S. PANEL DATA " , 1998 .

- 339 . Vermaelen, T. , "Share repurchases . Foundations and Trends in Finance" , 2005 .
- 340 . Williams , Michael G. , " Dividends and Stock Repurchases: A Model of Commitment " UCLA , Anderson Graduate School of Management, Accounting Working Paper , October , 1996 .
- 341 . Weston, J & Siu, J. , " Changing Motives for Share Repurchased", Anderson Graduate School of Management, University of California, Los Angeles (UCLA), Working Paper 3-03, at, 2003. www.anderson.ucla.edu .
- 342 . www.sca.gov.ae/Arabic .
- 343 . Wang , Jin & Johnson, Lewis D. " Information Asymmetry, Signaling, and Share Repurchase " Queens University. Canada, 2008 .
- 344 . Wada , Kenji , " Stock Repurchases in Japan" , Keio University , 2010 .
- 345 . Wang, Xi ; Manry, David & Wandler Scottn, " Stock Dividend Policy in China" , 2013 .
- 346 . Wronska , E . M . , " Information Content of Share Repurchase Programs " Maria Curie- Skłodowska University in Lublin, Poland , 2013 .
- 347 . www.ase.com.jo . 2014 .
- 348 . Weisman , Thomas , " Treasury Stock : Par Value Method", 2015, <http://business-accounting-guides.com/treasury-stock-shares-par-value-method> ,
- 349 . Xue , Yanfeng , " Information Content of Earnings Management - Evidence from Managing Earnings to Exceed Thresholds" , 2003 .
- 350 . Young , Steven & Yang, Jing, " Stock Repurchases and Executive Compensation Contract Design: The Role of Earnings Per Share Performance Conditions" , 2008 .
- 351 . 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 .*
- 352 . Zhao, Jianmei ; Katchova, L. Ani & Barry, J. Peter , " Testing the Pecking Order Theory and the Signaling Theory for Farm Businesses" , 2004 .
- 353 . Zhu, Ziyi & Rong, Fei , " The Impact of Open Market Share Repurchases On Bondholders and Shareholders" Research Project Submitted In Partial Fulfillment of The Requirement For The Degree of Master of Science In Finance, Simon Fraser University , 2012 .
- 354 . Zhuang , Chao , " Share Repurchases : How Important Is Market Timing?" , 2013 .

Abstract :

This study aimed to reveal the impact of repurchases announcement of common stock on its prices in formwork of signal theory , and the role of this theory in explaining processing the informational asymmetry in a way that participates in increasing efficiency of the market and the availability of information to help investors making decisions more accurately, repurchases is a positive signal sent to the market referring to the fact that the stock prices are below their fair value . The study focused on a number of main and sub - dimensions of the problem for which a number of hypotheses ,were devised : -

- Not to announcement of common stock repurchases of the impact on its Prices in formwork of signal theory .
- The Kuwait Stock Exchange is not an efficient level in half a strong response to the informational content of the of repurchase announcement .

The study sample included 170 the announcement made by 65 firm listed on the Kuwait Stock Exchange for the period from 1/1/2012 to 24/4/2015 . It is worth mentioning that the selection of Kuwait Stock Exchange was a means , not an end, as the end, since the foundation is to study the Iraq Stock Exchange but for technical reasons related with the absence of the academic awareness needed for repurchase programs by the firms on the one hand and the dealers in the market from the other hand , this creative mechanism of the policy of payment was not used and the many advantages of it were lost which that can come her of all the parties, which starts with the interests of the individual investor and does not end with bridging the gap of informational asymmetry and improve the efficiency of the market specialized of the rare economy resources .

Through the use of various financial and statistical methods using (EXCEL) for analyze the variables of the study and test its hypotheses, the study reached the following conclusions, most important of which is that of the announcement of repurchase influential informational content conducive to achieving abnormal returns, means suffering Kuwait market from problem asymmetry of informational, and that the size of the firm , as well as announcement frequency and a style of the stock and the amount of stock reacquired actually, relationship on the strength of the signal sent to the market through the repurchasing announcement , all of which confirms that the announcement of Common Stock Repurchases impact on it prices in formwork of signal theory, this is contrary to the first hypothesis . The study also proved that there was an inefficient response to the informational content of the repurchase announcement by the Kuwait Stock Exchange , this confirms the market inefficiency in a half strong manner and this supports the truth of second hypothesis of the study . Based on this , the study reached a number of recommendations including necessity of adopting on the signal theory especially in inefficient financial markets to reduce the problem of informational asymmetry between insiders and outside investors, because this theory is one of the tools that provide information to investors in the financial markets and contribute to raising the efficiency of the financial market through the reduction of informational asymmetry gap. It also sends signals carrying with it the good information on repurchase help of investors making decisions of rational .

*Kerbala University
College of Administration and Economics
Department of Business Administration*



Announcement Impact of Common Stock Repurchases on its Prices by Formwork of Signal Theory

(An Analytical Study in Kuwait Stock Exchange)

*A Dissertation Submitted By
Sa'ad Majeed Abd Ali AL - Janabi*

T0

*Council of the College of Administration and
Economics, Kerbala University, in Partial Fulfillment
of the Requirements for PH.D. Degree in Business
Administration Sciences.*

*Under The Supervision
Ass. Prof. Dr. Maitham Rabee AL-hasnawi*

2015 AD

1436 AH