



وزارة التعليم العالي والبحث العلمي
جامعة كربلاء
كلية الإدارة والاقتصاد

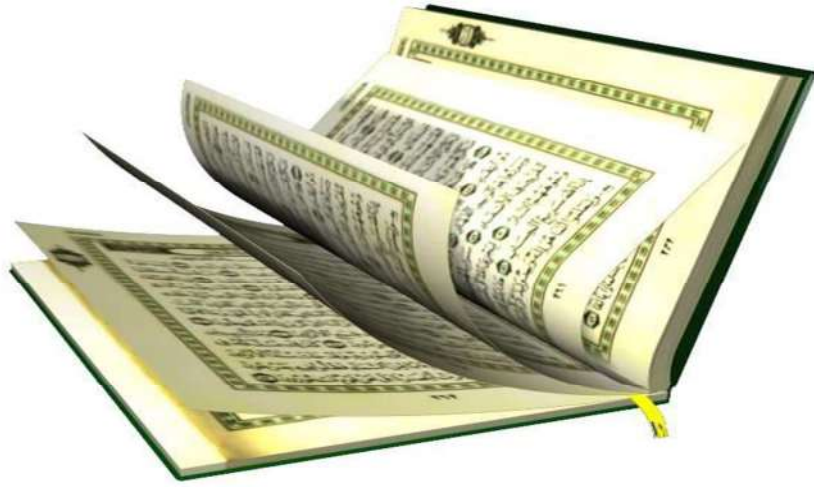
أثر إحتجاز الأرباح على عوائد الأسهم العادية

دراسة تطبيقية في سوق العراق للأوراق المالية

رسالة مقدمة إلى مجلس كلية الإدارة والاقتصاد/ جامعة كربلاء
وهي جزء من متطلبات نيل درجة ماجستير علوم
في إدارة الأعمال

من قبل
حسام علي حسين فياض الغانمي

بإشراف الأستاذ المساعد الدكتور
ميثم ربيع الحسنوي



﴿قَالُوا سُبْحَانَكَ لَا عِلْمَ لَنَا إِلَّا مَا عَلَّمْتَنَا إِنَّكَ أَنْتَ الْعَلِيمُ الْحَكِيمُ﴾



إقرار الإستاذ المشرف

أشهد أن إعداد هذه الرسالة الموسومة ب (أثر إحتجاز الأرباح على عوائد الأسهم العادية) ,
قد جرت تحت إشرافي في كلية الإدارة والإقتصاد / جامعة كربلاء , وهي جزء من متطلبات
نيل درجة الماجستير في علوم إدارة الأعمال.

التوقيع:

الإسم: أ.م.د. ميثم ربيع الحساوي

التاريخ: 2014 /12/30

توصية السيد رئيس القسم

بناءً على توصية الإستاذ المشرف ، أشرح هذه الرسالة للمناقشة.

التوقيع:

الإسم: الأستاذ فؤاد حمودي العطار

رئيس قسم إدارة الأعمال

التاريخ: 2014 /12/30

إقرار الخبير اللغوي

أشهد أن الرسالة الموسومة ب (أثر إحتجاز الأرباح على عوائد الأسهم العادية), التي تقدم بها طالب الماجستير " حسام علي حسين فياض الغانمي " قد تمت مراجعتها من الناحية اللغوية وبذلك أصبحت مؤهلة للمناقشة بقدر تعلق الأمر بسلامة الإسلوب وصحة التعبير, ولأجله وقعت.

التوقيع:

الإسم: أ.د. رجاء عجيل الحسناوي

جامعة كربلاء / كلية التربية

التاريخ: 2014 /12 /30

الإهداء

إلى معلم البشرية ومنبع العلم نبينا محمد (صلى الله عليه وآله وصحبه وسلم)
_ وإلى من أعانني الله بهم

أُمِّي التي زرعتني في الحياة بذرة
وسقتني من دمها قطرة بعد قطرة
كفلاح ينتظرُ ثمرة .

أبي الذي أهدى لي سِنينَ عمره
فصبر صبراً جميلاً

إخوتي وأخواتي سندي وإعتزازي

زوجتي حبي وحناني

إليكم يامن أحب فلقد أثمرت البذرة

الشكر والتقدير

نحمد الله تعالى حمد الشاكرين ، ونثني عليه بما هو أهلُّ له .
عرفاناً بالجميل ،أتقدم بجزيل الشكر والامتنان إلى (الأستاذ المساعد الدكتور ميثم ربيع
الحسناوي) على ما بذله من جهد و وقت في إشرافه على رسالتي ومتابعتها بأرائه القيمة
وأفكاره الخلاقة جزاه الله عني خير الجزاء.

وأقدم بخالص الشكر والتقدير إلى الأساتذة رئيس وأعضاء لجنة المناقشة لتفضلهم بقبول
مناقشة هذه الرسالة وتحملهم عناء السفر وشكري وتقديري للأساتذة المقوم العلمي والمقوم
اللغوي على جهودهم في أظهار الرسالة بشكلها اللائق لغوياً وعلمياً وخالص شكري وتقديري
إلى جميع أساتذة كلية الإدارة والاقتصاد وأخص بالذكر الأستاذ الدكتور (عواد كاظم شعلان)
عميد الكلية والى معاون العميد للشؤون العلمية الأستاذ الدكتور(مهدي سهر غيلان الجبوري)
والى رئيس قسم إدارة الأعمال الأستاذ (فؤاد العطار) والى كل رؤساء أقسام كلية الإدارة
والاقتصاد ومن كان لي الشرف أن ادرس على أيديهم ومن ساعدني بالتوجيه والنصيحة
والكلمة الطيبة الصادقة.

واشكر جميع منتسبي المكتبة لكلية الإدارة والاقتصاد في جامعة كربلاء وكل من ساعدني على
أظهار هذه الرسالة بشكلها النهائي. وأخيراً شكري وتقديري إلى أخوتي وزملائي طلبة
الدراسات العليا من جميع الاختصاصات, شكري لأخلاقهم ونبلهم ولتعاونهم , والأخص بالذكر
طلبة قسم إدارة الأعمال .

وكما بدأت اختتم شكري لله العلي القدير

الباحث

المستخلص

يُعد مفهوم إحتجاز الأرباح من المفاهيم المهمة، لما يتضمنه من عمليات وإجراءات مهمة لاتخاذ القرارات المتعلقة به، إذ يتطلب إجراء دراسة لميزانية الشركة و النظر في الخطط الإستثمارية وتحديد الاحتياجات التمويلية اللازمة، ومن ثم القيام بعملية التوزيع أو الاحتجاز للأرباح . فضلاً عن ذلك فإن لسياسة التوزيع والإحتجاز أثراً كبيراً تتعدى حدود الأداة لتوزيع صافي الإيرادات الفائضة عن التكاليف. لتصل إلى أن أي إختلاف في معدل التوزيعات يكون له أثر كبير في أسعار الأسهم. وتتغير أسعار الأسهم في السوق المالية نظراً لأحدث المعلومات. وهذا النوع من التغيرات في أسعار الأسهم يعرف بفرضية كفاءة السوق . لذلك سعت هذه الدراسة لإختبار أثر إحتجاز الأرباح على عوائد الأسهم العادية فضلاً عن مدى سرعة وإستجابة أسعار الأسهم العادية لمعلومة إحتجاز الأرباح. وتكونت عينة الدراسة من (8) مصارف. أما حدود الدراسة الزمنية فقد شملت السنوات(2005-2013). وأما الحدود المكانية فتمثلت في سوق العراق للأوراق المالية.

وتبنّت الدراسة فرضيتين رئيسيتين:

- 1- لا توجد علاقة إرتباط وأثر ذات دلالة إحصائية بين إحتجاز الأرباح وعوائد الأسهم العادية .
- 2- تمتاز سوق العراق للأوراق المالية بالكفاءة نصف القوية في استجابتها لحدث إعلان احتجاز الأرباح.

ومن أجل تحليل متغيرات الدراسة وإختبار فرضياتها فقد تم إستخدام عددٍ من الأساليب الإحصائية والرياضية والمالية. وتوصلت الدراسة إلى عدد من الإستنتاجات أهمها:

- 1- توجد علاقة إرتباط وأثر ذات دلالة إحصائية بين إحتجاز الأرباح وعوائد الأسهم العادية وهذا يتعارض مع فرضية الدراسة الأولى.
- 2- عدم كفاءة سوق العراق للأوراق المالية في الشكل نصف القوي فيما يرتبط باستجابته لحدث إعلان احتجاز الأرباح وهذا يتعارض مع فرضية الدراسة الثانية.

وتوصلت الدراسة إلى عدد من التوصيات أهمها:

- 1- يُفضّل الاعتماد على نسبة الاحتجاز بدلاً من نسبة التوزيع كمؤشر يُعوّل عليه في تحديد القيمة السوقية لأسهم الشركات وخصوصاً لناحية تحديد معدل النمو المتوقع مستقبلاً وأثره في قيمتها.
- 2- ينبغي على إدارة سوق العراق للأوراق المالية إدراك خطورة عدم كفاءة السوق في الاستجابة للمعلومات العامة عامة وإعلانات احتجاز الأرباح 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 الإقتصاد.

قائمة المحتويات

رقم الصفحة	الموضوع
أ	الإهداء
ب	شكر وتقدير
ج	المستخلص
د	قائمة المحتويات
هـ	قائمة الجداول
و	قائمة الأشكال
1	المقدمة
	الفصل الأول: الأرباح المحتجزة وعوائد الأسهم العادية : تغطية معرفية
2	المبحث الأول: الإرباح المحتجزة
34	المبحث الثاني: عوائد الأسهم العادية
	الفصل الثاني: مراجعة دراسات سابقة والمنهجية
55	المبحث الأول : مراجعة دراسات سابقة
62	المبحث الثاني : منهجية الدراسة
	الفصل الثالث : الجانب التطبيقي
70	المبحث الأول: مناقشة أثر إحتجاز الأرباح وإختباره على عوائد الأسهم العادية لعينة الدراسة
108	المبحث الثاني: إختبار الشكل نصف القوي لكفاءة السوق في إستجابته لإعلان إحتجاز الأرباح
	الفصل الرابع : الإستنتاجات والتوصيات
142	المبحث الأول : الإستنتاجات
143	المبحث الثاني: التوصيات
144	المصادر

قائمة الجداول

رقم الصفحة	العنوان	رقم الجدول	ت
55	ملخص دراسات عربية سابقة	(1-2)	1
58	ملخص دراسات أجنبية سابقة	(2-2)	2
64	القيمة السوقية لجميع قطاعات سوق العراق للأوراق المالية	(3-2)	3
65	تسلسل المصارف المدرجة قبل مدة المعاينة وأثناءها	(4-2)	4
66	المصارف التي قدمت حساباتها الختامية والمصارف التي لم تقدمها	(5-2)	5
67	إعلانات الحدث لجميع المصارف عينة الدراسة	(6-2)	6
68	الرموز العلمية المستخدمة في الدراسة	(7-2)	7
71	نسب الإحتجاز ومعدل النمو وأسعار الإغلاق السنوية والعائد الفعلي لسهم مصرف بابل	(1-3)	8
72	نسب الإحتجاز ومعدل النمو وأسعار الإغلاق السنوية والعائد الفعلي لسهم مصرف الشرق الأوسط	(2-3)	9
73	نسب الإحتجاز ومعدل النمو وأسعار الإغلاق السنوية والعائد الفعلي لسهم مصرف سومر التجاري	(3-3)	10
74	نسب الإحتجاز ومعدل النمو وأسعار الإغلاق السنوية والعائد الفعلي لسهم مصرف الخليج التجاري	(4-3)	11
75	نسب الإحتجاز ومعدل النمو وأسعار الإغلاق السنوية والعائد الفعلي لسهم مصرف بغداد	(5-3)	12
76	نسب الإحتجاز ومعدل النمو وأسعار الإغلاق السنوية والعائد الفعلي لسهم المصرف التجاري العراقي	(6-3)	13
77	نسب الإحتجاز ومعدل النمو وأسعار الإغلاق السنوية والعائد الفعلي لسهم مصرف الإنتمان العراقي	(7-3)	14
78	نسب الإحتجاز ومعدل النمو وأسعار الإغلاق السنوية والعائد الفعلي لسهم مصرف الإستثمار العراقي	(8-3)	15
80	نسب الإحتجاز ومعدل النمو وأسعار الإغلاق السنوية والعائد الفعلي لمجموع المصارف	(9-3)	16
83	نتائج إختبار الفرضية الرئيسية الأولى لمصرف بابل	(10-3)	17
86	نتائج إختبار الفرضية الرئيسية الأولى لمصرف الشرق الأوسط	(11-3)	18
89	نتائج إختبار الفرضية الرئيسية الأولى لمصرف سومر التجاري	(12-3)	19
92	نتائج إختبار الفرضية الرئيسية الأولى لمصرف الخليج التجاري	(13-3)	20
95	نتائج إختبار الفرضية الرئيسية الأولى لمصرف بغداد	(14-3)	21
98	نتائج إختبار الفرضية الرئيسية الأولى لمصرف التجاري العراقي	(15-3)	22
101	نتائج إختبار الفرضية الرئيسية الأولى لمصرف الإنتمان العراقي	(16-3)	23
104	نتائج إختبار الفرضية الرئيسية الأولى لمصرف الإستثمار العراقي	(17-3)	24
107	نتائج إختبار الفرضية الرئيسية الأولى لمصرف لمجموع المصارف عينة الدراسة	(18-3)	25
110	أسعار الإغلاق اليومية والعائد غير العادي والعائد غير العادي المتراكم للإعلان الأول	(19-3)	26
113	أسعار الإغلاق اليومية والعائد غير العادي والعائد غير العادي المتراكم للإعلان الثاني	(20-3)	27
116	أسعار الإغلاق اليومية والعائد غير العادي والعائد غير العادي المتراكم للإعلان الثالث	(21-3)	28
119	أسعار الإغلاق اليومية والعائد غير العادي والعائد غير العادي المتراكم للإعلان الرابع	(22-3)	29
122	أسعار الإغلاق اليومية والعائد غير العادي والعائد غير العادي المتراكم للإعلان الخامس	(23-3)	30
125	أسعار الإغلاق اليومية والعائد غير العادي والعائد غير العادي المتراكم للإعلان السادس	(24-3)	31
128	أسعار الإغلاق اليومية والعائد غير العادي والعائد غير العادي المتراكم للإعلان السابع	(25-3)	32
131	أسعار الإغلاق اليومية والعائد غير العادي والعائد غير العادي المتراكم للإعلان الثامن	(26-3)	33
134	أسعار الإغلاق اليومية والعائد غير العادي والعائد غير العادي المتراكم للإعلان التاسع	(27-3)	34
137	أسعار الإغلاق اليومية والعائد غير العادي والعائد غير العادي المتراكم للإعلان العاشر	(28-3)	35
140	العوائد غير العادية والعوائد غير العادية المتراكمة لجميع الإعلانات عينة الدراسة	(29-3)	36

قائمة الأشكال

رقم الصفحة	العنوان	رقم الشكل	ت
7	بدائل دفع المقسوم	(1-1)	1
10	الأرباح المحتجزة أسس تعظيم ثروة المساهمين	(2-1)	2
16	العلاقة بين معدل الخصم والأرباح المحتجزة	(3-1)	3
33	دورة حياة الشركة وسياسة التوزيع والإحتجاز	(4-1)	4
111	العائد غير العادي والعائد غير العادي المتراكم للإعلان الأول	(1-3)	5
114	العائد غير العادي والعائد غير العادي المتراكم للإعلان الثاني	(2-3)	6
117	العائد غير العادي والعائد غير العادي المتراكم للإعلان الثالث	(3-3)	7
120	العائد غير العادي والعائد غير العادي المتراكم للإعلان الرابع	(4-3)	8
123	العائد غير العادي والعائد غير العادي المتراكم للإعلان الخامس	(5-3)	9
126	العائد غير العادي والعائد غير العادي المتراكم للإعلان السادس	(6-3)	10
129	العائد غير العادي والعائد غير العادي المتراكم للإعلان السابع	(7-3)	11
132	العائد غير العادي والعائد غير العادي المتراكم للإعلان الثامن	(8-3)	12
135	العائد غير العادي والعائد غير العادي المتراكم للإعلان التاسع	(9-3)	13
138	العائد غير العادي والعائد غير العادي المتراكم للإعلان العاشر	(10-3)	14
141	متوسطات العوائد غير العادية ومتوسطات العوائد غير العادية المتراكمة لجميع الإعلانات	(11-3)	15

الفصل الأول

تغطية معرفية

المبحث الأول : الأرباح العتقة

المبحث الثاني : عوائد الأسهم العادية ودراسة الهدث

المقدمة

يرتبط قرار الاحتجاز بقرارات التمويل والاستثمار. وأن الشركات التي تميل إلى المزيد من التوسع الاستثماري تحتاج للمزيد من التمويل وبالتالي من المحتمل أن يكون لديها نسب احتجاز عالية. وان قرارات الاستثمار ترتبط مع نوع، ومقدار الموجودات التي تريد الشركة الاستثمار فيها. وتبدأ عملية الاستثمار بإعداد الموازنة الرأسمالية السنوية التي تتضمن قائمة بالمشاريع الاستثمارية المخطط لها في السنة التالية. واتخاذ قرارات استثمار رأس المال هو القرار الحاسم لكل شركة كما أنه يحدد مستقبل عمل الشركة في حين ان قرارات التمويل ترتبط بكيفية الحصول على الأموال اللازمة لتمويل هذه الموجودات، ويمكن أن تمويل الموجودات إما من خلال حقوق الملكية أو الدين. ولان قرارات التوزيع والاحتجاز تؤثر على مقدار أرباح الشركة التي توزعها على المساهمين وعلى مقدار الأرباح المحتجزة لإعادة استثمارها. لذلك ينظر إلى هذه القرارات بأنها قرار تمويل.

وينبع تعقيد هذا القرار من حقيقة أن الشركة قد تقرر توزيع أرباحها على المساهمين بدلاً من إعادة استثمارها، وينتهي الأمر إلى الحصول على رؤوس أموال خارجية إضافية لتمويل العجز في متطلبات رأس المال. الجدير بالذكر أن تأمين التمويل للشركة هو مهمة صعبة للغاية ، خاصة في ظل ظروف نقص الاموال واختلاف كلفها، وكذلك، درجة المخاطرة المرتبطة بكل نوع من أنواع التمويل.

وتبين الاستراتيجية المالية كيفية تمويل واستثمار موارد الشركة من أجل تحقيق أهداف الشركة، المتمثلة بتعظيم ثروة المساهمين . ولتحقيق هدف تعظيم ثروة المساهم ينبغي أن تسعى الإدارة إلى تحقيق أقصى قدر من القيمة الحالية للعوائد المستقبلية المتوقعة لملاك الشركة . ويمكن لهذه العوائد أن تتخذ شكل دفعات المقسوم الدورية أو في شكل مكاسب من بيع الأسهم العادية. وأن سياسة التوزيع والاحتجاز هي السياسة التي تحدد للشركة الجزء الذي سيتم توزيعه على المساهمين . ويختلف المستثمرون الى حد كبير في تأثير سياسة التوزيع والاحتجاز على قيمة الشركة ، مما جعلها واحدة من أكثر المواضيع جدلاً بين الباحثين. الجدلية الأساس التي تسعى هذه الدراسة لتفكيك مكوناتها وتحليلها وحلها تتعلق بالإجابة عن تساولين ، الأول يهتم ببيان فيما إذا كان لقرار احتجاز الأرباح من قبل الشركات أثر في قيم أسهمها وبالتالي عوائد أسهمها العادية، في حين يسعى الثاني لبيان ما إذا كانت سوق العراق للأوراق المالية تستجيب لحدث إعلان احتجاز الأرباح من قبل الشركات المدرجة فيه بطريقة علمية كفوءة بعيدة عن التحيزات. ولغرض تحقيق هذه الغايات، فقد تمّ تقسيم الدراسة إلى أربعة فصول، أختص الأول منها بالتغطية المعرفية لمتغيرات الدراسة، وحُصِّصَ الفصل الثاني لمراجعة دراسات سابقة والمنهجية، وكُرس الفصل الثالث لمناقشة نتائج التحليل في مبحثين، اهتم المبحث الأول بتحليل أثر احتجاز الأرباح وإختباره على عوائد الأسهم العادية عبر استخدام أدوات مالية وإحصائية، بينما تناول المبحث الثاني إختبار كفاءة سوق العراق للأوراق المالية في الشكل نصف القوي عبر دراسة حدث احتجاز الأرباح ، وأختتمت الدراسة بالفصل الرابع الذي حُصص للإستنتاجات والتوصيات.

1. الفصل الأول: الأرباح المحتجزة وعوائد الأسهم العادية : تغطية معرفية

1.1 المبحث الأول: الأرباح المحتجزة

أن الهدف المالي للشركة هو تعظيم الرفاه الاقتصادي للمالكين. ويمكن تعظيم الرفاه الاقتصادي للمالكين من خلال تعظيم ثروتهم التي تنعكس في القيمة السوقية للأسهم. وتتمثل قيمة الأسهم بالسعر السوقي لها التي هي انعكاس للقرارات المالية للشركة التي تتضمن قرارات الاستثمار , وقرارات التمويل وقرارات المقسوم. ومن بين القرارات الحاسمة، فإن القرارات المرتبطة بالمقسوم هي الأكثر أهمية وإذ يجب على المدير المالي أن يقرر في ما إذا كان لزاماً على الشركة توزيع جميع الأرباح أو الاحتفاظ بها أو توزيع جزء منها والاحتفاظ بالجزء الآخر كرصيد , ومع ذلك، فإن مؤيدي نظرية تعظيم الثروة لا يشجعون توزيع الأرباح على شكل مقسوم لأن ذلك يعني عدم الكفاءة من جانب الإدارة نحو تعظيم ثروة المساهمين (Haque,et.al,2013:98). فيما يشجع المعارضون توزيع المقسوم وهو ما يؤكد عمق الجدل القائم حول قرار احتجاز الأرباح من عدمه. الأمر الذي يتطلب قدرة عالية على إصدار أحكام مستنيرة واتخاذ قرارات فعالة بشأن استخدام وإدارة الموارد المالية (Addin,et.al,2013:925).

1.1.1 مفهوم الأرباح المحتجزة

تعرف الأرباح المحتجزة بأنها ذلك الجزء من صافي الدخل ، الذي لم يتم دفعه كمقسوم ، وتم استثمارها من قبل الشركة أو استخدامها لبعض الأغراض (McClure , 2012:11) .

وتمثل رأس المال الممتلك والطويل الأجل المتاح داخلياً للشركة كاحتياطي للشركة (Buigut,et.al,2013:29).

وهي جزء من حقوق المساهمين ناتج من إحتفاظ الشركة بأرباحها للاستخدام عوضاً عن توزيعها على المساهمين في شكل مقسوم (Harvey, 1995:4).

و هي بذلك مصدر تمويل ممتلك داخلي رئيس يجعل الاموال متاحة للاستثمار من قبل الشركة , وكلفتها أقل بكثير من كلفة زيادة رأس المال عن طريق إصدار اسهم جديدة (lee,et.al,2010:23).

ويعطي رصيد الأرباح المحتجزة الظاهر في الميزانية العمومية اشارة للقوة الإيرادية التاريخية للشركة تتمثل في قدرتها على جني الأرباح. وبالتالي، فإن الأرباح المحتجزة للشركة تقدم مؤشراً على نجاح الإدارة (Doye,2013:938).

2.1.1 المضامين النظرية للأرباح المحتجزة

حينما تحقق الشركة أرباحاً فإن هناك اثنين من البدائل الأساسية التي يمكن للشركة اعتمادها. البديل الأول هو الاحتفاظ بالأرباح داخل الشركة من أجل تحسين أو تطوير بعض الأشياء داخلياً. والبديل الثاني هو توزيع الأرباح للمساهمين (Hellstrom and Inagambaev, 2012: 13). وأن السياسة المالية طويلة الأجل للشركة هي التي تقرر مقدار الأرباح الذي ينبغي أن يُدفع للمساهمين ومقدار الأرباح الذي ينبغي الاحتفاظ به للاستثمار في الشركة تمثل سياسة التوزيع والاحتجاز. وبهذا المعنى تشكل الأرباح المحتجزة مصدراً رئيسياً لتمويل الشركات (Thirumalaisamy, 2013:40).

وتؤكد الأدبيات المالية لتقييم الشركة أنّ (الزيادة / النقصان) في قيمة الشركة يعود الى التأثير المشترك للأرباح الموزعة والأرباح المحتجزة والتي هي تشعبات من صافي أرباح الشركة المتولد نتيجة العمليات والأنشطة التجارية خلال فترة زمنية معينة.

وتستند الأدبيات المالية لتقييم الشركة على أساس الصيغة المالية العامة التي تقسم صافي أرباح الشركة إلى نسبة التوزيع ونسبة الاحتجاز , وكالاتي . (Tirmizi,2012 : 91-92) .

$$1 = PR + RR \quad \text{-----} \quad (1-1)$$

إذ أن :

$$PR = \text{نسبة التوزيع}$$

$$RR = \text{نسبة الاحتجاز}$$

وتؤكد هذه الصيغة أن النسبتين متمتان لبعضهما ومجموعهما الواحد الصحيح وأن هذا التقسيم لصافي الأرباح يعتمد عدداً كبيراً من العوامل ومن بينها : ربحية الشركة والتدفقات النقدية والسيولة والرافعة المالية، وهيكل رأس المال، ودورة حياة الشركة، والنمو، وعوامل الاقتصاد الكلي والجزئي وفرص الاستثمار، وعدم التماثل المعلوماتي، وهيكل الملكية، ونظام الحوكمة بالإضافة إلى العوامل الأخرى المرتبطة والمحددة من قبل المجتمع المالي للشركة.

ونسبة التوزيع تحدد جزء الأرباح الذي سيدفع كمقسوم. ويمكن ايجادها من خلال المعادلة الآتية : (Brealey,et.al,2001:144).

$$PR = \frac{D}{E} \quad \text{-----} \quad (2-1)$$

إذ أن :

$$D = \text{مقسوم الأرباح}$$

$$E = \text{الأرباح الصافية}$$

أما نسبة الاحتجاز فتحدد جزء الأرباح الذي سوف سيبقى داخل الشركة لأغراض إعادة الاستثمار وتحسب كالآتي (Toit,2013:58).

$$RR = \frac{RE}{E} \quad \text{----} \quad (3-1)$$

إذ أن:

$$RE = \text{الأرباح المحتجزة}$$

وطالما أن نسبة الاحتجاز هي المتمم الحسابي لنسبة التوزيع فهذا معناه .

$$RR = 1 - PR = \frac{E - D}{E} \quad \text{----} \quad (4-1)$$

وفي بعض الحالات، قد يكون هناك قيود تلزم الشركات على احتجاز الأرباح وتحول دون دفع الأرباح الصافية المتحققة كمقسوم. وهذه القيود ناتجة عن واحد أو أكثر من الأسباب التالية: القيود القانونية، والتعاقدية، والطوعية (الإختيارية).

أولاً القيود القانونية Legal Resteictions

العديد من الدول تلزم الشركة باحتجاز الأرباح وذلك لتغطية كلفة أسهم الخزينة¹ المشتراة. ويبقى الخطر على رأس المال القانوني للشركة قائماً طالما أن الشركة محتفظة بأسهم الخزينة. ويزول الخطر حينما تتبع الشركة أسهم الخزينة (Covel,2008:643) .

الجدير بالذكر أن سياسة التوزيع والاحتجاز عادة ماتقرر من قبل مجلس ادارة الشركة ولكن هناك بعض الاستثناءات لهذه القاعدة وهو أمر مهم لذكره. وهو أنّ الشركات في بعض البلدان مثل شيلي والبرازيل تكون مُجبرة على دفع جزء من أرباحها للمساهمين بموجب القانون (Hellstrom and Inagambaev,2012 :14).

ثانياً القيود التعاقدية Contractual Resteictions

عقود المديونية طويلة الأجل قد تلزم الشركات باحتجاز الارباح كشرط للحصول على القروض. فهذا التقيد يحد من استخدام موجودات الشركة لدفع المقسوم. وبالتالي، فإنه يزيد من احتمالية وفاء الشركة بالتزامات المديونية.

¹ كما يمكن تعريف الأسهم الخزينة بأنها الأسهم التي أُعيد شراءها واحتجزت في خزينة الشركة التي طرحتها للتداول (Brealey,et.al,2001:494)

ثالثاً القيود الطوعية (الإختيارية) Voluntary Resteictions

بشكل إختياري قد يفرض مجلس الإدارة قيوداً لاحتجاز الأرباح وذلك بغية تحقيق غايات محددة. وعلى سبيل المثال، قد يقرر مجلس الإدارة احتجاز الأرباح لأغراض توسيع المصنع في المستقبل. فعن طريق تقليل مبلغ الأرباح المتاحة لتوزيعات المقسوم، ، تتاح المزيد من الأموال لأغراض تنفيذ التوسع المخطط له (Covel,2008:643).

لذلك فإن الشركات تخصص جزءاً من أرباحها لتلبية متطلبات رأس المال المستقبلية. و تحتفظ بهذه الأرباح في حسابات مختلفة مثل الاحتياطي العام، واحتياطي سداد السندات واحتياطي تسوية المقسوم. هذه الاحتياطات يمكن استخدامها لتلبية الاحتياجات المالية طويلة الأجل. وهذا يعني إعادة استثمار الأرباح في الأعمال التجارية (Vikas,2013:2).

3.1.1 أهمية الأرباح المحتجزة

ان الادبيات المالية تظهر بوضوح تفضيل الشركة للأموال الداخلية (أي الأرباح المحتجزة) على المصادر الخارجية للتمويل مثل الديون أو إصدار أسهم وهناك تفسيرات مختلفة لهذا التفضيل للتمويل الداخلي وعلى النحو الآتي:

1- ان استخدام الأموال الداخلية توفر للمدراء مزيداً من المرونة. على سبيل المثال، يمكن للمدراء من التمويل بسرعة أكبر و تنفيذ خطط الاستثمار،بالإضافة إلى أن المدراء يمتلكون خيار الحصول على الأموال من الخارج في المستقبل.

2- حينما تستخدم الشركات الأموال الداخلية فانها تتجنب توليفة منوعة من التكاليف مثل التكاليف القانونية، والمحاسبية، ورسوم الاكتتاب ، فضلاً عن ذلك فأنها تتحمل كلف الاصدار عند الحصول على الأموال من الخارج(إصدار الأسهم العادية) (Park and Pincus , 2000 :1).

لذلك ومن خلال الإعتماد على الأموال المتولدة داخلياً , يتم تجنب كلف إصدار الأسهم الجديدة . فضلاً عن, ما ينظر إلى الإعلان من إصدار الأسهم الجديدة بأنها أخبار سيئة للمستثمرين, الذين ينظرون إلى القرار بأنه مؤشر على الأرباح المستقبلية المنخفضة أو المخاطر العالية (Brealey,et al,2011: 371) .

3- تفضل الشركات الاحتجاز نظراً لوجود عدم التماثل المعلوماتي بين المدراء والمستثمرين حول الفرص الاستثمارية للشركة، وان السوق قد يقيم الأسهم الجديدة للشركة بأقل من قيمتها الحقيقية التي ينبغي أن تقيم بها في حال كانت معلومات المدراء حول خطط استثمار الشركة متاحة للجمهور (Park and Pincus , 2000 :1).

وبالتالي ، فإن المستثمرين الخارجيين قد لا يكون لديهم معلومات جيدة حول مستقبل الشركة، الأمر الذي يؤدي إلى تردد المستثمرين من الاستثمار في الأسهم المصدرة حديثاً (Dow,2009:94).

- 4- الشركات التي لديها قدرة أقل في الحصول على التمويل الخارجي لا يمكن أن تقترض مبالغ كبيرة في غضون مهلة قصيرة. وهذه الأنواع من الشركات تفضل أن يكون لديها خزين نقدي متاح في الحالات التي يحصل فيها عجز في تدفقاتها النقدية (Alyao and Kamil,2013: 93).
- 5- إذا كانت الإدارة تشعر بالقلق حول المحافظة على قدرتها على السيطرة، فقد تكون مترددة في بيع الأسهم الجديدة، وبالتالي يجوز للشركة الإحتجاز المزيد من الأرباح (Brigham and Houston,2007:495).
- 6- إحدى الطرق التي يمكن للشركات أن تقلل من ضغط الازدواج الضريبي هو إحتجاز الأرباح بدلاً من دفعها كمقسوم. وإذا استثمرت الشركة الأرباح المحتجزة بحكمة ، ينبغي أن كل دولار من الأرباح المحتجزة يزيد من قيمة الشركة، الأمر الذي يؤدي إلى زيادة سعر أسهمها. ولأن زيادة قيمة أسعار الأسهم يترجم إلى مكاسب رأسمالية للمساهمين ، وعلى الرغم من أن المكاسب الرأسمالية تخضع للضريبة في نهاية المطاف، إلا أنها أقل بكثير من الضريبة على المقسوم ، فضلاً عن أن الضرائب على العوائد الرأسمالية مؤجلة لحين بيع الورقة المالية (Cordes ,2013:95).

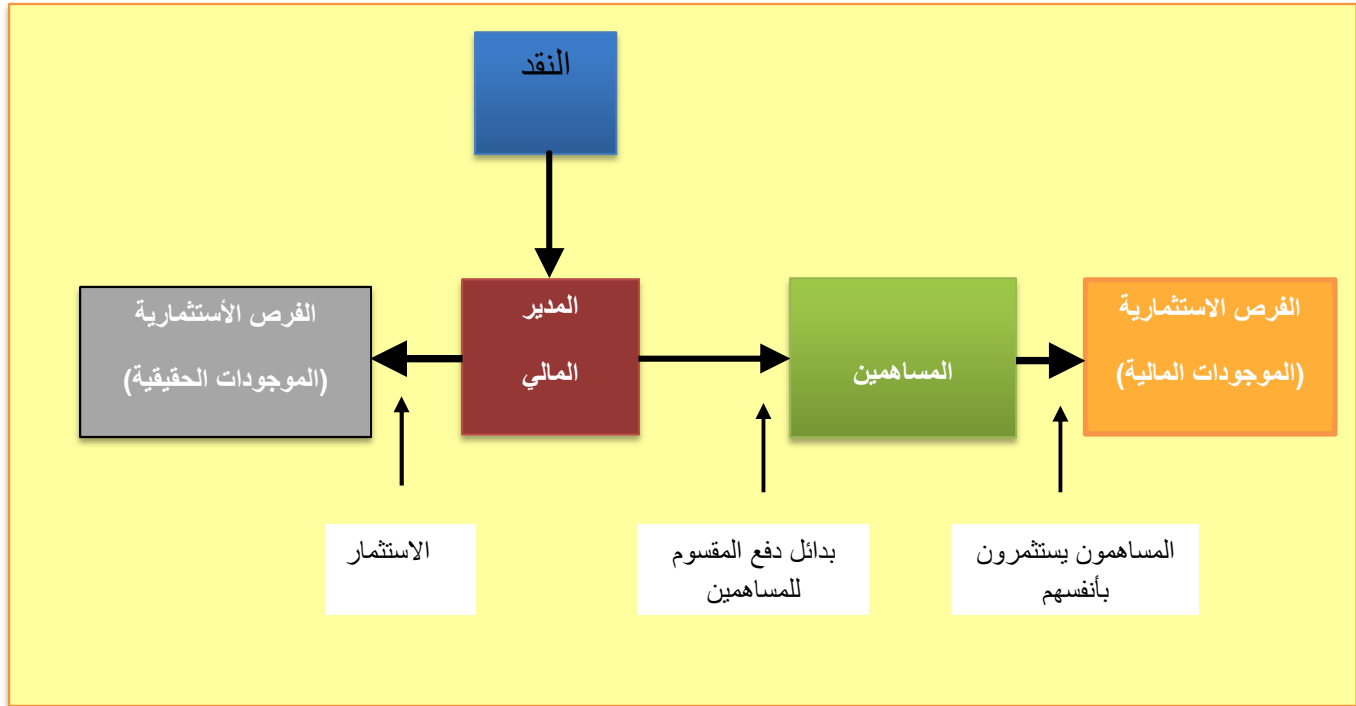
4.1.1 كلفة الأرباح المحتجزة

الشركات قادرة على زيادة حقوق الملكية عن طريق زيادة الملكية الخارجية (إصدار أسهم جديدة) أو زيادة الملكية الداخلية (الأرباح المحتجزة) (Ebrahimi and Chadegani ,2011:319). و وفقاً للقانون فأن استخدام الأرباح المحتجزة هي الأقل جهداً، أو الأقل مقاومة، ومفضلاً على زيادة حقوق الملكية الخارجية (لأن إصدار أسهم جديدة يعني دخول مالكيين خارجيين الى الشركة) (James,2013:236).

و على الرغم من الاعتقادات التي يحملها بعض المدراء أن زيادة رأس المال الداخلي هو خالٍ من الكلفة، كمصدر تمويل، وبعبارة أخرى هو التمويل المجاني (Free)، وبالتالي فإن المدراء لا يدركون أن المساهم لديه فرص استثمارية أخرى (كلفة الفرصة)، فضلاً عن الكلفة المالية التي يجب أن تؤخذ في الحسبان (Al-Tamimi and Obeidat,2013:60). والسبب في مثل هذه الحجة أن الأرباح المحتجزة هي خالية الكلفة هو عدم وجود التزام قانوني على الشركات بدفع الأرباح كمقسوم لحملة الأسهم العادية. فضلاً عن أن المقسوم ليس ثابتاً (Subramani,et.al,2012:164).

وبالتالي، فإذا قررت الإدارة الاحتفاظ بالأرباح، فستكون هناك كلفة فرصة بديلة إذ بإمكان المساهمين الذين أستلموا مقسوم الأرباح إستثماره في أسهم أخرى أو سندات أخرى أو في العقارات السكنية أو أي إستثمار آخر، وتتمثل كلفة الأرباح المحتجزة عامة بمعدل العائد المطلوب من قبل حملة الأسهم العادية (Brigham and Houston,2007:325). وأن كلفة الفرصة البديلة هو معدل العائد الذي خسرته حملة الأسهم العادية بقرار احتجاز الأرباح وعدم توزيعها (Subramani,et.al,2012:166).

ويوضح الشكل (1-1) أن الشركة يمكنها إما إحتجاز الأرباح و إعادة استثمارها وإما إعادتها إلى المساهمين. فإذا تم إعادة استثمار الأرباح، فإن كلفة الفرصة البديلة تمثل معدل العائد المتوقع أن يحصل عليه المساهمون من خلال الاستثمار في الموجودات المالية .



الشكل (1-1) بدائل دفع المقسوم

Source (Brealey, Richard A., Myers, Stewart C., and Allen , Franklin , Principles of Corporat Finance ,10th ed ,N.Y: McGraw-Hill / Irwin,2011:35)

ويشير الشكل إلى ما تحتاجه الشركة لتحقيق التوازن بين متطلبات النمو المستقبلي مقابل مطالب المساهمين بالعوائد على المدى القصير. والغرض من قرار الاستثمار أو قرار الموازنة الرأسمالية هو الاستثمار في مشاريع من شأنها أن تولد العوائد.

وتجدر الإشارة إلى أنه من أجل تعظيم ثروة المساهمين يجب أن يكون العائد أكبر من المخاطرة، وبالتحديد يتضمن قرار الاستثمار تحديد وانتقاء الفرص القابلة للاستثمار لتعظيم قيمة الشركة. والغرض من قرار التمويل هو إيجاد المزيج المناسب من التمويل لتمويل الاستثمارات المختارة في الموازنة الرأسمالية، الأمر الذي يسهم في إدارة القيمة للمساهمين (Toit,2013:3).

الفصل الأول/ المبحث الأول ----- الأرباح المحتجزة

وهناك نماذج مختلفة لحساب كلفة الأرباح المحتجزة (معدل العائد المطلوب أو معدل كلفة التمويل الممتلك) هي كالاتي.

النموذج الأول: (نموذج Gordon)² هو نموذج لتقييم الأسهم باستخدام مقسومات الأرباح المخصومة بمعدل كلفة التمويل الممتلك بأفترض ثبات معدل النمو في مقسوم الأرباح المستقبلية للشركة (Mcguigan,et.al,2009:406).

$$P_0 = \frac{D_1}{k_e - g} \quad \text{-----} \quad (5-1)$$

إذ أن :

$$D_1 = \text{المقسوم النقدي المتوقع للسهم العادي}$$

$$g = \text{معدل النمو في المقسوم النقدي}$$

$$k_e = \text{معدل العائد المطلوب الذي ينبغي أن يكون أكبر من معدل نمو المقسوم } g$$

$$(g < k_e)$$

النموذج الثاني: (نموذج تسعير الموجودات الرأسمالية CAPM)

أن استخدام الأرباح المحتجزة هو شكل من أشكال التمويل بالملكية لأنها أموال المساهمين (Dow,2009:94). وتعد الأرباح المحتجزة جزءاً من رأس المال الممتلك والتمويل طويل الأجل (Buigut,et.al,2013:29).

وكلفة رأس المال الممتلك هو معدل العائد المطلوب من قبل المستثمرين لمباشرة الاستثمار في الشركة (Lima and Sanvicente,2013:76).

وتعرف (ke) كلفة التمويل الممتلك بأنها الحد الأدنى من العائد المطلوب من قبل حملة الأسهم العادية التي يتم حسابها ، باستخدام نموذج تسعير الموجودات الرأسمالية (CAPM) وكالاتي (Brown and Walter,2012:47).

$$K_e = R_f + [E(R_m) - R_f] B_i \quad \text{-----} \quad (6-1)$$

² عادة نموذج جوردن للنمو هو احد التقنيات المستخدمة لتوضيح حساب كلفة رأس المال. (Hurley,2013:275).

إذ أن :

$Ke =$ معدل كلفة التمويل الممتلك (معدل العائد المطلوب على حقوق ملكية المالكين) والمتمثلة من خلال الآتي:

$Rf =$ معدل العائد الخالي من المخاطرة (العائد على حولات الخزانة الصادرة من البنك المركزي لثلاثة شهور)

$E(Rm) =$ معدل العائد لمحفظه السوق البديلة

$Bi =$ معامل بيتا للسهم | (المخاطر النظامية)

$[E(Rm) - Rf] =$ علاوة مخاطرة السوق (تعويض المخاطرة)

وهناك مفهوم بالغ الأهمية في تقييم أداء أي شركة وهو القيمة الاقتصادية المضافة. و تشير القيمة المضافة إلى القيمة الإضافية أو القيمة المتزايدة والناجمة عن نشاط أو مشروع تجاري معين. وأن القيمة الاقتصادية المضافة هي تطوير لهذا المفهوم، فهي تقيس الربح الاقتصادي بدلاً من الربح المحاسبي المتحقق من قبل الشركة بعد الأخذ بنظر الاعتبار كلف جميع الموارد بما في ذلك كلفة رأس المال الممتلك والمقترض. وان القيمة الاقتصادية المضافة هي مقياس مالي وأحياناً يشار إليها من قبل الاقتصاديين بالربح الاقتصادي أو الربح الاقتصادي.

وأن الفرق بين الربح الاقتصادي والربح المحاسبي هو أساس كلفة رأس المال الممتلك . إذ إن المحاسب لا يطرح كلفة رأس المال الممتلك عند حساب الأرباح، لذا فإن مقياس المحاسبين للدخل أو الربح هو في جوهره العائد المتبقي إلى رأس المال الممتلك لأن جميع التكاليف الأخرى قد خصمت من تدفق الإيرادات. وبالمقابل، فإن التكاليف الاقتصادية لجميع الموارد تدخل في حساب الأرباح بما في ذلك كلفة الفرصة البديلة لرأس المال المستثمر في الشركة لذلك فإن التعريف الاقتصادي للأرباح يتمثل بالأرباح الصافية من جميع تكاليف الموارد (Azaltun, et.al,2013:131-132).

5.1.1 الأرباح المحتجزة أساس تعظيم ثروة المساهمين

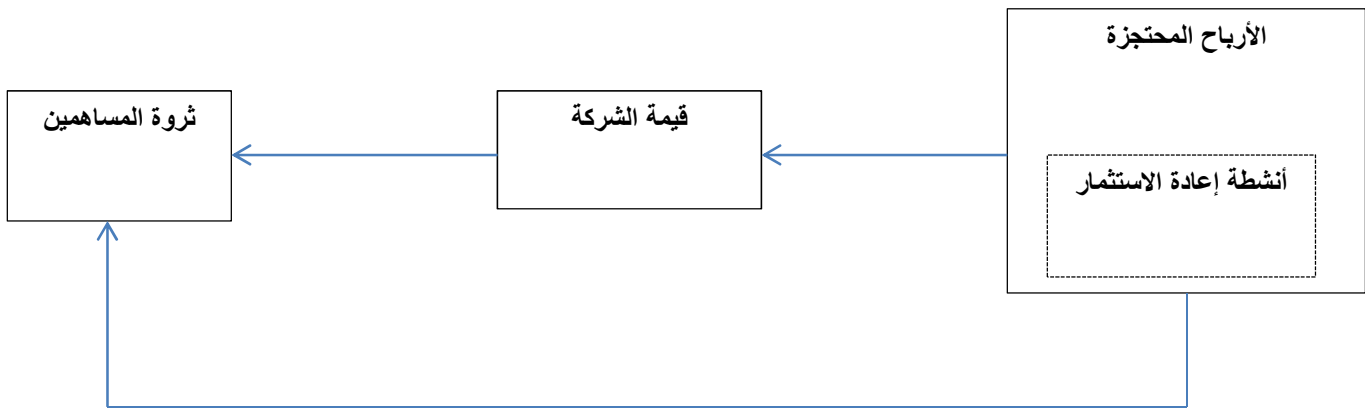
الاستثمار الفعال لرأس المال في الفرص الاستثمارية المربحة يصب في صميم خلق الثروة للمساهمين. ومن أجل ضمان خلق الشركة القيمة لمساهميها، فينبغي أن يستثمر رأس مال الشركة المتاح فقط إذا كان العائد المتولد من تلك الاستثمارات أكثر من كلفة رأس مال الشركة. وينطبق نفس المبدأ على رأس المال المتولد داخلياً عبر الأرباح المحتجزة. وهذا يعني أن الشركة ينبغي أن تعيد استثمار أرباحها فقط إذا كان لديها القدرة على خلق القيمة من الفرص الاستثمارية (Erasmus, 2013 :16).

فينبغي أن تستهدف القرارات المختلفة للمدراء الماليين مثل بناء المحافظ الاستثمارية، وتطوير المنتجات المالية، والتمويل إلخ , إلى زيادة القيمة السوقية للشركة وأن قرار توزيع الأرباح واحتجازها هو أحد هذه القرارات بالغة الأهمية. لذا ينبغي على المدراء أن يقرروا بعناية مقدار الأرباح التي يجب أن توزع على المساهمين ومقدار

الفصل الأول/ المبحث الأول ----- الأرباح المحتجزة

الأرباح التي ينبغي استثمارها في الأعمال التجارية. فعند إتخاذ مثل هذا القرار، ينبغي التركيز على تعظيم ثروة المساهمين (Al-Malkawi, 2010:176).

و يوضح الشكل رقم (2-1) أن ثروة المساهمين تتمثل في السعر السوقي للأسهم العادية للشركة التي تتأثر بدورها بقرارات الشركة من الاستثمار والتمويل والمقسوم، ومن بين القرارات الأكثر أهمية التي يتعين اتخاذها بكفاءة وفاعلية في أي شركة القرارات المرتبطة بالمقسوم. لذلك، يعد قرار المقسوم قراراً مركزياً مهماً لكونه مرتبطاً باستراتيجية النمو العام للشركة (Kapoor, 2009: 6).



الشكل (2-1) الأرباح المحتجزة أساس تعظيم ثروة المساهمين

Source: (Tirmizi, Muhammad Ali, and Ahmad, Mehboob, Impact of retained earnings on the maximization of firm value and shareholders wealth, African Journal of Business Management, 2013:1837)

ولتحقيق هدف تعظيم ثروة المساهم ينبغي أن تسعى الإدارة إلى تحقيق أقصى قدر من القيمة الحالية للعوائد المستقبلية المتوقعة لملاك الشركة. ويمكن لهذه العوائد أن تتخذ شكل دفعات المقسوم الدورية أو في شكل مكاسب من بيع الأسهم العادية (McGuigan, et.al, 2012:6). ولأن نجاح الإدارة يقاس عن طريق قدرتها على تعظيم ثروة المساهمين (1: 2013, Naser, et .al). فان السياسة التي تؤدي إلى تعظيم سعر السهم وبالتالي تعظيم ثروة المساهمين تسمى بسياسة التوزيع والاحتجاز المثلى (55: 2012, Sajid, et.al). وهذا لا يمكن أن يتحقق من دون فهم كامل لآلية هذه السياسة (1: 2013, Naser, et .al).

6.1.1 نظريات احتجاز الأرباح

تعد سياسة التوزيع والاحتجاز السياسة التي تحدد للشركة الجزء الذي سيتم توزيعه على المساهمين من خلال المقسوم ، والجزء الذي سيحتجز من أجل إعادة الاستثمار (Ramadan,2013:11) .

وبما أن الهدف الرئيسي للإدارة المالية هو تعظيم ثروة المالكين في الشركة، فإن هذه السياسة هي أكثر من مجرد أداة لتوزيع صافي الإيرادات الفائضة عن التكاليف، و أن أي اختلاف كبير في معدل التوزيعات قد يكون له تأثير على أسعار الأسهم (Ramadan,2013:11) . لذلك تعد هذه السياسة أداة لتوزيع الثروة ، وكذلك تعد أداة لخلق الثروة (Priya and Nimalathasan,2013:16) وهنا يأتي الدور المهم للإدارة، و هو، التوصل إلى سياسة توزيع تعظم ثروة المالكين في الشركة (Ramadan,2013:11) .

وعلى الرغم من أن عموم المستثمرين يتفقون على بعض المحددات الرئيسية لسياسة التوزيع والاحتجاز (على سبيل المثال المخاطرة ، القدرة على تحقيق الأرباح ، هيكل الملكية ، التدفق النقدي ، الضرائب) إلا أنهم يختلفون الى حد كبير في تأثير سياسة التوزيع والاحتجاز على قيمة الشركة (Agyei and Yiadom,2011:203).

لذلك ، ينقسم المليون بخصوص سياسة التوزيع والاحتجاز إلى ثلاث مجموعات ولكل مجموعة وجهة نظر، فمن الناحية اليمنى تقف المجموعة الأولى التي ترى أن المساهمين يفضلون دفعات المقسوم العالية وبالتالي زيادة نسب دفع المقسوم يسهم في زيادة قيمة الشركة. و من الناحية اليسرى تقف المجموعة الثانية التي ترى أن دفعات المقسوم العالية تخفض قيمة الشركة بسبب الضرائب العالية المفروضة على دفعات المقسوم مقارنة مع الضرائب المنخفضة المفروضة على المكاسب الراسمالية.

وما بين المجموعتين أعلاه تقف المجموعة الثالثة في المنتصف التي ترى أن سياسة المقسوم ليس لديها أي تأثير على قيمة الشركة (Brealey,et al,2011: 425-426).

وبالتالي ، تعد سياسة التوزيع والاحتجاز واحدة من أهم القضايا التي تناولتها الأدبيات المالية الحديثة. وان حسم استنتاجات النظريات يكون بالنظر الى أهمية هذه السياسة في تحديد قيمة الشركات مما جعلها واحدة من أكثر المواضيع جدلاً بين الباحثين والتطبيقات على حد سواء. وذلك لأن الغالبية العظمى من الاعمال التجريبية لا تقدم التفسير الأمثل لعلاقة قيمة الشركة بسياسة توزيع واحتجاز الأرباح (Riaz,et.al,2014:33) . فضلاً عن ان العوامل المطروحة في الأدبيات المالية لتفسير هذه السياسة قد تزداد مع مرور الوقت (Naser,et.al,2013 :2).

وأن البحوث في سياسات التوزيع والاحتجاز لا تظهر فقط الجدلية حول النظرية العامة أثار سياسة التوزيع والاحتجاز إنما تظهر أيضاً الجدلية في تطبيق هذه النظرية من قبل الشركات والتي قد تختلف بين الشركات باختلاف الزمان و المكان (Arshad,et.al,2013:379) . وأن الشركات المختلفة قد تتبنى سياسات توزيع واحتجاز مختلفة اعتماداً على احتياجاتهم لتمويل الاستثمارات (Oladipupo and Okafor,2013:11) .

لذلك، جذبت سياسة التوزيع والاحتجاز انتباه علماء المالية وبلغت ذروتها في النمذجة النظرية والاختبار التجريبي. وأصبحت، هذه السياسة واحدة من أكثر الجوانب تعقيداً في الادارة المالية (Kapoor ,2009: 5) .

والتعقيد في قرار التوزيع والاحتجاز لا ينبع فقط من عدم التأكد المحيط بتأثير دفعات المقسوم على القيمة، ولكن ينبع أيضاً من التفاعل بين قرار المقسوم وقرارات الاستثمار والتمويل للشركة (Erasmus, 2013: 15). أي ترتبط سياسة التوزيع والاحتجاز بهيكل رأس المال بشكل غير مباشر وربما تتطلب سياسات التوزيع والاحتجاز المختلفة هياكل رأسمال مختلفة. ونظراً الى أن كلاً من هيكل رأس المال وسياسة التوزيع والاحتجاز يمكن أن يكون لهما تأثير على ثروة المساهمين، ويمكن أيضاً أن تؤثر سياسة التوزيع والاحتجاز على هيكل رأس المال، فان القرار حول سياسة التوزيع والاحتجاز هو قرار معقد (HashemiJoo, et. al, 2012: 112).

فضلاً عن ذلك، فإن تعقيد هذا القرار نابع أيضاً من حقيقة أن الشركة قد تقرر توزيع أرباحها على المساهمين بدلاً من اعادة استثماره، وينتهي الأمر إلى الحصول على رؤوس أموال خارجية إضافية لتمويل العجز في متطلبات رأس المال. وبدلاً من ذلك، قد تقرر الشركة، في ظل الفرص الاستثمارية المربحة المتاحة الإحتفاظ بالأرباح بدلاً من توزيعها على مساهميها، الذين قد يحصلون على المزيد من الربحية نتيجة استثمار الفرص بأنفسهم.

لذلك، فإن إعادة استثمار الأرباح في البدائل الاستثمارية غير المربحة (بدلاً من توزيعها على المساهمين) سوف يؤدي إلى تدمير ثروة المساهمين. وبالمقابل، فإن الشركات التي توزع أرباحها بدلاً من استثمارها في مشاريع استثمارية مربحة ستكون بحاجة إلى الحصول على رؤوس أموال خارجية التي قد يكون من الصعب الحصول عليها فضلاً عن أنها أكثر تكلفة (Erasmus, 2013: 15).

وبالتالي، فإن سياسة التوزيع والاحتجاز تعد مسألة مهمة في مجال تمويل الشركات ويمكن استخدامها كألية للإشارة إلى المعلومات التي تعكس آفاق الشركة نحو الاستقرار والنمو (Naser, et. al, 2013: 1). وهي تسعى لتحقيق هدف تعظيم ثروة المساهمين عبر تعظيم عوائدهم، التي تتضمن عائد المقسوم والعائد الرأسمالي.

الجدير بالذكر أن العديد من الشركات في بعض الأحيان تستعين بأشكال التوزيع الأخرى غير التوزيع النقدي مثل مقسوم الأسهم وتجزئة السهم. لكن هناك بعض المستثمرين الأفراد كالمقاعديين ربما يفضلون الدخل الحالي على النمو في قيمة الأسهم. فكيف يمكن لإدارة الشركة تحقيق التوازن بين هذه الأهداف المتباينة والمتعارضة؟ (Oladipupo and Okafor, 2013: 12).

وعليه فإن، وضع سياسة التوزيع والاحتجاز المناسبة تعد مهمة حاسمة بالنسبة للمدراء نظراً لأن لها تأثيراً مباشراً على سعر السهم كما انها يمكن أن تؤثر أيضاً على تسعير الموجودات، وهيكل رأس المال (Ardestani, et. al, 2013: 124).

و هنا يبرز دور المدير المالي في تحقيق التوازن بين دفعات المقسوم واحتجاز الأرباح (Oladipupo and Okafor, 2013: 12). ويمكن دور المدير في معالجة القضايا الكامنة وراء دفع المقسوم والاحتجاز من وجهة نظر الإدارة والمستثمرين، لأن لديهم مصلحة مشتركة في أداء الأسهم إيجابياً (Kyle and Frank, 2013: 221).

لذلك، يجب على جميع المدراء الماليين جعل دفعات المقسوم متوائمة مع تعظيم ثروة المساهمين. وبالتالي، فإن سياسة التوزيع والاحتجاز المثلى التي تعتمدها الشركة ينبغي أن تعكس التوازن بين المقسوم الحالي والنمو المستقبلي، وتعظيم أسعار الأسهم، فضلاً عن أن سياسة الاحتجاز تُعد واحدة من الاستراتيجيات طويلة الاجل

لتمويل الشركة . لكونها خطة تأخذ في الحسبان احتجاز الأرباح لغرض إعادة استثمارها في مشاريع الشركة المرعبة (Banchit, 2013: 45).

أولاً : نظرية الباقي Residual Theory

تعد نظرية الباقي للمقسوم التي طرحها Walter, عام (1956) أساس العلاقة بين سياسة التوزيع والاحتجاز وسياسة الاستثمار في الشركة. وتبعاً لهذه النظرية ، فإن مقدار المقسوم (وبالتالي الأرباح المحتجزة) قد يختلف من فترة إلى أخرى اعتماداً على الفرص الاستثمارية. ، والواقع أن العديد من الشركات تفضل احتجاز الأرباح بدلاً من توزيعها على المساهمين (Wambé and Tsapi, 2013: 581).

ووفقاً لهذه النظرية فإن الشركات تحتفظ بالأرباح لتمويل الفرص الاستثمارية ، لذلك، حينما تعلن الشركات عن توزيع مقسوم نقدي، فإنه يشير إلى عدم وجود فرص الاستثمار هذه (Alphonse and Tran, 2014: 19) . والافتراض العام لمجموعة الفرص الاستثمارية هو إنفاق رأس المال لإنتاج منتج جديد أو توسيع خط الإنتاج الحالي ، وهذا يعني أن الفرص الإستثمارية هي المشاريع التي من المحتمل أن تكون مربحة والتي ينبغي على الشركة كشفها وإستغلالها لتحقيق العائد الإقتصادي ، وتعتمد قيمة مجموعة الفرص الاستثمارية على النفقات الإختيارية المستقبلية للمدراء في حالة عدم الحاجة لأستثمار إضافي في الموجودات، وتعتمد النفقات الإختيارية للمدراء على التمويل الداخلي للشركة وأيضاً على قدرة الشركة على إصدار مديونية منخفضة المخاطرة (Ardestani, et.al, 2013: 126).

و استفادة المستثمرين من الأرباح المحتجزة والاستثمار في الأنشطة المدرة للدخل على وفق نظرية الباقي لسياسة التوزيع والاحتجاز غاية بالجلاء والوضوح. إذ أنها تساعد الشركة على النمو في المستقبل وزيادة السعر السوقي للسهم وبالتالي تحقيق المكاسب الرأسمالية (Fonseka and Tian, 2011: 10910) .

وبحسب هذه النظرية ، فإن الجزء الذي سيتم توزيعه هو ببساطة مقدار صافي الربح الذي يتجاوز جميع الاستثمارات الجذابة على وفق قاعدة صافي القيمة الحالية (Priya and Nimalathasan, 2014: 16) . وفي الواقع فإن الشركات بكل سياسة الأحتجاز يصبح لديها فرصة للاستثمار في مشاريع ذات صافي قيمة حالية إيجابي ومن دون إصدار الأوراق المالية المحفوفة بالمخاطر.

ويبدو أن الفرص الأستثمارية ودفعات المقسوم هي المنافسون في استخدام الموارد النقدية للشركات، بل الأكثر احتمالاً أن الشركة تخفض دفعات المقسوم لغرض الاستفادة في الفرص الاستثمارية المتاحة لها. والشركات التي لديها فرصة لتنمو فهي بحاجة إلى الاستفادة من التدفقات النقدية الحرة في الاستثمارات، لذلك فإنه من المتوقع أن تتبع هذه الشركات سياسة مقسوم منخفضة، بمعنى سياسة إحتجاز عالية (Ardestani, et.al, 2013: 126) .

ثانياً : نظرية مودلياني وميلر Modigliani and Miller Theory

منذ عام (1960) ، كانت سياسة التوزيع والاحتجاز لغزاً محيراً . وأول محاولة لحل هذا اللغز كانت بدراسة Modigliani and Miller عام (1961) (241 : Maladjian and ElKhoury, 2014). التي تُعد واحدة

من النظريات الأكثر تأثيراً لسياسة التوزيع والاحتجاز وعلى الرغم من انه تم طرحها منذ أكثر من 50 عاماً ماضية الا أن لا يزال ينظر إليها على أنها واحدة من النظريات الأكثر احتراماً.

وترى هذه النظرية ، أنه في ظل ظروف أسواق رأس المال التامة فإن سياسة التوزيع والاحتجاز مستقلة عن قيمة الشركة وأنه لا يهم ما إذا كانت الشركة لديها دفعات مقسوم (أرباح محتجزة) مرتفعة (منخفضة) أو منخفضة (مرتفعة). و استند استنتاج **Modigliani and Miller** السابق لثلاثة افتراضات اساسية هي: (Hellstrom and Inagambaev,2012 :14-15).

- 1- أسواق رأس المال التامة : لا يوجد مشترك واحد في السوق قادر على التأثير على السعر السوقي للورقة المالية وان الجميع لديه حق الوصول إلى المعلومات نفسها من غير تكاليف، أي لا يوجد مشترك لديه معلومات خاصة لا يملكها الآخرون. وهناك افتراض آخر مهم هو أنه لا توجد تكاليف معاملات أو ضرائب، وبالتالي يمكن لجميع الجهات العمل في السوق في ظل الظروف نفسها.
- 2- السلوك العقلاني : أن جميع المشتركين في السوق يُفضلون الكثير من الثروة على القليل. وأنه لا يهتمهم فيما إذا كانت الزيادة بثروتهم جاءت عن طريق النمو بالعوائد الرأسمالية من الأسهم (بسبب احتجاز الأرباح) أو على شكل دفعات مقسوم.
- 3- التأكد التام : أن جميع المشتركين في السوق لديهم المعلومات نفسها ويعرفون التوزيع الاحتمالي المستقبلي لعوائد جميع الاوراق المالية.

هذه الافتراضات جعلت قيمة الشركات مستقلة عن سياسة المقسوم، مما يدل على أن قيمة الشركة غير متأثرة بطريقة توزيع الدخل بين الأرباح الموزعة والأرباح المحتجزة (Gitman,2006: 598). أي أن قيمة الشركة تعتمد فقط على الدخل الذي تحققه موجوداتها وأن تقسيم الدخل بين أرباح موزعة وأرباح محتجزة لا علاقة له بقيمة الشركة (3 : Younis and Javid ,2014).

وبهذا المعنى فإن قيمة الشركة تتأثر بأوجه استثماراتها وليس بمصادر تمويلها التي يُعد الاحتجاز جزءاً منها (Kisman,2013:677). وبذلك ، فان افتراضات هذه النظرية جعلت مصادر الأموال الداخلية والخارجية عناوين ثانوية يكمل بعضها بعضاً الآخر. وأن لاعلاقة لها بقيمة الشركة (AlGharaibeh,et.al,2013:770).

ثالثاً : نظرية عصفور في اليد "The Bird in Hand" Theory

أن المستثمرين لديهم اثنين من التوقعات الرئيسية هي أساس تعاقدهم للاستثمارات التي تتمثل بالعوائد الايرادية من خلال عوائد المقسوم والعوائد الرأسمالية عند بيع حصصهم الاستثمارية. لذلك، فإن العلاقة المباشرة بين المساهمين و موارد الشركة تأخذ شكل دفعات المقسوم (Hellstrom and Inagambaev,2012 :16).

فقد أثارت طروحات Modigliani and Miller , عام (1961) الجدل في أوساط الباحثين وخصوصاً فيما يتعلق بأن سياسة التوزيع والاحتجاز لا علاقة لها بقيمة الشركة. بل أن الأخيرة تتأثر بسياسات الاستثمار في ظل افتراضات السوق التامة.

فقد أبطل Gordon عام (1963) حجة Modigliani and Miller من خلال تقديمه لنظرية عصفور في اليد³. التي أكد فيها بأن الزيادة في الأرباح الموزعة والنقيصة في الأرباح المحتجزة يمكن أن تؤثر بشكل إيجابي على ثروة المساهمين بسبب نقص المعلومات وعدم التأكد في الأسواق (Gordon,1963:266).

وأن اسم "عصفور في اليد" هو عبارة عن مظلة لجميع الدراسات التي تقول إن المقسوم يرتبط بشكل إيجابي مع قيمة الشركة. إذ أنها تستند لفكرة "أن عصفوراً في اليد (مقسوم الأرباح الحالي) يساوي أكثر من اثنين على الشجرة (العائد المستقبلي).

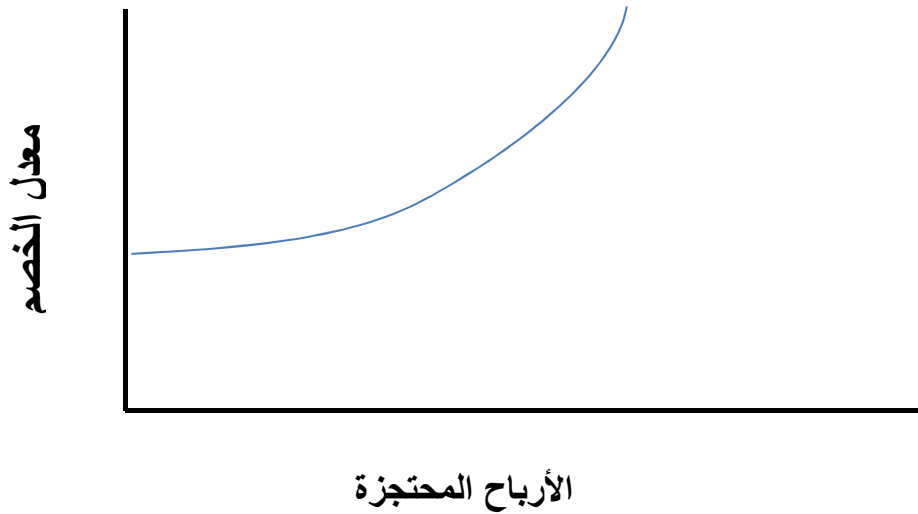
و من الناحية المالية فإن النظرية تقول أن المستثمرين أكثر استعداداً للاستثمار في أسهم الشركة التي تدفع المقسوم حالياً بدلاً من الاستثمار في أسهم الشركة التي تحتجز الأرباح وتدفع المقسوم في المستقبل. ويرجع السبب في ذلك إلى الدرجة العالية من عدم التأكد المرتبطة بالعوائد الرأسمالية وعوائد المقسوم المستقبلية. وأن المقسوم الحالي هو أكثر قابلية للتنبؤ من العوائد الرأسمالية المستقبلية ، لأن سعر السهم تحدده قوى السوق وليس المدراء الذين لديهم درجة عالية من عدم التأكد (Hellstrom and Inagambaev,2012 :16) .

وبذلك فإن المنطق الأساسي الذي تستند إليه هذه النظرية هو ان سعر السهم يتحرك في نفس اتجاه المقسوم (Longinidis and Symeonidis,2013:113). وأن المستثمرين يهتمون بالمقسوم ويميلون إلى استثماره (Banchit,2013 :49). وهم يفضلون أستلام المقسوم النقدي في أيديهم على الأرباح المستقبلية(العوائد الرأسمالية). لأن الأرباح المستقبلية غير مؤكدة. فهي كطائر على الشجرة قد يطير بعيداً لأن الربح في المستقبل قد يكون محفوف بمخاطر عالية (Menike,2014 :112) .

وعليه فإن المستثمر يكون على استعداد لدفع سعر أعلى في أسهم الشركات التي تدفع مقسوم حالي عالي (أرباح محتجزة منخفضة). وبالنسبة للشركات التي لا تدفع مقسوم حالي عالي ، فينبغي على المستثمرين استخدام معدل خصم أعلى من أجل خصم الأرباح، وبالتالي فإن قيمة هذه الشركات تكون أقل من الشركات التي تدفع المقسوم الحالي.

ويتضح ذلك في الشكل (1-3) الذي يشير إلى أن معدل الخصم سيرتفع حينما تزداد الأرباح المحتجزة في الشركة. والعكس صحيح ، فالشركات التي تدفع مقسوم أرباح حالي عالي يكون لديها مستوى منخفض من الأرباح المحتجزة وهذا يسهم في خفض معدل الخصم والذي يسهم بدوره إلى تعظيم قيمة الشركة. بحسب هذه النظرية.

³ . تنسب هذه النظرية بالاساس إلى Lintner (1956) وحظيت بدعم من قبل مختلف الباحثين بما في ذلك Gordon (1959) (1962) . (Hellstrom and Inagambaev,2012 :16).



الشكل (3-1) العلاقة بين معدل الخصم والارباح المحتجزة

Source : (Hellstrom, Gustav ,and Inagambaev, Gairatjon, Determinants of Dividend Payout Ratios , Umeå School of Business and Economics , 2012 :17)

رابعاً : نظرية التفضيل الضريبي Tax Preference Theory

قد تختلف الأنظمة الضريبية باختلاف الدول والثقافات (Musiega ,et.al,:2013:6). وقدماً في مجال تمويل الشركات ، كانت سياسة التوزيع والاحتجاز معنية فقط في الاختيار بين دفعات الأرباح الى المساهمين كمقسوم نقدي أو احتجاز الأرباح في الشركة. بالمقابل وفي مجال التمويل المعاصر للشركات ، أصبحت هذه السياسة تتناول قضايا كثيرة مثل كيف يمكن للشركات أن تجذب المستثمرين ضمن الشرائح الضريبية المختلفة . (HashemiJoo, et. al , 2012 : 112)

وأن نظرية التفضيل الضريبي التي قدمت من قبل (Miller and Scholes) عام (1978) تؤكد أن عامل الضريبة يقسم المستثمرين إلى زبائن مختلفين (Baker and Wurgler,2004:1126). إذ تؤثر الضرائب على كل من دخل المساهمين وكذلك أرباح الشركات، وأن ارتفاع معدلات الضريبة على الدخل من المقسوم

مقارنة بمعدلات الضريبة على المكاسب الرأسمالية ، سيقبل من نسب دفع المقسوم ويزيد من نسب الاحتجاز. لذلك يفضل المستثمرين الخاضعين لمعدلات ضريبة عالية الاحتفاظ بأسهم الشركة التي تدفع مقسوم منخفض بينما يفضل أولئك الخاضعين لمعدلات ضريبة منخفضة أسهم الشركة التي تدفع مقسوم عالي وبالتالي احتجاز منخفض (Ross, et.al,2007:431) , (Brigham and Ehrhardt,2002:700).

وينحاز قانون الضرائب الأمريكي ، على سبيل المثال إلى المكاسب الرأسمالية ، إذ إن الضرائب على المقسوم يجب أن تدفع مباشرةً حال استلام المقسوم، في حين يمكن تأجيل الضرائب على المكاسب الرأسمالية إلى وقت بيع الأسهم ، كما أن للمساهمين حق اختيار وقت بيع أسهمهم، وبالتالي يمكن المساهمين اختيار وقت دفع الضرائب على المكاسب الرأسمالية. وكلما طالت المدة ، كلما قلت القيمة الحالية لمبلغ الضريبة المدفوع على المكاسب الرأسمالية

الجدير بالذكر أن هذا التفضيل الضريبي تقل أهميته في العديد من المؤسسات المالية التي لديها إعفاء ضريبي من جميع الضرائب(مثل صناديق التقاعد) ، إذ لن يكون لديها سبب لتفضيل المكاسب الرأسمالية على المقسوم النقدي (Brealey,et. al,2011: 435).

بناءً على ماتقدم ، ينبغي النظر في الاختلاف بين الضريبة على المقسوم والضريبة على المكاسب الرأسمالية (Younis and Javid ,2014:4). لأنه بحسب هذه النظرية أنه إذا كانت الضريبة المفروضة على المقسوم أكبر من الضريبة المفروضة على مكاسب رأس المال، فإن المستثمرين سيختارون أسهم الشركة التي تتبع سياسة التوزيع المنخفض والاحتجاز العالي من أجل الحصول على وفورات ضريبية (Kisman,2013: 687) .

وترى هذه النظرية أن الضرائب الإضافية على المقسوم تجعل المكاسب الرأسمالية وسيلة أقل كلفة لإعادة استثمار ثروة المساهمين (Manos,2001:21). بالإضافة إلى ذلك، وربما الأهم من ذلك، يشجع قانون الضرائب العديد من المستثمرين الأفراد إلى تفضيل المكاسب الرأسمالية على المقسوم (Brigham and Houston,2007:318).

إحدى الطرق التي يمكن للشركات أن تقلل من ضغط الازدواج الضريبي هو احتجاز الأرباح بدلاً من دفعها كمقسوم. وإذا استثمرت الشركة الأرباح المحتجزة بحكمة ، فينبغي أن لكل دولار من الأرباح المحتجزة أن يزيد من قيمة الشركة، الأمر الذي يعني زيادة سعر أسهمها. ولأن زيادة أسعار الأسهم يترجم إلى مكاسب رأسمالية للمساهمين، وعلى الرغم من أن المكاسب الرأسمالية تخضع للضريبة في نهاية المطاف، إلا أنها أقل بكثير من الضريبة على المقسوم ، كما يمكن تأجيل الضرائب على المكاسب الرأسمالية (Cordes ,2013:95) . وفي حالة وفاة مالك الأسهم فإنه لا توجد أي ضريبة على المكاسب الرأسمالية ، ويمكن لجميع المستفيدين الذين يحصلون على الأسهم استخدام قيمة الأسهم في يوم الوفاة كأساس كلفتها، الأمر الذي يسمح لهم بالهروب تماماً من ضريبة المكاسب الرأسمالية.

وبسبب هذه المزايا الضريبية، ربما يفضل بعض المستثمرين أن تحتفظ الشركات بمعظم أرباحهم، و قد يكون هؤلاء المستثمرين على استعداد لدفع المزيد من أجل الاستثمار في الشركات التي تتبع سياسة التوزيع المنخفض

والاحتجاز العالي مقارنة مع الشركات التي تتبع سياسة التوزيع العالي والاحتجاز المنخفض (Brigham and Houston,2007:381).

خامساً : نظرية كلف الوكالة Agency Costs Theory

إن النمو اليومي للأنشطة التجارية للشركات، و وجودها الفاعل في سوق رأس المال، وتوجه إدارة الشركات نحو تزايد أعداد المساهمين، قد خلق بعض التحديات أمام ملاك الشركات بخصوص السيطرة على إدارة شركاتهم، الأمر الذي أدى إلى الفصل بين الإدارة والملكية. وحينما تم الفصل بين الإدارة والمالكين فإن الإدارة ينبغي أن تكون خير ممثل لمصالح هؤلاء (Jensen and Meckling,1976 : 305). لكن قد يسعى المدراء إلى تقديم مصالحهم الخاصة على مصالح المالكين . وبذلك تُنتهك حقوق المساهمين الآخرين وتظهر مشكلة الوكالة (Haye,2014:9).

وكما للاحتجاز المالي جانب مضيء فهناك جانب مظلم أيضاً , والذي يتمثل في تشجيع المدراء على التوسع في فوائدهم , أو بناء الإمبراطوريات بالأموال التي يجب أن تدفع إلى المساهمين وبعبارة أخرى أن الاحتجاز المالي يمكن أن يجعل مشاكل الوكالة أكثر سوءاً (Brealey,et al,2011:491- 492) .

وعلى وفق وجهة نظر المساهمين إذا لم يتم توفير مبلغ المقسوم إلى المساهمين، فمن المحتمل أن يستخدم المدير الأرباح لأغراضه الشخصية بدلاً من الاستثمار في مشاريع مربحة (Arshad, et .al,2013:381) . ولأن المدراء يعرفون المزيد عن الشركة أكثر من المساهمين، مما يؤدي الى نشوء عدم التماثل المعلوماتي. الذي بدوره سوف يزيد من قدرة المدراء على ملاحقة أهدافهم الخاصة (Pelt,2013:9).

لذلك، فإن مصالح المدراء والمساهمين قد لا تلتقي دائماً، وربما يكون تركيز المدراء على مجموعة من المنافع الشخصية (التعويض العالي، حوافز إضافية، والتأمين الوظيفي وفي بعض الأحيان يكون التأمين على الموجودات أو على التدفقات النقدية) (Tudose,2012:281) . وبالتالي فإن هذه المنافع هي أساس الكلفة، كلفة الوكالة (Pelt,2013:9).

وتنص نظرية كلف الوكالة على أنه يمكن استخدام التوزيعات العالية (وبالتالي الاحتجازات المنخفضة). كأداة للتخفيف من مشاكل الوكالة للشركة. إذ أنها تقلل من النقد الحر المتاح في أيدي المدراء (Jensen and Micheal,1986:76).

وعلى الرغم من أن دفعات المقسوم قد تخفض كلف الوكالة في الشركة ، إلا أن عملية الدفع قد تكون إشارة إلى شدة الصراعات (Banchit,2013 :51). فضلاً عن إنها عملية مكلفة من خلال النظام الضريبي المفروض على عائد المقسوم المستلم من قبل المساهمين. وبالتالي، فإن سياسة التوزيع والاحتجاز المثلى بحسب هذه النظرية تتضمن المفاضلة بين منافع الوكالة وكلف الضرائب، وكذلك تتضمن وسائل التخفيض من خطورة هذه المفاضلة لزيادة قيمة الشركة (Berzins, et. al ,2013 :2).

وتؤثر كلف الوكالة بشكل مباشر على قيمة الشركة، مما يؤدي إلى تخفيض ثروة المساهمين. ولأن الهدف الرئيس للمساهمين من الاستثمار بأسهم الشركات هو تعظيم ثروتهم، فإن زيادة ثروة المساهمين تتطلب السيطرة والحد من

كلف الوكالة. واحدى أهم اساليب السيطرة والحد من كلف الوكالة هو الاستخدام الكفوء لآليات حوكمة الشركات (Haye,2014:9).

ويشار إلى حوكمة الشركات بأنها عبارة عن مجموعة من القوانين والإجراءات حول العلاقات بين المدراء، والمساهمين والمحاسبين من خلال نظام الإشراف الذي يدعم حقوق حملة الأسهم. وهي واحدة من المكونات الأساسية لنظرية الوكالة والمسؤولية الاجتماعية للمدراء (Nezhad,et.al,2013:817-818).

وتؤكد الأدبيات المالية بأن زيادة الرافعة المالية يغرس الانضباط في المدراء مما يجعلهم يتصرفون بحذر للحيلولة دون افلاس الشركة (Musiega ,et.al,:2013:8). كما أن تهديد الإقالة ورقابة السوق و الإفصاح تعد أيضاً من أساليب الحد من كلفة الوكالة. إذ يعد تهديد الإقالة خطراً يتعرض له المدير اذ يقوم المساهمون بمقتضاه باقالة المدير عندما تنخفض أسعار الأسهم وعندما لا يؤدي عمله بالشكل الأمثل. ورقابة السوق هو الرصد الذي يقوم به المستثمرين(المحتملين). وأن نتائج القرارات الحازمة تتضح في سعر السهم عبر الإفصاح السليم ، وبالتالي سوف يتصرف المدراء بشكل مختلف (Pelt,2013:9).

وتعتمد كفاءة الأسواق المالية على تدفق المعلومات بين الشركات والمستثمرين، أكان ذلك بشكل مباشر أم غير مباشر من خلال الوسطاء الماليين مثل المحللين. والمعلومات تخفض المخاطرة المتوقعة للمستثمرين عند توقع أداء الشركة في المستقبل (2 : Nielsen and Rimmel, 2013). وأن الإفصاح عن المعلومات دائماً يقلل من كلفة الحصول على المعلومات الخاصة لأنه من خلال الكشف عن المعلومات، سوف يكون من الممكن للمستثمر الحصول على المعلومات بسهولة من دون أي كلفة (Alnajjar,2013:49).

وعلاوة على ذلك، فإن مثل هذه الآليات تولد مجموعة من التكاليف التي لا تسبب فقط انخفاضاً في إيرادات الشركة ولكن أيضاً تؤثر على هيكل رأس مالها (Tudose,2012:281). ونتيجة إلى ماتقدم ، يمكن القول أن الحد من هذه الكلف يزيد أرباح الشركات أو الأداء المالي (على الأقل في المدى الطويل)، وبالتالي تزداد عوائد الأسهم (Oberndorfer, et.al, 2011 :7).

وقد أستعمل الباحثون المالييون علاقات الوكالة لتفسير المشكلات المتعلقة بهيكل الملكية (Jensen and Meckling,1976: 306) وبالمقابل فإن الاعتماد على المديونية أو الرافعة المالية في التمويل وتوزيع الأرباح وتهديد الإقالة ورقابة السوق والأفصاح ليست هي الأدوات الوحيدة التي اقترحتها الأدبيات المالية لحل مشكلة الوكالة أو على الأقل تخفيض التكاليف وتأثيرها على القيمة. لان وجود المستثمرين المؤسسيين⁴ أو أسهم الإدارة التي تجعل المدراء ملاكاً من المتوقع أن تحقق الموازنة بين مصلحة كل من المساهمين والمدراء. وبالتالي، يمكن للمستثمر أن يعد هيكل الملكية عاملاً مؤثراً على قرارات التوزيع والاحتجاز (Al- Gharaibeh et al,2013: 771).

⁴. ان الملكية المؤسسية (أي، ارتفاع نسبة مساهمة المؤسسات مثل شركات صناديق الاستثمار، وصناديق التقاعد، مقارنة بنسبة المساهمين الأفراد) تؤثر على عملية اتخاذ قرار التوزيع والاحتجاز. إذ أن هؤلاء المساهمين يحاولون السيطرة على مشكلة الوكالة من خلال التحكم في قرار دفع المقسوم.(Gill and Obradovich ,2012:60-61).

ويمر قرار التوزيع والاحتجاز بالعديد من التحديات الصعبة قبل أن يتخذ. إذ يواجه مجلس الإدارة والرئيس التنفيذي للشركة العديد من التحديات الصعبة مثل الضغط من قبل المساهمين و المستثمرين والالتزامات التعاقدية للمديونية (على سبيل المثال، ربما ينص عقد الدين على عدم السماح للشركة بدفع المقسوم إذا كانت متخلفة عن سداد دفعات الدين) ، والاحتياجات التمويلية للشركة (Gill and Obradovich, 2012:60-61) .

بالمقابل أن مرونة الشركة للاستثمار في المشاريع تعتمد أيضاً على مقدار المقسوم الذي يمكن أن تقدمه الشركة للمساهمين أي إن زيادة المقسوم قد يعني إنخفاض مستوى الأموال المتاحة للاستثمار (Kapoor, 2009: 6).

ومن ناحية أخرى فإن الاستثمار يعني عدم توزيع الأرباح وبالتالي أحتجازها لذلك في حالة تفضيل المساهمين لتوزيع الأرباح فهذا يعني إنتفاء الاستثمار وبالتالي فإن مستوى الفرص الاستثمارية هي التي تحد من كلف الوكالة، وبالتالي ترسم سياسة التوزيع والاحتجاز للشركة وبهذا المعنى فإن المستوى العالي من فرص الاستثمار يعني مستوى منخفض من المقسوم والعكس بالعكس (Wambé and Tsapi, 2013:581) .

كما أن الشركات التي توزع أرباحها في الوقت الذي يمكنها فيه أن تستثمرها في مشاريع استثمارية مربحة سيكون لديها حاجة إلى الحصول على رؤوس أموال خارجية والتي قد يكون من الصعب الحصول عليها بالإضافة إلى أنها أكثر تكلفة (Erasmus, 2013 :15) . ونتيجة إلى ماتقدم يمكن القول أن دفعات المقسوم تؤثر على قدرة الشركة في احتجاز الأرباح ومراكمتها وإستثمارها في فرص النمو (Moghri and Galogah, 2013: 59).

لذلك فإن الشركات لا تلجأ إلى إصدار أسهم جديدة و تستخدم فقط الأرباح المحتجزة لدعم فرص الاستثمار فأنها تتخلص من مشكلة عدم التماثل المعلوماتي (Ju Chen and Yu Chen, 2011: 2) . وهذا يعني ضمناً أنه عندما يتم تخفيض عدم التماثل المعلوماتي، فإن الشركات تدفع مستويات منخفضة من المقسوم وبالتالي إحتجاز عالي (Alphonse and Tran, 2014:19) . وحينما لا يكون هناك عدم تماثل معلوماتي فإن المدراء لا يهتمهم في اختيار السياسة المالية المثلى سوى العوامل التي تؤثر على عوائد الأسهم (Ardestani, et. al, 2013:125-126).

وعليه فإن جزءاً من مسألة الصراع بين حملة الاسهم والمدراء يتعلق في كيفية استخدام الأموال الداخلية (احتجاز الأرباح) (Emamalizadeh , et. al , 2013:2). وبالتالي فإن مشكلة الوكالة تتمثل في كيفية تحفيز المدراء على التخلي عن الأموال بدلاً من استثمارها بمعدل عائد يقل عن معدل كلفة رأس المال أو إهدار الأموال في مظاهر عدم الكفاءة التنظيمية (Brealey, et al, 2011: 492) .

سادساً : نظرية الإشارة Signaling Theory

عند الحديث عن نظرية الإشارة لا يسع المرء إلا أن يذكر طروحات Modigliani and Miller عام (1961) اللذين أكدوا أنّ المقسوم أو الاحتجاز ليس له أي تأثير على قيمة الشركة بشرط عدم وجود الضرائب وعدم وجود كلف الوكالة، وعدم وجود عدم تماثل معلوماتي ، وإلى غير ذلك (Bijia, 2013 : 4) . إلا أنه في العالم الحقيقي ليس هناك أسواق مالية تامة، ولقرار التوزيع والاحتجاز "محتوى معلوماتي" قد يؤثر على أسعار الأسهم

في السوق. وهذا ماقاد العديد من الباحثين لطرح نظرية الإشارة التي ينظر إليها اليوم على انها واحدة من أكثر النظريات تأثيراً وتفسيراً لقرارات التوزيع والاحتجاز (18: Hellstrom and Inagambaev,2012). إذ تؤكد هذه النظرية أن المقسوم هو أداة المدراء التي يستطيع من خلالها إرسال الإشارة إلى المساهمين حول الأداء المستقبلي المتوقع وربحية الشركة (16: Priya and Nimalathasan,2013).

لذلك تعد الإشارة وسيلة الإدارة لطمأنة المستثمرين بشأن الأفاق المستقبلية للشركة. وتقدم الإدارة هذه الإشارة لأن لديها معرفة وإمكانية أفضل في الحصول على المعلومات الدقيقة حول الشركة مقارنة مع الخارجيين (عدم التماثل المعلوماتي). وتزود هذه الإشارة للسوق، ومن المتوقع أن تكون الاستجابة إيجابية. وبالتالي تؤثر على أسعار الأسهم وحجم التداول. ونتيجة لذلك سوف تزداد قيمة الشركة في أعين المستثمرين (679: Kisman,2013-680).

و تنظر نظرية الإشارة ، إلى سياسة التوزيع والاحتجاز بوصفها وسيلة لملىء فجوة المعلومات بين الإدارة والمستثمرين. فمن غير الواقعي أن نعتقد أن المستثمرين والشركات لديهم مقدار متساوٍ من البيانات والمعرفة بالقوة المالية للشركة، وبسبب هذه الحقيقة، فإن الشركات تختار سياسة التوزيع والاحتجاز لإرسال إشارة للمستثمرين بأن شركاتهم مستقرة مالياً وستبقى مربحة (221: Kyle and Frank,2013).

وبهذا المعنى ينظر المستثمرون للتغيرات في دفعات المقسوم والاحتجاز كإشارات الى افاق الشركة. ففي حالة زيادة الإدارة لدفعات المقسوم، ينظر إليها على أنها أخبار جيدة وأن سوق الأوراق المالية تتفاعل بشكل إيجابي مع هذه الإشارة. في حين، أن انخفاض دفعات المقسوم يشير الى أخبار سيئة، وأن سوق الأوراق المالية قد تتفاعل بشكل سلبي (2: Naser, et .al ,2013).

ويعتبر المقسوم النقدي للسهم الواحد مصدراً للسيولة لما له من أهمية خاصة. وفضلاً عن ذلك، فإن المقسوم النقدي للسهم الواحد يتضمن رسالة خاصة. ووفقاً لهذا المعنى، فإن الشركة تزيد المقسوم النقدي فقط إذا كانت تتوقع زيادة الأرباح المستقبلية، وبخلاف ذلك فإن زيادة المقسوم النقدي يجب تخفيضه إلى المستوى الأولي. وبالتالي، زيادة مقسوم الأرباح النقدية لديه رسالة إلى السوق على أساس تحسين إيرادات الشركة (2: Emamalizadeh,et.al ,2013).

وعلى وفق ذلك فإن التغيرات في التوزيع والاحتجاز بحسب هذه النظرية تمثل إشارة الى الأفاق المستقبلية للشركة (113: Longinidis and Symeonidis,2013). فحينما تكون الشركة متفائلة بشأن المستقبل، فإنها سوف تدفع المزيد من مقسوم للإشارة إلى هذا التفاؤل لمساهميها (10: Pelt,2013). وهذا يدفع سعر السهم للتحرك في نفس اتجاه المقسوم (113: Longinidis and Symeonidis,2013). وبالتالي، فإن ارتفاع المقسوم وانخفاض الاحتجاز، بحسب هذه النظرية ، يعد إشارة الى الجمهور على الصحة المالية للشركة (Naser, et .al ,2013:2).

و بالمقابل فإن أي شركة تقريباً تكون قادرة على دفع مقسوم صغير لمساهميها بغض النظر عما إذا كانت التوقعات المستقبلية إيجابية أو سلبية. وبالتالي، فإنه ينبغي أن ينظر إلى توزيعات المقسوم على أنها إشارة الى فرص الشركة المستقبلية المربحة ولهذا فإن الشركات ستكون قادرة على دفع المقسوم عالياً بما فيه الكفاية فقط مع الأفاق

المستقبلية المربحة. وخلاف ذلك، فإن الشركات التي لديها افاق مستقبلية ضعيفة فانها تستغل الإشارات وتدفع نفس المبلغ من المقسوم من أجل إرسال إشارات خاطئة الى المستثمرين (Hellstrom and Inagambaev,2012):19).

لذلك يلاحظ أن المقسوم قد يوفر أيضاً إشارات مضللة للمساهمين. وقد ينظر المستثمرون إلى الزيادة في المقسوم هي نتيجة لزيادة في الدخل الحالي أو القضاء على مشاكل التدفق النقدي أو الشعور بأنها إشارة سلبية لعدم وجود فرص استثمارية أو عدم وجود خيارات للنمو (Ardestani,et.al,2013:125).

ومن ناحية أخرى، يمكن للشركات أيضاً من إرسال الإشارة إلى السوق على صحتها المالية الجيدة من خلال العمل على المبلغ الممنوح إلى الاستثمار في المشاريع المربحة. لذلك، سيتم استثمار التدفق النقدي الحر بدلاً من توزيعه. وكما ذكر Miller and Rock , عام (1985)، أن الشركات التي لديها تدفقات نقدية كبيرة يمكن أن تنفق كمية صغيرة من خلال المقسوم وتستخدم المزيد من الاموال للاستثمار عبر الاحتجاز (Wambé and Tsapi,2013:581)

سابعاً : نظرية التدفق النقدي الحر Free Cash Flow Theory

توفر فرضية التدفق النقدي الحر الرابط بين نظرية الوكالة ونظرية الإشارة (Younis and Javid,2014:5). قدمت نظرية التدفق النقدي الحر من قبل Jensen and Meckling عام (1986) التي تؤكد بأن الأرباح توزع بعد إتخاذ قرارات الاستثمار (Priya and Nimalathasan,2013:16) . إذ ترى هذه النظرية أن تراكم فائض التدفقات النقدية الحرة في الشركة يعد مصدراً محتملاً لمشاكل الوكالة، وبناء على ذلك توصي بتوزيع فائض التدفقات النقدية الحرة للمساهمين في شكل مقسوم بدلاً من إعادة الاستثمار في مشاريع لا تخلق قيمة (Erasmus, 2013 :16).

وبحسب هذه النظرية يضطر المدراء لدفع الفائض النقدي للمستثمرين كمقسوم للمساهمين ودفع الفائدة للدائنين. وتعد نسبة الدين العالية عامل إنضباط للمدراء تمنعهم من الاستثمار في مشاريع ذات صافي قيمة حالية سالبة مما يزيد من قيمة الشركة. وبهذا المعنى يتفاعل سعر السهم إيجابياً مع الاعلان عن زيادة المقسوم وذلك لان هذه الزيادة تقلل من كلفة الوكالة للتدفق النقدي الحر (الأموال المتاحة للمدراء لتلبية متطلباتهم الشخصية) (Longinidis and Symeonidis,2013:113).

لكن المشكلة تظهر حينما يضطر المدراء إلى اللجوء إلى الأسواق المالية للحصول على أموال نقدية جديدة (AlGharaibeh,et.al,2013:771). وبما أن التكاليف المرافقة لإصدار المديونية أو الملكية (إصدار أسهم) الجديدة تكلف الشركة الكثير من الأموال اذا اعتمدت في التمويل مقارنة باستعمال الأرباح المحتجزة (James,2013:236). لذا ومن اجل تعظيم القيمة ينبغي على الشركة الاعتماد على الأرباح المحتجزة لتمويل المشاريع الاستثمارية (Alphonse and Tran ,2014:19).

ثامناً : نظرية كلف المعاملات The Transaction Cost Theory

الشركات قد تتكبد الكلف من جراء توزيع الأرباح وعدم احتجازها كما يتكبد المساهمون كلف جمع وإعادة استثمار هذه التوزيعات (Manos,2001:18). فحينما تدفع الشركة مقسوم الأرباح، فهذا يعني سيولة أقل متاحة للاستثمار، وبالتالي فإن الشركة تضطر للذهاب إلى السوق المالية للحصول على التمويل وهذا أمر مكلف. وتسمى هذه الكلف بـ كلف المعاملات لذلك فإن مقدار الأرباح المدفوعة، بحسب هذه النظرية، هو أساس المفاضلة بين منافع دفع المقسوم من جهة وكلف المعاملات من جهة أخرى (Pelt,2013:10).

وتلعب كلف المعاملات دوراً مهماً في قرار هيكل رأس المال للشركة. إذ ترتبط كلف المعاملات بحقيقة أن كلفة الحصول على التمويل الخارجي الجديد أعلى من كلفة الحصول على التمويل الداخلي (Ju Chen and Yu Chen,2011: 3) وتتضمن كلف المعاملات كلف إصدار الأوراق المالية للشركة وذلك للحصول على التمويل الخارجي الإضافي مثل رسوم الإكتتاب، والكلف الإدارية، والمصاريف القانونية (Manos,2001:19). فضلاً عن ذلك، فإن عدم التماثل المعلوماتي بين إدارة الشركات والأسواق المالية في وقت الاكتتاب يؤدي إلى ارتفاع تكاليف رأس المال (Nielsen and Rimmel, 2013 : 2).

لذلك فإن زيادة التمويل الخارجي يزيد كلف المعاملات للشركة، ومن أجل تخفيض هذه الكلف فإن الشركة سوف تتبع سياسة مقسوم منخفض واحتجاز عالي (Haye,2014:9). وكلما أرتفعت تكاليف المعاملات كلما أزدادت رغبة إدارة الشركة في تمويل أنشطتها التجارية من خلال احتجاز الأرباح (Alphonse and Tran,2014:19).

تاسعاً : نظرية تأثير الزبائن Clientele Effect Theory

تفترض نظرية الزبائن أن المساهمين يختارون الأسهم إستناداً على خصائص الشركة المحددة مسبقاً (Toit,2013:67). و أن المستثمرين سوف يستثمرون في أسهم الشركات التي تقدم لهم مستويات المقسوم التي يحتاجون إليها. ونتيجة لذلك، ينبغي للإدارة التعامل بالإهتمام الشديد مع أي تغييرات في قرار التوزيع والاحتجاز للشركة، لأن التغييرات في مستويات توزيعات الأرباح ربما ينفر بعض من مساهميها الحاليين أو المحتملين (Erasmus, 2013 :17).

ونظراً لتنوع المستثمرين، فإنهم يميلون إلى الاستثمار في الشركات التي تعطي مقسوم يطابق تفضيلاتهم عبر الزمن. وأن المستثمرين الذين يدفعون ضريبة عالية وليس بحاجة إلى النقد فإنه من المتوقع أنهم يستثمرون في الشركات التي تدفع مقسوم منخفض أو في الشركات التي لا تدفع مقسوم. وعلى العكس من ذلك، فإن المستثمرين الذين يدفعون ضرائب منخفضة وهم بحاجة إلى النقد فإنهم سوف يستثمرون في الشركات التي تدفع مقسوم أرباح عالي (Kapoor, 2009: 7). واحد أثار نظرية الزبائن هو أن التغييرات في التوزيع والاحتجاز، حتى لو كانت مبررة بالكامل من خلال التدفق النقدي للشركة، قد لا تقبل قبولاً حسناً من قبل المساهمين (Toit,2013:66).

وقد يرغب المساهمين بمعدل ثابت من دفعات المقسوم وذلك لمجموعة متنوعة من الأسباب. تجنب المساهمين للمخاطرة يجعلهم راغبين في الاستثمار فقط في تلك الشركات التي تدفع عوائد عالية مرتفعة على السهم. بالإضافة الى ان فئة من المستثمرين، والتي تضم المتقاعدين وصغار المدخرين , يعتمدون جزئياً أو كلياً على الأرباح الموزعة لتلبية احتياجاتهم اليومية. وبنفس الطريقة، فإن المؤسسات التعليمية والشركات الخيرية تفضل سياسة توزيع واحتجاز مستقرة، لأنها لن تكون قادرة على الاستمرار في عملياتها الحالية خلاف ذلك .

لذلك، يفضل المستثمرون الشركات التي تتبع سياسة توزيع واحتجاز منتظمة كل عام. وبالتالي يتجمع المساهمون في الشركات التي لديها سياسات توزيع واحتجاز تطابق تفضيلاتهم وهذا ما يسمى بتأثير الزبائن (Kapoor (7: 2009).

عاشراً : نظرية التوزيع بحسب الطلب Catering Theory

مؤخراً، تم تطوير نظرية جديدة مثيرة للاهتمام من قبل Baker and Wurgler عام (2004) تسمى "نظرية التوزيع بحسب الطلب". فهي تخفف افتراضات الأسواق التامة والكفاءة ، وتأخذ بنظر الاعتبار الأسباب النفسية والمؤسسية (Tsuji, 2010:1).

وتنص هذه النظرية على أن صياغة الشركة لقرار التوزيع أو الاحتجاز ينبغي أن يتضمن احتياجات المستثمرين الحالية للمقسوم (Erasmus, 2013 :17). أي أنه يستند على أساس مطالب المساهمين (Toit,2013:67) . وبالتالي، فإن تلبية الشركات لمتطلبات المستثمرين توفر نوع دفعات المقسوم التي يتطلبها السوق (Erasmus, 2013 :17). و أن المدراء يحققون مطالب المستثمرين من خلال دفع المقسوم حينما يفضل المستثمرون مقسوم الشركة وعدم دفع المقسوم (أو تخفيض المقسوم) حينما يفضل المستثمرون عدم دفع مقسوم الشركة (Longinidis and Symeonidis,2013:113).

وأن كلاً من نظرية الزبائن ونظرية تقديم المقسوم ينبغي أن تؤدي إلى اعتماد الشركات قرارات توزيع واحتجاز أرباح أكثر تنظيمياً واستقراراً، حيث يتم وضع متطلبات المستثمرين في صميم قرار توزيعات أو احتجاز الأرباح (Erasmus, 2013 :17)

وعلى الرغم من أن كلا هاتين النظريتين تشترك في سمة أساسية تتمثل بالأهتمام بالمساهمين وبظروف السوق، ويفترض أن قرار المقسوم ينبغي أن يستخدم بفعالية في إدارة قيمة الشركة. إلا أن الاختلاف الجوهرى لتحديد هوية النظرية يتمثل في المعيار الاساسي لقرار المساهم في اختياره للاستثمار في الشركة التي تطابق تفضيلاته والذي يمثل بنفس الوقت مكانة المساهم من قرار التوزيع والاحتجاز , إذ أن المعيار الأساسي لقرار المساهم ضمن نظرية الزبائن يستند على نمط التوزيع والاحتجاز الماضي والذي يمثل مكانة المساهم من قرار التوزيع والاحتجاز التي تقع ضمن مرحلة التنفيذ , أما المعيار الأساسي لقرار المساهم ضمن نظرية التوزيع بحسب الطلب لا يستند على نمط التوزيع والاحتجاز الماضي والذي يمثل مكانة المساهم من قرار التوزيع والاحتجاز ضمن نظرية التوزيع بحسب الطلب تقع ضمن مرحلة التشريع (Toit,2013:67) .

حادي عشر : النظرية السلوكية The Behavioural Theory

تتطلب الأنشطة التجارية المتنوعة القرارات الذكية في الوقت المناسب بظل المعلومات المتوافرة. وتأخذ بعين الإعتبار مجموعة واسعة من العوامل في اتخاذ القرارات الاستثمارية. بعبارة أخرى، يبدو من الضروري دراسة العوامل المختلفة للاستثمار.

و تزداد قرارات المستثمرين تعقيداً ومخاطرة ونتائج هذه الاستثمارات قد تكون لها آثار كبيرة على حياة الناس وخصوصاً على فئة المتقاعدين (Addin,et.al,2013:925). ولأن التخطيط للتقاعد هو مسعى مخيف ومعقد لكثير من الناس. لذلك يتضمن التخطيط للتقاعد العديد من المجاهيل وهي كالاتي: متى أتقاعد؟ الى متى أعيش؟ كمية الأموال التي سوف أجمعها عندما أتقاعد؟ كيف ستكون صحتي في التقاعد؟ كل هذه الأسئلة تؤدي إلى السؤال الرئيسي: كم أحتاج لتوفيره في هذا اليوم للتقاعد؟ (Letkiewicz and Hanna,2013:34).

ويدخل المتقاعدون الأعمال التجارية لغرض الاستثمار والذين لديهم مختلف الثقافات المالية. وهذا الاختلاف في الثقافة المالية قد يؤثر على قراراتهم. وقدمت الأدبيات المالية مختلف التعاريف للثقافة المالية، وأن الثقافة المالية هي مفهوم واسع ويعرف بأنه القدرة على اتخاذ قرارات معقولة، واعية ومنطقية في ما يتعلق بإدارة الأموال. وتتضمن مكوناتها التصورات العامة لوضع الميزانيات، والمعرفة النظرية حول الخدمات المالية التي تقدمها المؤسسات المالية و مسؤولية الاستثمارات الأخرى من أجل تحقيق أهداف محددة مسبقاً (Addin,et.al,2013:925-926).

وتوضح النظرية السلوكية تأثير حالات العمر والتقاعد والدخل على العلاقة بين النفقات الاستهلاكية وتفضيل التوزيع، أي أن هذه النظرية تتبع مدخل نفسي psychological لتفسير العلاقة بين تحمل المخاطرة وتفضيل التوزيع (Longinidis and Symeonidis,2013:113).

الجدير بالذكر أن قرار إحتجاز أو توزيع الأرباح هو قرار تمويلي أيضاً , أي قرار له علاقة مباشرة ببناء الهيكل المالي للشركات . وغني عن البيان أن رأس المال يلعب دوراً رئيسياً في تطوير أي نشاط اقتصادي (Vikas (2013:4). وللبدء في أي نشاط تجاري فهناك حاجة إلى التمويل وهناك مصادر عدة ينظر إليها بعين الاعتبار عند البحث عن التمويل (Kress,2013:1). وتأمين التمويل للمنظمة هو مهمة صعبة للغاية ، خاصة في ظل ظروف نقص الاموال واختلاف كلفها، وكذلك، درجة المخاطرة المرتبطة بكل نوع من أنواع التمويل.

لذلك فإن مهمة تأمين التمويل أصبحت أكثر صعوبة والتي تواجه إدارة المنظمات في البلدان النامية. ومن بين القرارات المعنية بجذب الأموال هو تحديد نوع التمويل، والنسبة المئوية للأموال من كل نوع، ولأن هناك نوعين من التمويل وهما التمويل بالملكية والتمويل بالدين (Al-Tamimi and Obeidat, 2013 :59-60). فيمكن تمويل موجودات الشركة إما عن طريق حقوق المالكين أو مطالب الدائنين. وتزداد حقوق المالكين حينما تزيد الشركة أموالها عن طريق إصدار الأسهم أو من خلال إحتجاز الأرباح، وتزداد مطالب الدائنين عن طريق الاقتراض. وأن مختلف وسائل التمويل تمثل الهيكل المالي للشركة (Vikas ,2013:1).

لذلك تتغير مصادر التمويل وفقاً لمعدل المخاطرة المرتبط بكل مصدر من مصادر التمويل ومستنداً على العلاقة بين العائد والمخاطرة. ويسعى مدراء الشركة إلى التوصل إلى مزيج من هيكل رأس المال الذي يضمن الحد الأدنى

من الكلفة لتحقيق الهدف الرئيسي للشركة المتمثل بتعظيم ثروة المساهمين (Abu-Rub, 2012: 109). ولعل من بين أهم النظريات التي ساعدت في تفسير قرار احتجاز الأرباح من جانب الشركات فيما يخص بناء هيكلها المالي هي نظرية الوكالة والاشارة سالفه الذكر ونظرية الالتقاط.

ثاني عشر : نظرية الإلتقاط Pecking – Order Theory

أن أول من وصف تفضيل الشركات للأموال الداخلية (الأرباح المحتجزة) على الأموال الخارجية، وتفضيل الشركات لإصدار أدوات المديونية على إصدار أدوات الملكية هو Donaldson عام (1961). وأدخل كل من Myers and Majluf عام (1984) هذه التفضيلات في النموذج النظري الذي يتعامل مع قرارات هيكل رأس المال للشركات ذات الاحتياجات التمويلية الخارجية (Jong ,et.al, 2010:735) .

وكمحاولة لتفسير الأسباب الكامنة وراء قرارات تمويل الشركات قدم كل من Myers and Majluf عام 1984 نظرية الإلتقاط التي تنص على أن هناك وجود تسلسل هرمي للتمويل حيث يفضل التمويل الداخلي على التمويل الخارجي، وإستخدم الملكية الخارجية فقط كملاد أخير (Hongvo and Nguyen ,2014 :276) .

لذلك , تبدأ نظرية الألتقاط بعدم التماثل المعلوماتي (Brealey,et al,2011:488) . وتحمل نظرية الإلتقاط الانعكاسات الهامة لسياسات التوزيع والاحتجاز، وكذلك قيمة الشركة (Toit,2013:47). وتستخدم التغييرات غير المتوقعة في سياسة التوزيع والاحتجاز لتخفيف عدم التماثل المعلوماتي بين المدراء والمستثمرين (Abdullah ,et. al,2013:72).

ويقصد بعدم التماثل المعلوماتي امتلاك مدراء الشركة معلومات أفضل وأكثر اكتمالاً حول قيمة الشركة وفرصها الاستثمارية مقارنة مع المستثمرين الخارجيين المشتركين في السوق (Ardestani,et.al,2013:125-126) . وبالتالي ,فإن نظرية الإلتقاط تستند على حجة مفادها أن عدم التماثل المعلوماتي يخلق التسلسل الهرمي للكلف في استخدام التمويل الخارجي (Oolderink ,2013 :2) .

وتحاول الشركات السير على التسلسل الهرمي هذا في التمويل من أجل تفادي مشكلة سوء الاختيار (Ardestani,et.al,2013:125-126). و يعني سوء الاختيار أنه بسبب عدم التماثل المعلوماتي، فإن المستثمرين غير قادرين على اتخاذ قرارات استثمارية صحيحة استناداً إلى المعلومات التي تنقلها الشركة. وبسبب مشكلة سوء الاختيار، يفضل المشتثمرون أنواعاً معينة من أدوات المديونية على الأنواع الأخرى كونها الأقل تأثراً بمشكلة الاختيار بينما تنصدر أدوات الملكية قائمة المتأثرين بمشكلة الاختيار حينما لايعاني التمويل الداخلي المتمثل باحتجاز الأرباح من مشكلة سوء الاختيار ولذا تسعى الشركات قصدياً لألتقاط اختياراتها في التمويل (Labba and Östholm ,2012 :6-7).

ونظراً لإرتفاع تكاليف سوء الاختيار فإن الشركات تفضل التمويل الداخلي. والأسباب التي تجعل المدراء يترددون في إصدار الأسهم هو بسبب كلف الإصدار العالية ، فضلاً عن أن الأسهم تصدر بسعر منخفض خلال فترة

الإصدار وحالة عدم التأكد من امكانية تسويق كامل الاصدار و الإكتتاب به ومسألة الحقوق (Buigut,et.al,2013: 30).

ولتجنب كلف التأخيرات المحتملة في تنفيذ المشاريع وكذلك كلف اصدار الأوراق المالية و كلف عدم التماثل المعلوماتي , تسعى الشركات إلى احتجاز الأرباح و الاحتفاظ بأموال داخلية كافية لاستخدامها في الاستثمارات النافعة اقتصادياً. وهذا يشار إليه باسم الإحتجاز المالي وكلما ارتفع مستوى الإحتجاز المالي للشركة , قل اعتماد الشركة على السوق الخارجي للحصول على الأموال (2: Park and Pincus, 2000). لذلك , فإذا لجأت الشركات إلى استخدام الأرباح المحتجزة فقط لدعم تمويل فرص الاستثمار، فأنها تتخلص من مشكلة عدم التماثل المعلوماتي (2: Ju Chen and Yu Chen,2011). وبالتالي, فإن الأسهم مع مزيد من عدم التماثل المعلوماتي تصبح أكثر عرضة لسوء التسعير (Chowdhury and Sharmin,2013:166)

لذلك ينظر المستثمرون الى قرار إصدار الأسهم من قبل الشركات على أنه إشارة لأخبار سيئة. هذه الإشارة تقلل من استعداد المستثمرين لدفع سعر الأسهم المصدرة مما يضطر الشركات الى الالتقاط القسدي لتمويل احتياجاتها، لذلك فهي تفضل استخدام التمويل الداخلي(الأرباح المحتجزة) أولاً ، ثم استخدام أدوات المديونية، وأخيراً أدوات الملكية عندما تتلاشى قدرة الشركة على الاقتراض , أي عندما يكون تهديد كلف العسر المالي⁵ هاجساً مستمراً للدائنين الحاليين والمدير المالي (Brealey,et.al,2011:488) , (Jong ,et.al, 2010:735). ولا يوجد في هذه النظرية نسب محددة للمزج بين المديونية و الملكية لأن هناك نوعين من حقوق الملكية، المصدر الداخلي والمصدر الخارجي ، وأن النوع الأول من حقوق الملكية والمتمثل بالأرباح المحتجزة هو قمة الالتقاط والنوع الثاني من حقوق الملكية والمتمثل بإصدار الأسهم العادية هو قعر الالتقاط .

وتفسر نظرية الالتقاط لماذا تحتفظ معظم الشركات ذات الربحية العالية بنسب مديونية منخفضة . إذ إن هذا الإنخفاض لا يفسر على أنه إنخفاض في نسب الدين المستهدف وإنما هو لعدم إحتياجها إلى التمويل الخارجي. وتقوم الشركات ذات الربحية المنخفضة بإصدار الدين لأن ليس لديها أموال داخلية كافية لأستثمارها في برامجها الاستثمارية . فضلاً عن أن الدين يأتي في مقدمة نظرية الالتقاط بالنسبة إلى التمويل الخارجي. ونتيجة إلى ماتقدم فإن جاذبية فائدة الوفر الضريبي في نظرية الالتقاط تأتي في الدرجة الثانية. وتتغير نسب الدين عندما يكون هناك عدم توازن بين التدفق النقدي الداخلي , وصافي المقسوم , والفرص الفعلية للإستثمار . وبالتالي فإن الشركات ذات الربحية العالية التي تتمتع بفرص استثمارية محدودة تقوم بتخفيض نسب الدين إلى مستويات متدنية , بينما الشركات التي لديها فرص استثمارية تفوق الأموال المتولدة داخلياً تقوم بزيادة مستويات الدين . وبالتالي فإن نظرية الالتقاط توضح العلاقة العكسية داخل الصناعة الواحدة بين الربحية والرافعة المالية.

الجدير بالذكر , أن الجانب المضيء للإحتجاز المالي للأرباح هو تواجد الشركة في قمة الالتقاط أفضل من تواجدها في قعر الالتقاط . فالشركة التي تعمل في قعر الالتقاط تحتاج إلى مديونية وحق ملكية خارجية وقد تنتهي حياتها مثقلة بديون باهضة, أو تترك الاستثمارات الجيدة لعدم امكانياتها من بيع أسهمها بالسعر الذي يعتقد المدراء بأنه عادل. وبعبارة أخرى , أن لقرار الإحتجاز قيمة عالية جداً , إذ إن إحتجاز الأرباح يعني حيازة الأموال ,

⁵ وتتمثل كلفة العسر المالي في الخسائر التي تتكبدها الشركة التي أعلنت إفلاسها أو تواجه تحديات كبيرة مثل انخفاض المبيعات، وانخفاض الطاقة الانتاجية أو عمليات بيع الموجودات بأقل من قيمها الدفترية.(Tudose,2012:280) .

وأمتلاك الأوراق المالية القابلة للتسويق , وأمتلاك الموجودات الحقيقية القابلة للبيع السريع فضلاً عن سهولة تحقيق السيولة, والوصول اليسير إلى أسواق الدين , أو التمويل المصرفي. وفي المدى الطويل , تعتمد قيمة الشركة على قرارات الاستثمار الرأسمالي والقرارات التشغيلية فضلاً عن اعتمادها على قرارات التمويل. ويكون الإحتجاز المالي في أقصى قيمة بالنسبة إلى الشركات التي لديها فرص نمو ذات صافي قيمة حالية موجبة (Brealey,et.al,2011:490-491).

وبالتالي فإن الشركات التي تنمو باستمرار تحتاج إلى المزيد من التمويل. وان القدرة على زيادة التمويل يتطلب الاعتماد على التمويل الداخلي. لكن فرص النمو يمكن أن تنتج تأثيرات الخطر المعنوي، ويدفع الشركات لتحمل المزيد من المخاطر. ومن أجل تخفيض هذه المشكلة، ينبغي أن تمول فرص النمو بالملكية بدلاً من المديونية. وأن حجم الشركة يلعب دوراً هاماً في هيكل رأس المال . إذ غالباً ما تدار الشركات الصغيرة من قبل عدد قليل جداً من المدراء الذين يكون هدفهم الرئيس تقليل التدخل في أعمالهم، وهذا هو السبب في وقوع التمويل الداخلي (الأرباح المحتجزة) في المقام الأول من تفضيلاتهم للتمويل. وإذا كانت الأموال الداخلية ليست كافية، فإن الشركات الصغيرة سوف تفضل بالدرجة الأولى الدين على إصدار الأسهم الجديدة وذلك لان الدين يعني انخفاض مستوى التدخل وانخفاض مخاطر فقدان السيطرة. بالمقابل فإن الشركات الكبيرة أقل تعرضاً للافلاس من الشركات الصغيرة والسبب هو أن الشركات الكبيرة تميل أن تكون أكثر تنوعاً من الشركات الصغيرة وبالتالي إنخفاض كلف الافلاس المتوقعة وهذا يمكن الشركات الكبيرة في توظيف المزيد من الدين (Ju Chen and Yu Chen,2011: 3) .

7.1.1 العوامل المؤثرة على قرار إحتجاز الأرباح

1- نمط التوزيع والإحتجاز الماضي

أن نمط التوزيع والاحتجاز الماضي، يمكن أن ينظر إليه باعتباره العامل الرئيسي الذي يؤكد قرارات الشركة لدفع أو إحتجاز الأرباح (4 : 2013, Naser, et. al). والمفهوم الذي نشأ في نموذج التوزيع المقترح من قبل Lintner عام (1956) ينص على أن الشركات تسعى نحو مقسوم مستقر ومتناسق. وأن الأرباح الموزعة والمحتجزة في السنة الحالية هي خاضعة لقرارات التوزيع والاحتجاز للسنوات السابقة (3 : 2009, Kapoor). أي أنه قرار يتأثر بأرباح السنة الحالية وتوزيعات السنوات السابقة (62: 2012, Gill and Obradovich) .

إذ تميل الشركات للمحافظة على استقرار (DPS) ⁶ وعلى الأقل المحافظة على المستوى نفسه للسنة السابقة، أي أن الشركات لا تميل لتغيير المقسوم ما لم تعاني من عجز في تغطية مبلغ المقسوم أو أنها حذرت من أنها ستضطر إلى خفض نسبة التوزيع. فإذا تم الحفاظ على مستوى ثابت من نسبة توزيع في الماضي، فينبغي أن يستمر الحال كذلك في المستقبل. وإن أي تغييرات كبيرة في نمط المقسوم ستستمر طالما أن تغطية المقسوم لن تشهد انخفاضاً كبيراً. وان الشركات لا تميل إلى زيادة دفعات المقسوم مالم تكن واثقة من أنها يمكن أن تحافظ على مثل هذه الزيادة. و تستخدم إدارة الشركة زيادة دفعات المقسوم للإشارة إلى السوق بأن إدارتها واثقة (Naser,et.al 3-4: 2013). وأن استقرار الأرباح الحالية والمستقبلية هي العوامل الرئيسية التي تحدد سياسة التوزيع

⁶(DPS) توزيعات الأرباح للسهم الواحد(4-3: 2013, Naser,et.al).

والاحتجاز . والمستثمرون يتأملون كثيراً ربحية للشركة، لأنها تحدد العوائد على استثماراتهم (Mistry 2011:1).

2- وضع السيولة (أو وضع التدفقات النقدية)

عامل آخر جذب انتباه الأدبيات المالية كعامل محدد لسياسة توزيع واحتجاز الأرباح وهو وضع السيولة للشركة أو وضع التدفقات النقدية. إذ أن النقص في التدفقات النقدية للشركة يجعل الشركة تواجه مشكلة سيولة وبالتالي فإنه من غير المحتمل أن توزع الشركة أرباحاً (Maladjian and El Khoury,2014,243) لأن المقسوم هو تدفق نقدي خارج، فهذا يعني أنه حتى لو حققت الشركة أرباح كافية وتكون قادرة على دفع المقسوم فربما ليس لديها سيولة كافية، وبالتالي لا يمكن أن تدفع المقسوم نقداً . ويشير ذلك بوضوح إلى أن تحقيق الربحية هو امر مهم، إلا أن الوضع النقدي وسيولة الشركة مهم جداً. لأنها مرتبطة ببقاء الشركة واستمرارها فضلاً عن نموها (Oladipupo and Okafor,2013:11-12). ولأن توزيع الأرباح تمثل تدفقات نقدية خارجة. فهذا يعني كلما زادت سيولة الشركة من خلال وجود تدفق نقدي مستقر زادت قدرة الشركة على التوزيع وانخفض الاحتجاز.

وان الشركة التي ترغب في التطور والنمو قد لا تكون لديها سيولة فائضة لأن أموالها قد تذهب إلى رأس المال العامل الدائم والموجودات الثابتة. والشركات ترغب في رفع السيولة إلى مستوى معين من أجل توفير وسادة لضمان المرونة المالية والحماية ضد عدم التأكد. و من أجل تجنب عدم التأكد فإن الشركة ترفض التعرض لمخاطرة هذا الموقف المترتب على دفع المقسوم (Malik, et.al,2013:39).

3- قرارات الاستثمار وقرارات التمويل

أن قرار الاحتجاز مرتبط بقرارات التمويل والاستثمار. بالتالي فإن الشركات التي تميل إلى المزيد من التوسع الاستثماري تحتاج للمزيد من التمويل وبالتالي من المحتمل أن يكون لديها دفعات مقسوم منخفضة واحتجاز مرتفع. وان قرارات الاستثمار ترتبط مع نوع، ومقدار الموجودات التي تريد الشركة الاستثمار فيها (Naser, et .al 2013:2). وتبدأ عملية الاستثمار بإعداد الموازنة الرأسمالية السنوية التي تتضمن قائمة بالمشاريع الاستثمارية المخطط لها في السنة التالية (Brealey,et al,2011: 269). واتخاذ قرارات استثمار رأس المال هو القرار الحاسم لكل شركة كما أنه يحدد مستقبل عمل الشركة (Alyao and Kamil,2013:91-92). والهدف من عملية اعداد الموازنة الرأسمالية هو منع الأخطاء المكلفة، ولاسيما عند النظر في طبيعة الاستثمارات الرأسمالية طويلة الأجل. وفي معظم الحالات يتم الشروع بهذه الاستثمارات لضمان عوائد مربحة لتمويل المزيد من الاستثمارات عن طريق احتجاز الارباح أو لتوفير العوائد للمساهمين في شكل دفعات مقسوم (Toit,2013:18).

في حين ان قرارات التمويل ترتبط بكيفية الحصول على الأموال اللازمة لتمويل هذه الموجودات، ويمكن أن تمول الموجودات إما من خلال حقوق الملكية أو الدين. ولان قرارات التوزيع والاحتجاز تؤثر على مقدار أرباح الشركة التي توزعها على المساهمين وعلى مقدار الأرباح المحتجزة لإعادة استثمارها. لذلك ينظر إلى هذه القرارات بأنها قرار تمويل. وتشمل هذه القرارات على تحديد كم ونوع وتوقيت توزيع أو احتجاز الأرباح. وبالتالي، فهي من

المحتمل أن تؤثر على ثروة المساهمين وعلى قدرة الشركة على الاحتفاظ بالأرباح للاستثمار في الفرص الاستثمارية المستقبلية المربحة. ويعتقد كل من Pruitt and Gitman أن قرارات التوزيع والاحتجاز وقرارات التمويل مترابطة بقوة ولا يمكن فصلها عن بعض (2: Naser, et .al, 2013). وتبين الاستراتيجية المالية كيفية تمويل واستثمار موارد الشركة من أجل تحقيق أهداف الشركة، المتمثلة بتعظيم ثروة المساهمين (Shahmansouri and Shahraji, 2013:9).

4- تصنيف الصناعة

نوع الصناعة من العوامل المؤثرة المهمة في قرار احتجاز الأرباح فوفقاً إلى بيكر Baker يعد توزيع الأرباح أكثر أهمية بالنسبة للشركات المالية لان المحافظة على الصحة المالية هو محور العمليات اليومية للشركات المالية من تلك الشركات غير المالية. وغني عن البيان أن الشركات المالية تمثل نسبة كبيرة من أسواق الأسهم. من جانب آخر فإن شركات التصنيع الناضجة والراسخة أكثر رغبة وقدرة على دفع المزيد من المقسوم بالمقارنة مع شركات الخدمات التي أنشئت حديثاً (5 : Naser, et .al, 2013).

5- هيكل الملكية

تعود ملكية الشركة إلى حملة أسهمها العادية. و يمتلك المستثمرون الأفراد بعض من هذه الأسهم العادية بشكل مباشر, وتمتلك المؤسسات المالية (مثل صناديق التقاعد وشركات التأمين) النسبة الأكبر من الأسهم العادية (374 : Brealey,et al,2011). وأن قرارات التوزيع والاحتجاز يمكن أن تتأثر بهيكل ملكية الشركة (379: Arshad, et. al, 2013). لأن هيكل الملكية يعد عاملاً مؤثراً على سياسات الشركة (AI- (772: Gharaibeh et al,2013). وسياسة التوزيع والاحتجاز هي إحدى سياسات الشركات "وان القرارات إنشئت ليكون التأثير من خلال هيكل ملكية الشركات. وربما ينبغي أن تستخدم وظيفة المقسوم للحد من مشاكل الوكالة (أداة السيطرة لتقليل المصالح المتضاربة للمساهمين والمديرين) في الشركة لأن مصلحة المساهم تكمن في الحصول على المقسوم في حين يفضل المدير احتجاز الأرباح وان الهدف من وراء احتجاز الأرباح، هو فقط للاستمرار في السيطرة العالية على الموارد (379: Arshad, et. al, 2013).

6- الفرص الاستثمارية

الفرص الاستثمارية هي أحد المحددات الرئيسية لسياسة التوزيع والاحتجاز. إذ أنها تخفض الأرباح الموزعة وتزيد من إحتجازها بغية توجيهها للاستثمار في المشاريع المستقبلية التي لديها صافي قيمة حالية موجبة (Maladjian and El Khoury,2014,244). فإذا كانت الشركة لديها عدداً كبيراً من الفرص الاستثمارية المربحة، فإنها سوف تتجه إلى إتباع نسبة الدفع المنخفضة، والعكس صحيح إذا كانت الشركة لديها عدداً قليلاً من الفرص الاستثمارية المربحة (394: Brigham and Houston,2007). ويستند قرار الاحتجاز على الفرص

الاستثمارية المتاحة للشركة. و ينبغي على الشركة أن تحتجز الأرباح وتعيد استثمارها طالما أن معدل العائد المتوقع على الاستثمار يتجاوز كلفة رأسمال الشركة (Brown and Reilly,2009:298).

و من المهم ملاحظة أن الفرص الاستثمارية (Investment Opportunities) ليست نفسها فرص النمو (Growth Opportunities) إذ إنَّ الفرص الاستثمارية التي تحقق عند الاستثمار فيها معدل عائد أكبر من معدل العائد المطلوب تعتبر فرص للنمو، وإعادة استثمار الأرباح في مثل هذه الفرص سيؤدي إلى ارتفاع معدل النمو بما يكفي لجعل سعر السهم يرتفع (Bodie,et.al,1998: 363) .

وتشير الأدبيات المالية أن الشركات التي لديها فرص استثمارية مجدية ينبغي أن تحتجز الأرباح وتستثمرها في هذه الفرص. لذلك، حينما تعلن الشركات عن توزيع مقسوم نقدي، فإنه يشير إلى عدم وجود فرص الاستثمار هذه، وينبغي أن تعد هذه إشارة سلبية، أي، تؤدي إلى عوائد غير عادية سلبية. بمعنى آخر، أن الزيادة في المقسوم النقدي يعني خفض التدفقات النقدية المخصصة لإعادة الاستثمار مما يؤدي إلى تقليل المقسوم النقدي المستقبلي. ولأن سعر أي موجود يساوي القيمة الحالية لتدفقاته النقدية المستقبلية المتوقعة فإن هذا يفضي لأنخفاض سعر السهم (Chakraborty,2009:68) .

7- التداخل بين نظريتي التفضيل الضريبي ونظرية الزبائن

أن المستثمرين ضمن الشريحة الضريبية العالية يفضلون الاحتفاظ بأسهم الشركة التي تدفع مقسوم منخفض واحتجاز عالٍ وبالمقابل يفضل المستثمرون الخاضعون لشريحة ضريبية منخفضة أسهم الشركة التي تدفع مقسوم عالي واحتجاز منخفض. واستجابة لمعدلات الضرائب العالية، تستخدم الشركات خيار إعادة شراء الأسهم بدلاً من دفع المقسوم نقداً (Arif and Akbar ,2013:19) . ويمكن للشركات إختيار إعادة الشراء الأسهم بدلاً من دفع المقسوم النقدي الذي سيفرض عليه كلف ضريبية أقل إلا أن السبب في اختيار الشركات لدفع المقسوم النقدي بدلاً من اعادة شراء الأسهم يكمن في الواقع في نظرية الزبائن (Ardestani,et.al,2013:125) .

8- دورة حياة الشركة

تمر الشركات بمختلف مراحل التطور في حياتها والتي تتراوح من مرحلة الولادة إلى الإنحدار (Toit,2013:59) . وتعتمد الشركات على سياسات التوزيع التي تتناسب مع المرحلة التي تمر بها من دورة حياتها (Kapoor ,2009: 5).

لذلك فإن سياسة التوزيع والاحتجاز تتغير وفقاً لحاجة كل مرحلة. و أن دورة حياة الشركة هي الدافع وراء المفاضلة بين التوزيع أو إحتجاز أرباح الشركة وأن هذه المفاضلة تتركز أكثر في مرحلة نضج الشركة (Asad,et.al,2014: 210-211) . فحينما تتحول الشركة من مرحلة النمو الى مرحلة النضج، فإن خصائصها المالية مثل الحجم والربحية وفرص النمو والدين وهيكل رأس المال تتغير بشكل ملحوظ. وتؤكد نظرية دورة الحياة بأن قرار التوزيع (الاحتجاز) مرتبط بشكل إيجابي (سلبى) مع مرحلة نضج الشركات (Shin,et.al ,2010:86) . وأن سياسة التوزيع والاحتجاز المثلى للشركة تستند على دورة حياتها (Longinidis and

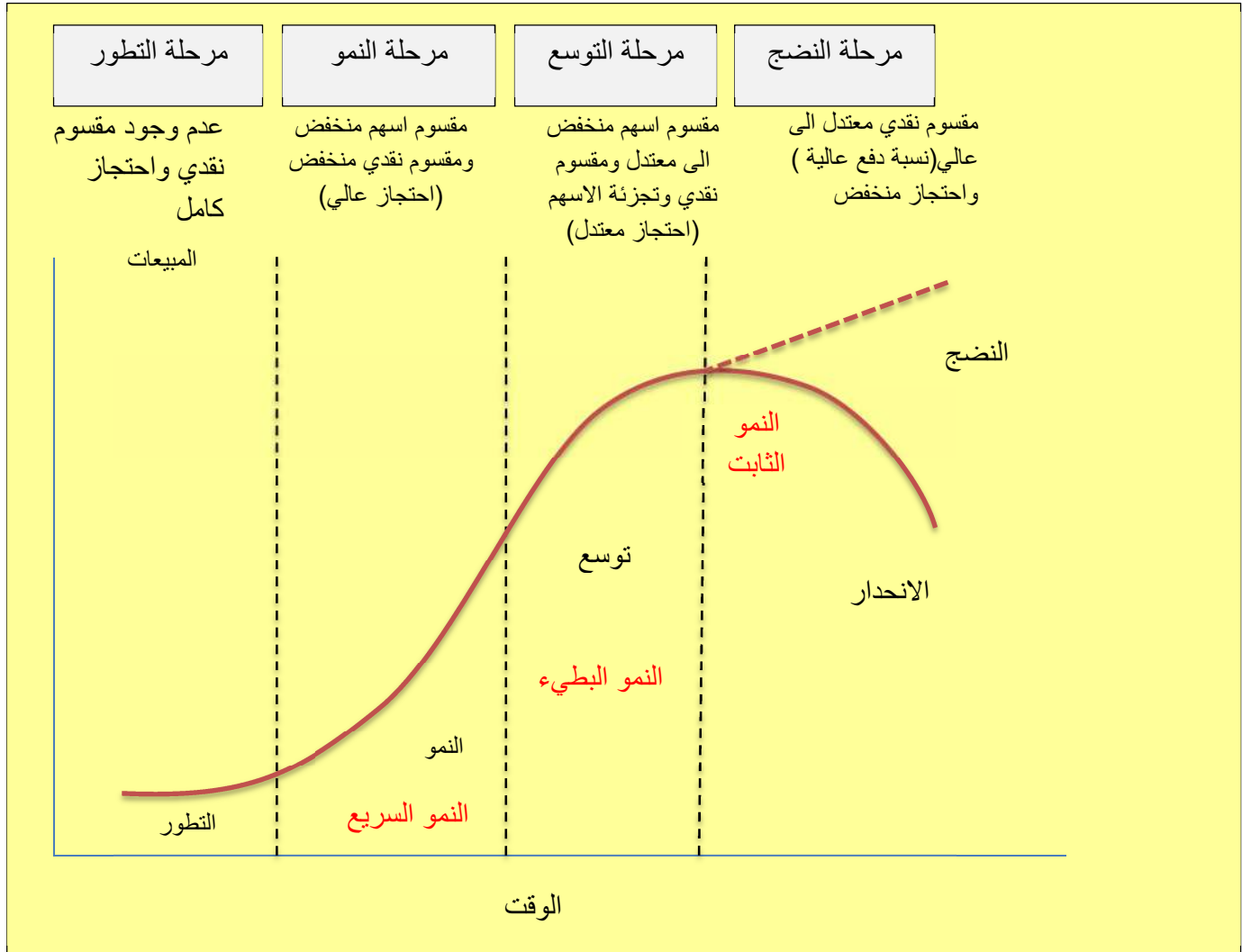
Symeonidis,2013:113 وأن أحد التأثيرات الرئيسية عليها هو معدل نمو مبيعات الشركة ومعدل العائد على الموجودات .

ويوضح الشكل (1-3) دورة حياة الشركة و سياسة التوزيع والاحتجاز التي غالباً ما تكون منسجمة مع كل مرحلة من مراحل دورة حياة الشركة. ونلاحظ إن الشركة في المرحلة الأولية من التطوير لا تدفع مقسوم بسبب إحتياجاتها لإحتجاز جميع أرباحها لإعادة إستثمارها في منتج جديد . وإذا كانت الشركة ناجحة في السوق , فإن الطلب على منتجاتها سيخلق النمو في المبيعات والأرباح والموجودات وبالتالي ستنقل الشركة إلى المرحلة الثانية (مرحلة النمو).

وفي هذه المرحلة فإن المبيعات والعوائد على الموجودات ستنمو بمعدل متزايد وتظل الأرباح في دائرة الاحتجاز لغرض إعادة الإستثمار. وفي الجزء الأول من المرحلة الثانية قد يكون مقسوم الأسهم مفروضاً , أما في الجزء الثاني من المرحلة الثانية فإنه يتم البدء بمقسوم نقدي منخفض وذلك لإيصال إشارة للمستثمرين بأن الشركة رابحة إلا أنها تحتاج للنقد لتمويل الإستثمارات الداخلية. وبعد فترة النمو تدخل الشركة للمرحلة الثالثة (مرحلة التوسع).

وفي المرحلة الثالثة يستمر التوسع في المبيعات ولكن بمعدل متناقص والعائد على الموجودات قد ينخفض نتيجة دخول الشركة في مزيد من المنافسة . والشركة في هذه المرحلة قادرة على دفع المقسوم النقدي , ومعدل توسع الموجودات يتباطأ , وتصبح الأموال الخارجية متاحة بسهولة . ويبقى مقسوم الأسهم وتجزئة الأسهم أمراً شائعاً في مرحلة التوسع وعادة ما ترتفع نسبة التوزيع من مستواها المنخفض الذي يتراوح (5-15%) من الأرباح إلى مستوى معتدل يتراوح (20-30%) من الأرباح.

وأخيراً المرحلة الرابعة مرحلة النضج فإن الشركة تحافظ على معدل نمو مستقر في المبيعات , وفي الحالات السيئة تواجه الشركات الأنداد في مستوى المبيعات وخصوصاً إذ لم تقم الشركة بأي إبتكار أو تنوع لمنتجاتها . وعموماً في جميع مراحل الشركة فإن نسبة دفع المقسوم يعتمد على خصائص الشركة , مثل الرافعة التشغيلية والرافعة المالية والتقلب في المبيعات والأرباح خلال دورة حياة الشركة (Hirt,et.al,2011:592-593). وأن الشركة سوف تبدأ بدفع المقسوم عندما تتوقع الشركة بأن فرص نموها وربحيتها سوف تنخفض في المستقبل (Longinidis and Symeonidis,2013:113).



الشكل (1-4) دورة حياة الشركة و سياسة التوزيع والاحتجاز

Source (Hirt, Geoffrey A., Block, Stanley B., and Danielsen , Bartley R. , Corporat Finance Foundations, 14th ed ,N.Y: McGraw-Hill / Irwin, 2011:593)

2.1 المبحث الثاني : عوائد الأسهم العادية ودراسة الحدث

1.2.1 عوائد الأسهم العادية

يواجه المستثمرون في سوق الأوراق المالية العديد من المنتجات المالية التي يمكن من خلالها اتخاذ قرارات الاستثمار وأحد أهم هذه المنتجات هي الأسهم العادية (Aroni ,et.al,2014:155) . ونظراً للمخاطر العالية المرتبطة مع بدء الأعمال التجارية، فإن التمويل الأولي للشركة عادةً ما يأتي من مؤسسيها في شكل الاستثمار في الأسهم العادية (Gitman.et,al,2012:244) .

والنشاط المهم في مجال الاستثمار هو التخصيص الأمثل للموارد. وفي الوقت نفسه، يسعى المستثمرون دائماً إلى تحقيق أفضل أداء باستخدام الموارد المالية المتوفرة لديهم (Moodi and Hajiha,2013:3925) .

لذلك تتطلب الأنشطة التجارية المتنوعة اتخاذ القرارات الذكية في الوقت المناسب على ضوء المعلومات المتاحة. وتأخذ بعين الاعتبار مجموعة واسعة من العوامل في اتخاذ القرارات الاستثمارية (Addin,et.al,2013:925). و إحدى القضايا المهمة التي يأخذها المستثمرون بعين الاعتبار عند اتخاذ قرارات الاستثمار في الأسهم المناسبة وفي الوقت المناسب هي عوائد الأسهم (Chambers,et.al,2013:279).

1.1.2.1 مفهوم العائد

يُعرف الاستثمار بأنه التضحية الحالية للقيم المالية المعينة من أجل الحصول على قيم غير مؤكدة في المستقبل، في حين أن المستثمر يضحى بجزء من ثروته أو من خلال تجميد كل أمواله واستخدامها في استثمارات أملاً في زيادة هذه الأموال. لذا، فإن الاستثمار له خاصيتان؛ أولاً يجب أن يولد الاستثمار عوائداً، وثانياً هذه العوائد هي ليست مؤكدة وتخضع للتقلبات.

وبالتالي فإن العائد على الاستثمار هو المبلغ المتوقع إضافته إلى الثروة أو هو العوائد خلال الفترة المقبلة من الزمن. وطالما أن هذه العوائد مرتبطة بالمستقبل، فإنها غير مؤكدة، وبعبارة أخرى فإنها تحمل قدراً من المخاطرة التي عادة ما يتم قياسها كمياً من خلال التباين أو الانحراف المعياري للعوائد المحتملة (AL-Qudah and Laham,2013:136).

ويعرف العائد بأنه صافي الدخل الناتج عن عملية استثمار الأموال وعادةً ما يكون العائد بشكل مبالغ مطلقاً. ولكن الذي يعول عليه من كون الاستثمار فعال من عدمه هو معدلات العائد وليس العائد (Mehrra,et.al,2014:377).

ويشير عائد الأسهم العادية إلى المكافأة التي يحصل عليها المستثمر عند توظيف أمواله بالأسهم العادية (Brigham and Gapenski,1988:145). بناءً على ماتقدم، فيمكن تعريف عوائد الأسهم بأنها التغيرات في أسعار الأسهم مضافاً إليها الإيرادات الأخرى المتحققة خلال مدة شراء الأسهم (Moodi and Hajiha,2013:3928).

الفصل الأول/ المبحث الثاني ----- عوائد الأسهم العادية ودراسة الحدث

وترتبط عوائد الأسهم بعوامل عدة، بما في ذلك النسب المالية المشتقة من المعلومات المحاسبية والتي تساعد المستثمرين على التنبؤ بالأحداث المستقبلية. فضلاً عن ذلك، غالباً ما يهتم علماء الإدارة المالية في دراسة النسب المالية التي يمكن استخدامها في التنبؤ بالعوائد المستقبلية للأسهم (Karami and Talaei,2013:360) .

ويمكن الحصول على معدل عائد السهم العادي من خلال إعادة ترتيب معادلة رقم (1-5) السالفة الذكر وكالاتي (Ross,et.al,2003:251).

$$(R - g) = \frac{D_1}{P_0}$$
$$R = \frac{D_1}{P_0} + g \quad \text{-----} \quad (7-1)$$

وهذا يؤكد بأن العائد الاجمالي للسهم R له مكونين. المكون الأول هو عائد المقسوم $\frac{D_1}{P_0}$ لأنه يتم حسابه كتوزيعات نقدية متوقعة مقسوماً على السعر الحالي . والمكون الثاني من العائد الاجمالي هو معدل النمو بالمقسوم g والذي يمثل أيضاً معدل النمو في السعر، وبالتالي يمكن أن يترجم معدل النمو هذا إلى العائد الرأسمالي للسهم وهو المكون الثاني للعائد (Ross,et.al,2003:251) .

نتيجة إلى ماتقدم فإن عوائد حملة الأسهم العادية تأتي في شكلين هما(عائد المقسوم و العائد الرأسمالي) (Brealey,et al,2011: 106).

ويمكن حساب معدل العائد المتوقع باستخدام المعادلة الأتية (Brigham and Houston,2007:294).

$$\text{Expected Total return} = \frac{D_1}{P_0} + \frac{P_1 - P_0}{P_0} \quad \text{----} \quad (8-1)$$

وبحسب نموذج نمو المقسوم بحسب العائد الاجمالي كالاتي (Ross,et.al,2003:251) .

$R = \text{Dividend yield} + \text{Capital gains yield}$

$$R = \frac{D_1}{P_0} + g \quad \text{----} \quad (9-1)$$

ويشير الجزء الأول من المعادلة بأن عائد المقسوم يمثل نسبة من الأرباح المتحققة لدى الشركة التي يتم توزيعها على المساهمين (Fonseka and Tian,2011: 10910) . وأن نسبة دفع المقسوم هي النسبة المئوية من الأرباح التي تدفعها الشركة نقداً الى مساهميها (Kenyoru ,et.al,2013:115). ولكن دفعات المقسوم يمكن أن تأخذ أشكالاً مختلفة وهناك اثنين من الأشكال الأكثر شيوعاً من دفعات المقسوم هي مقسوم نقدي ومقسوم اسهم. وعند التحدث عن المقسوم فان معظم الجمهور يشير إلى المقسوم النقدي والذي كما يوحي اسمه هو الدفعات النقدية للمساهمين (Hellstrom and Inagambaev ,2012 :14) .

الفصل الأول/ المبحث الثاني ----- عوائد الأسهم العادية ودراسة الحدث

وتعمل سياسة التوزيع والاحتجاز كألية تفسير لأداء الشركة وتوقعاتها المستقبلية ومدى توفر السيولة. وان الأعلان عن المقسوم للجمهور يساعد المساهمين في الاطلاع على الشركة ومعرفتها معلوماتياً (53: Banchit,2013). ومع ذلك فان المقسوم ليس دائماً يتم دفعه كدفعات نقدية بل هنالك شكلاً آخر من أشكال الدفعات للمساهمين وهو مقسوم الأسهم.

ومقسوم الاسهم مشابه نسبياً لتجزئة السهم (أسهم منحة) لأن عدد الأسهم القائمة تزداد ولكن موجودات الشركة تبقى نفسها (14: Hellstrom and Inagambaev, 2012). ويمثل عائد المقسوم مقياساً للتنبؤ بربحية السهم الواحد للاستثمارات المنفذة (31: Christos,et.al,2009).

وتقيس نسبة دفع المقسوم نسبة الأرباح التي يتم دفعها كمقسوم (53: Nazir,et.al,2014). ويرتبط هذا المقياس بمقدار المقسوم المدفوع وأرباح الشركة. وكما في المعادلة الآتية:

$$DPR = \frac{D}{E} \quad \text{-----} \quad (10-1)$$

إذ أن :

$$DPR = \text{نسبة دفع المقسوم}$$

$$D = \text{المقسوم}$$

$$E = \text{الأرباح}$$

ويستخدم هذا المقياس في عدد من الظروف المختلفة.

1. يستخدم في التقييمات كوسيلة للتنبؤ بالمقسوم المستقبلي.

2. يستخدم لتحليل الأرباح باستخدام نسبة الاحتجاز للتنبؤ بالنمو المستقبلي في الأرباح.

3. يستخدم في تحديد موقع الشركة بالنسبة إلى دورة حياتها, لأن الشركات تميل إلى اتباع سياسة دفع معينة تعتمد على عمرها ونموها السابق. فوفقاً لتحليل دورة حياة الشركة , إذا كان بإمكان المستثمر تحديد عمر الشركة ونموها المحتمل فمن الممكن تحديد أي نوع من دفعات المقسوم التي يمكن أن تعتمد الشركة في المستقبل. (58: Toit,2013).

بالمقابل يمثل العائد الرأسمالي الفرق بين سعر بيع وسعر شراء السهم (Fonseka and Tian,2011: 10910). وهي احد العوامل الرئيسية لعائد الأسهم. ويحدث التغير الأيجابي في أسعار الأسهم عندما يبيع المستثمر أسهمه بسعر أعلى من السعر الذي اشتراه (31: Christos,et.al,2009). اي ان العوائد الرأسمالية تزداد عندما يزداد سعر السهم في السوق, وأن العوامل التي تؤثر على سعر السهم في السوق فهي تؤثر على العوائد الرأسمالية . وبالتالي، فإن العوامل التي تؤثر على قرار التوزيع والاحتجاز وأسعار السوق يمكن أن تؤثر أيضاً على قرارات الاستثمار في أسهم الشركة. ويمكن ملاحظة استفادة المستثمرين من الأرباح المحتجزة والاستثمار في الأنشطة المدرة للدخل في نموذج الباقي للمقسوم. فأنها تساعد الشركة على النمو في المستقبل

الفصل الأول/ المبحث الثاني ----- عوائد الأسهم العادية ودراسة الحدث

وزيادة السعر السوقي للسهم وبالتالي تحقيق المزيد من العوائد الرأسمالية: (Fonseka and Tian,2011: 10910).

أما الجزء الثاني من المعادلة (1-9) يتمثل بمعدل نمو المقسوم الذي يشار إليه بالجزء الصعب وتكمن الصعوبة في تقدير معدل نمو المقسوم (Hesse, 2010:12). و يعرف معدل نمو المقسوم (g)، بأنه النمو الثابت والمتوقع في الأرباح الموزعة للسهم الواحد من (الأسهم العادية)، ويعكس مدى التقدم والتوسع في الشركة (Al-Tamimi and Obeidat, 2013: 64). وان قرار الاحتجاز هو القرار الأساسي للشركة لأن الشركات الموجهة نحو النمو تفضل إعادة استثمار الأرباح بدلاً من دفعها للمساهمين (Tirmizi and Ahmad,2013:1835).

ونتيجة إلى ماتقدم فإن الأرباح المحتجزة هي أهم مصادر تمويل النمو للشركة. وأن مستوى التمويل الداخلي ينقل المعلومات حول الآفاق المستقبلية المتوقعة لنمو الشركات. إذ أن الشركات الموجهة نحو النمو تدفع مقسوم منخفض، و تقوم بإعادة استثمار أكثر أرباحها، وتحقق نسبة أكبر من إجمالي عوائدها في شكل عوائد رأسمالية.

وأن الشركات التي لديها عدد من الفرص الاستثمارية الكبيرة تخفض من دفع أرباحها إلى المساهمين وتزيد من الاحتجاز. و لهذا السبب، فإن مقسوم الأرباح العالي (إحتجاز الأرباح المنخفض) يكون في الصناعات ذات النمو المستقر والمنخفض. على النقيض من ذلك، فإن الشركات ذات النمو المرتفع ولديها الكثير من الفرص الاستثمارية من المرجح أن تدفع مقسوم منخفض وذلك لأن لديها استخدامات مربحة لرأس المال. لذلك، في حالة النمو من المحتمل أن يكون هنالك تزايد في الطلب على الأموال المتولدة داخلياً. والشركات ذات النمو المرتفع تستخدم كميات أقل من الدين وذلك بسبب تضارب المصالح بين الدائنين والمساهمين. فضلاً عن أن فرص النمو قد تفضي إلى مخاطر أخلاقية، مما يؤدي إلى دفع الشركات لاتخاذ المزيد من المخاطرة. لذلك من أجل تخفيف هذه المخاطرة، ينبغي أن تمول فرص النمو بحقوق الملكية (الأرباح المحتجزة أو إصدار أسهم عادية) بدلاً من الدين (Thirumalaisamy, 2013:40).

وعليه فإن الشركات سريعة النمو يمكن أن تقلل من اعتمادها على التمويل الخارجي من خلال دفع مقسوم منخفض للمساهمين (Tirmizi and Ahmad,2013:1835). ومعدلات النمو الأتية توضح ذلك:

أولاً معدل النمو الداخلي

هو أقصى معدل نمو تحققه الشركة من دون وجود أي نوع من التمويل الخارجي. ويسمى هذا بمعدل النمو الداخلي لأن الشركة تحققه من التمويل الداخلي فقط. ويمكن حساب معدل النمو الداخلي وفقاً للصيغة الأتية (Ross,et.al,2003:112).

$$I GR = \frac{ROA \times b}{1 - ROA \times b} \quad \text{----} \quad (11-1)$$

إذ أن :

I GR = معدل العائد الداخلي

ROA = معدل العائد على الإستثمار

b = نسبة الإحتجاز

وبالتالي فإن معدل نمو الشركة من دون مصادر خارجية إضافية لرأس المال سيساوي نسبة الأرباح المحتجزة إلى الموجودات. وهذا يعني أن الشركة مع إرتفاع مقدار الأرباح المحتجزة نسبة إلى موجوداتها يمكن أن تولد معدل نمو مرتفع من دون الحاجة إلى زيادة رأس المال وكما يأتي: (Brealey,et.al,2011:776).

$$IGR = \frac{RE}{A} \quad \text{----} \quad (12-1)$$

إذ أن :

A = الموجودات

ثانياً معدل النمو المستدام

وهو أقصى معدل نمو تحققه الشركة من دون وجود تمويل ممتلك خارجي (إصدار أسهم عادية إضافية) في ظل إبقائها على ثبات نسبة المديونية إلى حق الملكية. ويمكن حساب معدل النمو المستدام وفقاً للصيغة الآتية (Ross,et.al,2003:114).

$$SGR = \frac{ROE \times b}{1 - ROE \times b} \quad \text{----} \quad (13-1)$$

إذ أن :

SGR = معدل النمو المستدام

ROE = معدل العائد على حق الملكية

إن تحليل إمكانية النمو المستدام يتناول النسب التي تشير إلى مدى السرعة التي ينبغي أن تنمو فيها الشركة. لذلك فإن تحليل إمكانية نمو الشركات مهماً لكلا المقرضين والملاك. إذ أن الملاك يعرفون أن قيمة الشركة تعتمد على النمو المستقبلي في الأرباح، والتدفق النقدي، وكذلك توزيعات الأرباح .

ويهتم الدائنون أيضاً في إمكانية نمو الشركة لأن نجاح الشركة المستقبلي هو المحدد الرئيسي لقدرتها على الأيفاء بالتزاماتها، ويتأثر نجاح الشركة المستقبلي بمعدل نموها. ويبدأ تحليل إمكانية النمو المستدام من نسبة الإحتجاز (Brown and Reilly,2009:297-298).

لذلك فإن مدى سرعة نمو الشركة يعتمد على ما يأتي:

1- نسبة الأرباح التي احتجزتها الشركة وأعادة استثمارها في موجودات جديدة.

2- معدل العائد المكتسب على هذه الموجودات الجديدة.

وبالتالي فإن معدل نمو الشركة (g) من دون وجود تمويل ممتلك خارجي (أصدار أسهم عادية) إضافية لرأس المال سيساوي النسبة المئوية لصادفي الأرباح المحتجزة (RR) مضروباً في معدل العائد على حق الملكية (ROE) وكما يأتي:

$$g = ROE \times RR \quad \text{-----} \quad (14-1)$$

عندما الشركة تحتجز الأرباح وتكتسب موجودات إضافية, وتحقق معدل عائد ايجابي على هذه الموجودات الاضافية , فإن الأرباح الكلية للشركة ستزداد , بسبب توسع قاعدة موجوداتها. و أن كلاً من نسبة الاحتجاز والعائد على حق الملكية تتغير عبر الوقت، وهذا يعني أن الشركة مع ارتفاع نسبة الاحتجاز يمكن أن تولد معدل نمو مرتفع إلا أنه ليس المصدر الوحيد للنمو، إذ إنَّ ازدياد العائد على حق الملكية يؤدي إلى ذلك أيضاً.

وبالتالي , فإن الشركة يمكنها زيادة معدل نموها من خلال زيادة نسبة الاحتجاز (تخفيض نسب التوزيع) واستثمار هذه الأموال المضافة. فضلاً عن ذلك , فإن الشركة يمكنها زيادة معدل نموها وبثبات نسبة الأحتجاز وذلك من خلال زيادة العائد على حق الملكية.

وكما ذكر سابقاً أن نسبة الاحتجاز هي المتمم الحسابي لنسبة التوزيع فسيتم تعويض معادلة رقم (4-1) بالمعادلة رقم (14-1) لتنتج المعادلة الآتية:

$$g = ROE (1 - PR) \quad \text{----} \quad (15-1)$$

وبما أن معدل النمو في توزيعات الأرباح هو محدد من خلال معدل النمو في الأرباح ونسبة الأرباح المدفوعة كمقسوم(نسبة التوزيع) (Brown and Reilly,2009:345). لذلك فإنَّ معدل النمو يزداد بشكل معاكس مع نسبة التوزيع إذ أنه كلما ارتفعت نسبة التوزيع كلما إنخفض معدل النمو (Ross,et.al,2003:114) .

وبالتالي, يمكن القول أن العلاقة طردية بين نسبة الاحتجاز ومعدل النمو للشركة أي انه كلما ارتفعت نسبة الاحتجاز كلما ارتفع معدل النمو (Brown and Reilly,2009:297).

وبحسب نموذج Gordon فإن ارتفاع معدلات النمو تؤدي إلى ارتفاع سعر السهم وبالتالي زيادة قيمة الشركة (Hirt,et.al,2011:328-329).

الجدير بالذكر, ان نسبة الاحتجاز هي قرار الادارة إلا أن التغيرات في العائد على حق الملكية للشركة تنتج من خلال التغيرات في أداءها التشغيلي أو رافعتها المالية (Brown and Reilly,2009:346).

ويمكن أن يحلل العائد على حق الملكية إلى مكوناته المختلفة , ولأن العائد على حق الملكية يظهر بوضوح في تحديد معدل النمو المستدام فإن من الواضح أن العوامل المهمة التي تحدد العائد على حق الملكية هي أيضاً محددات مهمة للنمو(Ross,et.al,2003:114) لذلك يمكن تقسيم العائد على حق الملكية الى ثلاثة مكونات وعلى النحو الآتي :

$$ROE = \frac{Net\ Income}{Sales} \times \frac{Sales}{Total\ Assets} \times \frac{Total\ Assets}{Equity}$$

$$= Profit\ Margin \times Total\ Asset\ Turnover \times Financial\ Leverage \quad ---- \quad (16-1)$$

هذا التقسيم يسمح لنا أن ننظر في العوامل الثلاثة التي تحدد العائد على حق الملكية للشركة. وبالتالي، فإن الزيادة في أي نسبة من هذه النسب الثلاث سيؤدي إلى زيادة العائد على حق الملكية. وأن النسبتين الأولى والثانية تعكسان الأداء التشغيلي، أما النسبة الثالثة فهي تشير إلى قرار تمويل الشركة (Brown and Reilly,2009:346).

المكون الأول هامش الربح الصافي : الزيادة في هامش الربح سوف يزيد من قدرة الشركة لتوليد أموال داخلية وبذلك يزداد النمو المستدام (Ross,et.al,2003:114). ويمثل هذا المكون المؤشر الأولي للكفاءة التشغيلية ويشير إلى ربحية الشركة على المبيعات. و بمرور الوقت يتغير هذا المؤشر لبعض الشركات، فضلاً عن أنه مؤشر حساس للغاية لدورة حياة الشركة. وبالنسبة إلى شركات النمو، فإن هذا المؤشر ينخفض بسبب زيادة المنافسة في تقديم السلع أو الخدمات مما يؤدي إلى انخفاض السعر، الأمر الذي يؤدي إلى انخفاض هامش الربح. فضلاً عن ذلك، في فترات الركود، فإن هامش الربح ينخفض أيضاً بسبب انخفاض السعر أو بسبب النسب العالية من التكاليف الثابتة نتيجة لانخفاض المبيعات (Brown and Reilly,2009:346).

المكون الثاني دوران مجموع الموجودات: الزيادة في دوران مجموع الموجودات يزيد المبيعات المتولدة لكل دولار في الموجودات. وهذا يقلل حاجة الشركة إلى الموجودات الجديدة، وبالتالي زيادة النمو المستدام (Ross,et.al,2003:114). ويمثل هذا المكون المؤشر النهائي للكفاءة التشغيلية ويعكس متطلبات الموجودات ومتطلبات رأس المال الشركة. وعلى الرغم من أن هذا المؤشر يختلف بشكل كبير باختلاف الصناعة، وكذلك يختلف ضمن الصناعة الواحدة إلا أنه يعد مؤشراً جيداً للإدارة التشغيلية الكفوءة. وأن ناتج المكونين الأولين (هامش الربح ودوران مجموع الموجودات) يساوي العائد على موجودات الشركة (ROA)، وهو ما يعكس أداء الشركة التشغيلي قبل تأثير التمويل.

المكون الأخير مجموع الموجودات / حق الملكية: لا يقيس الأداء التشغيلي، ولكنه يقيس الرافعة المالية إلى حد ما، وعلى وجه التحديد، فإنه يشير إلى الكيفية التي قررت الإدارة بموجبها تمويل الشركة (Brown and Reilly,2009:346-347). وأن الزيادة في نسبة المديونية إلى حق الملكية يزيد الرافعة المالية. والزيادة في المديونية تعني وجود دين إضافي متاح، وبالتالي زيادة النمو المستدام (Ross,et.al,2003:114).

وبالمقابل، يمكن لقرار الإدارة هذا فيما يتعلق بتمويل الموجودات أن يساهم في زيادة العائد على حق الملكية إلا أنه أيضاً له آثار المخاطرة المالية على المساهمين (Brown and Reilly,2009:347). وتزداد المخاطرة المالية كلما زادت نسبة الرافعة المالية (Feaber,2000:42).

ولإدراك تقسيم العائد على حقوق المساهمين، يجب إختبار النتائج والتوقعات السابقة للشركة ووضع تقديرات للمكونات الثلاثة، وبالتالي تقدير العائد على حق الملكية للشركة. ويقترن تقدير العائد على حق الملكية هذا مع نسبة

الاحتجاز المتوقعة التي تشير إلى إمكانية النمو المستقبلي. أخيراً، من المهم الإشارة إلى أنه عند تقدير النمو، فمن الضروري تقدير، ليس فقط معدل النمو، ولكن أيضاً مدة النمو (الى متى يمكن للشركة الاستدامة على هذا المعدل من النمو؟) وبوضوح، كلما كان معدل النمو عالياً كلما ازدادت أهمية تقدير مدة النمو والمتمثلة بالقيمة النهائية للسهم. فضلاً عن ذلك، فإن معدل النمو العالي يتطلب بشكل عام عائد على حق الملكية مرتفع، وهو أمر من الصعب إستدامته لأن العديد من المنافسين يريدون تجربة هذه المعدلات العالية للعائد (Brown and Reilly,2009:347)

2.1.2.1 معدلات عائد الأسهم العادية

1. معدل العائد المتحقق (الفعلي)

هو معدل العائد الذي حصل عليه المستثمر فعلياً من استثماره في الأسهم العادية عن المدد السابقة (Brigham and Houston,2007:294). ومعدل العائد الاجمالي المتحقق يساوي حاصل قسمة مجموع العائدين الايرادي والراسمالي على السعر الأولي للسهم (Gray,et.al,2004:72). ويمكن الحصول عليه باستخدام المعادلة رقم (8-1) سالفة الذكر (Jones,2000:129).

وعندما لا يكون هناك مقسوم أرباح موزع فإن معدل العائد المتحقق للسهم (R_j) يكون مساوياً للعائد الراسمالي فقط وكالاتي (Pathira,2009:106).

$$R_j = \frac{P_1 - P_0}{P_0} \quad \text{-----} \quad (17-1)$$

2. معدل العائد المطلوب أو المتوقع

معدل العائد المطلوب (أو المتوقع من قبل المستثمر) يمثل العائد الضروري لتعويض المستثمر عن المخاطرة التي تنطوي عليها عملية الاستثمار (Carter,2001:325). و يستخدم نموذج تسعير الموجودات الراسمالية لتحديد معدل العائد المطلوب أو المتوقع على الموجودات. ويأخذ النموذج في الاعتبار حساسية عائد الموجودات للمخاطر غير القابلة للتنويع (المعروفة بإسم المخاطر النظامية أو مخاطر السوق) والتي تمثل بمعامل البيتا وكذلك العائد المتوقع من السوق والعائد الخالي من المخاطرة (Zaragoza and Mouton,2013:1). وبمقتضى نموذج (CAPM) فإن معدل العائد المطلوب أو المتوقع للورقة المالية يحسب وفق المعادلة رقم (6-1) سالفة الذكر (Olweny,2011:129).

3.1.2.1 العلاقة بين العائد والمخاطرة

إن عملية صنع القرار عامة تشتمل على المستقبل , وأن عملية صنع القرارات المالية هي ليست استثناء عن هذه القاعدة العامة, إذ تشكل المخاطرة العامل المهم في جميع عمليات صنع القرارات المالية , وعلى وجه الخصوص قرارات الاستثمار بالأسهم العادية (Mclaney,2000:4) . وبما أن المخاطرة جزءاً لا يتجزأ من غريزة الاستثمار (Adavelli and Rathipelli,2014:1) لذلك , من المهم أن نلاحظ نقطتين في الاستثمار وهما التغيير النسبي المتوقع في السعر (عوائد الأسهم) وعدم التأكد المصاحب لهذا العوائد (المخاطرة) (Mehrra,et.al,2014:373).

وبالتالي , فإن المخاطرة والعائد هما المتغيران الأساسيان في تقرير أنواع الاستثمارات التي ينبغي الدخول فيها , فكفاءة الاستثمار التي يطالب المستثمر بها لا يمكن التنبؤ بها , لذلك , لا بد من تحمل المخاطر وفي الواقع ينبغي أخذ كل من حجم المخاطرة والعائد على الاستثمار بنظر الاعتبار (Chang,et.al,2013:6). وتستند القرارات المالية عموماً على المفاضلة بين المخاطرة والعائد (Noor and Abdalla, 2014:97). ويمكن القول بأن المستثمر العقلاني يسعى لتحقيق أقصى قدر من العائد، عند مستوى معين من المخاطرة (Simister and Whittle,2013;146).

وتعرف المخاطرة، بأنها انحراف العائد الفعلي عن العائد المتوقع (Ross,2008,401) . وهناك مختلف النماذج التي وضعت لتفسير العلاقة بين المخاطرة والعوائد (Günay,2014:1152) . ويصف نموذج تسعير الموجودات الرأسمالية العلاقة بين المخاطرة والعوائد المتوقعة (Bilal,et.al,2013:242).

وأن المخاطرة المرافقة للاستثمار بالأسهم العادية يمكن أن تكون مخاطر نظامية (Systematic Risk) , أو مخاطر غير نظامية (Unsystematic Risk) (Mehrra,et.al,2014:375). ومع ذلك ، فإن نموذج تسعير الموجودات الرأسمالية الذي وضعه (Sharpe) عام (1964) هو النموذج الوحيد الذي رسم المشكلة الهامة في الأدبيات المالية من خلال القياس الكمي للمبادلة بين المخاطرة والعائد المتوقع (Günay,2014:1152) .

ويرى أنصار نموذج تسعير الموجودات الرأسمالية أن بيتا مقياس المخاطرة النظامية بالنسبة إلى محفظة السوق هي المحدد الوحيد للعائد. ويعترف على نطاق واسع أن نموذج تسعير الموجودات الرأسمالية هو النموذج الأفضل لتفسير أسعار الأسهم والعائد المتوقع. فهو يصف المخاطرة النظامية باعتبارها العامل الرئيسي للعائد المتوقع (Zaragoza and Mouton,2013:1). وبعبارة أخرى فإن العائد المتوقع من الموجودات يعتمد على مستوى المخاطرة النظامية (بيتا) والمخاطر اللانظامية وكذلك يعتمد على الظروف الخاصة لكل سهم, وتتكون كل من المخاطرة النظامية واللانظامية من عنصرين هما: مخاطرة الاعمال والمخاطرة المالية (Jones,1996:427).

وتنشأ المخاطرة الأولى أي النظامية عن العوامل العامة المشتركة التي ترتبط بالظروف والتطورات الاقتصادية والسياسية العامة الشاملة لجميع النظام الاقتصادي. أما المخاطرة الثانية أي اللانظامية فتتولد عن العوامل الخاصة بمنشأة معينة. فتتفرد بها دون غيرها من المنشآت الأخرى (Mehrra,et.al,2014:375). وتسمى هذه المخاطرة بتسميات متعددة هي: المخاطرة القابلة للتنويع (Diversifiable Risk) , والمخاطرة التي يمكن تفاديها

الفصل الأول/ المبحث الثاني ----- عوائد الأسهم العادية ودراسة الحدث

(Residual Risk), والمخاطرة اللاسوقية (Non Market Risk), والمخاطرة المتبقية (Residual Risk), وحاصل جمع المخاطرتين أعلاه هو المخاطرة الكلية (Total Risk), التي تعبر عن التباين الكلي في معدل العائد, وكما يتضح ذلك من المعادلات الآتية (Fischer & Jorban,1996:84).

$$\text{Total Risk} = \text{Systemic Risk} + \text{Unsystemic Risk} = \text{Un diversifiable Risk} + \text{Diversifiable Risk} \quad (18-1)$$

إذ أن:

$$\text{Total Risk} = \text{المخاطرة الكلية}$$

$$\text{Systemic Risk} = \text{المخاطرة النظامية}$$

$$\text{Unsystemic Risk} = \text{المخاطرة اللانظامية}$$

$$\text{Un diversifiable Risk} = \text{المخاطرة غير القابلة للتنوع}$$

$$\text{Diversifiable Risk} = \text{المخاطرة القابلة للتنوع}$$

ويحصل المستثمر على المكافأة للتعويض عن تحمله المخاطر النظامية فقط ويعتمد حساب المخاطرة النظامية على معامل بيتا والتي تقاس كالآتي (Olweny,2011:129).

$$B = \frac{\text{Cov}(j,m)}{\delta^2 m} \quad (19-1)$$

إذ أن:

$$B = \text{معامل بيتا}$$

$$\text{Cov}(j, m) = \text{التباين المشترك بين عائد الاوراق المالية والسوق}$$

$$\delta^2 m = \text{تباين السوق}$$

بينما تقاس المخاطرة اللانظامية بالاساليب الإحصائية المتمثلة بالانحراف المعياري (Standard Deviation) ومعامل التباين (Coefficient Of Variation) حيث يمثل الانحراف المعياري تشتت أو انحراف التوزيعات الاحتمالية للعوائد المتوقعة (McMenamin,1999:191). ويتمثل الانحراف المعياري بالجذر التربيعي للتباين ويحتسب على وفق الصيغة الآتية (Adavelli and Rathipelli,2014:1).

$$\sigma = \sqrt{\frac{\sum_{i=1}^n (R_j - \bar{R}_j)^2}{n-1}} \quad (20-1)$$

إذ أن :

$$\sigma = \text{الأنحراف المعياري للعوائد}$$

$$\bar{R}_j = \text{معدل العائد المتوقع للسهم}$$

$$R_j = \text{معدل العائد لمحفظة السوق}$$

$$n = \text{عدد العوائد}$$

وأن المخاطر الكلية التي يواجهها المستثمرون الذين يستثمرون بالأسهم العادية تتمثل بالتقلب في سعر السهم (Kenyoru ,et.al,2013:115). وقلق المستثمرين و المحللين والسامسة والتجار والجهات المنظمة للسوق المالية بشأن تقلبات عوائد الأوراق المالية، ليس فقط لأن التقلبات تستخدم على نطاق واسع كمقياس للمخاطر، ولكن أيضاً القلق الرئيسي من التقلبات المفرطة التي تحصل في أسعار الأسهم وهي غير مصحوبة بأخبار مهمة عن الشركة أو السوق ككل (Chang,et.al,2013:6) .

وبالتالي فإن المعلومات المتعلقة بمخاطر الأوراق المالية أمر ضروري للمستثمر فإذا لم يكن لدى المستثمر المعرفة الكافية حول المخاطرة فإن قرار الاستثمار ربما لا يكون سليماً. لذلك فإن إدراك المخاطرة يلعب دوراً حيوياً في عملية اتخاذ قرار الاستثمار لأن التفكير المسبق بالاستثمار يجعله مجدياً.

وتعمل سوق الأوراق المالية على تلبية الوظائف الاقتصادية بشكل جيد بما فيه الكفاية، وينبغي أن لا تنحرف أسعار الأسهم عن قيمها الأساسية. وهذه القيمة عادةً ما تعتمد على التدفق المستقبلي من الدخل الذي من المتوقع أن تولده الشركات. فإذا عكست أسعار الأسهم بشكل كامل جميع المعلومات المتاحة والتي هي ذات صلة بتقييم الأسهم، فإنها تلبية شرط الكفاءة , و إذا لم يتم استيفاء الشرط الأخير، فإن أسعار الأسهم قد تنقل إشارات خاطئة إلى المشاركين في السوق عن الربحية الحقيقية والمخاطر من بعض الشركات أو حتى عن سوق الأوراق المالية ككل، وبالتالي تؤدي إلى عدم كفاءة تخصيص رأس المال في الاقتصاد (Gerdesmeier,et.al,2013:6) .

لذلك تستخدم يومياً إجراءات وتقنيات تحليل الأوراق المالية في الأسواق المالية وفي المؤسسات المالية. والتحليل المالي هو مرادف لتحليل الأوراق المالية وهو النشاط الذي يركز على خلق وإدارة القيمة. و تتحدد القيمة في المقام الأول من خلال المفهوم المالي الذي يركز على التدفقات النقدية المتوقعة والمفاضلة بين المخاطرة والعوائد .

وبمعنى أوسع, فإن التحليل المالي ينطوي على تحديد مستويات المخاطرة والعوائد المتوقعة (Dedi and Giraudon,2013:93). وإن جوهر التقييم هو تحديد ما يجب أن تكون عليه قيمة الأسهم ، بالنظر إلى العوائد المقدره ومقدار التعرض للمخاطر المحتملة (Carter,2001:323). وعملية تقييم الأسهم العادية مهمة جداً، ولكنها أكثر تعقيداً من بين عمليات تقييم الأسهم الأخرى. إذ ينبغي أن يتأكد المستثمر من أن المعدلات المتوقعة للعوائد تتوافق مع المخاطرة التي تنطوي عليها عملية الإستثمار (Olweny,2011:127).

ويشار إلى التقييم بأنه العملية التي يستخدم من خلالها المستثمر مفاهيم المخاطرة والعائد لتحديد قيمة الورقة المالية (Carter,2001:315). ويستخدم عادة في تقييم الأسهم العادية مفهوم القيمة الحقيقية كوسيلة لتقدير العوائد المتوقعة. والقيمة الحقيقية لأي موجود تستند على التدفقات النقدية التي يتوقع المستثمر الحصول عليها في المستقبل من جراء امتلاك الموجود (Olweny,2011:127). فحينما يشتري المستثمر سهماً من الأسهم العادية، فينبغي أن تعكس رغبة المستثمر في دفع ثمن السهم ما يتوقع إستلامه من السهم. وأن ما يتوقع الحصول عليه هو التدفقات النقدية المستقبلية في شكل مقسوم وقيمة الأسهم عند بيعها. لذلك ينبغي أن تكون قيمة السهم مساوية للقيمة الحالية لجميع التدفقات النقدية المستقبلية المتوقع أستلامها من تلك الأسهم (Drake,2012:1).

و تحدد أسعار الأسهم القيمة الحالية للتدفقات النقدية المستقبلية ، وتحسب عن طريق خصم التدفقات النقدية المستقبلية بمعدل خصم ما (Siddiqui and Ahmed,2013:146). ويشار إلى معدل الخصم في الأساس إلى الحد الأدنى من معدل العائد المقبول على الاستثمار، فهو يمثل معدل القطع الذي يقرر بمقتضاه فيما إذا كانت عوائد الاستثمار تفل أم تزيد على كلفة التمويل المقترض والممتلك. ومعدل الخصم هذا هو شكل من أشكال معدل الفائدة الذي تستخدمه الشركة في تحليل التدفقات النقدية المخصومة لاستنتاج القيمة الحالية للتدفقات النقدية المستقبلية للشركة (Alyao and Kamil,2013: 93)

وترتبط قيمة الأسهم في الشركة بشكل وثيق مع أدائها. وأفضل الأداء، يجعل المستثمرين أكثر تفاؤلاً ، وبالتالي أكثر استعداداً لدفع سعر أعلى بسهم الشركة والعكس بالعكس. فضلاً عن ذلك فإن قيمة أسهم الشركة تتقلب ويحاول المستثمرين الاستفادة من هذا التقلب عن طريق اتخاذ قرارات الاستثمار الرشيدة. ومن أجل اتخاذ قرارات رشيدة، يحتاج المستثمرون لمقارنة السعر الحالي للسهم في السوق مع القيمة الحقيقية للسهم والتي تكون محددة وفقاً لمختلف نماذج التقييم (Hesse, 2010:10). وأن فهم مصدر الاختلاف في تقييم الأسهم هو مهم ليس فقط لفهم نماذج تسعير الموجودات ولكن في فهم كيفية عمل الأسواق، وكيف يتصرف المشاركون في السوق (David,2013:1).

2.2.1 كفاءة السوق المالية ودراسة الحدث

1.2.2.1 كفاءة السوق المالية Financial Market Efficiency

أن سوق الأسهم بمثابة مقياس لصحة الاقتصاد (Mehrra,et.al,2014:373) . وأن عملية الاستثمار في الأسهم تبدو مختلفة إلى حد كبير تبعاً إلى اعتقاد المستثمر حول كفاءة السوق (Froidevaux ,2004:4) . ويضع المستثمرون أموالهم في سوق الأوراق المالية لكسب العائد على استثماراتهم. وتباع الأسهم من قبل مستثمر لآخر. ويستند هذا البيع و الشراء على مستوى المعلومات التي يمتلكها كل مشارك.

وفقاً لنظرية الاختيار العقلاني فإن المساهم قد يبيع الأسهم حينما يتوقع تراجع أداء الشركة في المستقبل. وبنفس الطريقة فإن المستثمر قد يرغب في شراء أسهم الشركة حينما يتوقع تحسن أداء الشركة. وبهذه الطريقة فإن سعر السهم يعتمد إلى حد ما على مستوى المعلومات (Buigut,et.al,2013:29) . وتتغير أسعار الأسهم في السوق المالية نظراً لأحدث المعلومات. وهذا النوع من التغيرات في أسعار الأسهم يخضع لفرضية السوق الكفوءة. وتتأثر عملية اتخاذ القرارات الاستثمارية بتدفق المعلومات في السوق والتي تؤثر على سعر السهم (Alnajjar,2013:48).

أن فرضية السوق الكفوءة التي اقترحها فاما عام (1970) تشير إلى ثلاثة أشكال من الكفاءة: (الشكل الضعيف, و الشكل نصف القوي, والشكل القوي) (Garg,2014:1) . وأداة التمييز بين الأشكال الثلاثة هي درجة المعلومات المنعكسة في أسعار الأوراق المالية وكالاتي (Brealey,et al,2011: 345).

1. الشكل الضعيف : وهو الشكل الأول من أشكال كفاءة السوق وينص بأن الأسعار الحالية للورقة المالية تعكس جميع المعلومات الماضية. ويستند هذا الشكل على حجة مفادها بأن إتجاهات الأسعار المستقبلية تكرر الأنماط التي حدثت في الماضي. وهذا يعني أن استراتيجيات التداول تستند على تحليل اتجاهات الأسعار التاريخية. وأسعار الأوراق المالية ضمن هذا الشكل من أشكال كفاءة السوق غير قابلة للتنبؤ بها وستتغير إستجابة إلى المعلومات الجديدة . وفي مجال التحليل الفني فإن الأسعار تتبع السير العشوائي (Megginson,et.al,2010:357) . أي لا يمكن إيجاد استراتيجية استثمار تستند على المعلومات الماضية وتحقق عوائد غير عادية للمستثمر (Ke,et.al,2014:283).

وبعبارة أخرى , فإن معلومات الأسعار والعوائد الماضية ليست مفيدة أو غير مناسبة لتحقيق عوائد غير عادية . ووفقاً لمفهوم السوق المالية الكفوءة , فإن السوق المالية الكفوءة بشكل ضعيف , هي السوق التي تعكس أسعارها بشكل كامل , دائم , سريع وغير متحيز جميع المعلومات المتعلقة بالسلوك الماضي لأسعار او عوائد الأوراق المالية (Phan and Zhou,2014:62)

وطالما ان اختبارات هذا الشكل تهتم بتحديد القدرة على التنبؤ بالعوائد المستقبلية بالاعتماد على العوائد الماضية فقط أطلق فاما عليها اسم اختبارات قابلية التنبؤ بالعائد (Tests for Return Predictability) (Megginson,et.al,2010:359).

2. الشكل نصف القوي: وهو الشكل الثاني من أشكال كفاءة السوق الذي ينص بأن الأسعار الحالية للورقة المالية تعكس المعلومات العامة المتاحة للجمهور (Gamzo,2013:8) . وهذه المعلومات العامة المتوافرة بشكل علني تضم على سبيل المثال ,اعلانات الارباح السنوية أو الفصلية ,اعلانات توزيع واحتجاز الأرباح, اعلانات تجزئة السهم, الاعلان عن التغيير في الطرق المحاسبية ,الاعلان عن التغيير في معدل الفائدة من قبل البنك المركزي, الاعلان عن الاندماج..... الى غير ذلك من المعلومات العامة التي تتاح لجميع المشاركين في السوق المالية (Garg,2014:1). وان أسعار الأسهم تستجيب إلى الإعلانات فقط حينما تكون المعلومات المعلنة هي معلومات جديدة وغير متوقعة (Mishkin,2004:161).

والنقطة الرئيسية حول هذا الشكل من الكفاءة هو أن أسعار الأسهم تعكس فقط المعلومات من المصادر العامة (أي الصحف وقواعد البيانات) (Megginson,et.al,2010:357) . وهذا الشكل يشير بأنه ليس فقط معرفة الاسعار الماضية لا تزود بأية ميزة في انتقاء الاستثمارات , وانما معرفة المعلومات المتاحة حالياً ايضاً. وتبعاً لذلك فإن هذا الشكل يشير بأن المطلعين¹ (Insiders) فقط والذين يتداولون بالاعتماد على تغيرات الاسعار قصيرة الأمد, وبالاستناد لما يملكون من معلومات سرية (Inside Information) خاصة غير متاحة للآخرين من المشاركين في السوق المالية, بإمكانهم تحقيق عوائد تفوق العوائد التي من الممكن تحقيقها باستخدام ستراتيجية الشراء والمسك البسيطة (Garg,2014:1) , (Jha and Shitika,2014:78).

ويوجد هناك مستويين لقابلية معالجة المعلومات في الشكل نصف القوي من كفاءة السوق :

المستوى الأول : أن أسعار الأسهم ينبغي أن تعكس بشكل صحيح المعلومات الماضية, والمعلومات الحالية والمتوقعة والمستقبلية التي يستطيع المستثمر الحصول عليها من المصادر العامة .

المستوى الثاني : أن اسعار الأسهم ينبغي أن تتغير بشكل كامل وسريع استجابة إلى المعلومات الجديدة المتوفرة بشكل علني (Megginson,et.al,2010:357) .

وبالتالي ليس هناك قاعدة تداول مبنية على المعلومات العامة, بإمكانها تحقيق عوائد غير عادية (Fama,1991:1577). وطالما ان اختبارات هذا الشكل تسعى لتحديد كيفية استجابة السوق لمعلومات الاعلانات العامة الهامة , فقط أطلق فاما عليها اسم دراسات الحدث (Event Studies). اشارة لما تتضمنه الاعلانات العامة من معلومات عن الحوادث الهامة المؤثرة في الأسعار (Megginson,et.al,2010:357) .

3. الشكل القوي : وهو الشكل الثالث من أشكال كفاءة السوق وينص بأن اسعار الأسهم تعكس جميع المعلومات العامة والخاصة (Megginson,et.al,2010:357). وان المشترك ليس بإمكانه تحقيق عوائد غير عادية والسبب في ذلك هو أن تغيرات اسعار الاوراق المالية هي متغيرات عشوائية مستقلة وانه ليس هناك من يحتكر وسيلة للوصول الى المعلومات السرية ذات القيمة (Shaker,2013:177).

⁷ . كما يمكن تعريف (المطلعين في الشركة) بموجب قانون الأوراق والأسواق المالية الأمريكي بانهم موظفي الشركة ، المديرين ، مالكي نسبة (10%) او اكثر من ملكية أي صنف من الأوراق المالية للشركة (Aboody and Lev, 2000 : 2747) .

لذلك فإن كفاءة السوق لا تحدث ببساطة من تلقاء نفسها أو بسبب المعلومات المجانية و المتاحة حينها في السوق. انما تعتمد بشكل كبير على القدرات التحليلية والتفسيرية لأولئك الذين يتعاملون في السوق وعلى استعدادهم لتكريس الوقت في الحصول ولنشر المعلومات المؤثرة بالأسعار (Jha and Shitika,2014:77) وتعد اسعار السوق المالية الكفاءة بشكل قوي اسعار عادلة دائماً وأنه ليس بإمكان أي مشترك في السوق وضع تنبؤات متفوقة بشكل دائم لاسعار الأوراق المالية المستقبلية (Brealey and Myers,1981:262).

وتتصف الأسواق بالكفاءة حينما تعكس الأسعار دائماً المعلومات المتاحة بشكل كامل. وإن الأسواق المالية الكفاءة هي الأسواق التي تعمل على معالجة المعلومات بكفاءة. وأن أسعار الأوراق المالية، في أي وقت، تركز على التقييم الصحيح لجميع المعلومات المتاحة في ذلك الوقت (Penteado ,2013: 2) .

فالسوق المالية الكفاءة بشكل قوي تبعاً لما تقدم ، هي السوق التي تعكس اسعارها بشكل كامل ، دائم ، سريع وغير متحيز لجميع المعلومات سواء اكانت عامة أم خاصة .وطالما ، أن اختبارات هذا الشكل تسعى لمعرفة ما إذا كان هناك بعض المشتركين (المطلعين) يمتلكون معلومات خاصة غير متاحة للآخرين ، فقد اطلق فاما عليها اسم اختبارات المعلومات الخاصة (Tests for Private Information) (Megginson,et.al,2010:357,359).

و ترى فرضية كفاءة الأسواق أن المنافسة بين المستثمرين الذين يبحثون عن عوائد غير عادية تدفع الأسعار إلى قيمتها الصحيحة . وفرضية كفاءة الأسواق لا تفترض أن جميع المستثمرين عقلانيون، ولكنها تفترض أن الأسواق عقلانية. وفرضية كفاءة الأسواق لا تفترض أن الأسواق يمكن أن تتنبأ بالمستقبل، ولكنها تفترض أن الأسواق تجعل التوقعات غير متحيزة في المستقبل (Ritter ,2003:2) .

2.2.2.1 دراسة الحدث (Event Study)

1. مفهوم دراسة الحدث

تُعد دراسة الحدث أداة بحثية مهمة في حقل الاقتصاد والمالية (Kumar,et.al,2012:141-142). ولديها تاريخ طويل في البحوث الأكاديمية، ويعود تاريخ دراسات الحدث في مجال البحوث المالية إلى سنة (1930). وقد استخدمت في مختلف المجالات البحثية وفي تخصصات متنوعة مثل الاقتصاد ، والقانون ، وتكنولوجيا المعلومات والتسويق وفي الشؤون المالية، وغيرها (Bohn,et.al,2012:1-3) .

وقد استخدمت دراسات الحدث في مجموعة كبيرة ومتنوعة من الاحداث، بما في ذلك عمليات الاندماج والاستحواذ، وإعلانات مقسوم الأرباح، وإعلان أسهم المنحة، وإعلان تجزئة السهم، وقضايا الدين أو حقوق الملكية، وإعادة تنظيم الشركات، وقرارات الاستثمار والمسؤولية الاجتماعية للشركات.

وتستخدم طرق دراسة الحدث في استكشاف فيما اذا كانت آثار الحدث تنعكس على الفور في أسعار الأوراق المالية بضوء عقلانية السوق. وبالتالي فهي تستخدم لقياس التأثير من خلال دراسة عوائد الأوراق المالية المحيطة بالحدث (Kumar,et.al,2012: 142) .

والاستخدام الرئيسي لمنهجية دراسة الحدث هو دراسة سلوك أسعار الأسهم حول أحداث معينة وإستجابة سعر السهم إلى مثل هذه الأحداث (Ke,et.al,2014:283). والأسباب الرئيسية لاستخدام دراسات الحدث هي (أ) لاختبار كفاءة السوق المالية عبر بيان طبيعة استجابة اسعار الأوراق المالية في هذه السوق للمحتوى المعلوماتي لهذا الحدث. (ب) ولأختبار أثر حدث معين على ثروة المساهمين (Bloom,2011: 11). وعموماً دراسات الحدث تعني إختبار عوائد أسهم الشركات التي تواجه حدث معين (أي معلومات جديدة) وبالتالي فهي تهدف إلى قياس تأثير الحدث على قيمة الشركة (Oberndorfer, et.al, 2011 :4).

2. دراسات الحدث في الشكل نصف القوي من كفاءة السوق

وفقاً للشكل نصف القوي لكفاءة السوق، فإن أسعار الأوراق المالية تعكس جميع المعلومات العامة المتاحة للجمهور ضمن نطاق فرضية السوق الكفوءة. وفي هذه الحالة، فإن السوق يعكس محتوى المعلومات التي يمكن أن ترتبط بإعلان الشركة عن توقعات توزيع أو إحتجاز الأرباح والتعديلات التي سوف تحدث في أسعار الأوراق المالية.

إن أي إعلان جديد من جانب الشركات تترتب عليه استجابة أو ردة فعل على الفور من جانب المشاركين في السوق. وهذه الاستجابة يمكن أن تكون حتى قبل الإعلان عن الحدث في السوق. والسبب في ردة الفعل هذه قبل الإعلان أو مباشرة بعد الإعلان هو المعلومات الإضافية التي لم تكن متوقعة من قبل المشاركين في السوق. وإذا لم يتم الاعلان عنها مسبقاً للمشاركين في السوق، ولكن الشكل نصف القوي من فرضية السوق الكفوءة يشير إلى أن أسعار الأوراق المالية تتغير على الفور و أن السعر يعدل على الفور من قبل المشاركين في السوق، وبهذه الطريقة، يزيل المشاركون أي إمكانية للحصول على عوائد غير عادية في المستقبل (Kumar,et.al,2012: 144).

وبشكل عام، أن الغرض الرئيسي من أي دراسة حدث هو في إيجاد الأدلة التجريبية التي توضح ما إذا كان أداء الأوراق المالية يختلف إحصائياً عن ما يمكن توقعه في ظل افتراضات معينة (Saens and Sandoval,2005: 5) والافتراض الحاسم لمصادقية نتائج دراسات الحدث هو أن الأسواق المالية كفوءة بما فيه الكفاية للتفاعل مع الأحداث (Oberndorfer, et.al, 2011 :5).

وتستند دراسات الحدث على الإطار النظري لكفاءة الأسواق المالية وعلى فكرة أن أسعار الأوراق المالية تعكس جميع المعلومات المتاحة في السوق. ونتيجة لذلك، فإن الإعلانات التي تقدمها الشركات توفر المعلومات للمشاركين في السوق والتي يمكن ترجمتها في أسعار السوق (Konchitchki and O'Leary, 2011 :99) فإذا استجابت الأسواق المالية بعقلانية وكفاءة مع المعلومات الجديدة فإن سوق الأوراق المالية يعكس بدقة قيمة الشركات (Betzer,et. al, 2011: 3).

ونتيجة لذلك يمكن التقاط الأثر المتوقع على قيمة الشركة من خلال المعلومات الجديدة (Konchitchki and O'Leary, 2011 :100). وبالتالي دراسة الحدث هي طريقة إحصائية لقياس تأثير حدث معين على قيمة الشركة (Kumar,et.al,2012:141-142).

3. تحديد المكونات الرئيسية لدراسة الحدث

المكون الأول: بيانات التداول: أن بيانات التداول مهمة لأنها تتضمن الأحداث التاريخية للأسهم والأسواق وسلوكياتها ذات الصلة. وبيانات التداول في الوقت الحاضر متوفرة بمديات مختلفة، تتراوح ما بين الشهرية والأسبوعية واليومية وكذلك توجد بيانات لحظية(تدرس تأثيرات اعلانات الحدث على الاسعار لحظة بلحظة).

المكون الثاني : طرائق الكشف عن طفرات الاسعار: فهي التي تكشف عن الأحداث الماضية التي تم أرشفتها ببيانات التداول. والتي ينبغي أن يتم اختيارها بعناية وفقاً لخصائص بيانات التداول المتاحة وإلى السؤال البحثي الذي ينبغي الاجابة عليه .

المكون الثالث : بيانات الأخبار: بحسب المدخل الأساس فإن قيمة كل أداة مالية تعتمد على متغيرات الاقتصاد والصناعة و الشركة المعنية من بين عوامل أخرى. وبناءً على ذلك، فعند تغير احد هذه المتغيرات تتغير قيمة الأدوات المالية المرتبطة بها تبعاً لذلك. وعادة ماتنتشر التقلبات بهذه المتغيرات بوصفها أخباراً. وبالتالي، فإن الأخبار من بين الأليات الأخرى التي تفسر سبب تغير قيم الأدوات المالية (Bohn,et.al,2012:3) .

وتستخدم معظم الدراسات الحديثة البيانات اليومية ولكن سابقاً اعتمدت البيانات الشهرية. لكن استخدام البيانات الشهرية يجعل مسألة قياس تأثير المحتوى المعلوماتي للحدث على الاسعار صعباً للغاية لأن هناك العديد من المفاجآت في الشهر إلى جانب تأثير الإعلان محل الاهتمام والدراسة . وبالتالي، لقياس كفاءة السوق، فمن المهم قياس تأثير الإعلان باستخدام أقصر مدة فاصلة ممكنة (Kumar,et.al,2012: 142) .

أن تطوير وتوسيع المداخل والأساليب الحديثة المختلفة لقياس العوائد غير العادية بغية تحديد تأثيرات الأحداث المختلفة على الاسعار يعتمد على مدى توافر بيانات التداول. التي أصبح الحصول عليها اليوم أسهل وأعجل بسبب توافر وثراء قواعد البيانات لذا نرى اليوم أن قواعد البيانات تحتوي على كل التعاملات (التداولات ونشرات الاسعار) مع تفاصيل حول توقيتاتها، والأسعار، والحجوم وغيرها، وبالتالي، اصبح بالامكان تطبيق أساليب أكثر احترافية (Bohn,et.al,2012:4) .

وتستند دراسات الحدث عادة على تحليل ما يسمى بالعوائد غير العادية، والذي يقدر على أساس نموذج تسعير الموجودات الرأسمالية (Oberndorfer, et.al, 2011 :12) .

وتهتم منهجية دراسة الحدث بالتحقق من تأثير الحدث على المتغير التابع المتمثل بسعر سهم الشركة. وتسعى دراسة الحدث لبيان امكانية تحقيق عوائد فعلية تفوق المتوقعة من جراء استخدام بيانات الحدث المعلن عنه في بناء استراتيجيات تداول.

ومن هذا، يمكن للباحث استنتاج أهمية وتأثير هذا الحدث. وهل أن استجابة اسعار الأسهم المعنية اليه ينتهك كفاءة السوق بالشكل نصف القوي أم لا ؟ (Kumar,et.al,2012:141) .

4. الخطوات الأساسية لتحليل دراسة الحدث.

1- تعريف الحدث: تحديد الحدث محل الاهتمام والمدة الزمنية التي سيتم فيها إختبار استجابة الأسعار لهذا الحدث. وهذا ما يسمى بالافق الزمني للحدث. ومن المهم أن يكون أفق الحدث واسعاً بما فيه الكفاية ليأخذ بالاعتبار الآثار التي قد حدثت قبل و بعد تاريخ الاعلان (Bloom,2011: 11).

ويشار إلى إفق الحدث بأنه عدد الأيام قبل وبعد تاريخ الإعلان وعادة ما يرمز لإفق الحدث $[-X,+Y]$ إذ أن $(-X)$ هو دلالة لعدد الأيام قبل يوم الإعلان, وأن $(+Y)$ هو دلالة على عدد الأيام بعد يوم الإعلان (Konchitchki and O'Leary, 2011: 102). ويجب التحديد الدقيق ليوم الإعلان وتسمية هذا اليوم باليوم صفر (Kumar,et.al,2012: 142).

أي أن اليوم (0) هو دلالة على يوم الإعلان , والغاية من إدخال الأيام قبل يوم الإعلان في الإفق الزمني للحدث هو بغية الكشف عن تسربات المعلومات سواء من جانب الصحافة أو من جانب المطلعين (Insiders). وأن الغاية من إدخال الأيام بعد يوم الإعلان هو للكشف عن مدى السرعة في استلام واستيعاب وترجمة المعلومات وبناء قرارات الشراء والبيع بالاستناد إليها (Konchitchki and O'Leary, 2011: 102).

وبما أن دراسات الحدث مصممة للكشف عن تأثير حدث معين. فأن وقوع حدث آخر تزامن تقريباً في نفس وقت وقوع الحدث المعني يثير التساؤل حول السبب الحقيقي وراء التغير في سعر السوق. ووفقاً لذلك، فمن المهم التخلص من الاحداث الأخرى التي قد تشوه اعلان الحدث.

ونتيجة لذلك، ينبغي تصميم البحوث بشكل دقيق وشامل للتحري عن الإعلانات الأخرى المتحققة خلال إفق الحدث محل الاهتمام وذلك لتحديد ما إذا كان هناك أي التباس وتداخل في الأحداث. وعلاوة على ذلك , فإن إفق الحدث الطويل جداً يقلل من قوة الإختبار الإحصائي . ويمكن أن يؤدي هذا في نهاية المطاف إلى إستنتاجات خاطئة حول أهمية الحدث , فضلاً عن ذلك ,لاحظ بعض المراقبين أن استخدام إفق الحدث القصير يقلل من إحتمالية تأثير إلتباس وتداخل الأحداث على إستجابة السوق . أي أن الافق الزمني الأقصر يحد من تأثير الأخبار الأخرى على الحدث محل الاهتمام (Konchitchki and O'Leary, 2011: 107).

2- معيار للاختيار: أن الوعاء محل الدراسة والاهتمام ينبغي اختياره بمعيار واضح ومبرر . وبالتالي يمكن أن يقع الاختيار على سوق كاملة أو صناعة بعينها أو صناعات. وينبغي تحديد خصائص عينة البيانات (مثل القيمة السوقية، أو التمثيل للصناعة أو توزيع الأحداث على أساس حدوثها الزمني) (Bloom,2011: 11). وينبغي اختيار العينة (الشركات) استناداً إلى الحدث محل الاهتمام (Konchitchki and O'Leary, 2011: 102)

3- إجراء التقدير: يستخدم إفق للتقدير معين لتحديد نموذج الأداء الطبيعي. ومن الأفضل استخدام مدة تسبق افق الحدث واعتمادها كمدة للتقدير بحيث لا تشمل أي جزء من مدة الحدث نفسه وبالتالي فإن الحدث في حد ذاته لا يؤثر على تقديرات نموذج الأداء الطبيعي (Bloom,2011: 12). وعادة ما يشار الى إفق التقدير على انه مدة العوائد الطبيعية وهذه المدة عادة ماتكون سابقة لأفق الحدث الذي يقدر خلاله التباين في العوائد غير العادية . وكجزء من إجراء دراسة الحدث، يجب تحديد طول مدة التقدير (Konchitchki and O'Leary, 2011: 102-103).

الفصل الأول/ المبحث الثاني ----- عوائد الأسهم العادية ودراسة الحدث

4- حساب العوائد غير العادية: تأثير الحدث يقاس عبر حساب العائد غير العادي . ويحسب هذا الأخير بطرح العائد الفعلي من العائد المتوقع للشركة طوال مدة افق الحدث (12: Bloom,2011).

ولأختبار الشكل نصف القوي من الكفاءة لأي سوق مالية (وفق المعلومة العامة المختارة) , لابد أولاً من تحديد نموذج لحساب العوائد المتوقعة, وهنا لابد من الإشارة الى أن هناك ثلاثة نماذج, على العموم, استخدمها الباحثون لتقدير العوائد المتوقعة وهي : (Copeland and Weston,1979:221) .

أولاً نموذج السوق: ويشير هذا النموذج الى أن عوائد الورقة المالية (j) مرتبطة بعوائد محفظة السوق والصيغة الرياضية للنموذج هي (Mehrra,et.al,2014:376) .

$$\tilde{R}_{jt} = a_j + b_j \tilde{R}_{mt} + \hat{e}_{jt}. \quad \text{----} \quad (21-1)$$

نموذج السوق ليس مدعم بأي نظرية, فهو يفترض بأن كل من الميل (b) والحد الثابت (a) يكون ثابت طوال مدة التقدير. وهذا الافتراض غير واقعي, خصوصاً اذا كانت السلسلة الزمنية طويلة.

ثانياً نموذج تسعير الموجودات الرأسمالية : وهذا النموذج يستخدم نظرية تسعير الموجودات الرأسمالية , ويشترط تساوي الحد الثابت مع معدل العائد الخالي من المخاطرة (R_{ft}) ومع معدل عائد المحفظة ذات البيتا الصفرية والحد الأدنى من التباين وكلاهما يتغير عبر الوقت . الصيغة الرياضية للنموذج تعبر عنها المعادلة رقم (1-6) السالفة الذكر. وعلى العموم فإن نموذج تسعير الموجودات الرأسمالية يفترض ثبات المخاطرة النظامية (B_j) طوال مدة التقدير.

ثالثاً الشكل التجريبي لنموذج (كاب) الذي يطلق عليه اسم خط السوق التجريبي:

إذ أن الشكل النظري البحث لنموذج (CAPM) لا يتفق مع الواقع , لذلك قام الباحثون بتعديل افتراضاته والخروج بهذا النموذج وصيغته الرياضية هي كما يأتي:

$$\tilde{R}_{jt} = \hat{y}_{0t} + \hat{y}_{1t} B_{jt} + \hat{e}_{jt}. \quad \text{----} \quad (22-1)$$

إذ أن:

$$\hat{y}_0 = \text{الحد الثابت}$$

$$\hat{y}_1 = [\tilde{R}_{mt} - R_{ft}]$$

الفصل الأول/ المبحث الثاني ----- عوائد الأسهم العادية ودراسة الحدث

وعلى الرغم من ارتباط هذا النموذج بنموذج (CAPM) ألا أنه لا يشترط تساوي الحد الثابت مع معدل العائد الخالي من المخاطرة , كما أنه لا يفترض ثبات الحد الثابت (\hat{y}_{0t}) ومعامل بيتا (B_{jt}) طوال الوقت (Copeland and Weston,1979:221-222).

وبعد حساب العوائد المتوقعة خلال المدد السابقة والمتزامنة واللاحقة لأعلان الحدث يتم طرحها من العوائد الفعلية المناظرة لها بغية حساب العوائد غير العادية . ويحسب العائد غير العادي كالتالي (Menike,2014:115) , (Brown and Reilly,2009:347).

$$AR_{it} = R_{it} - E(R_{it}) \quad \text{-----} \quad (23-1)$$

إذ أن:

$$AR_{it} = \text{العائد غير العادي للسهم } i \text{ خلال المدة } t$$

$$R_{it} = \text{العائد الفعلي للسهم } i \text{ خلال المدة } t$$

$E(R_{it})$ = العائد المتوقع للسهم i خلال المدة t الذي يستند على معدل العائد المتوقع للسوق ($E(R_m)$) ومقدار المخاطرة النظامية بيتا B

5- حساب المتوسط اليومي للعوائد غير العادية : و يتم حساب المتوسط اليومي للعائد غير العادي لكل يوم من أيام افق الحدث من خلال المعادلة الآتية: (Sare,et. al, 2014:444)

$$AAR_T = \frac{1}{N} \sum_{i=1}^N AR_{it} \quad \text{----} \quad (24-1)$$

إذ أن:

$$AAR_T = \text{معدل العائد غير العادي}$$

$$N = \text{حجم العينة}$$

6- حساب المتوسط اليومي المتراكم للعوائد غير العادية : تركز دراسات الحدث عادة على المتوسط اليومي المتراكم للعوائد غير العادية. إذ يشير إلى المدى الذي يعدل السوق قيمة الشركة استجابة لإشارة المعلومات الجديدة التي تم الحصول عليها من خلال الإعلان المرتبط بالشركة. و يتم إيجاده من خلال المعادلة الآتية (Konchitchki and O'Leary, 2011 :103).

$$CAR = \sum_{t=1}^T AAR_t \quad \text{----} \quad (25-1)$$

إذ أن :

$CAR =$ العائد غير العادي المتراكم

$T =$ عدد سنوات دراسة الحدث

7- التفسير والاستنتاجات: إن الهدف النهائي لدراسة الحدث هو الخروج بنتائج تجريبية تقدم رؤية واضحة حول كيفية تأثير الحدث على أسعار الأوراق المالية. (Bloom,2011 :12) .

ويستجيب سوق الأوراق المالية لمعلومات الحدث لأنه يتوقع التغير بقيمة الشركة. ووفقاً لذلك، فإن المسألة المهمة هي ما إذا كان أداء الشركة يتغير بعد وقوع الحدث. وبالتالي، فإن التحليل التكميلي لدراسة الحدث يمكن أن يختبر الأداء المستقبلي لتحديد ما إذا كانت استجابة السوق المالية للحدث محل الاهتمام مناسباً أم لا من حيث تأثير الحدث على الأداء المستقبلي (Konchitchki and O'Leary, 2011 :109) .

الفصل الثاني

مراجعة دراسات سابقة والمنهجية

المبحث الأول : مراجعة دراسات سابقة

المبحث الثاني : منهجية الدراسة

2. الفصل الثاني مراجعة دراسات سابقة والمنهجية

1.2 المبحث الأول مراجعة دراسات سابقة

أصبحت الدراسات السابقة ضرورة لا مناص منها في المبحث العلمي لتناولها وإثباتها الكثير من الحقائق المعرفية التي تسهم في تدعيم وإرساء الجانب النظري والتطبيقي، ولهذا خصص هذا المبحث لمراجعة الدراسات والبحوث ذات الصلة بموضوع البحث الحالي والقريبة منه، متضمناً مجموعة من الدراسات العربية والأجنبية وبحسب انجازها الزمني:

1.1.2 دراسات عربية :

يظهر الجدول (2 - 1) ملخص بدراسات عربية سابقة ذات صلة بموضوع البحث وقريبة منه متضمناً اسم الباحث، وسنة البحث، وعنوان الدراسة، وأهم المتغيرات التي تناولتها الدراسة.

جدول (2 - 1) ملخص دراسات عربية سابقة

ت	إسم الباحث	السنة	عنوان الدراسة	متغيرات الدراسة
1	الحسيني	1994	سياسة توزيع الارباح وأثرها على القيمة السوقية للأسهم	مقسوم الأرباح، القيمة السوقية للأسهم
2	عبدالله	1995	العوامل المحددة لأسعار أسهم الشركات المساهمة في المملكة العربية السعودية	ربحية السهم الواحد، مقسوم الأرباح، العائد على حق الملكية، العائد على اجمالي الموجودات الرافعة المالية، الرافعة التشغيلية
3	التميمي	1998	تحليل أثر سياسة مقسوم الأرباح في كلفة التمويل وأسعار الأسهم	مقسوم الأرباح، كلفة التمويل، تقييم الأسهم العادية
4	بورسلي، وعبد السلام	2005	محددات سياسات توزيع الأرباح النقدية دليل من سوق الكويت للأوراق المالية	مقسوم الأرباح، القيمة السوقية إلى الدفترية، حجم الموجودات والمديونية
5	الظاهر	2006	أثر قرار توزيع الأرباح على سعر السهم وحجم التداول للشركات المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية	مقسوم الأرباح، سعر السهم، حجم التداول
6	زرqون	2010	أثر الاكتتاب العام على سياسات توزيع الأرباح في المؤسسات الاقتصادية المسعرة في البورصة	النمو الداخلي، أسعار الأسهم، نسب التوزيع، العائد على حق الملكية

أعداد الباحث نتيجة إطلاعها على دراسات عربية سابقة

1- دراسة الحسيني 1994

أهتمت هذه الدراسة الموسومة " سياسة توزيع الأرباح وأثرها على القيمة السوقية للأسهم ". بدراسة أثر سياسة توزيع الأرباح على القيمة السوقية للسهم، وان مشكلة الدراسة تكمن في الجدل القائم حول مدى امكانية تأثير سياسة توزيع الأرباح في الشركات المساهمة على القيمة السوقية لأسهمها لذا سعى الباحث من خلال هذه الدراسة تحقيق هدف أساسي يتمثل في اثبات علاقة معنوية بين سياسة توزيع الأرباح والقيمة السوقية لأسهم الشركات من خلال تحديد فرضية أساسية واحدة تفرعت بدورها إلى خمس وثلاثين فرضية فرعية. أثبتت نتائج الاختبار صحة الفرضية الأساسية وتوافر الامكانية الفعلية لاستخدام مجموعة من المتغيرات والمؤشرات الكمية والوصفية لقياس العلاقة بين سياسة توزيع الأرباح والقيمة السوقية لأسهم الشركات العراقية.

2- دراسة عبدالله 1995

قدمت هذه الدراسة ضمن عنوان " العوامل المحددة لأسعار أسهم الشركات المساهمة في المملكة العربية السعودية"، كان هدف الدراسة قد تمحور حول التعرف على أهم العوامل المحددة لأسعار الشركات المساهمة في سوق الأسهم السعودي في كل من القطاع الصناعي وقطاع الاسمنت وقطاع الخدمات. استخدمت الدراسة نموذج الانحدار الخطي المتعدد من أجل تحديد أهم العوامل التي تؤثر في أسعار الأسهم. شمل النموذج عدداً من المتغيرات المستقلة هي ربحية السهم الواحد، الأرباح الموزعة، العائد على حق الملكية، العائد على اجمالي الموجودات، الرافعة المالية، الرافعة التشغيلية، المؤشر العام لأسعار الأسهم والمشاركة الحكومية في ملكية أسهم الشركات المساهمة.

غطت الدراسة مدة زمنية أمدها خمس سنوات من 1987 – 1991، وضمت العينة تسع شركات من قطاع الصناعة وجميع شركات قطاع الاسمنت وعددها ثمان شركات، بالإضافة إلى ثمان شركات من قطاع الخدمات. أوضحت نتائج الدراسة أن ربحية السهم الواحد والعائد على حق الملكية والمؤشر العام لأسعار الأسهم تعد من أهم العوامل التي تحدد أسعار أسهم الشركات المساهمة بغض النظر عن طبيعة نشاط القطاع فضلاً عن العلاقة الايجابية للمشاركة الحكومية مع سعر السهم في قطاعي الصناعة والخدمات.

3- دراسة التميمي 1998

حاولت هذه الدراسة اختبار فيما إذا كان هناك تأثير لتغيير مقسوم الأرباح في كلفة التمويل وأسعار الأسهم. واختبار عدداً من نماذج تقييم الأسهم العادية والتحقق من مدى كفاءة سوق بغداد للأوراق المالية بالشكل شبه القوي. اعتمدت الدراسة على ثلاث فرضيات رئيسية حاولت الفصل بين أثر المقسوم في كلفة التمويل عنه في أسعار الأسهم تطبيقياً، إذ أشارت نتائج اختبار فرضيات الدراسة إلى ضعف القابلية التفسيرية لمقسوم الأرباح أكان ذلك في إطار مدخل البيتا أم SMP، وامكانية استخدام نموذج سولدوفسكي ومورفي في عملية تقييم الأسهم العادية في ظل ظروف مستقبلية أكثر استقراراً مشيراً إلى عدم كفاءة سوق بغداد للأوراق المالية بالشكل شبه القوي.

4- دراسة بورسلي، وعبد السلام 2005 هدفت هذه الدراسة إلى البحث عن العوامل المؤثرة في سياسات توزيع الأرباح، إضافة إلى تحديد مدى إمكانية تطبيق نظرية التدفقات النقدية الفائضة على السوق الكويتي. حيث لاقت هذه النظرية قبولاً في السوق الأمريكي بوصفها أحد التفسيرات المحتملة لسياسات توزيع الأرباح. ودلت نتائج هذه الدراسة على وجود اختلاف كبير بين الشركات الموزعة للأرباح النقدية، من حيث الربح التشغيلي، والفرص الاستثمارية، وحجم الأصول والمديونية. حيث تميزت الشركات الموزعة للأرباح بربحية أعلى ونسبة سوقية إلى دفترية أعلى ومديونية أقل. وقد وجدت الدراسة أن العامل الرئيس في قرارات توزيع الأرباح في نهاية السنة في الشركات الكويتية محل الدراسة هو الأرباح المحققة في نهاية السنة المالية، على خلاف ما هو معمول به عالمياً. كما وجدت أن الشركات الموزعة للأرباح لديها فرص نمو أعلى، وذلك على عكس توقعات نظرية التدفقات النقدية الفائضة. ولم يوجد أي دليل يؤكد وجود مشكلة تكلفة الوكالة المرتبطة بالتدفقات النقدية الفائضة.

5- دراسة الظاهر 2006

هدفت هذه الدراسة إلى التعرف على أثر قرار توزيع الأرباح على القيمة السوقية للشركات المساهمة العامة المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية، وتأثير هذا القرار على حجم تداول الأسهم من قبل المساهمين خلال الفترة الزمنية 1997-2004. وقد توصلت إلى مجموعة من النتائج منها: إن قرار توزيع الأرباح في الشركات المساهمة العامة الفلسطينية المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية أثر سلباً على السعر السوقي للسهم وبالتالي على القيمة السوقية للشركات، وأثر قرار توزيع الأرباح في الشركات المساهمة العامة الفلسطينية المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية سلباً على حجم تداول الأسهم، حيث انخفض حجم تداول الأسهم لدى الشركات التي وزعت أرباحاً بنسبة أكبر من الشركات التي لم توزع أرباحاً.

6- دراسة زرقون 2010

هدفت هذه الدراسة إلى معرفة أثر الاكتتاب العام على سياسات توزيع الأرباح في المؤسسات الاقتصادية المسعرة في البورصة الجزائرية، من خلال إبراز السياسات المنتهجة لتوزيع الأرباح والعوامل المؤثرة عليها، وكذلك العلاقة بين سياسة توزيع الأرباح والدعوة للادخار، ودراسة أثر الاكتتاب العام على سياسة توزيع الأرباح في المؤسسة الاقتصادية، وتتبعها من خلال دراسة تحليلية مقارنة على فندق الأوراسي بالجزائر. وقد توصلت الدراسة إلى أن سياسة توزيع الأرباح في المؤسسات الاقتصادية تتحدد بعدة عوامل منها ما هو مرتبط بالقيود والتشريعات القانونية والتعاقدية، ومنها ما هو مرتبط بالفرص الاستثمارية المتاحة أمام المؤسسة. ولذلك توجد سياسة توزيعات مستقرة وأخرى غير مستقرة، كما أن إتباع الوحدات الاقتصادية لسياسة توزيعات منتظمة، مع زيادة نسبة التوزيعات المقدمة للمساهمين، ونصيب السهم من الأرباح، كل ذلك من شأنه الحفاظ على المساهمين الحاليين، وجذب مستثمرين جدد، كما أن ارتفاع التوزيعات يعني زيادة أرباح المؤسسة، وبالتالي تحسين أدائها المالي، وقد أوضحت الدراسة أنه برغم التأثير المحدود للاكتتاب العام على سياسة توزيع الأرباح في فندق الأوراسي، فإنه يظهر جلياً من خلال استراتيجيات الفندق نحو الحفاظ على تسعيرة أسهمه في البورصة، من خلال

الفصل الثاني/ المبحث الأول -----مراجعة دراسات سابقة

تخفيض السعر الذي تقوم به خلال فترة الاكتتاب العام؛ مما يعني وجود علاقة معنوية موجبة بين الاكتتاب العام وسياسة توزيع الأرباح.

2.1.2 دراسات أجنبية

يظهر الجدول (2 - 2) ملخصاً بدراسات أجنبية سابقة ذات صلة بموضوع البحث وقريبة منه متضمناً اسم الباحث، وسنة البحث، وعنوان الدراسة، وأهم المتغيرات التي تناولتها الدراسة والجدول (2-2) يوضح ذلك.

الجدول (2-2) ملخص دراسات أجنبية سابقة

ت	إسم الباحث	السنة	عنوان الدراسة	متغيرات الدراسة
1	Modigliani and Miller	1961	سياسة مقسوم الأرباح، النمو وتقييم الاسهم	الأرباح، مقسوم الأرباح تقييم الأسهم
2	Brown	1978	تغيرات الأرباح، أسعار الأسهم والأسواق الكفاءة	الأرباح، العوائد غير الاعتيادية، كفاءة السوق
3	Ahorony and Swary	1980	الإعلان عن مقسوم الأرباح والأرباح الفصلية وعوائد حملة الأسهم	الإعلان عن مقسوم الأرباح، عوائد الأسهم
4	Cambell and Shiller	1988	أسعار الأسهم، الأرباح ومقسوم الأرباح المتوقع	مقسوم الأرباح، أسعار الأسهم
5	Pan and Lin	2000	تقلب سعر السهم والمكونات الدائمة للأرباح ومقسوم الأرباح	الأرباح، مقسوم الأرباح، أسعار الأسهم
6	Wael	2004	رد فعل السوق للإعلان عن الأرباح السنوية	المحتوى المعلوماتي للأرباح، عوائد الأسهم
7	Farooq, et. al	2012	سياسة التوزيع كآلية إشارة تحت ظروف السوق المختلفة	نسب التوزيع , أسعار الأسهم , معدل النمو , عوائد الأسهم العادية

أعداد الباحث نتيجة إطلاع على دراسات أجنبية سابقة

1- دراسة Modigliani and Miller 1961

تعدُّ هذه الدراسة إحدى الدراسات الرائدة في الفكر المالي التي تناولت سياسة مقسوم الأرباح وتقييم الأسهم العادية عن طريق إثارة مجموعة من التساؤلات، هل تباع أسهم الشركات ذات سياسة توزيع الأرباح السخية بعلاوة تفوق تلك الشركات ذات المدفوعات الشحيحة؟. وهل أن العكس صحيح؟. وإذا كان الأمر كذلك ففي ظل أي ظروف؟ وهل توجد نسبة توزيعات مثلى، أو مدى من النسب التي تعظم ثروة حملة الأسهم؟ وقد بنيت الدراسة على مجموعة من الافتراضات كالآتي:-

- إن الشركة تعمل في ظل منافسة حرة تامة، حيث لا يوجد بائع أو مشتري (أو مصدر) للأوراق المالية يمتلك السيطرة والتأثير على السعر السائد وكذلك الكلف الصفرية للمعاملات وعدم وجود ضرائب، وأن جميع المشتركين يملكون فرصة متساوية للوصول إلى المعلومات.
 - السلوك الرشيد والعقلاني للمستثمرين، إذ يفضل المستثمرون دائماً زيادة الثروة ولا يميزون ما إذا كانت زيادة معينة لثروتهم تتخذ صيغة مدفوعات نقدية أو زيادة في القيمة السوقية لمقتنياتهم من الأسهم.
 - تعمل الشركة في ظل التأكد التام.
- حاولت الدراسة إلى حسم الخلاف والجدل بين الأكاديميين والمجتمع الاستثماري لحقيقة ما ينبغي خصمه عند تقييم الاستثمارات المالية (الأسهم العادية). وأكد الباحثان إلى أنّ قيمة الشركة تتحدد فقط بموجب ما تحققه موجوداتها من ارباح، وليس بكيفية تقسيم هذا الدخل بين الاحتجاز والتوزيع.

2- دراسة Brown 1978

الغرض الأساس لهذه الدراسة هو حسم الجدل حول مدى انعكاس معلومات الأرباح المتاحة في أسعار الأوراق المالية في الأسواق المالية الكفوءة، تلك الأسواق التي لا يمكن تحقيق عوائد غير اعتيادية من قبل المشاركين عن طريق تداول أسهم الشركات على أساس المعلومات المتاحة. تطبق الدراسة معيار معين للاختبار ذو خطوتين، الذي يختار الأسهم العادية ذات ربحية السهم الواحد غير المتوقعة عن طريق استخدام نماذج للتوقعات بربحية السهم الواحد، الأول نموذج سنوي بسيط بينما الآخر نموذج فصلي أكثر تعقيداً. تشير نتائج التحليل عدم كفاءة سوق نيويورك للأوراق المالية، نتيجة الفشل في تكيف أسعار الأوراق المالية أزاء المعلومات الجديدة عن ربحية السهم الواحد، ويمكن تحقيق عوائد غير اعتيادية عن طريق استخدام معلومات الأرباح كما تظهر في صحيفة وول ستريت Wall Street، إذ يتجه معدل العائد غير الاعتيادي المتراكم بشدة لمدة بحدود (45) يوماً بعد الإعلان عن الأرباح وهذا الاستنتاج متناسق مع دراسات أخرى التي تبين أن سوق المال لا يتكيف بشكل متزامن أزاء المعلومات الجديدة.

3- دراسة Ahorony and Swary 1980

تمحور هدف الدراسة الموسومة "الإعلان عن مقسوم الأرباح والأرباح الفصلية وعوائد حملة الأسهم" حول تأثير المحتوى المعلوماتي لمقسوم الأرباح والأرباح في عوائد حملة الأسهم. باختبار تلك الإعلانات عن مقسوم الأرباح والأرباح الفصلية التي يتم الإعلان عنها في فترات مختلفة وضمن الفصل نفسه، أي التمييز بين الإعلانات عن الأرباح التي تسبق أو تتلو عن تلك التي تتوافق مع مقسوم الأرباح. غطت الدراسة مدة زمنية امتدت من الفصل الأول لعام 1963 إلى الفصل الرابع لعام 1976، لعينة مكونة من (149) شركة من الشركات المدرجة في سوق نيويورك للأوراق المالية. أهم النتائج التي توصلت إليها الدراسة أن حملة الأسهم يمتلكون فرصة لتحقيق عوائد غير اعتيادية في المدة المحيطة بالإعلان عن زيادة في كل من مقسوم الأرباح أو الأرباح، وتلك النتائج تدعم بقوة الفرضية التي مفادها "أن التغيرات في مقسوم الأرباح الفصلية تقدم معلومات مفيدة إلى ما هو أبعد من ذلك المقدم من قبل قيم الأرباح الفصلية المقابلة". بالإضافة إلى ذلك فإن نتائج الدراسة تدعم فرضية كفاءة سوق رأس المال بالشكل نصف القوي، في ضوء أنّ سوق المال يتكيف أزاء المعلومات الجديدة بخصوص مقسوم الأرباح الفصلية.

4- دراسة Cambell and Shiller 1988

قدمت هذه الدراسة ضمن عنوان " أسعار الأسهم، الأرباح ومقسوم الأرباح المتوقع " هدف الدراسة تمحور حول إمكانية استخدام الأرباح الحالية للتنبؤ بمقسوم الأرباح المستقبلي المتوقع وسلوك أسعار الأسهم. غطت الدراسة فترة زمنية امتدت من سنة 1871 – 1980، نتائج الدراسة اوضحت ان عوائد الأسهم وعائد مقسوم الأرباح تتقلب استناداً إلى مقسوم الأرباح المتوقع في المستقبل وليس الحالي. كما أن استخدام المتوسط المتحرك للأرباح الحالية يساعد في التنبؤ بمقسوم الأرباح المتوقع في المستقبل. وأن كل من الأرباح ونسبة السعر إلى ربحيته محدد لسياسة مقسوم الأرباح.

5- دراسة 2000 Pan and Liu

قدمت هذه الدراسة ضمن عنوان " تقلب سعر السهم والمكونات الدائمة للأرباح ومقسوم الأرباح " هدف الدراسة تمحور حول اختبار الاستجابة الديناميكية لأسعار الأسهم للتقلب بالعوامل الأساسية المتمثلة أو المقاسة بالمكونات الدائمة للأرباح ومقسوم الأرباح. غطت الدراسة فترة زمنية طويلة امتدت 1871 – 1993 والعينة تمثلت بأسعار الأسهم المستخدمة من قبل مؤشر ستاندر أند بورز، وتم حساب سلسلة أسعار الأسهم على أساس مؤشر السعر لشهر كانون الثاني، مع اعتبار سنة 1967 سنة أساس. وبينت نتائج هذه الدراسة أنه على الأقل 93% من تباين أو تقلب أسعار الأسهم يمكن أن يفسر بعاملين أساسيين هما الأرباح الدائمة ومقسوم الأرباح الدائم. أما العوامل غير الأساسية والمقاسة بسعر السهم نفسه، فإنها لم تستطع تفسير سوى 7% من التباين أو التقلب في المدى القصير والطويل الأجل. والنتائج الأكثر أهمية هو ان الأرباح الدائمة تمتلك تأثير أقوى بـ 2.5 إلى 8 مرة من تأثير مقسوم الأرباح الدائم، وهذا التأثير يزداد بزيادة المدى الزمني، فالأدلة التي قدمتها الدراسة تتحدى بقوة وجهة النظر التي ترى بأن جزءاً أساسياً من التقلب في سعر السهم إنما يعود إلى العوامل غير الأساسية.

6- دراسة 2004 Wael

هدف الدراسة تمحور حول سلوك السوق للفترة الزمنية قبل وأثناء وبعد الإعلان عن الأرباح في سوق باريس للأوراق المالية فضلاً عن دراسة الدور المعلوماتي للأرباح المحاسبية وسرعة تكييف أسعار الأسهم العادية للمعلومات الجديدة، لعينة مكونة من مئة وسبعة عشر اعلاناً عن الأرباح. صنفت الأحداث (الإعلانات) إلى أنباء جيدة، وأنباء غير جيدة، وعدم وجود أية أنباء جديدة خارج التوقعات. في ضوء المقارنة بين ربحية السهم الواحد المتحققة وبين توقعات المحللين الماليين لربحية السهم الواحد. استندت الدراسة على فرضيتين رئيسيتين تتعلق بحجم التداول وأسعار الأسهم لثلاث فترات زمنية قبل وأثناء وبعد الإعلان عن الأرباح وضمن إطار منهجية دراسات الحدث. من أهم الاستنتاجات التي توصلت إليها الدراسة هي الاستجابة السريعة لأسعار الأسهم العادية للإعلانات عن الأرباح التي تحتوي أنباءً جيدة مما هي عليه الإعلانات التي تحتوي على أنباء غير جيدة

7- دراسة 2012 Farooq, et. al.,

هدفت هذه الدراسة إلى التعرف على مدى اعتماد قيمة الإشارة المستوحاة من سياسة توزيع الأرباح على حالات السوق، وكذلك مدى اختلاف استجابة المستثمرين لسياسة توزيع الأرباح تبعاً لاختلاف فترات التوزيع. وذلك من خلال التطبيق على عينة من الشركات من سوق كازابلانكا للأوراق المالية خلال الفترة الممتدة من 2007-2003. وقد وجدت الدراسة علاقة عكسية جوهرية بين نسبة التوزيعات النقدية وتذبذب أسعار الأسهم خلال فترة ثبات النمو، كما وجدت علاقة طردية جوهرية بين نسبة التوزيعات النقدية وعوائد الأسهم خلال الفترة نفسها، وبينت الدراسة أن هذه العلاقة تصبح علاقة غير جوهرية في حال النمو الكبير، كما وبينت الدراسة أن أحد الأسباب وراء تلك النتائج هو أن المستثمرين يولون انتباهاً أقل لقيمة الإشارة للتوزيعات خلال الفترات عند حصولهم على عوائد أعلى على استثماراتهم.

3.1.2 مجالات الاستفادة من الدراسات السابقة

- 1- الإهداء إلى بعض المراجع والمصادر التي يستفيد منها الباحث في تعزيز الجانب النظري للدراسة.
- 2- تمثل تراكمياً معرفياً رسمت للباحث أركان رؤيته نحو الظواهر ذات الصلة بمتغيرات الدراسة.
- 3- للتأكد من جميع الدراسات التي ذكرت لم تتطرق أو تستخدم متغير نسب الإحتجاز وهذا جوهر الإطلاع على الدراسات السابقة فضلاً عن إنه يشكل دافع لدى الباحث في تغطية موضوعه بشكل متكامل.

4.1.2 تميز الدراسة الحالية عن الدراسات السابقة

تباينت جميع الدراسات السابقة من حيث منهج الدراسة المتبع فضلاً عن تباينها بين المنهج الوصفي التحليلي، والمنهج التطبيقي، واختلفت في مجتمع الدراسة. ورغم تشابه الدراسات السابقة العربية والأجنبية في تناول موضوع سياسة توزيع وإحتجاز الأرباح إلا أن هناك تبايناً في الأهداف، فبعضها هدفت إلى دراسة العوامل المحددة لسياسة توزيع وإحتجاز الأرباح، والبعض الآخر هدفت إلى التعرف على أثر إعلان توزيعات الأرباح على سعر السهم السوقي، وبعضها هدفت إلى معرفة أثر الاكتتاب العام على سياسات توزيع الأرباح في المؤسسات الاقتصادية.

أما الدراسة الحالية فإنها تتميز عن الدراسات السابقة بعدة جوانب، يتمثل الجانب الأول بالهدف من هذه الدراسة، إذ هدفت إلى التعرف على مفهوم إحتجاز الأرباح الذي يمثل المتمم الحسابي للتوزيع ، وهذا مالم تتطرق له جميع الدراسات السابقة التي إطلع عليها الباحث وذكرت ضمن هذه الدراسة ، أما الجانب الثاني الذي يميز هذه الدراسة هو مجتمع الدراسة المتمثل في سوق العراق للأوراق المالية الذي لم يُحصى بأي دراسة من الدراسات السابقة ، والجانب الثالث والأخير للتميز يتمثل بالجانب التطبيقي الذي جمع بين التحليل الإحصائي لأثر إحتجاز الأرباح على عوائد الأسهم العادية وبين دراسة الحدث للحكم على كفاءة سوق العراق للأوراق المالية بالشكل نصف القوي.

2.2 المبحث الثاني : منهجية الدراسة

1.2.2 مشكلة الدراسة

يُعد مفهوم إحتجاز الأرباح من المفاهيم المهمة, وذلك لما يتضمنه من عمليات وإجراءات مهمة لاتخاذ القرارات المتعلقة به, إذ يتطلب إجراء دراسة لميزانية الشركة والنظر في الخطط الإستثمارية وتحديد الاحتياجات التمويلية اللازمة, ومن ثم القيام بعملية التوزيع أو الإحتجاز للأرباح . فضلاً عن ذلك فإن لسياسة التوزيع والإحتجاز أثراً كبيرة تتعدى حدود الأداة لتوزيع صافي الإيرادات الفائضة عن التكاليف. لتصل إلى أن أي إختلاف في معدل التوزيعات يكون له أثر كبير على أسعار الأسهم. لذا تتمحور مشكلة هذه الدراسة حول البعدين الآتيين:

- 1- هل لإحتجاز الأرباح أثر في عوائد الأسهم العادية ؟
- 2- هل أسعار السوق المالية تستجيب بشكل كامل وسريع وغير متحيز لحدث إعلان إحتجاز الأرباح من قبل الشركات المدرجة فيه ؟ بمعنى هل السوق المالية كفوءة بالشكل نصف القوي فيما يخص استجابتها لحدث إعلان إحتجاز الأرباح ؟

2.2.2 فرضية الدراسة

في ضوء بعدي المشكلة , فإن للدراسة فرضيتين رئيسيتين هما:

الفرضية الرئيسية الأولى :

لاتوجد علاقة إرتباط وأثر ذات دلالة إحصائية بين إحتجاز الأرباح وعوائد الأسهم العادية . وتتفرع من هذه الفرضية أربعة فرضيات فرعية هي:

- أ- لاتوجد علاقة إرتباط وأثر ذات دلالة إحصائية بين نسبة الإحتجاز ومعدل نمو مقسوم أرباح الأسهم.
- ب- لاتوجد علاقة إرتباط وأثر ذات دلالة إحصائية بين معدل نمو مقسوم أرباح الأسهم والسعر السوقي للسهم.
- ت- لاتوجد علاقة إرتباط وأثر ذات دلالة إحصائية بين معدل نمو مقسوم أرباح الأسهم وعوائد الأسهم العادية.
- ث- لاتوجد علاقة إرتباط وأثر ذات دلالة إحصائية بين نسبة الإحتجاز وعوائد الأسهم العادية.

الفرضية الرئيسية الثانية :

تستجيب أسعار سوق العراق للأوراق المالية لأعلان إحتجاز الأرباح بشكل كامل وسريع وغير متحيز.

3.2.2 أهمية الدراسة

- 1- أنها تختبر واحدة من المفاهيم الاستثمارية المهمة المتمثلة بتأثير إحتجاز الأرباح على عوائد الأسهم العادية وبالتالي معرفة هل إن زيادة الإحتجاز (يعني أنخفاض المقسوم) يفضي إلى تحقيق عوائد غير عادية موجبة أم سالبة ؟ المفترض أن تستجيب الأسعار السوقية بشكل ايجابي عبر إظهار عوائد غير عادية موجبة قبل وأثناء تأريخ الإعلان عن الحدث وتنعدم هذه العوائد غير العادية (تصبح صفراً) بعد تأريخ الإعلان عن الحدث. ولهذا مدلولان. الأول بيان هل أن لقرار الإحتجاز تأثير على قيمة الشركة ؟ والثاني إختبار ضمني لكفاءة السوق نصف القوي (دراسة حدث) ؟ هما تساؤلان محل جدل وخلاف واسعين بالأدب المالي وهو جوهر أهمية هذه الدراسة.
- 2- إنها تبرر للمعنيين من مجتمع إستثماري وإدارة سوق مالية وجهات رقابية حقيقة العلاقة بين متغيرات الدراسة وإلى واقع كفاءة السوق المالية في الإستجابة لمضامين الإعلانات العامة بشكل إجمالي وإعلان إحتجاز الأرباح بشكل خاص.
- 3- تبرز أهميتها في تفرداها بدراسة أثر نسب الإحتجاز في النمو المستقبلي بأرباح الشركات وتأثير ذلك بأسعار وعوائد الأسهم العادية على خلاف الدراسات السابقة التي ركزت على نسب التوزيع وعلاقتها بالمقسوم.

4.2.2 أهداف الدراسة

- 1- التعرف على مفهوم إحتجاز الأرباح ومعرفة إرتباطه وأثره بعوائد الأسهم العادية
- 2- تقديم دراسة مستفيضة والمساهمة العلمية والفكرية في موضوع لم تتبلور محدداته بسبب عدم طرح مثل هكذا دراسة تطبيقية على مستوى العراق.
- 3- أن تكون النتائج التطبيقية التي تتوصل إليها الدراسة هي أدلة إسترشادية للمستثمرين بالاسهم العادية في سوق العراق للأوراق المالية وهذا له أهمية بالغة لكونه يُقدم بصائر ذات دلالات مهمة لإدارة السوق والجهات المعنية بأداءه فيما يخص كفاءة السوق في تخصيص موارد الإقتصاد المحدودة والنادرة.
- 4- الحكم على كفاءة سوق العراق للأوراق المالية في الشكل نصف القوي.

5.2.2 مجتمع وعينة الدراسة

يتمثل مجتمع الدراسة جميع الشركات المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية أما عينة الدراسة فتتمثل القطاع الذي يلبي الشروط الأتية:

الفصل الثاني/ المبحث الثاني ----- منهجية الدراسة

1- أن يكون القطاع صاحب أكبر قيمة سوقية للأسهم المتداولة طوال مدة المعاينة. وبذلك فقد استبعدت 6 قطاعات وإستحوذ قطاع المصارف (الذي يتكون من 22 مصرفاً) على النسبة الأكبر . والجدول (3-2) يوضح ذلك.

الجدول (3-2) القيمة السوقية للأسهم المتداولة لجميع القطاعات المكونة لسوق العراق للأوراق المالية طوال مدة المعاينة (الأرقام بالملايين).

السنوات	المصارف	التأمين	الأستثمار	الخدمات	الصناعة	الفنادق والسياحة	الزراعة	
2005	2534688	7520	14950	53353	276887	237283	22452	المجموع
2006	1450529	6105	13905	39637	219001	211609	19420	
2007	1621846	6800	1250	62681	232518	187028.1	17244	
2008	1722314	7985	12500	63428	270911	219807.5	15109	
2009	2382969	9430	16988	133090	288142	393053	31828	
2010	2408756	16314	10970	141815	393190	455175	36055	
2011	3811589	17431	13449	168362	450793	413714	54895	
2012	4293558	14717	9807	163912	392692	390858	61807	
2013	5228300	13773	4150	144711	558755	427036	79422	
المعدل	2828283	11119	10885	107888	342543	326173.733	37581	3664474.1
النسبة	0.771812	0.003	0.003	0.0294	0.0935	0.0890097	0.01	1

2- يجب أن تكون الشركات المكونة لهذا القطاع مدرجة قبل مدة المعاينة ويجب أن تكون متداولة ومستمرة بالتداول طوال مدة المعاينة . وبذلك فقد أستبعدت 10 مصارف (إثنان منها شطبت خلال مدة المعاينة أما العدد المتبقي فيمثل المصارف التي إدراجت خلال مدة المعاينة) لعدم إستيفائها هذا الشرط . والجدول (2-4) يوضح ذلك.

جدول (2-4) تسلسل المصارف المدرجة قبل وأثناء مدة المعاينة

المصارف المدرجة قبل وأثناء مدة المعاينة				
ت	المصارف	قبل مدة المعاينة	خلال مدة المعاينة	تاريخ الشطب
1	مصرف الوركاء للاستثمار	15/06/2004		
2	مصرف بغداد	15/06/2004		
3	مصرف دار السلام للاستثمار	15/06/2004		
4	مصرف الإستثمار العراقي	15/06/2004		
5	مصرف الإنتمان العراقي	08/07/2004		
6	مصرف الشرق الأوسط	08/07/2004		
7	المصرف المتحد للاستثمار	08/07/2004		07/08/2006
8	المصرف الأهلي العراقي	08/07/2004		
9	مصرف بابل	08/07/2004		
10	المصرف العراقي الإسلامي	25/07/2004		
11	مصرف الخليج التجاري	25/07/2004		
12	المصرف التجاري العراقي	25/07/2004		
13	مصرف البصرة الأهلي للاستثمار	04/09/2004		08/06/2010
14	مصرف سومر التجاري	04/09/2004		
15	مصرف موصل للتنمية		10/01/2005	
16	مصرف الإقتصاد للإستثمار		01/02/2005	
17	مصرف الشمال		15/01/2006	
18	مصرف الأتحاد العراقي		30/10/2006	
19	مصرف كوردستان الدولي		01/11/2006	
20	مصرف آشور الدولي		11/11/2007	
21	مصرف المنصور للاستثمار		01/07/2008	
22	مصرف دجلة والفرات		31/05/2010	
	المجموع	12	8	2

3- أن تكون الشركة قد قدمت للسوق حساباتها الختامية لكامل سنوات مدة المعاينة فضلاً عن توفر البيانات المتعلقة بأسعار تداول أسهمها لكل سنة من سنوات الدراسة وبذلك فقد أستبعدت 4 مصارف لعدم إستيفائها هذا الشرط. والجدول (2-5) يوضح ذلك.

الفصل الثاني/ المبحث الثاني ----- منهجية الدراسة

جدول (5-2) المصارف التي قدمت حساباتها الختامية وأصبحت عينة الدراسة والمصارف التي لم تقدم حساباتها الختامية.

ت	قدمت	لم تُقدم
1	مصرف الوركاء للاستثمار	
2	مصرف بغداد	
3	مصرف دار السلام للاستثمار	
4	مصرف الإستثمار العراقي	
5	مصرف الإنتمان العراقي	
6	مصرف الشرق الأوسط	
7	المصرف الأهلي العراقي	
8	مصرف بابل	
9	المصرف العراقي الإسلامي	
10	مصرف الخليج التجاري	
11	المصرف التجاري العراقي	
12	مصرف سومر التجاري	
المجموع		
	8	4

4- بعد الانتهاء من إختيار عينة الشركات تم الشروع بإختيار عينة دراسة الحدث (إعلانات إحتجاز الأرباح) محل الإهتمام ولأن العينة مكونة من (8) شركات ومدة المعاينة لدراسة الحدث هي (9) سنوات فذلك معناه أن مجتمع الإعلانات مكون من (72) إعلان أو حدث وقد تم إختيار عينة دراسة الحدث على وفق الشروط الآتية :

أ- أن يكون الحدث خاص فقط بإحتجاز الأرباح ولا يحتوي على أي حدث آخر كأن يكون إصدار أسهم أو توزيع أسهم مجانية . وبذلك فقد أستبعد 42 إعلاناً لعدم إستيفائها هذا الشرط.
ب- يتم رفض الحدث في حال عدم التحديد الدقيق ليوم الإعلان عن الحدث. وبذلك فقد أستبعد 20 إعلاناً لعدم إستيفائها هذا الشرط.

وبذلك فقد أصبح عدد الإعلانات عينة دراسة الحدث (10) إعلانات تابعة لثلاثة مصارف والجدول (6-2) يوضح ذلك.

جدول (2-6) إعلانات الحدث لمجموع المصارف عينة الدراسة

السنوات	تأريخ الإعلانات عن الحدث لجميع المصارف								المجموع		
	الاستثمار العراقي	الأنتمان العراقي	التجاري العراقي	الخليج التجاري	مصرف سومر	الشرق الأوسط	مصرف بغداد	مصرف بابل			
2006	18/05/2006	13/07/2006	لايوجد	20/11/2006	02/10/2006	29/06/2006	24/06/2006	17/06/2006	2	5	1
2007	25/11/2007	12/07/2007	26/11/2007	24/10/2007	14/11/2007	30/07/2007	30/08/2007	31/05/2007	2	6	
2008	19/06/2008	07/09/2008	11/08/2008	15/09/2008	15/06/2008	29/05/2008	12/06/2008	11/06/2008	1	7	
2009	لايوجد	لايوجد	لايوجد	لايوجد	لايوجد	لايوجد	لايوجد	لايوجد			8
2010	27/06/2010	05/07/2010	لايوجد	26/08/2010	17/05/2010	27/05/2010	12/10/2010	24/08/2010	2	5	1
2011	29/05/2011	03/07/2011	لايوجد	17/07/2011	26/09/2011	31/03/2011	10/07/2011	13/04/2011	1	6	1
2012	31/12/2012	لايوجد	24/10/2012	02/07/2012	لايوجد	30/04/2012	لايوجد	28/12/2012		5	3
2013	02/10/2013	01/10/2013	23/12/2013	17/06/2013	06/10/2013	لايوجد	10/07/2013	لايوجد		6	2
2014	لايوجد	لايوجد	لايوجد	26/06/2014	لايوجد	08/06/2014	23/07/2014	15/02/2014	2	2	4
									10	42	20

6.2.2 مدد وبيانات الدراسة:

لقد إشتملت الدراسة على نوعين من المدد والبيانات وذلك بغية تحقيق أهدافها , النوع الأول يخص إختبار علاقة الإرتباط والأثر بين إحتجاز الأرباح وعوائد الأسهم العادية والثاني يخص إختبار دراسة الحدث وكالاتي:

- أ- مدة وبيانات إختبار علاقة الإرتباط والأثر:
 - 1- الميزانية العمومية وقائمة الدخل وكشف الأرباح المحتجزة للشركات عينة الدراسة طوال المدة (2005-2013).
 - 2- أسعار الإغلاق السنوية لأسهم شركات العينة طوال المدة(2004-2013).
- ب- مدة وبيانات إختبار دراسة الحدث:
 - 1- أسعار الإغلاق اليومية لأسهم الشركات عينة دراسة الحدث وقد تطلب ذلك الحصول على (16) سعر إغلاق يومي قبل تأريخ إعلان حدث إحتجاز الأرباح المعني وسعر إغلاق يوم الإعلان و (15) سعر إغلاق يومي بعد تأريخ الإعلان.
 - 2- أسعار الإغلاق اليومية لمؤشر سوق العراق للأوراق المالية للمدد المناظرة لأسعار أسهم الشركات التي دخلت إعلانات إحتجازها للأرباح ضمن عينة دراسة الحدث.
 - 3- معدل الفائدة على حوالات الخزانة للبنك المركزي العراقي إستحقاق 3 شهور للمدة المناظرة لعينة إعلانات دراسة الحدث.

7.2.2 إجراءات وأساليب الدراسة

تمحورت إجراءات الدراسة حول بعدي المشكلة الأساسيين وفرضياتها, الإجراء الأول يخص إختبار علاقة الارتباط والأثر بين إحتجاز الأرباح وعود الأسهم العادية عينة الدراسة والإجراء الثاني يخص إختبار كفاءة السوق بالشكل نصف القوي لأعلان إحتجاز الأرباح.

وقد استُخدمت مجموعة من الأساليب العلمية لقياس وتحليل متغيرات الدراسة وإختبار فرضياته، وقبل أن يتم التطرق إلى تلك الأساليب سيتم تعريف الرموز العلمية المستخدمة فيها، ووفق ما يظهر في الجدول (7-2) .

جدول (7-2) الرموز العلمية المستخدمة في الدراسة

ت	الرمز	معناه
1	RR	نسب الإحتجاز
2	PR	نسب التوزيع
3	E	الأرباح
4	D	المقسوم
5	g	معدل نمو مقسوم أرباح الأسهم
6	ROE	العائد على حق الملكية
7	Rf	العائد على حولات الخزانة الصادرة من البنك المركزي لثلاثة شهور
8	B	معامل بيتا
9	Cov(j, m)	التباين المشترك بين عائد الاوراق المالية وعود محفظة السوق
10	δ^2m	التباين بعوائد محفظة السوق
11	R_t	العائد الفعلي السهم (i) في الوقت (t) .
12	In	اللوغارتم الطبيعي
13	P_t	سعر الإغلاق للسوق أو السهم للمدة الحالية.
14	P_{t-1}	سعر الإغلاق للسوق أو السهم للمدة السابقة.
15	AR_{it}	العائد غير العادي السهم (i) في الوقت (t) .
16	$E(R_{it})$	العائد المتوقع السهم (i) في الوقت (t) .
17	AAR	متوسط العائد غير العادي للسوق
18	CAAR	متوسط العائد غير العادي المتراكم للسوق
19	\overline{RM}	معدل عائد السوق

أعداد الباحث اعتماداً على ماتضمنه الجانب النظري والأدبيات في الفكر المالي

أولاً : الأساليب المالية المستخدمة في قياس وتحليل متغيرات الدراسة

1- نسبة الاحتجاز: تم حساب نسبة احتجاز الأرباح وفق المعادلة رقم (4-1) السالفة الذكر (Toit,2013:58).

2- معدل نمو مقسوم أرباح الأسهم : تم حسابه وفق المعادلة رقم (14-1) السالفة الذكر (Brown and (Reilly,2009:345).

3- معدل العائد المتوقع : تم احتساب هذا المعدل باستخدام نموذج تسعير الموجودات الرأسمالية (CAPM) وفق المعادلة رقم (6-1) السالفة الذكر (Archer,et.al,1983:118).

4- معامل بيتا: تم احتساب معامل بيتا للسهم لكل شركة من شركات العينة وفق المعادلة رقم (19-1) السالفة الذكر (Olweny,2011:129).

5- العائد الفعلي: فقد حُسب وفق الصيغة الآتية (Fama,1965:69)

$$R_t = \ln P_t - \ln P_{t-1}$$

6- العائد غير العادي :تم احتسابه وفق المعادلة رقم (23-1) السالفة الذكر (Brown and (Reilly,2009:347)

ثانياً : الأساليب الإحصائية المستخدمة في تحليل واختبار فرضيات الدراسة:

من أجل اختبار فرضية الدراسة وتحقيق أهدافها فقد استخدمت جملة من الأساليب الإحصائية ومن أهمها المتوسطات ومعلمات الانحدار والإرتباط فضلاً عن إختبارات المعنوية وذلك بالإستعانة بالبرامج أكسل و (SPSS).

الفصل الثالث

الجانب التطبيقي للدراسة

المبحث الأول : مناقشة وأختبار أثر إحتجاز الأرباح على عوائد الأسهم العادية لعينة الدراسة .

المبحث الثاني : إختبار الشكل نصف القوي لكفاءة السوق في إستجابته لإعلان إحتجاز الأرباح .

3. الفصل الثالث: الجانب التطبيقي للدراسة

1.3 المبحث الأول : مناقشة واختبار أثر إحتجاز الأرباح على عوائد الأسهم العادية لعينة الدراسة

1.1.3 تحليل نتائج حساب متغيرات الدراسة للمصارف عينة الدراسة

سيتم في هذا الجزء من الجانب التطبيقي للدراسة تحليل وإختبار أثر إحتجاز الأرباح على عوائد الأسهم العادية الثمانية المكونة لعينة الدراسة . وقد تطلب ذلك عرض وتحليل نتائج حساب متغيرات الدراسة على مستوى كل مصرف من المصارف عينة الدراسة تمهيداً لأختبار الفرضية الرئيسة الأولى.

1.1.1.3 تحليل نتائج حساب متغيرات مصرف بابل

يظهر الجدول (3-1) نسب الإحتجاز ومعدل النمو في مقسوم الأرباح وأسعار الإغلاق السنوية والعوائد الفعلية لسهم مصرف بابل ولمدة تسع سنوات . ويتبين من العمود الثاني في الجدول أن نسب الإحتجاز تراوحت بين (62%-86%) . وبلغت أعلى نسبة (86%) في سنة 2007 التي تحقق فيها أعلى مستوى من معدل النمو في مقسوم الأرباح إذ بلغ (9.7696) . وإنَّ إرتفاع نسب الإحتجاز لمصرف بابل الذي تزامن مع الارتفاع الكبير في معدل النمو في مقسوم أرباح الأسهم يعكس نجاح المصرف في إعادة استثمار أرباحه المحتجزة مما يسهم في تعظيم قيمته في السوق. وإنَّ نتائج التحليل تدلُّ على الاعتماد الكبير لمصرف بابل على التمويل الممتمك في تمويل استثماراته وهذا يعني بالمقابل ازدهار فرص النمو خلال مدة البحث مما دفع المصرف إلى إعادة استثمار أرباحه في الفرص الاستثمارية المتاحة، بالشكل الذي يؤدي إلى زيادة أرباحه. ويظهر العمود الرابع أسعار السهم خلال مدة الدراسة وتشير هذه النتائج أن إرتفاع سعر السهم نوعاً ما يواكب الإرتفاع في نسب الإحتجاز ومعدل النمو في مقسوم أرباح الأسهم فقد تحقق إرتفاعاً في سعر السهم بفارق (0.25%) عن السنة السابقة عند تحقق النسبة الأعلى للإحتجاز في سنة 2007 وكذلك عند تحقق أعلى معدل نمو في مقسوم أرباح الأسهم. أما العمود الخامس فيظهر العائد الفعلي للسهم إذ بلغ أعلى عائد (0.42) في سنة 2009 نتيجة لأرتفاع سعر السهم بفارق (0.60) عن السنة السابقة والذي واكب إرتفاع نسبة الإحتجاز بفارق (0.18) عن السنة السابقة لها.

الجدول (1-3) يبين نسب الاحتجاز ومعدلات النمو في مقسوم الأرباح وأسعار الإغلاق السنوية وعوائد الإستثمار بالأسهم العادية لمصرف بابل.

السنة	المتغيرات				أسم المصرف
	R	P	g	RR	
2005	-1.707	2.45	4.632	0.8	مصرف بابل
2006	-0.896	1	6.824	0.8	
2007	0.223	1.25	9.7696	0.86	
2008	-0.083	1.15	8.6614	0.62	
2009	0.42	1.75	5.288	0.8	
2010	-0.699	0.87	6.358	0.85	
2011	-0.071	0.81	3.616	0.8	
2012	-0.038	0.78	3.69	0.82	
2013	-0.108	0.7	1.5249	0.69	
	-0.3288	1.1956	5.596	0.7822	

المصدر: اعداد الباحث اعتماداً على تقارير سوق العراق للأوراق المالية

2.1.1.3 تحليل نتائج حساب متغيرات مصرف الشرق الأوسط

يعرض الجدول (2-3) تحليل نتائج حساب متغيرات الدراسة لسهم مصرف الشرق الأوسط ولمدة تسع سنوات . ويتبين من العمود الثاني تفاوت نسب الإحتجاز إذ تراوحت بين (57%-95%) . وبلغت أعلى نسبة (95%) في سنة 2008 أما أقل نسبة إحتجاز بلغت (57%) في سنة 2013 التي تحقق فيها أقل مستوى من معدل النمو في مقسوم الأرباح إذ بلغ (5.871) . وإنَّ الإرتفاع والإخفاض في نسب الإحتجاز لمصرف الشرق الأوسط تزامن مع الإرتفاع والإخفاض في معدل النمو في مقسوم أرباح الأسهم لأغلب سنوات الدراسة عدا (2010,2009) ويلاحظ أن المعدل العام لمعدلات نمو مقسوم أرباح الأسهم لمصرف الشرق الأوسط هو أعلى من المعدل العام لمعدلات نمو مقسوم أرباح الأسهم لمصرف بابل بفارق (9.465). ويظهر العمود الرابع أسعار السهم خلال مدة الدراسة وتشير هذه النتائج أن إرتفاع سعر السهم لأغلب سنوات الدراسة تُواكب الإرتفاع في نسب الإحتجاز ومعدل النمو في مقسوم أرباح الأسهم عدا (2013, 2008) فقد تحقق أعلى إرتفاعاً في سعر السهم إذ بلغ (5.8) في سنة 2005 والتي تحقق فيها أعلى معدل نمو في مقسوم أرباح الأسهم. أما العمود الخامس فيظهر العائد الفعلي للسهم إذ بلغ أعلى عائد (0.557) في سنة 2011 نتيجة لأرتفاع سعر السهم بفارق (0.82) عن السنة السابقة. ويُستدل من نتائج التحليل أن العوائد الفعلية الأخرى ترتفع وتتنخفض بغض النظر عن الإرتفاع أو الإخفاض في نسبة الإحتجاز لذلك من نتائج التحليل يتضح أن نسبة الإحتجاز لا تؤثر في العوائد الفعلية ، وهذا مع أنه لا ينسجم مع ما جاء في أدبيات الإدارة المالية إلا أنه في الوقت نفسه يؤيد ما جاء في هذه الأدبيات من أهمية أثر نسبة الإحتجاز في عوائد الأسهم العادية، وعليه فإن نتائج الاختبار ستظهر حتماً مغايرة لما جاء في هذه الأدبيات.

الجدول (2-3) يبين نسبة الإحتجاز ومعدلات النمو في مقسوم الأرباح وأسعار الإغلاق السنوية وعوائد الإستثمار بالأسهم العادية لمصرف الشرق الأوسط

السنة	المتغيرات				أسم المصرف
	R	P	g	RR	
2005	-0.188	5.8	27.863	0.75	مصرف الشرق الأوسط
2006	-1.17	1.8	9.648	0.67	
2007	0.329	2.5	20.628	0.72	
2008	-0.151	2.15	20.767	0.95	
2009	0.19	2.6	21.26	0.74	
2010	-0.86	1.1	8.3106	0.81	
2011	0.557	1.92	10.854	0.81	
2012	-0.274	1.46	10.352	0.8	
2013	0.092	1.6	5.871	0.57	
	-0.164	2.3256	15.061	0.7578	

المصدر: اعداد الباحث اعتماداً على تقارير سوق العراق للأوراق المالية

3.1.1.3 تحليل نتائج حساب متغيرات مصرف سومر التجاري

لقد أشارت نتائج جدول (3-3) تفاوت نسب الإحتجاز إذ تراوحت بين (37%-69%) . وبلغت أقل نسبة إحتجاز (37%) في سنة 2005. وإنَّ الإرتفاع والإخفاض في نسب الإحتجاز لمصرف سومر التجاري تزامن مع الإرتفاع والإخفاض في معدل النمو في مقسوم أرباح الأسهم لأغلب سنوات الدراسة عدا سنة (2006) وكذلك يلاحظ أن جميع السنوات التي كانت فيها نسب إحتجاز مشابهة للسنة السابقة يصاحبها إخفاض في معدل نمو مقسوم الأرباح . ويظهر العمود الرابع أسعار السهم خلال مدة الدراسة وتشير هذه النتائج أن إرتفاع سعر السهم لبعض سنوات الدراسة تُواكب الإرتفاع في معدل النمو في مقسوم أرباح الأسهم فقد تحقق أقل إخفاضاً في سعر السهم إذ بلغ (0.81) في سنة 2010 والتي تحقق فيها أقل معدل نمو في مقسوم أرباح الأسهم. أما العمود الخامس فيظهر العائد الفعلي للسهم وتراوحت جميع العوائد بين الإيجاب والسلب إذ بلغ أعلى عائد (0.348) في سنة 2005 نتيجة لأرتفاع سعر السهم. ويُستدل من نتائج التحليل أن العوائد الفعلية الأخرى نوعاً ما تُواكب الإرتفاع و الإخفاض في نسبة الإحتجاز .

الجدول (3-3) يبين نسب الإحتجاز ومعدلات النمو في مقسوم الأرباح وأسعار الإغلاق السنوية وعوائد الإستثمار بالأسهم العادية لمصرف سومر التجاري

السنة	المتغيرات				أسم المصرف
	R	P	g	RR	
2005	0.348	3.4	1.9573	0.37	مصرف سومر التجاري
2006	-0.85	1.45	3.23	0.68	
2007	-0.48	0.9	3.5242	0.67	
2008	0	0.9	1.1658	0.67	
2009	0	0.9	5.032	0.68	
2010	-0.11	0.81	0.4352	0.68	
2011	0.012	0.82	0.1632	0.68	
2012	0.218	1.02	0.5244	0.69	
2013	-0.02	1	0.4692	0.69	
	-0.098	1.2444	1.8335	0.6456	

المصدر: اعداد الباحث اعتماداً على تقارير سوق العراق للأوراق المالية

4.1.1.3 تحليل نتائج حساب متغيرات مصرف الخليج التجاري

يتضح من الجدول (3-4) نسب الإحتجاز ومعدل النمو في مقسوم الأرباح وأسعار الإغلاق السنوية والعوائد الفعلية لسهم مصرف الخليج التجاري ولمدة تسع سنوات . ويتبين من العمود الثاني في الجدول أن نسب الإحتجاز تراوحت بين (40%-80%) . وبلغت أقل نسبة إحتجاز (40%) في سنة 2006 التي تحقق فيها أقل مستوى من معدل النمو في مقسوم الأرباح إذ بلغ (4.04) ويلاحظ أن السنوات الثلاثة الأخيرة من سنوات الدراسة ثبات نسب الإحتجاز . وإنَّ الإرتفاع والإخفاض في نسب الإحتجاز لمصرف الخليج التجاري تزامن مع الإرتفاع والإخفاض في معدل النمو في مقسوم أرباح الأسهم لأغلب سنوات الدراسة عدا سنة (2009) ويظهر العمود الرابع أسعار السهم خلال مدة الدراسة وتشير هذه النتائج أن إرتفاع سعر السهم لأغلب سنوات البحث ثواب الإرتفاع في معدل نمو مقسوم أرباح الأسهم عدا (2007, 2008, 2013) فقد تحقق أعلى إرتفاعاً في سعر السهم إذ بلغ (6.85) في سنة 2005. أما العمود الخامس فيظهر العائد الفعلي للسهم إذ بلغ أعلى عائد (0.115) في السنة التي تحقق فيها أعلى نسب الإحتجاز هي سنة 2011 , ويتضح من نتائج التحليل أن تحقق أعلى عائد نتيجة لأرتفاع سعر السهم بفارق (0.21) عن السنة السابقة والذي واكب إرتفاع نسبة الإحتجاز بفارق (0.15) عن السنة السابقة لها. ويُستدل من نتائج التحليل أن العوائد الفعلية الأخرى ترتفع وتنخفض بغض النظر عن الإرتفاع أو الإخفاض في نسبة الإحتجاز .

الجدول (3-4) يبين نسب الإحتجاز ومعدلات النمو في مقسوم الأرباح وأسعار الإغلاق السنوية وعوائد الإستثمار بالأسهم العادية لمصرف الخليج التجاري

السنة	المتغيرات				أسم المصرف
	R	P	g	RR	
2005	0.052	6.85	7.315	0.7	مصرف الخليج التجاري
2006	-1.624	1.35	4.04	0.4	
2007	0.105	1.5	8.39	0.5	
2008	-0.034	1.45	22.092	0.6	
2009	0.216	1.8	8.088	0.6	
2010	-0.693	0.9	6.305	0.65	
2011	0.115	1.01	7.88	0.8	
2012	0.076	1.09	16.56	0.8	
2013	0.054	1.15	12.488	0.8	
	-0.193	1.9	10.351	0.65	

المصدر: اعداد الباحث اعتماداً على تقارير سوق العراق للأوراق المالية

5.1.1.3 تحليل نتائج حساب متغيرات مصرف بغداد

بالنظر إلى نتائج الجدول (3-5) يتبين نسب الإحتجاز ومعدل النمو في مقسوم الأرباح وأسعار الإغلاق السنوية والعوائد الفعلية لسهم مصرف بغداد ولمدة تسع سنوات . ويظهر العمود الثاني في الجدول أن نسب الإحتجاز تراوحت بين (15%-88%) ويُلاحظ أن نسب إحتجاز هذ تتسم بالتقلب الشديد . وبلغت أعلى نسبة (88%) في سنة 2008 التي تحققت فيها أعلى مستوى من معدل النمو في مقسوم الأرباح إذ بلغ (20.2048). وإنَّ الإرتفاع والإخفاض في نسب الإحتجاز لمصرف بغداد تزامن مع الإرتفاع والإخفاض في معدل النمو في مقسوم أرباح الأسهم لأغلب سنوات الدراسة عدا سنة (2005) . ويظهر العمود الرابع أسعار السهم خلال مدة الدراسة وتشير هذه النتائج أن إرتفاع سعر السهم لأغلب سنوات الدراسة تُواكب الإرتفاع في معدل النمو في مقسوم أرباح الأسهم عدا (2005,2008,2009) فقد تحققت أعلى إرتفاعاً في سعر السهم إذ بلغ (6.4) في سنة 2005 أما أقل إنخفاضاً في سعر السهم بلغ (1.8) في سنة 2012 التي حققت فيها أقل نسبة إحتجاز. أما العمود الخامس فيظهر العائد الفعلي للسهم إذ بلغ أعلى عائد (0.665) في سنة 2011 نتيجة لأرتفاع سعر السهم بفارق (1.69) عن السنة السابقة له.

الجدول (3-5) يبين نسب الإحتجاز ومعدلات النمو في مقسوم الأرباح وأسعار الإغلاق السنوية وعوائد الإستثمار بالأسهم العادية لمصرف بغداد

السنة	المتغيرات				أسم المصرف
	R	P	g	RR	
2005	-0.935	6.4	1.4711	0.47	مصرف بغداد
2006	-1.163	2	4.242	0.3	
2007	0.438	3.1	18.179	0.7	
2008	-0.343	2.2	20.2048	0.88	
2009	0.108	2.45	11.584	0.8	
2010	-0.314	1.79	8.7	0.75	
2011	0.665	3.48	12.016	0.8	
2012	-0.659	1.8	1.8165	0.15	
2013	0.135	2.06	2.2	0.2	
	-0.23	2.8089	8.9348	0.5611	

المصدر: اعداد الباحث اعتماداً على تقارير سوق العراق للأوراق المالية

6.1.1.3 تحليل نتائج حساب متغيرات المصرف التجاري العراقي

يظهر الجدول (3-6) نسب الإحتجاز ومعدل النمو في مقسوم الأرباح وأسعار الإغلاق السنوية والعوائد الفعلية لسهم المصرف التجاري العراقي ولمدة تسع سنوات . ويتبين من العمود الثاني في الجدول أن نسب الإحتجاز تراوحت بين (25%-77%) . وبلغت أعلى نسبة إحتجاز في سنة 2010 التي تحققت فيها أعلى مستوى من معدل النمو في مقسوم الأرباح إذ بلغ (10.8031) . وإنَّ الإرتفاع والإخفاض في نسب الإحتجاز للمصرف التجاري العراقي تزامن مع الارتفاع والإخفاض في معدل النمو في مقسوم أرباح الأسهم لأغلب سنوات الدراسة عدا سنة (2005) ويُلاحظ أن أعلى نسب الإحتجاز للمصرف التجاري العراقي كانت من (2009-2012) وهذا يدلُّ على الاعتماد الكبير للمصرف على التمويل الممتلك في تمويل استثماراته خلال هذه السنوات. أما العمود الرابع فيظهر أسعار السهم خلال مدة الدراسة وتشير هذه النتائج أن إرتفاع سعر السهم لسنوات الدراسة نوعاً ما تُواكب مع الإرتفاع في معدل النمو في مقسوم أرباح الأسهم. ويبين العمود الخامس العائد الفعلي للسهم إذ تراوح العائد بين السلب والايجاب ولكن كان ميالاً للجانب السالب إذ بلغ أعلى عائد (1.221) في سنة 2005. ويُستدل من نتائج التحليل أن العوائد الفعلية الأخرى ترتفع وتنخفض بغض النظر عن الارتفاع أو الإخفاض في نسبة الإحتجاز.

الجدول (3-6) يبين نسب الاحتجاز ومعدلات النمو في مقسوم الأرباح وأسعار الإغلاق السنوية وعوائد الإستثمار بالأسهم العادية للمصرف التجاري العراقي

السنة	المتغيرات				أسم المصرف
	R	P	g	RR	
2005	1.221	20	0.144	0.06	المصرف التجاري العراقي
2006	-2.733	1.3	0.6929	0.41	
2007	0.038	1.35	1.165	0.5	
2008	-0.16	1.15	0.8613	0.33	
2009	0.232	1.45	3.2832	0.72	
2010	-0.042	1.39	10.8031	0.77	
2011	-0.09	1.27	3.8304	0.72	
2012	0	1.27	6.8302	0.74	
2013	-0.322	0.92	1.13	0.25	
	-0.206	3.3444	3.1933	0.5	المعدل

المصدر: اعداد الباحث اعتماداً على تقارير سوق العراق للأوراق المالية

7.1.1.3 تحليل نتائج حساب متغيرات مصرف الإئتمان العراقي

يوضح الجدول (7-3) نسب الإحتجاز ومعدل النمو في مقسوم الأرباح وأسعار الإغلاق السنوية والعوائد الفعلية لسهم مصرف الإئتمان العراقي ولمدة تسع سنوات . ويتضح من العمود الثاني في الجدول أن نسب الإحتجاز تراوحت بين (10%-75%) . وبلغت أعلى نسبة إحتجاز في سنة 2008 أما أقل نسبة إحتجاز تحققت في سنة 2006 لذلك يُلاحظ أن نسب إحتجاز الأرباح لمصرف الإئتمان العراقي تتسم بالتقلب الشديد . وإنَّ الإرتفاع والإخفاض في نسب الإحتجاز تزامن مع الارتفاع والإخفاض في معدل النمو في مقسوم أرباح الأسهم لأغلب سنوات الدراسة عدا سنة (2008,2009,2013) . ويظهر العمود الرابع أسعار السهم خلال مدة الدراسة وتشير هذه النتائج أن إرتفاع سعر السهم لأغلب سنوات الدراسة تُواكب مع الإرتفاع في معدل النمو في مقسوم أرباح الأسهم ل 6 سنوات فقط من مدة الدراسة البالغة تسع سنوات. أما العمود الخامس فيظهر العائد الفعلي للسهم إذ تراوح العائد بين السلب والايجاب ولكن كان ميالاً للجانب السالب إذ بلغ أعلى عائد (0.385) في سنة 2011 نتيجة لأرتفاع سعر السهم بفارق (1.15) عن السنة السابقة له . ويُستدل من نتائج التحليل أن العوائد الفعلية الأخرى واكبت الارتفاع و الانخفاض في نسبة الإحتجاز لذلك من نتائج التحليل يتضح أن نسبة الاحتجاز تؤثر في العوائد الفعلية ، وهذا ينسجم مع ما جاء في أدبيات الإدارة المالية، وعليه فإن نتائج الاختبار ستظهر حتماً لما جاء في هذه الأدبيات.

الجدول (7-3) يبين نسب الاحتجاز ومعدلات النمو في مقسوم الأرباح وأسعار الإغلاق السنوية وعوائد الإستثمار بالأسهم العادية لمصرف الأئتمان العراقي

السنة	المتغيرات				أسم المصرف
	R	P	g	RR	
2005	0.159	18.75	10.692	0.6	مصرف الأئتمان العراقي
2006	-0.58	10.5	3.606	0.1	
2007	-1.07	3.6	15.5106	0.63	
2008	-0.234	2.85	13.86	0.75	
2009	0.176	3.4	4.6172	0.68	
2010	-0.328	2.45	1.0908	0.18	
2011	0.385	3.6	4.0365	0.39	
2012	-0.427	2.35	3.27	0.25	
2013	0.025	2.41	2.7542	0.47	
	-0.21	5.5456	6.6041	0.45	المعدل

المصدر: اعداد الباحث اعتماداً على تقارير سوق العراق للأوراق المالية

8.1.1.3 تحليل نتائج حساب متغيرات مصرف الإستثمار العراقي

يستعرض الجدول (3-8) نسب الإحتجاز ومعدل النمو في مقسوم الأرباح وأسعار الإغلاق السنوية والعوائد الفعلية لسهم مصرف الإستثمار العراقي ولمدة تسع سنوات . ويتبين من العمود الثاني في الجدول أن نسب الإحتجاز تراوحت بين (1%-80%) . وبلغت أعلى نسبة إحتجاز في سنة 2006 أما أقل نسبة إحتجاز تحققت في سنة 2009 التي تحققت فيها أقل مستوى من معدل النمو في مقسوم الأرباح إذ بلغ (0.0735) . وإن الإرتفاع والإخفاض في نسب الإحتجاز لمصرف الإستثمار العراقي تزامن مع الإرتفاع والإخفاض في معدل النمو في مقسوم أرباح الأسهم لأغلب سنوات البحث عدا سنة (2005,2006) والجدير بالذكر أن معدل نسب الإحتجاز بشكل عام هو أقل معدل من بين جميع المصارف عينة الدراسة ورغم أنه أقل معدل إلا أنه يدل على الاعتماد المتوسط للمصرف على التمويل الممتلك في تمويل استثماراته. ويظهر العمود الرابع أسعار السهم خلال مدة الدراسة وتشير هذه النتائج أن إرتفاع سعر السهم لسنوات الدراسة تُواكب مع الإرتفاع في معدل النمو في مقسوم أرباح الأسهم لخمس سنوات فقط من مدة الدراسة البالغة تسع سنوات. أما العمود الخامس فيظهر العائد الفعلي للسهم إذ بلغ أعلى عائد (0.143) في سنة 2008 نتيجة لأرتفاع سعر السهم بفارق (0.2) عن السنة السابقة له والذي أيضاً واكب إرتفاع نسبة الإحتجاز بفارق (0.21) عن السنة السابقة لها.

الجدول (3-8) يبين نسب الإحتجاز ومعدلات النمو في مقسوم الأرباح وأسعار الإغلاق السنوية وعوائد الإستثمار بالأسهم العادية لمصرف الإستثمار العراقي

السنة	المتغيرات				أسم المصرف
	R	P	g	RR	
2005	-1.014	3.9	10.225	0.63	مصرف الإستثمار العراقي
2006	-1.099	1.3	1.088	0.8	
2007	0	1.3	16.24	0.78	
2008	0.143	1.5	6.872	0.4	
2009	0.065	1.6	0.0735	0.01	
2010	-0.255	1.24	3.9273	0.39	
2011	-0.266	0.95	0.0847	0.01	
2012	0.061	1.01	0.4563	0.39	
2013	-0.04	0.97	8.335	0.5	
	-0.267	1.53	5.2557	0.4344	المعدل

المصدر: اعداد الباحث اعتماداً على تقارير سوق العراق للأوراق المالية

9.1.1.3 تحليل نتائج حساب متغيرات الدراسة لمجموع المصارف عينة الدراسة طوال المدة المبحوثة.

يظهر الجدول (3-9) نسب الإحتجاز ومعدل النمو في مقسوم الأرباح وأسعار الإغلاق السنوية والعوائد الفعلية لجميع المصارف عينة الدراسة طوال المدة المبحوثة . كما ويظهر المعدل لجميع نسب الإحتجاز ومعدل النمو في مقسوم الأرباح وأسعار الإغلاق السنوية والعوائد الفعلية ويتبين من العمود الثالث عشر في الجدول أن معدل نسب الإحتجاز تراوحت بين (0.4344 - 0.7822) . وأن أعلى نسب الإحتجاز كانت من نصيب مصرف بابل , ثم مصرف الشرق الأوسط (0.7578) , ثم مصرف سومر التجاري (0.6456) , ثم مصرف الخليج التجاري (0.65) , ثم مصرف بغداد (0.5611) , ثم المصرف التجاري العراقي (0.5) , ثم المصرف الإئتمان العراقي (0.45) , وأخيراً مصرف الإستثمار العراقي (0.4344). أما بالنسبة إلى معدلات نمو مقسوم الأرباح فتراوحت بين (1.8326 - 15.061) وأن أعلى معدلات نمو مقسوم الأرباح كانت من نصيب مصرف الشرق الأوسط, ثم مصرف الخليج التجاري (10.351) , ثم مصرف بغداد (8.9348) , ثم مصرف الإئتمان العراقي (6.6041) , ثم مصرف بابل (5.596) , ثم مصرف الإستثمار العراقي (5.2557) , ثم المصرف التجاري العراقي (3.1933) , وأخيراً مصرف سومر التجاري (0.4344). أما بالنسبة إلى معدلات العوائد الفعلية فيظهر الجدول جميع المصارف حققت عوائد سلبية والخسارة الأكبر كانت من نصيب مصرف بابل بلغت (-0.329) , ثم مصرف الإستثمار العراقي (-0.267) , ثم مصرف بغداد (-0.23) , ثم مصرف الأئتمان العراقي (-0.21) , ثم المصرف التجاري العراقي (-0.206) , ثم مصرف الخليج التجاري (-0.193) , ثم مصرف الشرق الأوسط (-0.164) , ثم مصرف سومر التجاري (-0.098) . وتعد هذه خسارة كبيرة لقطاع المصارف الذي يُعد القطاع الأكثر تداولاً في السوق.

الفصل الثالث/ المبحث الأول ----- الجانب التطبيقي للدراسة

الجدول (9-3) نسب الاحتجاز ومعدلات نمو مقسوم الأرباح وأسعار الإغلاق السنوية وعوائد الإستثمار بالأسهم العادية لمجموع المصارف عينة الدراسة طوال المدة (2005-2013).

ت	المصارف	المتغيرات	السنوات							المعدل		
			2013	2012	2011	2010	2009	2008	2007		2006	2005
1	مصرف بابل	RR	0.8	0.8	0.86	0.8	0.62	0.8	0.85	0.8	0.69	0.7822
		g	4.632	6.824	9.77	8.661	5.288	6.358	3.616	1.525	5.596	
		P	2.45	1	1.25	1.15	1.75	0.87	0.81	0.7	1.1956	
		R	-1.71	-0.9	0.223	-0.08	0.42	-0.7	-0.07	-0.11	-0.329	
2	مصرف الشرق الأوسط	RR	0.75	0.67	0.72	0.95	0.74	0.81	0.81	0.8	0.57	0.7578
		g	27.86	9.648	20.63	20.77	21.26	8.31	10.85	10.35	5.871	15.061
		P	5.8	1.8	2.5	2.15	2.6	1.1	1.92	1.46	1.6	2.3256
		R	-0.19	-1.17	0.329	-0.15	0.19	-0.86	0.557	-0.27	0.092	-0.164
3	مصرف سومر التجاري	RR	0.37	0.68	0.67	0.67	0.68	0.68	0.68	0.69	0.69	0.6456
		g	1.957	3.23	3.524	1.166	5.032	0.435	0.163	0.517	0.469	1.8326
		P	3.4	1.45	0.9	0.9	0.9	0.81	0.82	1.02	1	1.2444
		R	0.348	-0.85	-0.48	0	0	-0.11	0.012	0.218	-0.02	-0.098
4	مصرف الخليج التجاري	RR	0.7	0.4	0.5	0.6	0.6	0.65	0.8	0.8	0.8	0.65
		g	7.315	4.04	8.39	22.09	8.088	6.305	7.88	16.56	12.49	10.351
		P	6.85	1.35	1.5	1.45	1.8	0.9	1.01	1.09	1.15	1.9
		R	0.052	-1.62	0.105	-0.03	0.216	-0.69	0.115	0.076	0.054	-0.193
5	مصرف بغداد	RR	0.47	0.3	0.7	0.88	0.8	0.75	0.8	0.15	0.2	0.5611
		g	1.471	4.242	18.18	20.2	11.58	8.7	12.02	1.817	2.2	8.9348
		P	6.4	2	3.1	2.2	2.45	1.79	3.48	1.8	2.06	2.8089
		R	-0.94	-1.16	0.438	-0.34	0.108	-0.31	0.665	-0.66	0.135	-0.23
6	المصرف التجاري العراقي	RR	0.06	0.41	0.5	0.33	0.72	0.72	0.77	0.74	0.25	0.5
		g	0.144	0.693	1.165	0.861	3.283	10.8	3.83	6.83	1.13	3.1933
		P	20	1.3	1.35	1.15	1.45	1.39	1.27	1.27	0.92	3.3444
		R	1.221	-2.73	0.038	-0.16	0.232	-0.04	-0.09	0	-0.32	-0.206
7	مصرف الأنتمان العراقي	RR	0.6	0.1	0.63	0.75	0.68	0.18	0.39	0.25	0.47	0.45
		g	10.69	3.606	15.51	13.86	4.617	1.091	4.037	3.27	2.754	6.6041
		P	18.75	10.5	3.6	2.85	3.4	2.45	3.6	2.35	2.41	5.5456
		R	0.159	-0.58	-1.07	-0.23	0.176	-0.33	0.385	-0.43	0.025	-0.21
8	مصرف الأستثمر العراقي	RR	0.63	0.8	0.78	0.4	0.01	0.39	0.01	0.39	0.5	0.4344
		g	10.22	1.088	16.24	6.872	0.074	3.927	0.085	0.456	8.335	5.2557
		P	3.9	1.3	1.3	1.5	1.6	1.24	0.95	1.01	0.97	1.53
		R	-1.01	-1.1	0	0.143	0.065	-0.26	-0.27	0.061	-0.04	-0.267

المصدر: اعداد الباحث اعتماداً على تقارير سوق العراق للأوراق المالية

2.1.3 اختبار الفرضية الرئيسية الأولى للدراسة:

في هذا الجزء من الجانب التطبيقي سنحاول اختبار صحة الفرضية الرئيسية الأولى من الدراسة وقد تطلب ذلك القيام بعملية تحليل الانحدار وعلى أربعة مستويات.

إذ يسعى المستوى الأول لإختبار علاقة الأثر والإرتباط بين نسبة الإحتجاز RR ومعدل النمو في مقسوم أرباح الأسهم g . ويحاول المستوى الثاني بيان فيما إذا كانت هناك علاقة بين معدل النمو في مقسوم أرباح الأسهم وأسعارها السوقية P . أما المستوى الثالث فهو يهتم ببيان فيما إذا كانت هناك علاقة بين معدل النمو في مقسوم أرباح الأسهم وعوائد الاستثمار بالأسهم العادية R . وختاماً يسعى المستوى الرابع إلى بيان فيما إذا كانت هناك علاقة بين نسبة الإحتجاز وعوائد الإستثمار بالأسهم العادية. تمهيداً لأختبار الفرضية الرئيسية الأولى وكالاتي.

1.2.1.3 إختبار الفرضية الرئيسية الأولى لمصرف بابل

الفرضية الرئيسية الأولى :

(لا توجد علاقة ارتباط وأثر ذات دلالة إحصائية بين احتجاز الأرباح وعوائد الأسهم العادية)

وتتفرع من هذه الفرضية أربع فرضيات فرعية هي:

1- لا توجد علاقة ارتباط وأثر ذات دلالة إحصائية بين نسبة الإحتجاز ومعدل نمو مقسوم أرباح الأسهم.

يعرض الجدول (3-10) المستوى الأول من تحليل الإنحدار ويتبين من قيمة معامل الأرتباط R هناك علاقة إرتباط قوية وطرديّة إذ بلغ معامل الإرتباط (0.915418031) ويُسْتدل على العلاقة القوية والقوة التفسيرية العالية للنموذج من قوة معامل التحديد R^2 إذ بلغت (0.837990171) ومعناه أن التغير في نسبة الإحتجاز لديه القدرة على تفسير أكثر من (83%) من التغير في معدل نمو مقسوم أرباح هذا السهم.

ويتبين من قيمة بيتا النموذج أن تغير بنسبة (10%) يفضي إلى التغير بمعدل نمو مقسوم أرباح السهم بنسبة (70%) وجميع هذه النتائج كانت معنوية بمستوى ثقة (95%) , بل يُستدل من قيمة (P- Value) أن احتمال الخطأ في رفض فرضية العدم هو أقرب إلى الصفر وهذا معناه وجوب رفض فرضية العدم وقبول الفرضية البديلة التي تنص على (توجد علاقة ارتباط وأثر ذات دلالة إحصائية بين نسبة الإحتجاز ومعدل نمو مقسوم أرباح الأسهم).

2- لا توجد علاقة ارتباط وأثر ذات دلالة إحصائية بين معدل نمو مقسوم أرباح الأسهم والسعر السوقي للسهم

يظهر الجدول (3-10) نتائج تحليل المستوى الثاني من الإنحدار و يتبين من قيمة معامل الأرتباط هناك علاقة قوية وطرديّة إذ بلغ معامل الإرتباط (0.860405811) ويُسْتدل على العلاقة القوية والقوة التفسيرية العالية

للمنموذج من قوة معامل التحديد أذ بلغت (0.740298159) ومعناه أن التغير في معدل نمو مقسوم الأرباح لديه القدرة على تفسير أكثر من (74%) من التغير في السعر السوقي للسهم.

ويتبين من قيمة بيتا النموذج أن تغير بنسبة (10%) يفضي إلى التغير في السعر السوقي للسهم إلى (1.8%) وجميع هذه النتائج كانت معنوية بمستوى ثقة (95%) , بل يُستدل من قيمة (P- Value) أن احتمال الخطأ في رفض فرضية العدم هو أقرب إلى الصفر وهذا معناه وجوب رفض فرضية العدم وقبول الفرضية البديلة التي تنص على (توجد علاقة ارتباط وأثر ذات دلالة إحصائية بين معدل نمو مقسوم أرباح الأسهم والسعر السوقي للسهم)

3- لا توجد علاقة ارتباط وأثر ذات دلالة إحصائية بين معدل نمو مقسوم أرباح الأسهم وعوائد الأسهم العادية

يعرض الجدول (3-10) المستوى الثالث من نتائج الإنحدار ويتبين من قيمة معامل الارتباط هناك علاقة ارتباط ضعيفة وطرديّة إذ بلغ معامل الارتباط (0.396653663) ويُستدل من قيمة معامل التحديد البالغة (0.157334129) أن التغير في معدل نمو مقسوم الأرباح لديه القدرة على تفسير قرابة (16%) من التغير في عوائد الأسهم العادية.

ويتبين من قيمة بيتا النموذج أن تغير بنسبة (10%) يفضي إلى التغير في عوائد الأسهم العادية إلى (0.45%) وجميع هذه النتائج كانت معنوية بمستوى ثقة (75%) , بل يُستدل من قيمة (P- Value) أن احتمال الخطأ في رفض فرضية العدم هو أقرب إلى (25%) وهذا معناه وجوب قبول فرضية العدم عند مستوى ثقة أعلى من (75%).

4- لا توجد علاقة ارتباط وأثر ذات دلالة إحصائية بين نسبة الإحتجاز وعوائد الأسهم العادية

يعرض الجدول (3-10) المستوى الرابع من نتائج الإنحدار ويتبين من قيمة معامل الارتباط هناك ارتباط ضعيفة وطرديّة إذ بلغ معامل الارتباط (0.47486996) ويُستدل من قيمة معامل التحديد البالغة (0.225501479) أن التغير في نسبة الإحتجاز لديه القدرة على تفسير أكثر من (22%) من التغير في عوائد الأسهم العادية.

ويتبين من قيمة بيتا النموذج أن تغير بنسبة (10%) يفضي إلى التغير في عوائد الأسهم العادية إلى (4.2%) وجميع هذه النتائج كانت معنوية بمستوى ثقة (84%) , بل يُستدل من قيمة (P- Value) أن احتمال الخطأ في رفض فرضية العدم هو أقرب إلى (16%) وهذا معناه وجوب قبول فرضية العدم.

الجدول (10-3) نتائج إختبار الفرضية الرئيسية الأولى لمصرف بابل

المتغير التابع	المؤشرات الإحصائية	المتغير المستقل	المستوى
0.915418031	R		
0.837990171	R^2		
7.118308731	B		
0.000201982	P – Value		
		RR	المستوى الأول
P			
0.860405811	R	g	المستوى الثاني
0.740298159	R^2		
0.184598579	B		
0.001398872	P – Value		
R			
0.396653663	R	g	المستوى الثالث
0.157334129	R^2		
0.045688381	B		
0.256431386	P – Value		
R			
0.47486996	R	RR	المستوى الرابع
0.225501479	R^2		
0.425330333	B		
0.165475917	P – Value		

المصدر: أعداد الباحث اعتماداً على مخرجات الحاسبة الألكترونية برنامج (SPSS) .

2.2.1.3 إختبار الفرضية الرئيسية الأولى لمصرف الشرق الأوسط

فيما يلي إختبار للفرضيات الفرعية الأربعة للفرضية الرئيسية الأولى لهذا المصرف.

1- لا توجد علاقة ارتباط وأثر ذات دلالة إحصائية بين نسبة الإحتجاز ومعدل نمو مقسوم أرباح الأسهم. نتائج تحليل المستويات الأربعة من الإنحدار ظاهرة في الجدول (3-11). فيما يخص المستوى الأول، يتبين من قيمة معامل الارتباط هناك علاقة قوية وطرديّة إذ بلغ معامل الارتباط (0.913164204) ويُستدل على العلاقة القوية والقوة التفسيرية العالية للنموذج من قوة معامل التحديد أذ بلغت (0.833868863) ومعناه أن التغير في نسبة الإحتجاز لديه القدرة على تفسير أكثر من (83%) من التغير في معدل نمو مقسوم أرباح الأسهم.

ويتبين من قيمة بيتا النموذج أن تغير بنسبة (10%) يفضي إلى التغير بمعدل نمو مقسوم أرباح الأسهم إلى (190%) وجميع هذه النتائج كانت معنوية بمستوى ثقة (95%) , بل يُستدل من قيمة (P- Value) أن احتمال الخطأ في رفض فرضية العدم هو أقرب إلى الصفر وهذا معناه وجوب رفض فرضية العدم وقبول الفرضية البديلة التي تنص على (توجد علاقة ارتباط وأثر ذات دلالة إحصائية بين نسبة الإحتجاز ومعدل نمو مقسوم أرباح الأسهم)

2- لا توجد علاقة ارتباط وأثر ذات دلالة إحصائية بين معدل نمو مقسوم أرباح الأسهم والسعر السوقي للسهم

فيما يخص المستوى الثاني من تحليل الإنحدار يتبين من قيمة معامل الارتباط أن هناك علاقة قوية وطرديّة إذ بلغ معامل الارتباط (0.960344602) ويُستدل على العلاقة القوية والقوة التفسيرية العالية للنموذج من قوة معامل التحديد أذ بلغت (0.922261754) ومعناه أن التغير في معدل نمو مقسوم الأرباح لديه القدرة على تفسير أكثر من (92%) من التغير في السعر السوقي للسهم.

ويتبين من قيمة بيتا النموذج أن تغير بنسبة (10%) يفضي إلى التغير في السعر السوقي للسهم إلى (1.5%) وجميع هذه النتائج كانت معنوية بمستوى ثقة (99%) , بل يُستدل من قيمة (P- Value) أن احتمال الخطأ في رفض فرضية العدم هو أقرب إلى الصفر وهذا معناه وجوب رفض فرضية العدم وقبول الفرضية البديلة التي تنص على (توجد علاقة ارتباط وأثر ذات دلالة إحصائية بين معدل نمو مقسوم أرباح الأسهم والسعر السوقي للسهم)

3- لا توجد علاقة ارتباط وأثر ذات دلالة إحصائية بين معدل نمو مقسوم أرباح الأسهم وعوائد الأسهم العادية

فيما يخص المستوى الثالث من تحليل الإنحدار يتبين من قيمة معامل الارتباط أن هناك علاقة ضعيفة وطرديّة إذ بلغ معامل الارتباط (0.148575306) ويُستدل على العلاقة الضعيفة والقوة التفسيرية المنخفضة للنموذج من

قوة معامل التحديد أذ بلغت (0.022074621) ومعناه أن التغير في معدل نمو مقسوم الأرباح لديه القدرة على تفسير أكثر من (2%) من التغير في عوائد الأسهم العادية.

ويتبين من قيمة بيتا النموذج أن تغير بنسبة (10%) يفضي إلى التغير في عوائد الأسهم العادية إلى (0.048) وجميع هذه النتائج كانت معنوية بمستوى ثقة (32%) , بل يُستدل من قيمة (P- Value) أن احتمال الخطأ في رفض فرضية العدم هو أقرب إلى (68%) وهذا معناه وجوب قبول فرضية العدم .

4- لا توجد علاقة ارتباط وأثر ذات دلالة إحصائية بين نسبة الإحتجاز وعوائد الأسهم العادية

ضمن المستوى الرابع من تحليل الإنحدار يتبين من قيمة معامل الارتباط أن هناك علاقة ضعيفة وطرديّة إذ بلغ معامل الارتباط (0.292526069) ويُستدل على العلاقة الضعيفة والقوة التفسيرية المنخفضة للنموذج من قوة معامل التحديد أذ بلغت (0.085571501) ومعناه أن التغير في نسبة الإحتجاز لديه القدرة على تفسير قرابة (9%) من التغير في عوائد الأسهم العادية.

ويتبين من قيمة بيتا النموذج أن تغير بنسبة (10%) يفضي إلى التغير في عوائد الأسهم العادية إلى (2.09%) وجميع هذه النتائج كانت معنوية بمستوى ثقة (59%) , بل يُستدل من قيمة (P- Value) أن احتمال الخطأ في رفض فرضية العدم هو أقرب إلى (41%) وهذا معناه وجوب قبول فرضية العدم .

الجدول (3-11) نتائج إختبار الفرضية الرئيسية الأولى لمصرف الشرق الأوسط

المتغير التابع g	المؤشرات الإحصائية	المتغير المستقل	المستوى
0.913164204	R	RR	المستوى الأول
0.833868863	R^2		
19.94022998	B		
0.000223761	P – Value		
P			
0.960344602	R	g	المستوى الثاني
0.922261754	R^2		
0.153570407	B		
1.03126E-05	P – Value		
R			
0.148575306	R	g	المستوى الثالث
0.022074621	R^2		
0.004880473	B		
0.682071434	P – Value		
R			
0.292526069	R	RR	المستوى الرابع
0.085571501	R^2		
0.209826897	B		
0.412102376	P – Value		

المصدر: أعداد الباحث اعتماداً على مخرجات الحاسبة الألكترونية برنامج (SPSS) .

3.2.1.3 إختبار الفرضية الرئيسية الأولى لمصرف سومر التجاري

نتائج تحليل الإنحدار بمستوياته الأربعة لسهم هذا المصرف ظاهرة في الجدول (3-12) وفيما يلي إختبار للفرضيات الفرعية.

1- لا توجد علاقة ارتباط وأثر ذات دلالة إحصائية بين نسبة الإحتجاز ومعدل نمو مقسوم أرباح الأسهم. فيما يخص المستوى الأول من تحليل الإنحدار , يتبين من قيمة معامل الارتباط أن هناك علاقة قوية وطردية إذ بلغ معامل الارتباط (0.73434862) ويُستدل على العلاقة القوية والقوة التفسيرية العالية للنموذج من قوة معامل التحديد أذ بلغت (0.539267895) ومعناه أن التغير في نسبة الإحتجاز لديه القدرة على تفسير أكثر من (53%) من التغير في معدل نمو مقسوم أرباح الأسهم.

ويتبين من قيمة بيتا النموذج أن تغير بنسبة (10%) يفضي إلى التغير بمعدل نمو مقسوم أرباح الأسهم إلى (20%) وجميع هذه النتائج كانت معنوية بمستوى ثقة (95%) , بل يُستدل من قيمة (P- Value) أن احتمال الخطأ في رفض فرضية العدم هو أقرب إلى الصفر وهذا معناه وجوب رفض فرضية العدم وقبول الفرضية البديلة التي تنص على (توجد علاقة ارتباط وأثر ذات دلالة إحصائية بين نسبة الإحتجاز ومعدل نمو مقسوم أرباح الأسهم)

2- لا توجد علاقة ارتباط وأثر ذات دلالة إحصائية بين معدل نمو مقسوم أرباح الأسهم والسعر السوقي للسهم

يعرض الجدول (3-12) المستوى الثاني من تحليل الإنحدار و يتبين من قيمة معامل الارتباط هناك علاقة قوية وطردية إذ بلغ معامل الارتباط (0.665175173) ويُستدل على العلاقة القوية والقوة التفسيرية العالية للنموذج من قوة معامل التحديد إذ بلغت (0.442458011) ومعناه أن التغير في معدل نمو مقسوم الأرباح لديه القدرة على تفسير أكثر من (44%) من التغير في السعر السوقي للسهم.

ويتبين من قيمة بيتا النموذج أن تغير بنسبة (10%) يفضي إلى التغير في السعر السوقي للسهم إلى (3.9%) وجميع هذه النتائج كانت معنوية بمستوى ثقة (95%) , بل يُستدل من قيمة (P- Value) أن احتمال الخطأ في رفض فرضية العدم هو أقرب إلى الصفر وهذا معناه وجوب رفض فرضية العدم وقبول الفرضية البديلة التي تنص على (توجد علاقة ارتباط وأثر ذات دلالة إحصائية بين معدل نمو مقسوم أرباح الأسهم والسعر السوقي للسهم)

3- لا توجد علاقة ارتباط وأثر ذات دلالة إحصائية بين معدل نمو مقسوم أرباح الأسهم وعوائد الأسهم العادية

ويظهر الجدول (3-12) المستوى الثالث من تحليل الإنحدار ويتبين من قيمة معامل الارتباط أن هناك علاقة متوسطة وطردية إذ بلغ معامل الارتباط (0.472069041) ويُستدل من قيمة معامل التحديد البالغة

(0.222849179) أن التغيير في معدل نمو مقسوم الأرباح لديه القدرة على تفسير قرابة (22%) من التغيير في عوائد الأسهم العادية.

ويتبين من قيمة بيتا النموذج أن تغيير بنسبة (10%) يفضي إلى التغيير في عوائد الأسهم العادية إلى (0.68%) وجميع هذه النتائج كانت معنوية بمستوى ثقة (84%) , بل يُستدل من قيمة (P- Value) أن احتمال الخطأ في رفض فرضية العدم هو أقرب إلى (16%) وهذا معناه رفض فرضية العدم وقبول الفرضية البديلة التي تنص على (وجود علاقة ارتباط وأثر ذات دلالة إحصائية بين معدل نمو مقسوم أرباح الأسهم وعوائد الأسهم العادية)

4- لا توجد علاقة ارتباط وأثر ذات دلالة إحصائية بين نسبة الإحتجاز وعوائد الأسهم العادية

يوضح الجدول (3-12) نتائج تحليل المستوى الرابع من الإنحدار ويتبين من قيمة معامل الارتباط هناك علاقة ضعيفة وطرديّة إذ بلغ معامل الارتباط (0.335988345) ويُستدل على العلاقة الضعيفة والقوة التفسيرية المنخفضة للنموذج من قوة معامل التحديد أذ بلغت (0.112888168) ومعناه أن التغيير في نسبة الإحتجاز لديه القدرة على تفسير أكثر من (11%) من التغيير في عوائد الأسهم العادية.

ويتبين من قيمة بيتا النموذج أن تغيير بنسبة (10%) يفضي إلى التغيير في عوائد الأسهم العادية إلى (1.8%) وجميع هذه النتائج كانت معنوية بمستوى ثقة (66%) , بل يُستدل من قيمة (P- Value) أن احتمال الخطأ في رفض فرضية العدم هو أقرب إلى (34%) وهذا معناه وجوب قبول فرضية العدم .

الفصل الثالث/ المبحث الأول ----- الجانب التطبيقي للدراسة

الجدول (3-12) نتائج إختبار الفرضية الرئيسية الأولى لمصرف سومر التجاري

المتغير التابع g	المؤشرات الإحصائية	المتغير المستقل	المستوى
0.73434862	R	RR	المستوى الأول
0.539267895	R^2		
2.756980842	B		
0.015582329	P – Value		
P			
0.665175173	R	g	المستوى الثاني
0.442458011	R^2		
0.399046958	B		
0.03582765	P – Value		
R			
0.472069041	R	g	المستوى الثالث
0.222849179	R^2		
0.068366904	B		
0.168337082	P – Value		
R			
0.335988345	R	RR	المستوى الرابع
0.112888168	R^2		
0.182682132	B		
0.342526677	P – Value		

المصدر: أعداد الباحث إعتماًداً على مخرجات الحاسبة الألكترونية برنامج (SPSS) .

4.2.1.3 إختبار الفرضية الرئيسية الأولى لمصرف الخليج التجاري

يعرض الجدول (3-13) نتائج تحليل الإنحدار بمسوياته الأربعة لإختبار الفرضيات الأربعة الفرعية ضمن الفرضية الرئيسية الأولى وكالاتي.

1- لا توجد علاقة ارتباط وأثر ذات دلالة إحصائية بين نسبة الإحتجاز ومعدل نمو مقسوم أرباح الأسهم. بالنظر إلى نتائج الإنحدار الظاهرة في الجدول (3-13) يتبين في المستوى الأول من قيمة معامل الارتباط أن هناك علاقة قوية وطرديّة إذ بلغ معامل الارتباط (0.899391206) ويُستدل على العلاقة القوية والقوة التفسيرية العالية للنموذج من قوة معامل التحديد أذ بلغت (0.808904541) ومعناه أن التغير في نسبة الإحتجاز لديه القدرة على تفسير أكثر من (80%) من التغير في معدل نمو مقسوم أرباح الأسهم.

ويتبين من قيمة بيتا النموذج أن تغير بنسبة (10%) يفضي إلى التغير بمعدل نمو مقسوم أرباح الأسهم إلى (150%) وجميع هذه النتائج كانت معنوية بمستوى ثقة (95%) , بل يُستدل من قيمة (P- Value) أن احتمال الخطأ في رفض فرضية العدم هو أقرب إلى الصفر وهذا معناه وجوب رفض فرضية العدم وقبول الفرضية البديلة التي تنص على (توجد علاقة ارتباط وأثر ذات دلالة إحصائية بين نسبة الإحتجاز ومعدل نمو مقسوم أرباح الأسهم)

2- لا توجد علاقة ارتباط وأثر ذات دلالة إحصائية بين معدل نمو مقسوم أرباح الأسهم والسعر السوقي للسهم

يعرض الجدول (3-13) نتائج تحليل الإنحدار ويتبين من قيمة معامل الارتباط ضمن المستوى الثاني أن هناك علاقة متوسطة وطرديّة إذ بلغ معامل الارتباط (0.58956032) ويُستدل على العلاقة المتوسطة للنموذج من قوة معامل التحديد البالغة (0.347581371) أن التغير في معدل نمو مقسوم الأرباح لديه القدرة على تفسير مايقارب (35%) من التغير في السعر السوقي للسهم.

ويتبين من قيمة بيتا النموذج أن تغير بنسبة (10%) يفضي إلى التغير في السعر السوقي للسهم إلى (1.3%) وجميع هذه النتائج كانت معنوية بمستوى ثقة (95%) , بل يُستدل من قيمة (P- Value) أن احتمال الخطأ في رفض فرضية العدم هو أقرب إلى الصفر وهذا معناه وجوب رفض فرضية العدم وقبول الفرضية البديلة التي تنص على (توجد علاقة ارتباط وأثر ذات دلالة إحصائية بين معدل نمو مقسوم أرباح الأسهم والسعر السوقي للسهم)

3- لا توجد علاقة ارتباط وأثر ذات دلالة إحصائية بين معدل نمو مقسوم أرباح الأسهم وعوائد الأسهم العادية

يتبين ضمن المستوى الثالث من نتائج تحليل الإنحدار الظاهرة في الجدول (3-13) أن قيمة معامل الارتباط تُدل على أن هناك علاقة ضعيفة وطرديّة إذ بلغ معامل الارتباط (0.093136825) ويُستدل على العلاقة الضعيفة

والقوة التفسيرية المنخفضة للنموذج من قوة معامل التحديد أذ بلغت (0.008674468) ومعناه أن التغير في معدل نمو مقسوم الأرباح لديه القدرة على تفسير أكثر من (0.8%) من التغير في عوائد الأسهم العادية.

ويتبين من قيمة بيتا النموذج أن تغير بنسبة (10%) يفضي إلى التغير في عوائد الأسهم العادية إلى (0.04%) وجميع هذه النتائج كانت معنوية بمستوى ثقة (21%) , بل يُستدل من قيمة (P- Value) أن احتمال الخطأ في رفض فرضية العدم هو أقرب إلى (79%) وهذا معناه وجوب قبول فرضية العدم .

4- لا توجد علاقة ارتباط وأثر ذات دلالة إحصائية بين نسبة الإحتجاز وعوائد الأسهم العادية

يستعرض الجدول (3-13) نتائج تحليل الإنحدار وفيما يخص المستوى الرابع يتبين من قيمة معامل الارتباط هناك علاقة ضعيفة وطردية إذ بلغ معامل الارتباط (0.198216972) ويُستدل على العلاقة الضعيفة من قوة معامل التحديد البالغة (0.039289968) أن التغير في نسبة الإحتجاز لديه القدرة على تفسير قرابة (4%) من التغير في عوائد الأسهم العادية.

ويتبين من قيمة بيتا النموذج أن تغير بنسبة (10%) يفضي إلى التغير في عوائد الأسهم العادية إلى (1.7%) وجميع هذه النتائج كانت معنوية بمستوى ثقة (42%) , بل يُستدل من قيمة (P- Value) أن احتمال الخطأ في رفض فرضية العدم هو أقرب إلى (58%) وهذا معناه وجوب قبول فرضية العدم .

الفصل الثالث/ المبحث الأول ----- الجانب التطبيقي للدراسة

الجدول (3-13) نتائج إختبار الفرضية الرئيسية الأولى لمصرف الخليج التجاري

المتغير التابع g	المؤشرات الإحصائية	المتغير المستقل	المستوى
0.899391206	R	RR	المستوى الأول
0.808904541	R^2		
15.81833438	B		
0.00039637	P – Value		
P			
0.58956032	R	g	المستوى الثاني
0.347581371	R^2		
0.131174023	B		
0.07285156	P – Value		
R			
0.093136825	R	g	المستوى الثالث
0.008674468	R^2		
0.004759629	B		
0.798021325	P – Value		
R			
0.198216972	R	RR	المستوى الرابع
0.039289968	R^2		
0.178157729	B		
0.583038637	P – Value		

المصدر: أعداد الباحث اعتماداً على مخرجات الحاسبة الألكترونية برنامج (SPSS) .

5.2.1.3 إختبار الفرضية الرئيسية الأولى لمصرف بغداد

نتائج تحليل الإنحدار لسهم مصرف بغداد بمستوياته الأربعة تظهر في الجدول (3-14) لأختبار الفرضيات الفرعية وكالاتي:

1- لا توجد علاقة ارتباط وأثر ذات دلالة إحصائية بين نسبة الإحتجاز ومعدل نمو مقسوم أرباح الأسهم. يتضح من الجدول (3-14) المستوى الأول من نتائج تحليل الإنحدار ويتبين من قيمة معامل الارتباط أن هناك علاقة قوية وطرديّة إذ بلغ معامل الارتباط (0.937859137) ويُستدل على العلاقة القوية والقوة التفسيرية العالية للنموذج من قوة معامل التحديد إذ بلغت (0.879579761) ومعناه أن التغير في نسبة الإحتجاز لديه القدرة على تفسير أكثر من (87%) من التغير في معدل نمو مقسوم أرباح الأسهم.

ويتبين من قيمة بيتا النموذج أن تغير بنسبة (10%) يفضي إلى التغير بمعدل نمو مقسوم أرباح الأسهم إلى (160%) وجميع هذه النتائج كانت معنوية بمستوى ثقة (94%) , بل يُستدل من قيمة (P- Value) أن احتمال الخطأ في رفض فرضية العدم هو أقرب إلى الصفر وهذا معناه وجوب رفض فرضية العدم وقبول الفرضية البديلة التي تنص على (توجد علاقة ارتباط وأثر ذات دلالة إحصائية بين نسبة الإحتجاز ومعدل نمو مقسوم أرباح الأسهم)

2- لا توجد علاقة ارتباط وأثر ذات دلالة إحصائية بين معدل نمو مقسوم أرباح الأسهم والسعر السوقي للسهم

يعرض الجدول (3-14) المستوى الثاني من نتائج تحليل الإنحدار ويتبين من قيمة معامل الارتباط البالغة (0.674969935) أن هناك علاقة قوية وطرديّة . ويُستدل من قوة معامل التحديد البالغة (0.455584413) على العلاقة القوية والقوة التفسيرية العالية للنموذج وهذا معناه أن التغير في معدل نمو مقسوم الأرباح لديه القدرة على تفسير مايقارب (46%) من التغير في السعر السوقي للسهم.

و أن تغير بنسبة (10%) من قيمة بيتا النموذج يفضي إلى التغير في السعر السوقي للسهم إلى (1.8%) وجميع هذه النتائج كانت معنوية بمستوى ثقة (95%) , بل يُستدل من قيمة (P- Value) أن احتمال الخطأ في رفض فرضية العدم هو أقرب إلى الصفر وهذا معناه وجوب رفض فرضية العدم وقبول الفرضية البديلة التي تنص على (توجد علاقة ارتباط وأثر ذات دلالة إحصائية بين معدل نمو مقسوم أرباح الأسهم والسعر السوقي للسهم)

3- لا توجد علاقة ارتباط وأثر ذات دلالة إحصائية بين معدل نمو مقسوم أرباح الأسهم وعوائد الأسهم العادية

يوضح الجدول (3-14) المستوى الثالث من نتائج التحليل ويتبين من قيمة معامل الارتباط أن هناك علاقة ضعيفة جداً وطرديّة إذ بلغ معامل الارتباط (0.005285664) ويُستدل على العلاقة الضعيفة والقوة التفسيرية

المنخفضة للنموذج من قوة معامل التحديد إذ بلغت (2.79382E-05) ومعناه أن التغير في معدل نمو مقسوم الأرباح لديه القدرة على تفسير قرابة (2%) من التغير في عوائد الأسهم العادية.

ويتبين من قيمة بيتا النموذج أن تغير بنسبة (10%) يفضي إلى التغير في عوائد الأسهم العادية إلى (0.002) (2%) وجميع هذه النتائج كانت معنوية بمستوى ثقة (2%) , بل يُستدل من قيمة (P- Value) أن احتمال الخطأ في رفض فرضية العدم هو أقرب إلى (98%) وهذا معناه وجوب قبول فرضية العدم .

4- لا توجد علاقة ارتباط وأثر ذات دلالة إحصائية بين نسبة الإحتجاز وعوائد الأسهم العادية

يظهر الجدول (3-14) المستوى الرابع من نتائج تحليل الإنحدار ويتبين من قيمة معامل الارتباط هناك علاقة ضعيفة وطرديّة إذ بلغ معامل الارتباط (0.134601601) ويُستدل على العلاقة الضعيفة والقوة التفسيرية المتوسطة للنموذج من قوة معامل التحديد إذ بلغت (0.018117591) ومعناه أن التغير في نسبة الإحتجاز لديه القدرة على تفسير أكثر من (1%) من التغير في عوائد الأسهم العادية.

ويتبين من قيمة بيتا النموذج أن تغير بنسبة (10%) يفضي إلى التغير في عوائد الأسهم العادية إلى (1.3%) وجميع هذه النتائج كانت معنوية بمستوى ثقة (29%) , بل يُستدل من قيمة (P- Value) أن احتمال الخطأ في رفض فرضية العدم هو أقرب إلى (71%) وهذا معناه وجوب قبول فرضية العدم .

الفصل الثالث/ المبحث الأول ----- الجانب التطبيقي للدراسة

الجدول (3-14) نتائج إختبار الفرضية الرئيسية الأولى لمصرف بغداد

المتغير التابع g	المؤشرات الإحصائية	المتغير المستقل	المستوى
0.937859137	R	RR	المستوى الأول
0.879579761	R^2		
16.83389823	B		
6.04962E-05	P – Value		
P			
0.674969935	R	g	المستوى الثاني
0.455584413	R^2		
0.189316903	B		
0.032243006	P – Value		
R			
0.005285664	R	g	المستوى الثالث
2.79382E-05	R^2		
0.000297046	B		
0.988437933	P – Value		
R			
0.134601601	R	RR	المستوى الرابع
0.018117591	R^2		
0.135775652	B		
0.71083582	P – Value		

المصدر: أعداد الباحث إعتماًداً على مخرجات الحاسبة الألكترونية برنامج (SPSS) .

6.2.1.3 إختبار الفرضية الرئيسية الأولى للمصرف التجاري العراقي

تظهر نتائج تحليل الإنحدار في الجدول (3-15) وبمستوياته الأربعة وكالاتي:

1- لا توجد علاقة ارتباط وأثر ذات دلالة إحصائية بين نسبة الإحتجاز ومعدل نمو مقسوم أرباح الأسهم. يعرض الجدول (3-15) نتائج تحليل الإنحدار فيما يخص المستوى الأول يتبين من قيمة معامل الارتباط أن هناك علاقة قوية وطرديّة إذ بلغ معامل الارتباط (0.86288197) ويُستدل على العلاقة القوية والقوة التفسيرية العالية للنموذج من قوة معامل التحديد أذ بلغت (0.744565295) ومعناه أن التغير في نسبة الإحتجاز لديه القدرة على تفسير أكثر من (74%) من التغير في معدل نمو مقسوم أرباح الأسهم.

و أن تغير بنسبة (10%) من قيمة بيتا النموذج يفضي إلى التغير بمعدل نمو مقسوم أرباح الأسهم إلى (71%) وجميع هذه النتائج كانت معنوية بمستوى ثقة (95%) , بل يُستدل من قيمة (P- Value) أن احتمال الخطأ في رفض فرضية العدم هو أقرب إلى الصفر وهذا معناه وجوب رفض فرضية العدم وقبول الفرضية البديلة التي تنص على (توجد علاقة ارتباط وأثر ذات دلالة إحصائية بين نسبة الإحتجاز ومعدل نمو مقسوم أرباح الأسهم)

2- لا توجد علاقة ارتباط وأثر ذات دلالة إحصائية بين معدل نمو مقسوم أرباح الأسهم والسعر السوقي للسهم

فيما يخص المستوى الثاني من نتائج تحليل الإنحدار الظاهرة في الجدول (3-15) يتبين من قيمة معامل الارتباط البالغة (0.144284265) أن هناك علاقة ضعيفة وطرديّة ويُستدل على العلاقة الضعيفة والقوة التفسيرية المنخفضة للنموذج من قوة معامل التحديد أذ بلغت (0.020817949) ومعناه أن التغير في معدل نمو مقسوم الأرباح لديه القدرة على تفسير أكثر من (2%) من التغير في السعر السوقي للسهم.

ويتبين من قيمة بيتا النموذج أن تغير بنسبة (10%) يفضي إلى التغير في السعر السوقي للسهم إلى (2.1%) وجميع هذه النتائج كانت معنوية بمستوى ثقة (31%) , بل يُستدل من قيمة (P- Value) أن احتمال الخطأ في رفض فرضية العدم هو أقرب إلى (69%) وهذا معناه وجوب قبول فرضية العدم

3- لا توجد علاقة ارتباط وأثر ذات دلالة إحصائية بين معدل نمو مقسوم أرباح الأسهم وعوائد الأسهم العادية

يعرض الجدول (3-15) المستوى الثالث من نتائج تحليل الإنحدار ويتبين من قيمة معامل الارتباط أن هناك علاقة ضعيفة وطرديّة إذ بلغ معامل الارتباط (0.052668062) ويُستدل من قيمة معامل التحديد البالغة (0.002773925) أن التغير في معدل نمو مقسوم الأرباح لديه القدرة على تفسير أكثر من (0.2%) من التغير في عوائد الأسهم العادية.

ويتبين من قيمة بيتا النموذج أن تغير بنسبة (10%) يفضي إلى التغير في عوائد الأسهم العادية إلى (0.11 %) وجميع هذه النتائج كانت معنوية بمستوى ثقة (12%) , بل يُستدل من قيمة (P- Value) أن احتمال الخطأ في رفض فرضية العدم هو أقرب إلى (88%) وهذا معناه وجوب قبول فرضية العدم .

4- لا توجد علاقة ارتباط وأثر ذات دلالة إحصائية بين نسبة الإحتجاز وعوائد الأسهم العادية

فيما يخص المستوى الرابع من نتائج تحليل الإنحدار الظاهرة في الجدول (3-15) يتبين من قيمة معامل الارتباط هناك علاقة ضعيفة وطردية إذ بلغ معامل الارتباط (0.216771274) ويُستدل على العلاقة الضعيفة والقوة التفسيرية المنخفضة للنموذج من قوة معامل التحديد أذ بلغت (0.046989785) ومعناه أن التغير في نسبة الإحتجاز لديه القدرة على تفسير قرابة (4%) من التغير في عوائد الأسهم العادية.

و أن تغير بنسبة (10%) من قيمة بيتا النموذج يفضي إلى التغير في عوائد الأسهم العادية إلى (3.9 %) وجميع هذه النتائج كانت معنوية بمستوى ثقة (46%) , بل يُستدل من قيمة (P- Value) أن احتمال الخطأ في رفض فرضية العدم هو أقرب إلى (54%) وهذا معناه وجوب قبول فرضية العدم .

الفصل الثالث/ المبحث الأول ----- الجانب التطبيقي للدراسة

الجدول (3-15) نتائج إختبار الفرضية الرئيسية الأولى للمصرف التجاري العراقي

المتغير التابع g	المؤشرات الإحصائية	المتغير المستقل	المستوى
0.86288197	R	RR	المستوى الأول
0.744565295	R^2		
7.196247834	B		
0.001306309	P – Value		
P			
0.144284265	R	g	المستوى الثاني
0.020817949	R^2		
0.211221167	B		
0.690867104	P – Value		
R			
0.052668062	R	g	المستوى الثالث
0.002773925	R^2		
0.011479944	B		
0.885107671	P – Value		
R			
0.216771274	R	RR	المستوى الرابع
0.046989785	R^2		
0.394047791	B		
0.547473604	P – Value		

المصدر: أعداد الباحث إعتماًداً على مخرجات الحاسبة الألكترونية برنامج (SPSS) .

7.2.1.3 إختبار الفرضية الرئيسية الأولى لمصرف الإستثمار العراقي

فيما يلي إختبار للفرضيات الفرعية الأربعة للفرضية الرئيسية الأولى لمصرف الإستثمار العراقي .

1- لا توجد علاقة ارتباط وأثر ذات دلالة إحصائية بين نسبة الإحتجاز ومعدل نمو مقسوم أرباح الأسهم. يعرض الجدول (3-16) المستوى الأول من نتائج إختبار تحليل الإنحدار و يتبين من قيمة معامل الارتباط أن هناك علاقة قوية وطرديّة إذ بلغ معامل الارتباط (0.831325818) ويُستدل على العلاقة القوية والقوة التفسيرية العالية للنموذج من قوة معامل التحديد أذ بلغت (0.691102616) ومعناه أن التغير في نسبة الإحتجاز لديه القدرة على تفسير أكثر من (69%) من التغير في معدل نمو مقسوم أرباح الأسهم.

ويتبين من قيمة بيتا النموذج أن تغير بنسبة (10%) يفضي إلى التغير بمعدل نمو مقسوم أرباح الأسهم إلى (120%) وجميع هذه النتائج كانت معنوية بمستوى ثقة (95%) , بل يُستدل من قيمة (P- Value) أن احتمال الخطأ في رفض فرضية العدم هو أقرب إلى الصفر وهذا معناه وجوب رفض فرضية العدم وقبول الفرضية البديلة التي تنص على (توجد علاقة ارتباط وأثر ذات دلالة إحصائية بين نسبة الإحتجاز ومعدل نمو مقسوم أرباح الأسهم)

2- لا توجد علاقة ارتباط وأثر ذات دلالة إحصائية بين معدل نمو مقسوم أرباح الأسهم والسعر السوقي للسهم

يتبين من قيمة معامل الارتباط الظاهرة في الجدول (3-16) ضمن المستوى الثاني أن هناك علاقة قوية وطرديّة إذ بلغ معامل الارتباط (0.7308693) ويُستدل من قيمة معامل التحديد البالغة (0.534169934) أن التغير في معدل نمو مقسوم الأرباح لديه القدرة على تفسير مايقارب (53%) من التغير في السعر السوقي للسهم.

و أن تغير بنسبة (10%) من قيمة بيتا النموذج يفضي إلى التغير في السعر السوقي للسهم إلى (1.7%) وجميع هذه النتائج كانت معنوية بمستوى ثقة (95%) , بل يُستدل من قيمة (P- Value) أن احتمال الخطأ في رفض فرضية العدم هو أقرب إلى الصفر وهذا معناه وجوب رفض فرضية العدم وقبول الفرضية البديلة التي تنص على (توجد علاقة ارتباط وأثر ذات دلالة إحصائية بين معدل نمو مقسوم أرباح الأسهم والسعر السوقي للسهم)

3- لا توجد علاقة ارتباط وأثر ذات دلالة إحصائية بين معدل نمو مقسوم أرباح الأسهم وعوائد الأسهم العادية

فيما يخص المستوى الثالث من الجدول (3-16) يتبين من قيمة معامل الارتباط هناك علاقة ضعيفة وطرديّة إذ بلغ معامل الارتباط (0.342949172) ويُستدل على العلاقة الضعيفة والقوة التفسيرية المنخفضة للنموذج من قوة معامل التحديد أذ بلغت (0.117614134) ومعناه أن التغير في معدل نمو مقسوم الأرباح لديه القدرة على تفسير أكثر من (11%) من التغير في عوائد الأسهم العادية.

ويتبين من قيمة بيتا النموذج أن تغير بنسبة (10%) يفضي إلى التغير في عوائد الأسهم العادية إلى (0.2 %) وجميع هذه النتائج كانت معنوية بمستوى ثقة (67%) , بل يُستدل من قيمة (P- Value) أن احتمال الخطأ في رفض فرضية العدم هو أقرب إلى (33%) وهذا معناه وجوب قبول فرضية العدم .

4- لا توجد علاقة ارتباط وأثر ذات دلالة إحصائية بين نسبة الإحتجاز وعوائد الأسهم العادية

يظهر الجدول (3-16) المستوى الرابع من نتائج تحليل الإنحدار ويتبين من قيمة معامل الارتباط أن هناك علاقة فوق المتوسطة وطرديّة إذ بلغ معامل الارتباط (0.654650712) ويُستدل من قيمة معامل التحديد البالغة (0.428567555) أن التغير في نسبة الإحتجاز لديه القدرة على تفسير قرابة (42%) من التغير في عوائد الأسهم العادية.

ويتبين من قيمة بيتا النموذج أن تغير بنسبة (10%) يفضي إلى التغير في عوائد الأسهم العادية إلى (6.6 %) وجميع هذه النتائج كانت معنوية بمستوى ثقة (95%) , بل يُستدل من قيمة (P- Value) أن احتمال الخطأ في رفض فرضية العدم هو أقرب إلى الصفر وهذا معناه وجوب رفض فرضية العدم وقبول الفرضية البديلة التي تنص على (توجد علاقة ارتباط وأثر ذات دلالة إحصائية بين نسبة الإحتجاز وعوائد الأسهم العادية).

الفصل الثالث/ المبحث الأول ----- الجانب التطبيقي للدراسة

الجدول (3-16) نتائج إختبار الفرضية الرئيسية الأولى لمصرف الإستثمار العراقي

المتغير التابع g	المؤشرات الإحصائية	المتغير المستقل	المستوى
0.831325818	R	RR	المستوى الأول
0.691102616	R^2		
12.12292283	B		
0.002873737	P – Value		
P			
0.7308693	R	g	المستوى الثاني
0.534169934	R^2		
0.172030813	B		
0.016339153	P – Value		
R			
0.342949172	R	g	المستوى الثالث
0.117614134	R^2		
0.023726368	B		
0.33198077	P – Value		
R			
0.654650712	R	RR	المستوى الرابع
0.428567555	R^2		
0.660461076	B		
0.039969731	P – Value		

المصدر: أعداد الباحث إعتماًداً على مخرجات الحاسبة الألكترونية برنامج (SPSS) .

8.2.1.3 إختبار الفرضية الرئيسية الأولى لمصرف الإئتمان العراقي

يستعرض جدول (3-17) نتائج تحليل الإنحدار بمستوياته الأربعة لسهم مصرف الإئتمان العراقي وفيما يلي إختبار للفرضيات الفرعية.

1- لا توجد علاقة ارتباط وأثر ذات دلالة إحصائية بين نسبة الإحتجاز ومعدل نمو مقسوم أرباح الأسهم. يظهر الجدول (3-17) المستوى الأول من نتائج تحليل الإنحدار و يتبين من قيمة معامل الارتباط هناك علاقة قوية وطرديّة إذ بلغ معامل الارتباط (0.909560881) ويُستدل على العلاقة القوية والقوة التفسيرية العالية للنموذج من قوة معامل التحديد أذ بلغت (0.827300997) ومعناه أن التغير في نسبة الإحتجاز لديه القدرة على تفسير أكثر من (82%) من التغير في معدل نمو مقسوم أرباح الأسهم.

و أن تغير بنسبة (10%) من قيمة بيتا النموذج يفضي إلى التغير بمعدل نمو مقسوم أرباح الأسهم إلى (150 %) وجميع هذه النتائج كانت معنوية بمستوى ثقة (95%) , بل يُستدل من قيمة (P- Value) أن احتمال الخطأ في رفض فرضية العدم هو أقرب إلى الصفر وهذا معناه وجوب رفض فرضية العدم وقبول الفرضية البديلة التي تنص على (توجد علاقة ارتباط وأثر ذات دلالة إحصائية بين نسبة الإحتجاز ومعدل نمو مقسوم أرباح الأسهم)

2- لا توجد علاقة ارتباط وأثر ذات دلالة إحصائية بين معدل نمو مقسوم أرباح الأسهم والسعر السوقي للسهم

فيما يخص المستوى الثاني الظاهر في الجدول (3-17) يتبين من قيمة معامل الارتباط البالغة (0.669370276) أن هناك علاقة أعلى من المتوسطة وطرديّة ويُستدل من قيمة معامل التحديد البالغة (0.448056566) أن التغير في معدل نمو مقسوم الأرباح لديه القدرة على تفسير قرابة (44%) من التغير في السعر السوقي للسهم.

ويتبين من قيمة بيتا النموذج أن تغير بنسبة (10%) يفضي إلى التغير في السعر السوقي للسهم إلى (6.1%) وجميع هذه النتائج كانت معنوية بمستوى ثقة (95%) , بل يُستدل من قيمة (P- Value) أن احتمال الخطأ في رفض فرضية العدم هو أقرب إلى الصفر وهذا معناه وجوب رفض فرضية العدم وقبول الفرضية البديلة التي تنص على (توجد علاقة ارتباط وأثر ذات دلالة إحصائية بين معدل نمو مقسوم أرباح الأسهم والسعر السوقي للسهم)

3- لا توجد علاقة ارتباط وأثر ذات دلالة إحصائية بين معدل نمو مقسوم أرباح الأسهم وعوائد الأسهم العادية

يستعرض الجدول (3-17) المستوى الثالث من نتائج تحليل الإنحدار ويتبين من قيمة معامل الارتباط أن هناك علاقة متوسطة وطرديّة إذ بلغ معامل الارتباط (0.552208641) ويُستدل من قيمة معامل التحديد البالغة

(0.304934383) أن التغير في معدل نمو مقسوم الأرباح لديه القدرة على تفسير نسبة (30%) من التغير في عوائد الأسهم العادية.

ويتبين من قيمة بيتا النموذج أن تغير بنسبة (10%) يفضي إلى التغير في عوائد الأسهم العادية إلى (0.3%) وجميع هذه النتائج كانت معنوية بمستوى ثقة (95%) ، بل يُستدل من قيمة (P- Value) أن احتمال الخطأ في رفض فرضية العدم هو أقرب إلى الصفر وهذا معناه وجوب رفض فرضية العدم وقبول الفرضية البديلة التي تنص على (وجود علاقة ارتباط وأثر ذات دلالة إحصائية بين معدل نمو مقسوم أرباح الأسهم وعوائد الأسهم العادية) .

4- لا توجد علاقة ارتباط وأثر ذات دلالة إحصائية بين نسبة الإحتجاز وعوائد الأسهم العادية

نتائج تحليل الإنحدار الظاهرة في الجدول (3-17) تبين بأن قيمة معامل الارتباط ضمن المستوى الرابع تُدل على أن هناك علاقة ضعيفة وطردية إذ بلغ معامل الارتباط (0.325069721) ويُستدل على العلاقة الضعيفة والقوة التفسيرية المنخفضة للنموذج من قوة معامل التحديد أذ بلغت (0.105670324) ومعناه أن التغير في نسبة الإحتجاز لديه القدرة على تفسير أكثر من (10%) من التغير في عوائد الأسهم العادية.

و أن تغير بنسبة (10%) من قيمة بيتا النموذج يفضي إلى التغير في عوائد الأسهم العادية إلى (3%) وجميع هذه النتائج كانت معنوية بمستوى ثقة (65%) ، بل يُستدل من قيمة (P- Value) أن احتمال الخطأ في رفض فرضية العدم هو أقرب إلى (35%) وهذا معناه وجوب قبول فرضية العدم .

الفصل الثالث/ المبحث الأول ----- الجانب التطبيقي للدراسة

الجدول (3-17) نتائج إختبار الفرضية الرئيسية الأولى لمصرف الأئتمان العراقي

المتغير التابع g	المؤشرات الإحصائية	المتغير المستقل	المستوى
0.909560881	R	RR	المستوى الأول
0.827300997	R^2		
15.03063548	B		
0.000262104	P – Value		
P			
0.669370276	R	g	المستوى الثاني
0.448056566	R^2		
0.617263929	B		
0.034260959	P – Value		
R			
0.552208641	R	g	المستوى الثالث
0.304934383	R^2		
0.03168074	B		
0.097890927	P – Value		
R			
0.325069721	R	RR	المستوى الرابع
0.105670324	R^2		
0.308186927	B		
0.359406849	P – Value		

المصدر: أعداد الباحث إعتماًداً على مخرجات الحاسبة الألكترونية برنامج (SPSS) .

3.1.3 إختبار الفرضية الرئيسية الأولى لمجموع المصارف عينة الدراسة

فيما يلي إختبار للفرضيات الفرعية الأربعة للفرضية الرئيسية الأولى لمجموع المصارف عينة الدراسة ونتائج تحليل الإنحدار الظاهرة في الجدول (3-18) توضح ذلك وكالاتي:

1- لا توجد علاقة ارتباط وأثر ذات دلالة إحصائية بين نسبة الإحتجاز ومعدل نمو مقسوم أرباح الأسهم. يعرض الجدول (3-18) المستوى الأول من نتائج تحليل الإنحدار ويتبين من قيمة معامل الارتباط هناك علاقة قوية وطرديّة إذ بلغ معامل الارتباط (0.894802401) ويُستدل على العلاقة القوية والقوة التفسيرية العالية للنموذج من قوة معامل التحديد إذ بلغت (0.800671338) ومعناه أن التغير في نسبة الإحتجاز لديه القدرة على تفسير أكثر من (80%) من التغير في معدل نمو مقسوم أرباح الأسهم.

ويتبين من قيمة بيتا النموذج أن تغير بنسبة (10%) يفضي إلى التغير بمعدل نمو مقسوم أرباح الأسهم بنسبة (110%) وجميع هذه النتائج كانت معنوية بمستوى ثقة (95%) , بل يُستدل من قيمة (P- Value) أن احتمال الخطأ في رفض فرضية العدم هو أقرب إلى الصفر وهذا معناه وجوب رفض فرضية العدم وقبول الفرضية البديلة التي تنص على (توجد علاقة ارتباط وأثر ذات دلالة إحصائية بين نسبة الإحتجاز ومعدل نمو مقسوم أرباح الأسهم)

2- لا توجد علاقة ارتباط وأثر ذات دلالة إحصائية بين معدل نمو مقسوم أرباح الأسهم والسعر السوقي للسهم

يتبين من نتائج تحليل الإنحدار الظاهرة في الجدول (3-18) عند المستوى الثاني بأن قيمة معامل الارتباط البالغة (0.781488684) تدل على أن هناك علاقة قوية وطرديّة ويُستدل على العلاقة القوية والقوة التفسيرية العالية للنموذج من قوة معامل التحديد إذ بلغت (0.610724563) ومعناه أن التغير في معدل نمو مقسوم الأرباح لديه القدرة على تفسير أكثر من (61%) من التغير في السعر السوقي للسهم.

و أن تغير بنسبة (10%) من قيمة بيتا النموذج يفضي إلى التغير في السعر السوقي للسهم إلى (2.7%) وجميع هذه النتائج كانت معنوية بمستوى ثقة (95%) , بل يُستدل من قيمة (P- Value) أن احتمال الخطأ في رفض فرضية العدم هو أقرب إلى الصفر وهذا معناه وجوب رفض فرضية العدم وقبول الفرضية البديلة التي تنص على (توجد علاقة ارتباط وأثر ذات دلالة إحصائية بين معدل نمو مقسوم أرباح الأسهم والسعر السوقي للسهم)

3- لا توجد علاقة ارتباط وأثر ذات دلالة إحصائية بين معدل نمو مقسوم أرباح الأسهم وعوائد الأسهم العادية

فيما يخص المستوى الثالث من الجدول (3-18) يتبين من قيمة معامل الارتباط هناك علاقة قوية وطرديّة إذ بلغ معامل الارتباط (0.830977526) ويُستدل على العلاقة القوية والقوة التفسيرية العالية للنموذج من قوة معامل

التحديد أذ بلغت (0.690523649) ومعناه أن التغير في معدل نمو مقسوم الأرباح لديه القدرة على تفسير قرابة (69%) من التغير في عوائد الأسهم العادية.

ويتبين من قيمة بيتا النموذج أن تغير بنسبة (10%) يفضي إلى التغير في عوائد الأسهم العادية إلى (0.22%) وجميع هذه النتائج كانت معنوية بمستوى ثقة (95%) , بل يُستدل من قيمة (P- Value) أن احتمال الخطأ في رفض فرضية العدم هو أقرب إلى الصفر وهذا معناه وجوب رفض فرضية العدم وقبول الفرضية البديلة التي تنص على (وجود علاقة ارتباط وأثر ذات دلالة إحصائية بين معدل نمو مقسوم أرباح الأسهم وعوائد الأسهم العادية) .

4- لا توجد علاقة ارتباط وأثر ذات دلالة إحصائية بين نسبة الإحتجاز وعوائد الأسهم العادية

يتبين من قيمة معامل الارتباط الظاهرة في الجدول (3-18) ضمن المستوى الرابع أن هناك علاقة قوية وطردية إذ بلغ معامل الارتباط (0.935905904) ويُستدل على العلاقة القوية والقوة التفسيرية العالية للنموذج من قوة معامل التحديد إذ بلغت (0.87591986) ومعناه أن التغير في نسبة الإحتجاز لديه القدرة على تفسير قرابة (87%) من التغير في عوائد الأسهم العادية.

و أن تغير بنسبة (10%) من قيمة بيتا النموذج يفضي إلى التغير في عوائد الأسهم العادية إلى (3.3%) وجميع هذه النتائج كانت معنوية بمستوى ثقة (95%) , بل يُستدل من قيمة (P- Value) أن احتمال الخطأ في رفض فرضية العدم هو أقرب إلى الصفر وهذا معناه وجوب رفض فرضية العدم وقبول الفرضية البديلة التي تنص على (توجد علاقة ارتباط وأثر ذات دلالة إحصائية بين نسبة الإحتجاز وعوائد الأسهم العادية).

وخلاصة التحليلات السابقة تؤكد على ضرورة رفض فرضيات العدم الأربعة الفرعية جميعها وقبول الفرضيات البديلة ما يؤكد بأن نتائج التحليل تتعارض مع الفرضية الرئيسية الأولى للدراسة ما يعني أن هناك علاقة أثر وإرتباط ذات دلالة إحصائية بين إحتجاز الأرباح وعوائد الأسهم العادية.

الفصل الثالث/ المبحث الأول ----- الجانب التطبيقي للدراسة

الجدول (18-3) نتائج إختبار الفرضية الرئيسية الأولى لمجموع المصارف عينة الدراسة

المتغير التابع g	المؤشرات الإحصائية	المتغير المستقل	المستوى
0.894802401	R	RR	المستوى الأول
0.800671338	R^2		
11.92942634	B		
0.001120167	P – Value		
P			
0.781488684	R	g	المستوى الثاني
0.610724563	R^2		
0.271937264	B		
0.012871886	P – Value		
R			
0.830977526	R	g	المستوى الثالث
0.690523649	R^2		
0.022619907	B		
0.005517374	P – Value		
R			
0.935905904	R	RR	المستوى الرابع
0.87591986	R^2		
0.339645716	B		
0.000206074	P – Value		

المصدر: أعداد الباحث إعتماًداً على مخرجات الحاسبة الألكترونية برنامج (SPSS) .

2.3 المبحث الثاني: إختبار الشكل نصف القوي لكفاءة السوق في إستجابته لإعلان إحتجاز الأرباح

سيتم في هذا الجزء الثاني من الجانب التطبيقي اختبار الفرضية الرئيسية الثانية المرتبطة بالكفاءة نصف القوية للسوق عبر دراسة الحدث لغرض بيان سرعة وموضوعية انعكاس معلومة إحتجاز الأرباح في عوائد الأسهم العادية لعينة الدراسة.

ومن أجل معرفة أثر إحتجاز الأرباح على عوائد الأسهم العادية لمجموع الإعلانات¹ عينة الدراسة تم تطبيق خطوات منهجية دراسة الحدث السابقة الذكر . وذلك بغية الحصول على العوائد غير العادية والمتوسط اليومي للعوائد غير العادية والمتوسط اليومي المتراكم للعوائد غير العادية خلال أفق الحدث المستخدم في الدراسة والمتكون من (31) مشاهدة منها (15) قبل الإعلان عن الحدث و(15) بعده □ إضافة الى المشاهدة في تاريخ يوم □ إعلان عن الحدث

الجدير بالذكر أن اختبار الكفاءة يعتمد على نوع المعلومة المعلن عنها . وبالمقابل تُعد معلومة إحتجاز الأرباح معلومة إيجابية , لذلك ينبغي أن تستجيب لها □ أسعار السوقية بشكل ايجابي عبر إظهار عوائد غير عادية موجبة قبل وأثناء تأريخ الإعلان عن الحدث وتنعدم هذه العوائد غير العادية (تصبح صفراً) بعد تأريخ الإعلان عن الحدث. أما إذا كانت العوائد غير العادية سلبية أو متقلبة (سالبة وموجبة) قبل تأريخ الإعلان عن الحدث فهذا معناه استجابة غير موضوعية لمعلومة أحتجاز الأرباح وأن السوق غير كفوءة في □ استجابة. كما أنه إذا كانت هناك عوائد غير عادية وبصرف النظر عن إشارتها (موجبة أم سالبة أم متقلبة) بعد يوم الإعلان عن الحدث (اليوم 0) وليست صفرية فهذا □ لة مفادها بطء السوق في الإستجابة لمعلومات هذا الحدث وأن أسعار السوق لم تستجب بشكل كامل وسريع يوم الإعلان وفي ذلك □ لة على عدم كفاءة السوق.

1.2.3 إختبار كفاءة السوق في الإستجابة للإعلان الأول

يظهر الجدول (3-19) أسعار الإغلاق و العوائد الفعلية للسهم والسوق والبيتا والعائد الخالي من المخاطرة والعائد المتوقع والعائد غير العادي والعائد غير العادي المتراكم للإعلان الأول التابع إلى مصرف بابل ولمدة 15 يوم قبل الإعلان ويوم الإعلان و 15 يوم بعد الإعلان . ويتبين من العمود الرابع في الجدول أن العوائد الفعلية للمدة التي تسبق الإعلان تراوحت بين العائدات الموجبة والسالبة . وبلغ أعلى عائد قبل الإعلان في اليوم الثاني عشر (0.133531) . أما أقل عائد فقد كان في اليوم التاسع قبل الإعلان وبلغ (-0.15028) . وأصبح العائد موجباً في اليوم الثاني قبل تأريخ الإعلان إذ بلغ (0.031749) . وأصبح العائد صفراً في اليوم الأول قبل تأريخ الإعلان وأستمر صفراً في يوم تأريخ الإعلان وكذلك في اليوم الأول بعد تأريخ الإعلان . ولكن في اليوم الثاني بعد الإعلان عاد ليصبح العائد سالباً ليحقق خسائر إخرى للسهم واستمر □ انخفاض حتى اليوم الرابع بعد الإعلان وبعدها أصبح صفراً وبعد ذلك كان العائد يميل الى الموجب ليخفف من مستوى الخسائر السابقة فقد حقق في اليوم

⁸- حرص الباحث في هذا الجزء من الجانب التطبيقي بإعطاء الحدث تسلسل يعتمد على تاريخ حدوث الحدث إذ يبدأ من الأقدم إلى الأحدث بالإضافة إلى ذلك فهناك بعض المصارف لديها أكثر من أربعة إعلانات ضمن عينة دراسة الحدث لذلك تم استخدام كلمة الإعلانات عينة الدراسة وليس المصارف عينة الدراسة .

السابع عائداً ايجابياً كبيراً نسبياً بلغ (0.105361) , واستمر العائد متذبذباً بين الأيجاب والسلب حتى اليوم الخامس عشر بعد الإعلان. ويظهر من العمود الثاني عشر العوائد المتوقعة للسهم حسب نموذج تسعير الموجودات الرأسمالية. أما العمود الثالث عشر فيظهر العائد غير العادي والذي يمثل الفرق بين العائد الفعلي والعائد المتوقع والذي يظهر عوائد غير عادية سلبية لجميع المشاهدات عدا اليوم السابع واليوم الحادي عشر والثاني عشر قبل يوم الإعلان واليوم السادس والسابع والرابع عشر والخامس عشر بعد يوم الإعلان وبلغ العائد غير العادي في تاريخ الإعلان (-0.04733) وهذا □ يظهر انعكاساً صحيحاً لمعلومة احتجاز الأرباح . لذلك فإن السوق تأثر بالحدث بسبب وجود عوائد غير عادية قبل وبعد □ إعلان ولكن السوق استجاب بطريقة غير كفوءة . فعلى الرغم من تأثير حدث اعلان احتجاز الأرباح على عوائد الأسهم العادية (وهذا ينسجم مع نتائج الجزء الأول من الجانب التطبيقي للدراسة) □ أن هذا التأثير إنتهك إشتراطات الكفاءة والدليل على ذلك يتمثل في :

- 1- سلبية العوائد غير العادية قبل وأثناء يوم الإعلان عن الحدث في حين كان من المفترض أن تظهر موجبة وهذا يؤكد على التحيز في إستجابة السوق لمعلومة إعلان إحتجاز الأرباح.
- 2- سلبية العوائد غير العادية بعد يوم الإعلان وهذا يؤكد على بُطء استجابة السوق للمعلومة وعدم كمالها في يوم الإعلان.

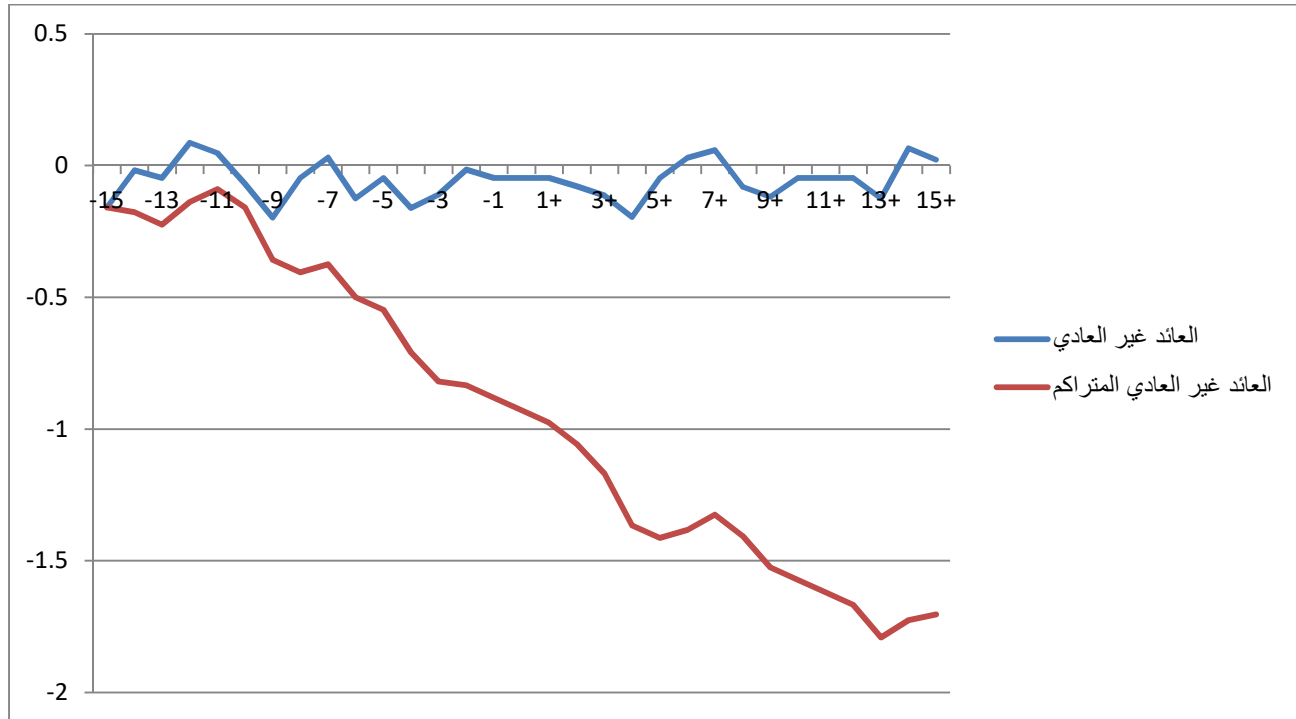
الفصل الثالث / المبحث الثاني ----- الجانب التطبيقي للدرسة

الجدول (3-19) أسعار الإغلاق اليومية والعائد الفعلي والمتوقع لسهم مصرف بابل وعائد السوق والعائد الخالي من المخاطرة والعائد غير العادي والعائد غير العادي المتراكم

اليوم	17/06/2006			تاريخ الحدث /		مصرف بابل			الحدث الأول			تسلسل الحدث /	
	P	LN	R	PM	LN	RM	RM	RF	B	RM-RF	ER	AR	CAAR
-15	1.7	0.530628	-0.11123	27.633	3.319011	0.088523	-0.00047	0.08	0.405943	-0.08047	0.047333	-0.15856	-0.15856
-14	1.75	0.559616	0.028988	28.979	3.366571	0.047561	-0.00047	0.08	0.405943	-0.08047	0.047333	-0.01835	-0.1769
-13	1.75	0.559616	0	25.445	3.236519	-0.13005	-0.00047	0.08	0.405943	-0.08047	0.047333	-0.04733	-0.22424
-12	2	0.693147	0.133531	28.775	3.359507	0.122988	-0.00047	0.08	0.405943	-0.08047	0.047333	0.086198	-0.13804
-11	2.2	0.788457	0.09531	29.105	3.37091	0.011403	-0.00047	0.08	0.405943	-0.08047	0.047333	0.047977	-0.09006
-10	2.15	0.765468	-0.02299	30.046	3.40273	0.03182	-0.00047	0.08	0.405943	-0.08047	0.047333	-0.07032	-0.16039
-9	1.85	0.615186	-0.15028	30.036	3.402397	-0.00033	-0.00047	0.08	0.405943	-0.08047	0.047333	-0.19762	-0.358
-8	1.85	0.615186	0	29.829	3.395481	-0.00692	-0.00047	0.08	0.405943	-0.08047	0.047333	-0.04733	-0.40533
-7	2	0.693147	0.077962	29.782	3.393904	-0.00158	-0.00047	0.08	0.405943	-0.08047	0.047333	0.030628	-0.37471
-6	1.85	0.615186	-0.07796	28.6	3.353407	-0.0405	-0.00047	0.08	0.405943	-0.08047	0.047333	-0.12529	-0.5
-5	1.85	0.615186	0	26.512	3.277597	-0.07581	-0.00047	0.08	0.405943	-0.08047	0.047333	-0.04733	-0.54733
-4	1.65	0.500775	-0.11441	25.811	3.250801	-0.0268	-0.00047	0.08	0.405943	-0.08047	0.047333	-0.16174	-0.70908
-3	1.55	0.438255	-0.06252	25.1	3.222868	-0.02793	-0.00047	0.08	0.405943	-0.08047	0.047333	-0.10985	-0.81893
-2	1.6	0.470004	0.031749	25.633	3.243881	0.021013	-0.00047	0.08	0.405943	-0.08047	0.047333	-0.01558	-0.83451
-1	1.6	0.470004	0	25.917	3.254899	0.011019	-0.00047	0.08	0.405943	-0.08047	0.047333	-0.04733	-0.88185
0	1.6	0.470004	0	26.885	3.291569	0.036669	-0.00047	0.08	0.405943	-0.08047	0.047333	-0.04733	-0.92918
1+	1.6	0.470004	0	27.307	3.307143	0.015575	-0.00047	0.08	0.405943	-0.08047	0.047333	-0.04733	-0.97651
2+	1.55	0.438255	-0.03175	26.67	3.283539	-0.0236	-0.00047	0.08	0.405943	-0.08047	0.047333	-0.07908	-1.0556
3+	1.45	0.371564	-0.06669	26.362	3.271924	-0.01162	-0.00047	0.08	0.405943	-0.08047	0.047333	-0.11402	-1.16962
4+	1.25	0.223144	-0.14842	25.584	3.241967	-0.02996	-0.00047	0.08	0.405943	-0.08047	0.047333	-0.19575	-1.36537
5+	1.25	0.223144	0	24.11	3.182627	-0.05934	-0.00047	0.08	0.405943	-0.08047	0.047333	-0.04733	-1.41271
6+	1.35	0.300105	0.076961	24.001	3.178095	-0.00453	-0.00047	0.08	0.405943	-0.08047	0.047333	0.029628	-1.38308
7+	1.5	0.405465	0.105361	24.892	3.214546	0.036451	-0.00047	0.08	0.405943	-0.08047	0.047333	0.058027	-1.32505
8+	1.45	0.371564	-0.0339	25.426	3.235772	0.021226	-0.00047	0.08	0.405943	-0.08047	0.047333	-0.08123	-1.40629
9+	1.35	0.300105	-0.07146	24.65	3.204777	-0.031	-0.00047	0.08	0.405943	-0.08047	0.047333	-0.11879	-1.52508
10+	1.35	0.300105	0	25.426	3.235772	0.030995	-0.00047	0.08	0.405943	-0.08047	0.047333	-0.04733	-1.57241
11+	1.35	0.300105	0	24.992	3.218556	-0.01722	-0.00047	0.08	0.405943	-0.08047	0.047333	-0.04733	-1.61975
12+	1.35	0.300105	0	25.415	3.23534	0.016784	-0.00047	0.08	0.405943	-0.08047	0.047333	-0.04733	-1.66708
13+	1.25	0.223144	-0.07696	25.42	3.235536	0.000197	-0.00047	0.08	0.405943	-0.08047	0.047333	-0.12429	-1.79137
14+	1.4	0.336472	0.113329	25.202	3.226923	-0.00861	-0.00047	0.08	0.405943	-0.08047	0.047333	0.065996	-1.72538
15+	1.5	0.405465	0.068993	24.925	3.215871	-0.01105	-0.00047	0.08	0.405943	-0.08047	0.047333	0.02166	-1.70372

المصدر: من اعداد الباحث اعتماداً على تقارير سوق العراق للأوراق المالية وتقارير البنك المركزي العراقي

ويعرض الشكل (1-3) العوائد غير العادية اليومية والمتراكمة للإعلان الأول التابع إلى مصرف بابل بيانياً . إذ يظهر من الشكل أن منحنى العائد غير العادي كان سالباً في المشاهدات جميعها تقريباً قبل الإعلان واستمر باتجاه السالب عند وبعد إعلان عدا الأيام المشار لها سابقاً . ومن الطبيعي يبدأ منحنى العائد غير العادي المتراكم من النقطة التي بدأ منها منحنى العائد غير العادي ويظهر منحنى العائد غير العادي المتراكم اتجاهها سلبياً تصاعدياً إذ بلغ العائد غير العادي المتراكم في يوم الإعلان (-0.92918) واستمر بالاتجاه السالب حتى اليوم الخامس عشر بعد الإعلان إذ بلغ العائد غير العادي المتراكم مايقارب (-1.70372) في حين كان من المفترض أن يكون منحنى (CAAR) موجب تصاعدي في الأيام السابقة ليوم الإعلان ويستقر ويستوي لباقي الأيام التالية ليوم الإعلان لأن العوائد غير العادية في هذه الأيام ينبغي أن تظل صفراً فلا تضيف شيئاً للمتراكم وكل هذا يؤكد إنتهاك قواعد الكفاءة في الإستجابة بسبب التحيز والبُطء وعدم كمال الإستجابة لإعلان حدث إحتجاز الأرباح.



الشكل (1-3) العائد غير العادي والعائد غير العادي المتراكم للإعلان الأول

2.3. 2. إختبار كفاءة السوق في الإستجابة للإعلان الثاني

يعرض الجدول (3-20) أسعار الإغلاق و العوائد الفعلية للسهم والسوق والبيتا والعائد الخالي من المخاطرة والعائد المتوقع والعائد غير العادي والعائد غير العادي المتراكم للإعلان الثاني التابع إلى مصرف بغداد ولمدة 15 يوماً قبل الإعلان ويوم الإعلان و 15 يوماً بعد الإعلان . ويتبين من العمود الرابع في الجدول أن العوائد الفعلية للمدة التي تسبق الإعلان سالبة على الأغلب عدا اليوم السادس والثالث والأول . وبلغ أعلى عائد قبل الإعلان في اليوم الثالث (0.068993) . أما أقل عائد فقد كان في اليوم السابع قبل الإعلان وبلغ (-0.14425) . وأصبح العائد موجياً في اليوم الأول قبل تاريخ الإعلان إذ بلغ (0.033902) اعتماداً على معلومات ايجابية قد تكون وصلت الى المستثمرين. أما في تاريخ الإعلان فقد كان العائد سالباً بمقدار (-0.01681) ليظهر أن المعلومات ايجابية السابقة للإعلان لم تكن بالمستوى المتوقع من الدقة. وأستمر سالباً حتى اليوم الثالث بعد تاريخ الإعلان محققاً خسائر للسهم. ولكن في اليوم الرابع بعد الإعلان عاد ليصبح العائد موجياً حتى اليوم السادس بعد الإعلان ليخفف من مستوى الخسائر السابقة فقد حقق في اليوم الخامس عائداً ايجابياً كبيراً نسبياً بلغ (0.138836) , وبعد ذلك استمر العائد متذبذباً بين الأيجاب والسلب حتى اليوم الخامس عشر بعد الإعلان. ويظهر من العمود الثاني عشر العوائد المتوقعة للسهم حسب نموذج تسعير الموجودات الرأسمالية. أما العمود الثالث عشر فيظهر العائد غير العادي الذي يمثل الفرق بين العائد الفعلي والعائد المتوقع والذي يظهر عوائد غير عادية سلبية لجميع المشاهدات عدا اليوم الثالث واليوم الأول قبل يوم الإعلان وبلغ العائد غير العادي في تاريخ الإعلان (-0.0394) وهو يمثل خسارة في يوم الإعلان وهذا يظهر انعكاساً صحيحاً لمعلومة احتجاز الأرباح . لذلك فإن السوق تأثر بالحدث بسبب وجود عوائد غير عادية قبل وبعد الإعلان وهذا ينسجم مع نتائج الجزء الأول من الجانب التطبيقي للدراسة ولكن السوق استجاب بطريقة غير كفوءة والدليل على الإستجابة غير الكفوءة يتمثل في :

- 1- وجود التحيز في إستجابة السوق لمعلومة إعلان إحتجاز الأرباح قبل وأثناء يوم الإعلان عن الحدث وما يؤكد التحيز تحقق العوائد السلبية قبل وأثناء يوم الإعلان عن الحدث .
- 2- إستمرار سلبية العوائد بعد يوم الإعلان يؤكد على بُطء استجابة السوق لمعلومة إحتجاز الأرباح وعدم كمالها في يوم الإعلان.

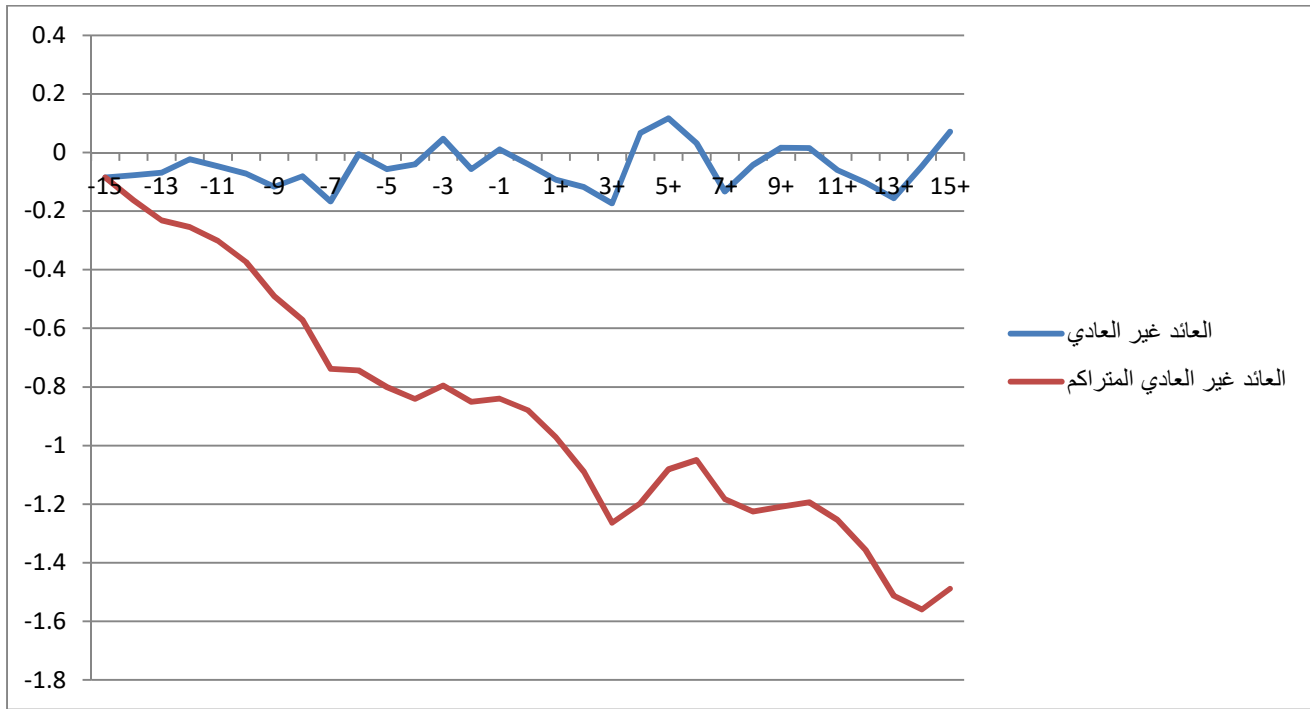
الفصل الثالث / المبحث الثاني ----- الجانب التطبيقي للدراسة

الجدول (3-20) أسعار الإغلاق اليومية والعائد الفعلي والمتوقع لسهم مصرف بغداد وعائد السوق والعائد الخالي من المخاطرة والعائد غير العادي والعائد غير العادي المتراكم

اليوم	24/06/2006		تاريخ الحدث /				مصرف بغداد			الحدث الثاني			تسلسل الحدث /	
	P	LN	R	PM	LN	RM	RM	RF	B	RM-RF	ER	AR	CAAR	
-15	4.65	1.536867	-0.06252	25.445	3.236519	-0.13005	-0.00526	0.08	0.673324	-0.08526	0.022592	-0.08511	-0.08511	
-14	4.4	1.481605	-0.05526	28.0775	3.334969	0.098449	-0.00526	0.08	0.673324	-0.08526	0.022592	-0.07785	-0.16297	
-13	4.2	1.435085	-0.04652	29.105	3.37091	0.035941	-0.00526	0.08	0.673324	-0.08526	0.022592	-0.06911	-0.23208	
-12	4.2	1.435085	0	30.046	3.40273	0.03182	-0.00526	0.08	0.673324	-0.08526	0.022592	-0.02259	-0.25467	
-11	4.1	1.410987	-0.0241	30.036	3.402397	-0.00033	-0.00526	0.08	0.673324	-0.08526	0.022592	-0.04669	-0.30136	
-10	3.9	1.360977	-0.05001	29.829	3.395481	-0.00692	-0.00526	0.08	0.673324	-0.08526	0.022592	-0.0726	-0.37396	
-9	3.55	1.266948	-0.09403	29.782	3.393904	-0.00158	-0.00526	0.08	0.673324	-0.08526	0.022592	-0.11662	-0.49058	
-8	3.35	1.20896	-0.05799	28.6	3.353407	-0.0405	-0.00526	0.08	0.673324	-0.08526	0.022592	-0.08058	-0.57116	
-7	2.9	1.064711	-0.14425	26.512	3.277597	-0.07581	-0.00526	0.08	0.673324	-0.08526	0.022592	-0.16684	-0.738	
-6	2.95	1.081805	0.017094	25.811	3.250801	-0.0268	-0.00526	0.08	0.673324	-0.08526	0.022592	-0.0055	-0.7435	
-5	2.85	1.047319	-0.03449	25.1	3.222868	-0.02793	-0.00526	0.08	0.673324	-0.08526	0.022592	-0.05708	-0.80058	
-4	2.8	1.029619	-0.0177	25.633	3.243881	0.021013	-0.00526	0.08	0.673324	-0.08526	0.022592	-0.04029	-0.84087	
-3	3	1.098612	0.068993	25.917	3.254899	0.011019	-0.00526	0.08	0.673324	-0.08526	0.022592	0.046401	-0.79447	
-2	2.9	1.064711	-0.0339	26.885	3.291569	0.036669	-0.00526	0.08	0.673324	-0.08526	0.022592	-0.05649	-0.85096	
-1	3	1.098612	0.033902	27.307	3.307143	0.015575	-0.00526	0.08	0.673324	-0.08526	0.022592	0.01131	-0.83965	
0	2.95	1.081805	-0.01681	26.67	3.283539	-0.0236	-0.00526	0.08	0.673324	-0.08526	0.022592	-0.0394	-0.87905	
1+	2.75	1.011601	-0.0702	26.362	3.271924	-0.01162	-0.00526	0.08	0.673324	-0.08526	0.022592	-0.0928	-0.97185	
2+	2.5	0.916291	-0.09531	25.584	3.241967	-0.02996	-0.00526	0.08	0.673324	-0.08526	0.022592	-0.1179	-1.08975	
3+	2.15	0.765468	-0.15082	24.11	3.182627	-0.05934	-0.00526	0.08	0.673324	-0.08526	0.022592	-0.17341	-1.26316	
4+	2.35	0.854415	0.088947	24.001	3.178095	-0.00453	-0.00526	0.08	0.673324	-0.08526	0.022592	0.066356	-1.19681	
5+	2.7	0.993252	0.138836	24.892	3.214546	0.036451	-0.00526	0.08	0.673324	-0.08526	0.022592	0.116245	-1.08056	
6+	2.85	1.047319	0.054067	25.426	3.235772	0.021226	-0.00526	0.08	0.673324	-0.08526	0.022592	0.031476	-1.04909	
7+	2.55	0.936093	-0.11123	24.65	3.204777	-0.031	-0.00526	0.08	0.673324	-0.08526	0.022592	-0.13382	-1.1829	
8+	2.5	0.916291	-0.0198	25.426	3.235772	0.030995	-0.00526	0.08	0.673324	-0.08526	0.022592	-0.04239	-1.2253	
9+	2.6	0.955511	0.039221	24.992	3.218556	-0.01722	-0.00526	0.08	0.673324	-0.08526	0.022592	0.016629	-1.20867	
10+	2.7	0.993252	0.03774	25.415	3.23534	0.016784	-0.00526	0.08	0.673324	-0.08526	0.022592	0.015149	-1.19352	
11+	2.6	0.955511	-0.03774	25.42	3.235536	0.000197	-0.00526	0.08	0.673324	-0.08526	0.022592	-0.06033	-1.25385	
12+	2.4	0.875469	-0.08004	25.202	3.226923	-0.00861	-0.00526	0.08	0.673324	-0.08526	0.022592	-0.10263	-1.35649	
13+	2.1	0.741937	-0.13353	24.925	3.215871	-0.01105	-0.00526	0.08	0.673324	-0.08526	0.022592	-0.15612	-1.51261	
14+	2.05	0.71784	-0.0241	25.02	3.219676	0.003804	-0.00526	0.08	0.673324	-0.08526	0.022592	-0.04669	-1.5593	
15+	2.25	0.81093	0.09309	24.618	3.203478	-0.0162	-0.00526	0.08	0.673324	-0.08526	0.022592	0.070499	-1.4888	

المصدر: من اعداد الباحث اعتماداً على تقارير سوق العراق للأوراق المالية وتقارير البنك المركزي العراقي

يظهر الشكل (2-3) العوائد غير العادية اليومية والمتراكمة للإعلان الثاني التابع إلى مصرف بغداد بيانياً . إذ يظهر من الشكل أن منحنى العائد غير العادي كان سالباً في المشاهدات جميعها قبل الإعلان عدا اليوم الثالث واليوم الأول قبل يوم الإعلان واستمر باتجاه السالب عند وبعد الإعلان عدا الأيام المشار لها سابقاً . ويظهر منحنى العائد غير العادي المتراكم اتجاهماً سلبياً إذ بلغ العائد غير العادي المتراكم في يوم الإعلان (- 0.87905) وأستمر بالإتجاه السالب حتى اليوم الخامس عشر بعد الإعلان إذ بلغ العائد غير العادي المتراكم مايقارب (-1.4888) . مما يؤكد عدم مطابقة النتائج مع فرضيات السوق الكفاءة الخاصة بعدم امكانية تحقيق عائد غير عادي بعد ظهور المعلومة العامة.



الشكل (2-3) العائد غير العادي والعائد غير العادي المتراكم للإعلان الثاني

3.2.3 إختبار كفاءة السوق في الإستجابة للإعلان الثالث

يعرض الجدول (3-21) أسعار الإغلاق و العوائد الفعلية للسهم والسوق والبيتا والعائد الخالي من المخاطرة والعائد المتوقع والعائد غير العادي والعائد غير العادي المتراكم للإعلان الثالث التابع إلى مصرف بابل ولمدة 15 يوماً قبل الإعلان ويوم الإعلان و 15 يوماً بعد الإعلان . ويتبين من العمود الرابع في الجدول أن العوائد الفعلية للمدة التي تسبق الإعلان كانت على الأغلب أصفار وسالبة عدا اليوم السادس الذي تحقق فيه عائد فعلي ايجابي والذي يمثل أعلى عائد قبل الإعلان إذ بلغ (0.04652) . أما أقل عائد فقد كان في اليوم الثاني عشر قبل الإعلان وبلغ (-0.13353) . وأصبح العائد صفراً في اليوم الثالث قبل تأريخ الإعلان وأستمر صفراً حتى اليوم الأول قبل تأريخ الإعلان. أما في تأريخ الإعلان فقد كان العائد سالباً بمقدار (-0.04879) وعاد العائد صفراً في اليوم الأول بعد تأريخ الإعلان وأستمر صفراً حتى اليوم الخامس بعد تأريخ الإعلان اعتماداً على معلومات ايجابية قد تكون وصلت الى المستثمرين ولكن في اليوم السادس بعد الإعلان عاد ليصبح العائد موجباً ليخفف من مستوى الخسائر التي تحققت في يوم الإعلان فقد حقق في اليوم السادس عائداً ايجابياً كبيراً نسبياً بلغ (0.182322) , واستمر العائد متذبذباً بين الأيجاب والسلب حتى اليوم الخامس عشر بعد الإعلان. ويظهر من العمود الثاني عشر العوائد المتوقعة للسهم حسب نموذج تسعير الموجودات الرأسمالية. أما العمود الثالث عشر فيظهر العائد غير العادي والذي يمثل الفرق بين العائد الفعلي والعائد المتوقع والذي يظهر عوائد غير عادية موجبة لجميع المشاهدات عدا اليوم الرابع واليوم الثاني عشر والثالث عشر والخامس عشر قبل يوم الإعلان وبلغ العائد غير العادي في تأريخ الإعلان (-0.04483) وهو يمثل خسارة في يوم الإعلان وبعدها أصبح العائد غير العادي موجباً من اليوم الأول بعد الإعلان حتى اليوم السابع بعد الإعلان فقد تحقق فيه عائداً ايجابياً كبيراً نسبياً بلغ (0.186279) وهذا يظهر انعكاساً صحيحاً لمعلومة احتجاز الأرباح . لذلك فإن السوق تأثر بحدث إحتجاز الأرباح بسبب وجود عوائد غير عادية قبل وبعد الإعلان ولكن السوق استجاب بطريقة قد إنتهك بها بنود الكفاءة وأن ظهور العوائد السالبة قبل تأريخ الإعلان وتذبذب العوائد غير العادية بين إيجاب والسلب بعد يوم الإعلان يؤكد الإنتهاك ويتبين ذلك في نتيجتين :

- 1- رغم إشتراط الكفاءة بأن تظهر العوائد غير العادية موجبة قبل وأثناء تأريخ الإعلان عن الحدث وتندعم هذه العوائد غير العادية (تصبح صفراً) بعد تأريخ الإعلان عن الحدث □ أن إستجابة السوق لمعلومة إحتجاز الأرباح كانت مغايرة تماماً لإشتراط الكفاءة فهذا معناه إستجابة غير موضوعية لمعلومة إحتجاز الأرباح وأن السوق غير كفوءة في إستجابة.
- 2- تذبذب العوائد غير العادية بين إيجاب والسلب بعد يوم الإعلان يؤكد البطء في إستجابة السوق لمعلومة إحتجاز الأرباح.

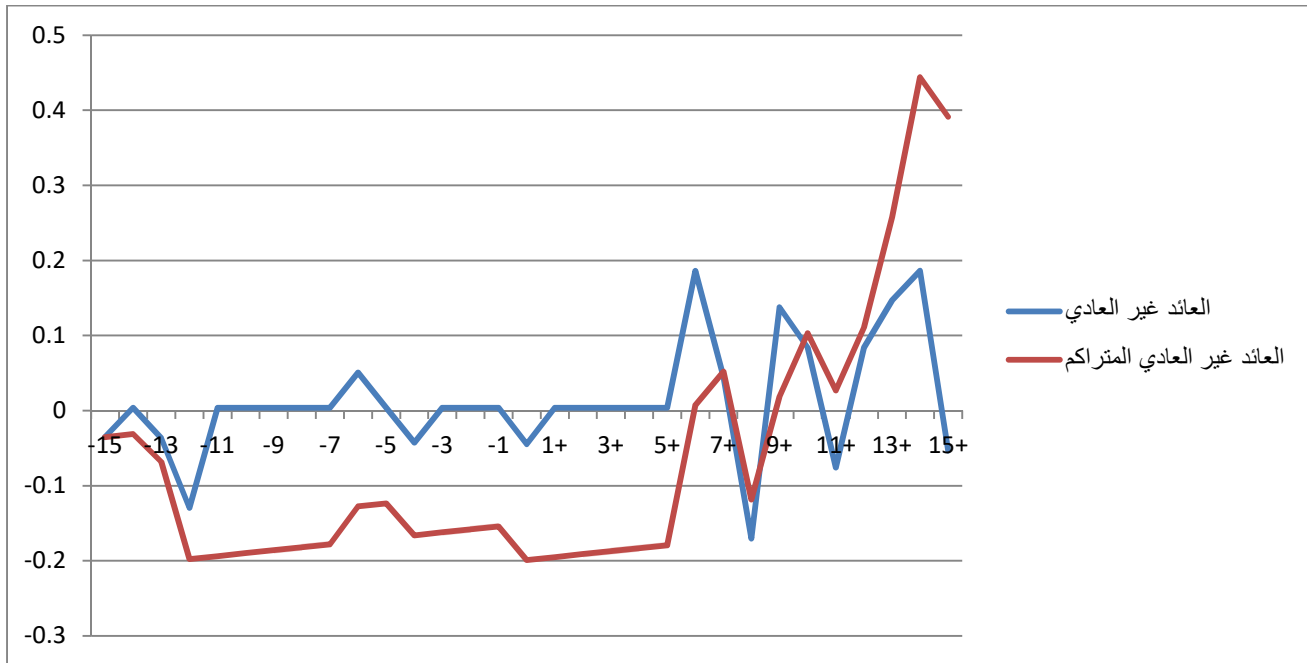
الفصل الثالث / المبحث الثاني ----- الجانب التطبيقي للدراسة

الجدول (3-21) أسعار الإغلاق اليومية والعائد الفعلي والمتوقع لسهم مصرف بابل وعائد السوق والعائد الخالي من المخاطرة والعائد غير العادي والعائد غير العادي المتراكم

اليوم	31/05/2007			تاريخ الحدث /		مصرف بابل			الحدث الثالث			تسلسل الحدث /	
	P	LN	R	PM	LN	RM	RM	RF	B	RM-RF	ER	AR	CAAR
-15	1.25	0.223144	-0.03922	27.841	3.32651	-0.00755	0.005123	0.21	1.04432	-0.20488	-0.00396	-0.03526	-0.03526
-14	1.25	0.223144	0	28.171	3.338293	0.011783	0.005123	0.21	1.04432	-0.20488	-0.00396	0.003957	-0.03131
-13	1.2	0.182322	-0.04082	27.611	3.318214	-0.02008	0.005123	0.21	1.04432	-0.20488	-0.00396	-0.03686	-0.06817
-12	1.05	0.04879	-0.13353	27.406	3.310762	-0.00745	0.005123	0.21	1.04432	-0.20488	-0.00396	-0.12957	-0.19774
-11	1.05	0.04879	0	27.109	3.299866	-0.0109	0.005123	0.21	1.04432	-0.20488	-0.00396	0.003957	-0.19379
-10	1.05	0.04879	0	26.802	3.288477	-0.01139	0.005123	0.21	1.04432	-0.20488	-0.00396	0.003957	-0.18983
-9	1.05	0.04879	0	26.596	3.280761	-0.00772	0.005123	0.21	1.04432	-0.20488	-0.00396	0.003957	-0.18587
-8	1.05	0.04879	0	26.348	3.271392	-0.00937	0.005123	0.21	1.04432	-0.20488	-0.00396	0.003957	-0.18191
-7	1.05	0.04879	0	25.659	3.244894	-0.0265	0.005123	0.21	1.04432	-0.20488	-0.00396	0.003957	-0.17796
-6	1.1	0.09531	0.04652	25.741	3.248085	0.003191	0.005123	0.21	1.04432	-0.20488	-0.00396	0.050478	-0.12748
-5	1.1	0.09531	0	25.344	3.232542	-0.01554	0.005123	0.21	1.04432	-0.20488	-0.00396	0.003957	-0.12352
-4	1.05	0.04879	-0.04652	25.099	3.222828	-0.00971	0.005123	0.21	1.04432	-0.20488	-0.00396	-0.04256	-0.16608
-3	1.05	0.04879	0	24.829	3.212012	-0.01082	0.005123	0.21	1.04432	-0.20488	-0.00396	0.003957	-0.16213
-2	1.05	0.04879	0	24.711	3.207248	-0.00476	0.005123	0.21	1.04432	-0.20488	-0.00396	0.003957	-0.15817
-1	1.05	0.04879	0	24.441	3.196262	-0.01099	0.005123	0.21	1.04432	-0.20488	-0.00396	0.003957	-0.15421
0	1	0	-0.04879	24.967	3.217555	0.021293	0.005123	0.21	1.04432	-0.20488	-0.00396	-0.04483	-0.19904
1+	1	0	0	24.686	3.206236	-0.01132	0.005123	0.21	1.04432	-0.20488	-0.00396	0.003957	-0.19509
2+	1	0	0	25.119	3.223625	0.017388	0.005123	0.21	1.04432	-0.20488	-0.00396	0.003957	-0.19113
3+	1	0	0	25.203	3.226963	0.003339	0.005123	0.21	1.04432	-0.20488	-0.00396	0.003957	-0.18717
4+	1	0	0	24.811	3.211287	-0.01568	0.005123	0.21	1.04432	-0.20488	-0.00396	0.003957	-0.18321
5+	1	0	0	24.792	3.210521	-0.00077	0.005123	0.21	1.04432	-0.20488	-0.00396	0.003957	-0.17926
6+	1.2	0.182322	0.182322	25.248	3.228747	0.018226	0.005123	0.21	1.04432	-0.20488	-0.00396	0.186279	0.007022
7+	1.25	0.223144	0.040822	25.694	3.246258	0.017511	0.005123	0.21	1.04432	-0.20488	-0.00396	0.044779	0.051802
8+	1.05	0.04879	-0.17435	26.26	3.268047	0.021789	0.005123	0.21	1.04432	-0.20488	-0.00396	-0.1704	-0.11859
9+	1.2	0.182322	0.133531	27.09	3.299165	0.031118	0.005123	0.21	1.04432	-0.20488	-0.00396	0.137489	0.018895
10+	1.3	0.262364	0.080043	27.73	3.322515	0.02335	0.005123	0.21	1.04432	-0.20488	-0.00396	0.084	0.102895
11+	1.2	0.182322	-0.08004	27.63	3.318902	-0.00361	0.005123	0.21	1.04432	-0.20488	-0.00396	-0.07609	0.02681
12+	1.3	0.262364	0.080043	30.72	3.424914	0.106012	0.005123	0.21	1.04432	-0.20488	-0.00396	0.084	0.11081
13+	1.5	0.405465	0.143101	30.18	3.407179	-0.01773	0.005123	0.21	1.04432	-0.20488	-0.00396	0.147058	0.257868
14+	1.8	0.587787	0.182322	32.01	3.466048	0.058869	0.005123	0.21	1.04432	-0.20488	-0.00396	0.186279	0.444147
15+	1.7	0.530628	-0.05716	32.88	3.492865	0.026816	0.005123	0.21	1.04432	-0.20488	-0.00396	-0.0532	0.390946

المصدر: من اعداد الباحث اعتماداً على تقارير سوق العراق للأوراق المالية وتقارير البنك المركزي العراقي

يعرض الشكل (3-3) العوائد غير العادية اليومية والمتراكمة للإعلان الثالث التابع إلى مصرف بابل بيانياً . إذ يظهر الشكل أن منحنى العائد غير العادي تقلب بين السلب والإيجاب في المشاهدات جميعاً قبل الإعلان أما عند تأريخ الإعلان كان سالباً وأستمر التقلب في منحنى العائد غير العادي بعد يوم الإعلان ولكن كان ميلاً للجانب الموجب أكثر عدا الأيام المشار لها سابقاً . ومن الطبيعي يبدأ منحنى العائد غير العادي المتراكم من النقطة التي بدأ منها منحنى العائد غير العادي ويظهر منحنى العائد غير العادي المتراكم اتجاه سلبياً قبل الإعلان إذ بلغ العائد غير العادي المتراكم في يوم الإعلان (-0.19904) وأستمر بالإتجاه السالب حتى اليوم الخامس بعد الإعلان وفي اليوم السادس بعد الإعلان عاد منحنى العائد غير العادي المتراكم بالإتجاه الموجب إذ بلغ العائد غير العادي المتراكم في اليوم الرابع عشر قمة الإرتفاع فقد كان (0.444147) وانخفض العائد غير العادي المتراكم في اليوم الخامس عشر بعد الإعلان نتيجة لتحقق عائد غير عادي سلبى إذ بلغ العائد غير العادي المتراكم مايقارب (0.390946) وعلى الرغم من إشتراط الكفاءة بأن يكون منحنى (CAAR) مستقر للأيام التالية ليوم الإعلان. □ أن الواقع يؤكد إنتهاك قواعد الكفاءة في الإستجابة بسبب التحيز والبُطء وعدم كمال الإستجابة لإعلان حدث إحتجاز الأرباح.



الشكل (3-3) العائد غير العادي والعائد غير العادي المتراكم للإعلان الثالث

2.3. 4. إختبار كفاءة السوق في الإستجابة للإعلان الرابع

يظهر الجدول (3-22) أسعار الإغلاق و العوائد الفعلية للسهم والسوق والبيتا والعائد الخالي من المخاطرة والعائد المتوقع والعائد غير العادي والعائد غير العادي المتراكم للإعلان الرابع التابع إلى مصرف بغداد ولمدة 15 يوماً قبل الإعلان ويوم الإعلان و 15 يوماً بعد الإعلان . ويتبين من العمود الرابع في الجدول أن العوائد الفعلية للمدة التي تسبق الإعلان تراوحت بين العوائد الموجبة والسالبة . وبلغ أعلى عائد قبل الإعلان في اليوم التاسع (0.088293) . أما أقل عائد فقد كان في اليوم الثالث قبل الإعلان وبلغ (-0.15906) . وأصبح العائد سالباً في اليوم الأول قبل تأريخ الإعلان إذ بلغ (-0.03509) . وأصبح العائد صفراً في يوم تأريخ الإعلان وعاد سالباً في اليوم الأول بعد تأريخ الإعلان ليحقق خسائر أخرى للسهم وبعدها أصبح صفراً وبعد ذلك كان العائد يميل الى الموجب ليخفف من مستوى الخسائر السابقة واستمر العائد متذبذباً بين الأيجاب والسلب حتى اليوم الخامس عشر بعد الإعلان. ويظهر من العمود الثاني عشر العوائد المتوقعة للسهم حسب نموذج تسعير الموجودات الرأسمالية. أما العمود الثالث عشر فيظهر العائد غير العادي والذي يمثل الفرق بين العائد الفعلي والعائد المتوقع والذي يظهر عوائد غير عادية سلبية لجميع المشاهدات وبلغ العائد غير العادي في تأريخ الإعلان (-0.1261) وهذا □ يظهر انعكاساً صحيحاً لمعلومة احتجاز الأرباح . وبالتالي يمكن القول بأن السوق تأثر بالحدث بسبب وجود عوائد غير عادية قبل وبعد □ إعلان ولكن السوق استجاب بطريقة غير كفاءة والدليل على ذلك يتمثل في سلبية العوائد غير العادية قبل وأثناء تأريخ □ إعلان عن الحدث. وهذا ما يؤكد التحيز في استجابة السوق لمعلومة أحتجاز الأرباح. وإستمرار سلبية العوائد غير العادية بعد يوم الإعلان يؤكد على بُطء استجابة السوق للمعلومة لذلك فإن السوق غير كفاءة في □ استجابة.

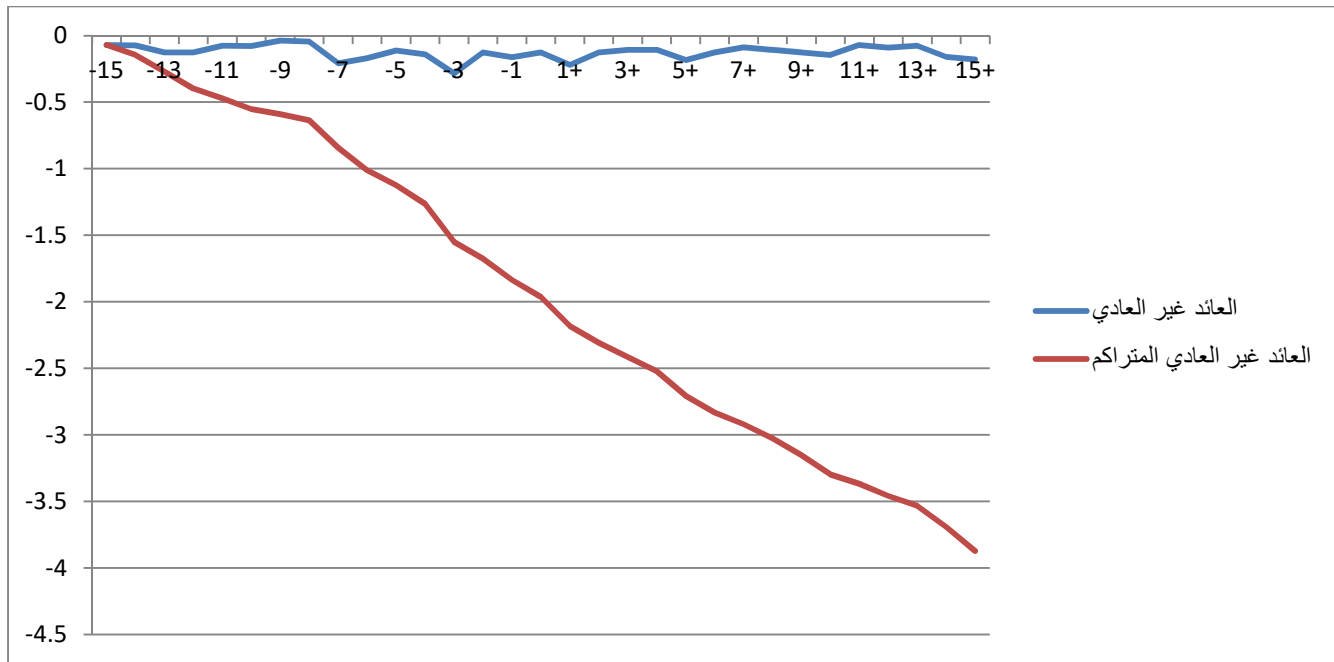
الفصل الثالث / المبحث الثاني ----- الجانب التطبيقي للدراسة

الجدول (3-22) أسعار الإغلاق اليومية والعائد الفعلي والمتوقع لسهم مصرف بغداد وعائد السوق والعائد الخالي من المخاطرة والعائد غير العادي والعائد غير العادي المتراكم

اليوم	30/08/2007			تاريخ الحدث /			مصرف بغداد			الحدث الرابع			تسلسل الحدث /	
	P	LN	R	PM	LN	RM	RM	RF	B	RM-RF	ER	AR	CAAR	
-15	2.8	1.029619	0.05506	36.49	3.597038	0.070384	0.003941	0.21	0.407141	-0.20606	0.126105	-0.07104	-0.07104	
-14	2.95	1.081805	0.052186	40.43	3.699572	0.102534	0.003941	0.21	0.407141	-0.20606	0.126105	-0.07392	-0.14496	
-13	2.95	1.081805	0	40.35	3.697591	-0.00198	0.003941	0.21	0.407141	-0.20606	0.126105	-0.1261	-0.27107	
-12	2.95	1.081805	0	39.61	3.679082	-0.01851	0.003941	0.21	0.407141	-0.20606	0.126105	-0.1261	-0.39717	
-11	3.1	1.131402	0.049597	40.95	3.712352	0.03327	0.003941	0.21	0.407141	-0.20606	0.126105	-0.07651	-0.47368	
-10	3.25	1.178655	0.047253	40.822	3.709221	-0.00313	0.003941	0.21	0.407141	-0.20606	0.126105	-0.07885	-0.55253	
-9	3.55	1.266948	0.088293	40.355	3.697715	-0.01151	0.003941	0.21	0.407141	-0.20606	0.126105	-0.03781	-0.59034	
-8	3.85	1.348073	0.081126	40.529	3.702018	0.004302	0.003941	0.21	0.407141	-0.20606	0.126105	-0.04498	-0.63532	
-7	3.55	1.266948	-0.08113	40.641	3.704777	0.00276	0.003941	0.21	0.407141	-0.20606	0.126105	-0.20723	-0.84255	
-6	3.4	1.223775	-0.04317	40.775	3.708069	0.003292	0.003941	0.21	0.407141	-0.20606	0.126105	-0.16928	-1.01183	
-5	3.45	1.238374	0.014599	41.829	3.73359	0.025521	0.003941	0.21	0.407141	-0.20606	0.126105	-0.11151	-1.12334	
-4	3.4	1.223775	-0.0146	41.367	3.722483	-0.01111	0.003941	0.21	0.407141	-0.20606	0.126105	-0.1407	-1.26404	
-3	2.9	1.064711	-0.15906	41.529	3.726392	0.003909	0.003941	0.21	0.407141	-0.20606	0.126105	-0.28517	-1.54921	
-2	2.9	1.064711	0	41.993	3.737503	0.011111	0.003941	0.21	0.407141	-0.20606	0.126105	-0.1261	-1.67531	
-1	2.8	1.029619	-0.03509	42.112	3.740333	0.00283	0.003941	0.21	0.407141	-0.20606	0.126105	-0.1612	-1.83651	
0	2.8	1.029619	0	41.301	3.720887	-0.01945	0.003941	0.21	0.407141	-0.20606	0.126105	-0.1261	-1.96262	
1+	2.55	0.936093	-0.09353	41.4	3.723281	0.002394	0.003941	0.21	0.407141	-0.20606	0.126105	-0.21963	-2.18225	
2+	2.55	0.936093	0	40.18	3.693369	-0.02991	0.003941	0.21	0.407141	-0.20606	0.126105	-0.1261	-2.30835	
3+	2.6	0.955511	0.019418	39.61	3.679082	-0.01429	0.003941	0.21	0.407141	-0.20606	0.126105	-0.10669	-2.41504	
4+	2.65	0.97456	0.019048	38.95	3.662279	-0.0168	0.003941	0.21	0.407141	-0.20606	0.126105	-0.10706	-2.52209	
5+	2.5	0.916291	-0.05827	39.15	3.6674	0.005122	0.003941	0.21	0.407141	-0.20606	0.126105	-0.18437	-2.70647	
6+	2.5	0.916291	0	39.18	3.668166	0.000766	0.003941	0.21	0.407141	-0.20606	0.126105	-0.1261	-2.83257	
7+	2.6	0.955511	0.039221	39.8	3.683867	0.0157	0.003941	0.21	0.407141	-0.20606	0.126105	-0.08688	-2.91946	
8+	2.65	0.97456	0.019048	38.88	3.66048	-0.02339	0.003941	0.21	0.407141	-0.20606	0.126105	-0.10706	-3.02651	
9+	2.65	0.97456	0	38.92	3.661508	0.001028	0.003941	0.21	0.407141	-0.20606	0.126105	-0.1261	-3.15262	
10+	2.6	0.955511	-0.01905	38.86	3.659965	-0.00154	0.003941	0.21	0.407141	-0.20606	0.126105	-0.14515	-3.29777	
11+	2.75	1.011601	0.056089	38.82	3.658936	-0.00103	0.003941	0.21	0.407141	-0.20606	0.126105	-0.07002	-3.36779	
12+	2.85	1.047319	0.035718	38.8	3.65842	-0.00052	0.003941	0.21	0.407141	-0.20606	0.126105	-0.09039	-3.45817	
13+	3	1.098612	0.051293	38.55	3.651956	-0.00646	0.003941	0.21	0.407141	-0.20606	0.126105	-0.07481	-3.53298	
14+	2.9	1.064711	-0.0339	38.585	3.652864	0.000907	0.003941	0.21	0.407141	-0.20606	0.126105	-0.16001	-3.69299	
15+	2.75	1.011601	-0.05311	38.429	3.648812	-0.00405	0.003941	0.21	0.407141	-0.20606	0.126105	-0.17921	-3.8722	

المصدر: من اعداد الباحث اعتماداً على تقارير سوق العراق للأوراق المالية وتقارير البنك المركزي العراقي

ويظهر العائد غير العادي اليومي والمتراكم للإعلان الرابع التابع إلى مصرف بغداد بيانياً في الشكل (3-4) . إذ يظهر من الشكل أن منحنى العائد غير العادي كان سالباً في المشاهدات جميعها قبل الإعلان واستمر بلـتجاه السالب عند وبعد الإعلان. ويظهر منحنى العائد غير العادي المتراكم اتجاهاً سلبياً إذ بلغ العائد غير العادي المتراكم في يوم الإعلان (-1.96262) وأستمر بالإتجاه السالب حتى اليوم الخامس عشر بعد الإعلان إذ بلغ العائد غير العادي المتراكم مايقارب (-3.8722) . مما يؤكد عدم مطابقة النتائج مع فرضيات السوق الكفاءة الخاصة بعدم امكانية تحقيق عائد غير عادي بعد ظهور المعلومة العامة.



الشكل (3-4) العائد غير العادي والعائد غير العادي المتراكم للإعلان الرابع

5. 2.3 إختبار كفاءة السوق في الإستجابة للإعلان الخامس

يظهر الجدول (3-23) أسعار الإغلاق و العوائد الفعلية للسهم والسوق والبيتا والعائد الخالي من المخاطرة والعائد المتوقع والعائد غير العادي والعائد غير العادي المتراكم للإعلان الخامس التابع إلى مصرف بابل ولمدة 15 يوماً قبل الإعلان ويوم الإعلان و 15 يوماً بعد الإعلان . ويتبين من العمود الرابع في الجدول أن العوائد الفعلية للمدة التي تسبق الإعلان تراوحت بين العوائد الموجبة والسالبة. وبلغ أعلى عائد قبل الإعلان في اليوم السابع (0.04652) . أما أقل عائد فقد كان في اليوم الثامن قبل الإعلان وبلغ (-0.04562) . وأصبح العائد سالباً في اليوم الأول قبل تأريخ الإعلان إذ بلغ (-0.04082) . وأصبح العائد موجباً في يوم تأريخ الإعلان إذ بلغ (0.040822) وعاد سالباً في اليوم الأول بعد تأريخ الإعلان ليحقق خسائر إخرى للسهم وبعدها أصبح صفراً وبعد ذلك كان العائد يميل الى الموجب ليخفف من مستوى الخسائر السابقة واستمر العائد متذبذباً بين الأيجاب والسلب حتى اليوم الخامس عشر بعد الإعلان. ويظهر من العمود الثاني عشر العوائد المتوقعة للسهم حسب نموذج تسعير الموجودات الرأسمالية. أما العمود الثالث عشر فيظهر العائد غير العادي والذي يمثل الفرق بين العائد الفعلي والعائد المتوقع والذي يظهر عوائد غير عادية سلبية لجميع المشاهدات وبلغ العائد غير العادي في تأريخ الإعلان (-0.32753) وهذا □ يظهر انعكاساً صحيحاً لمعلومة احتجاز الأرباح . لذلك فإن السوق تأثر بالحدث بسبب وجود عوائد غير عادية قبل وبعد □ إعلان وهذا ينسجم مع ماجاء في الجزء الأول من الجانب التطبيقي ولكن استجابة السوق لم تلتزم بقواعد الكفاءة والدليل على ذلك يتمثل في :

- 1- سلبية العوائد غير العادية في إجمال مدة المعاينة قبل وأثناء وبعد الإعلان عن الحدث والمفترض أن تظهر العوائد غير العادية موجبة قبل وأثناء تأريخ □ إعلان عن الحدث وتنعدم هذه العوائد غير العادية (تصبح صفراً) بعد تأريخ □ إعلان عن الحدث. وهذا يؤكد التحيز في استجابة السوق لمعلومة إعلان احتجاز الأرباح.
- 2- سلبية العوائد غير العادية بعد يوم الإعلان يؤكد على بُطء استجابة السوق للمعلومة.

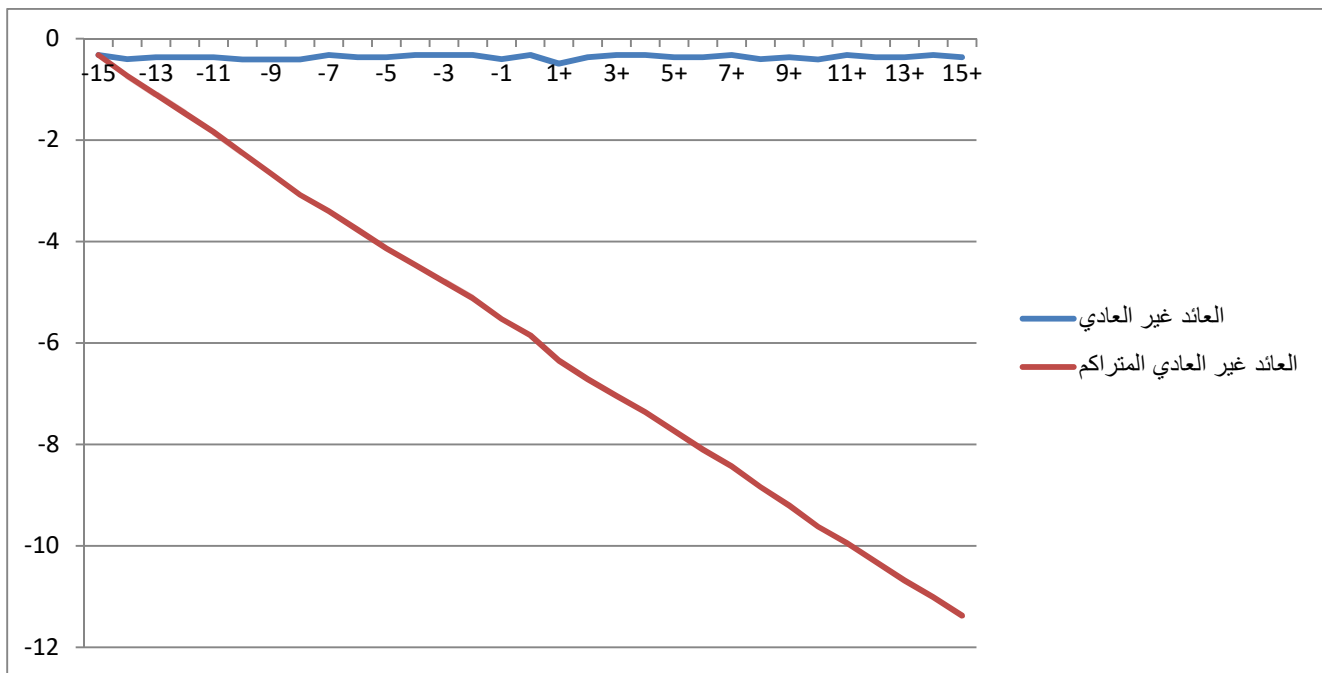
الفصل الثالث / المبحث الثاني ----- الجانب التطبيقي للدراسة

الجدول (3-23) أسعار الإغلاق اليومية والعائد الفعلي والمتوقع لسهم مصرف بابل وعائد السوق والعائد الخالي من المخاطرة والعائد غير العادي والعائد غير العادي المتراكم

اليوم	11/06/2008			تاريخ الحدث /			مصرف بابل			الحدث الخامس			تسلسل الحدث /	
	P	LN	R	PM	LN	RM	RM	RF	B	RM-RF	ER	AR	CAAR	
-15	1.25	0.223144	0.040822	37.37	3.620868	0.001607	0.000604	0.18	-1.04995	-0.1794	0.368357	-0.32753	-0.32753	
-14	1.2	0.182322	-0.04082	37.35	3.620333	-0.00054	0.000604	0.18	-1.04995	-0.1794	0.368357	-0.40918	-0.73671	
-13	1.2	0.182322	0	37.27	3.618189	-0.00214	0.000604	0.18	-1.04995	-0.1794	0.368357	-0.36836	-1.10507	
-12	1.2	0.182322	0	37.246	3.617545	-0.00064	0.000604	0.18	-1.04995	-0.1794	0.368357	-0.36836	-1.47343	
-11	1.2	0.182322	0	37.296	3.618886	0.001342	0.000604	0.18	-1.04995	-0.1794	0.368357	-0.36836	-1.84178	
-10	1.15	0.139762	-0.04256	37.5	3.624341	0.005455	0.000604	0.18	-1.04995	-0.1794	0.368357	-0.41092	-2.2527	
-9	1.1	0.09531	-0.04445	37.63	3.627802	0.003461	0.000604	0.18	-1.04995	-0.1794	0.368357	-0.41281	-2.66551	
-8	1.05	0.04879	-0.04652	38.23	3.643621	0.015819	0.000604	0.18	-1.04995	-0.1794	0.368357	-0.41488	-3.08039	
-7	1.1	0.09531	0.04652	38.1	3.640214	-0.00341	0.000604	0.18	-1.04995	-0.1794	0.368357	-0.32184	-3.40222	
-6	1.1	0.09531	0	38.26	3.644405	0.004191	0.000604	0.18	-1.04995	-0.1794	0.368357	-0.36836	-3.77058	
-5	1.1	0.09531	0	38.35	3.646755	0.00235	0.000604	0.18	-1.04995	-0.1794	0.368357	-0.36836	-4.13894	
-4	1.15	0.139762	0.044452	38.372	3.647328	0.000573	0.000604	0.18	-1.04995	-0.1794	0.368357	-0.3239	-4.46284	
-3	1.2	0.182322	0.04256	38.4	3.648057	0.000729	0.000604	0.18	-1.04995	-0.1794	0.368357	-0.3258	-4.78864	
-2	1.25	0.223144	0.040822	38.9	3.660994	0.012937	0.000604	0.18	-1.04995	-0.1794	0.368357	-0.32753	-5.11617	
-1	1.2	0.182322	-0.04082	38.166	3.641945	-0.01905	0.000604	0.18	-1.04995	-0.1794	0.368357	-0.40918	-5.52535	
0	1.25	0.223144	0.040822	37.25	3.617652	-0.02429	0.000604	0.18	-1.04995	-0.1794	0.368357	-0.32753	-5.85289	
1+	1.1	0.09531	-0.12783	37.653	3.628413	0.010761	0.000604	0.18	-1.04995	-0.1794	0.368357	-0.49619	-6.34908	
2+	1.1	0.09531	0	37.507	3.624528	-0.00389	0.000604	0.18	-1.04995	-0.1794	0.368357	-0.36836	-6.71743	
3+	1.15	0.139762	0.044452	37.753	3.631065	0.006537	0.000604	0.18	-1.04995	-0.1794	0.368357	-0.3239	-7.04134	
4+	1.2	0.182322	0.04256	37.785	3.631912	0.000847	0.000604	0.18	-1.04995	-0.1794	0.368357	-0.3258	-7.36714	
5+	1.2	0.182322	0	38.042	3.638691	0.006779	0.000604	0.18	-1.04995	-0.1794	0.368357	-0.36836	-7.73549	
6+	1.2	0.182322	0	38.072	3.639479	0.000788	0.000604	0.18	-1.04995	-0.1794	0.368357	-0.36836	-8.10385	
7+	1.25	0.223144	0.040822	38.145	3.641395	0.001916	0.000604	0.18	-1.04995	-0.1794	0.368357	-0.32753	-8.43138	
8+	1.2	0.182322	-0.04082	38.222	3.643411	0.002017	0.000604	0.18	-1.04995	-0.1794	0.368357	-0.40918	-8.84056	
9+	1.2	0.182322	0	38.331	3.646259	0.002848	0.000604	0.18	-1.04995	-0.1794	0.368357	-0.36836	-9.20892	
10+	1.15	0.139762	-0.04256	38.302	3.645502	-0.00076	0.000604	0.18	-1.04995	-0.1794	0.368357	-0.41092	-9.61984	
11+	1.2	0.182322	0.04256	38.512	3.65097	0.005468	0.000604	0.18	-1.04995	-0.1794	0.368357	-0.3258	-9.94563	
12+	1.2	0.182322	0	38.491	3.650424	-0.00055	0.000604	0.18	-1.04995	-0.1794	0.368357	-0.36836	-10.314	
13+	1.2	0.182322	0	38.145	3.641395	-0.00903	0.000604	0.18	-1.04995	-0.1794	0.368357	-0.36836	-10.6823	
14+	1.25	0.223144	0.040822	37.802	3.632362	-0.00903	0.000604	0.18	-1.04995	-0.1794	0.368357	-0.32753	-11.0099	
15+	1.25	0.223144	0	38.015	3.637981	0.005619	0.000604	0.18	-1.04995	-0.1794	0.368357	-0.36836	-11.3782	

المصدر: من اعداد الباحث اعتماداً على تقارير سوق العراق للأوراق المالية وتقارير البنك المركزي العراقي

ويعرض الشكل (3-5) العوائد غير العادية اليومية والمتراكمة للإعلان الخامس التابع إلى مصرف بابل بيانياً. إذ يظهر من الشكل أن منحنى العائد غير العادي كان سالباً في جميع المشاهدات قبل الإعلان واستمر بـ اتجاه السالب عند وبعد الإعلان. أما منحنى العائد غير العادي المتراكم فيظهر اتجاهه سلبياً إذ بلغ العائد غير العادي المتراكم في يوم الإعلان (-5.85289) وأستمر بالإتجاه السالب حتى اليوم الخامس عشر بعد الإعلان إذ بلغ العائد غير العادي المتراكم مايقارب (-11.3782) وهو مايمثل أكبر عائد غير عادي متراكم على مستوى جميع الإعلانات عينة دراسة الحدث. وتدل زيادة سلبية العائد غير العادي المتراكم بعد يوم الإعلان على عدم مطابقة النتائج مع إشتراطات كفاءة السوق التي تفترض بعدم امكانية تحقيق عائد غير عادي بعد ظهور المعلومة العامة.



الشكل (3-5) العائد غير العادي والعائد غير العادي المتراكم للإعلان الخامس

6. 2.3 إختبار كفاءة السوق في الإستجابة للإعلان السادس

يظهر الجدول (3-24) أسعار الإغلاق و العوائد الفعلية للسهم والسوق والبيتا والعائد الخالي من المخاطرة والعائد المتوقع والعائد غير العادي والعائد غير العادي المتراكم للإعلان السادس التابع إلى مصرف بابل ولمدة 15 يوماً قبل الإعلان ويوم الإعلان و 15 يوماً بعد الإعلان . ويتبين من العمود الرابع في الجدول أن العوائد الفعلية للمدة التي تسبق الإعلان تراوحت بين العوائد الموجبة والسالبة. وبلغ أعلى عائد قبل الإعلان في اليوم الثالث (0.031091) . أما أقل عائد فقد كان في اليوم الرابع قبل الإعلان وبلغ (-0.06124) . وأصبح العائد سالباً في اليوم الأول قبل تأريخ الإعلان إذ بلغ (-0.0202) . وأصبح العائد موجباً في يوم تأريخ الإعلان إذ بلغ (0.010152) و أصبح صفرأ في اليوم الأول والثاني بعد تأريخ الإعلان وبعد ذلك استمر العائد متذبذباً بين السلب والأيجاب حتى اليوم الخامس عشر بعد الإعلان. ويظهر من العمود الثاني عشر العوائد المتوقعة للسهم حسب نموذج تسعير الموجودات الرأسمالية. أما العمود الثالث عشر فيظهر العائد غير العادي والذي يمثل الفرق بين العائد الفعلي والعائد المتوقع والذي يظهر عوائد غير عادية سلبية لجميع المشاهدات وبلغ العائد غير العادي في تأريخ الإعلان (-0.07255) وهذا □ يظهر انعكاساً صحيحاً لمعلومة احتجاز الأرباح ورغم أن السوق استجاب لأعلان إحتجاز الأرباح وهذا ينسجم مع الجانب النظري وكذلك مع الجزء الأول من الجانب التطبيقي. □ أن استجابة السوق تظهر لنا نتيجتين: تتمثل الأولى بإستجابة السوق المتحيزة والدليل على ذلك تحقق العوائد غير العادية السلبية قبل وأثناء يوم الإعلان والمفترض أن تكون عوائد غير عادية موجبة. أما النتيجة الثانية لأستجابة السوق فتتمثل بالإستجابة البطيئة لحدث إحتجاز الأرباح ويُدل على ذلك إستمرار سلبية العوائد بعد تأريخ الإعلان عن معلومة إحتجاز الأرباح, والنتيجتان تصفان إستجابة السوق بأنها إستجابة غير موضوعية لمعلومة إحتجاز الأرباح.

الفصل الثالث / المبحث الثاني ----- الجانب التطبيقي للدراسة

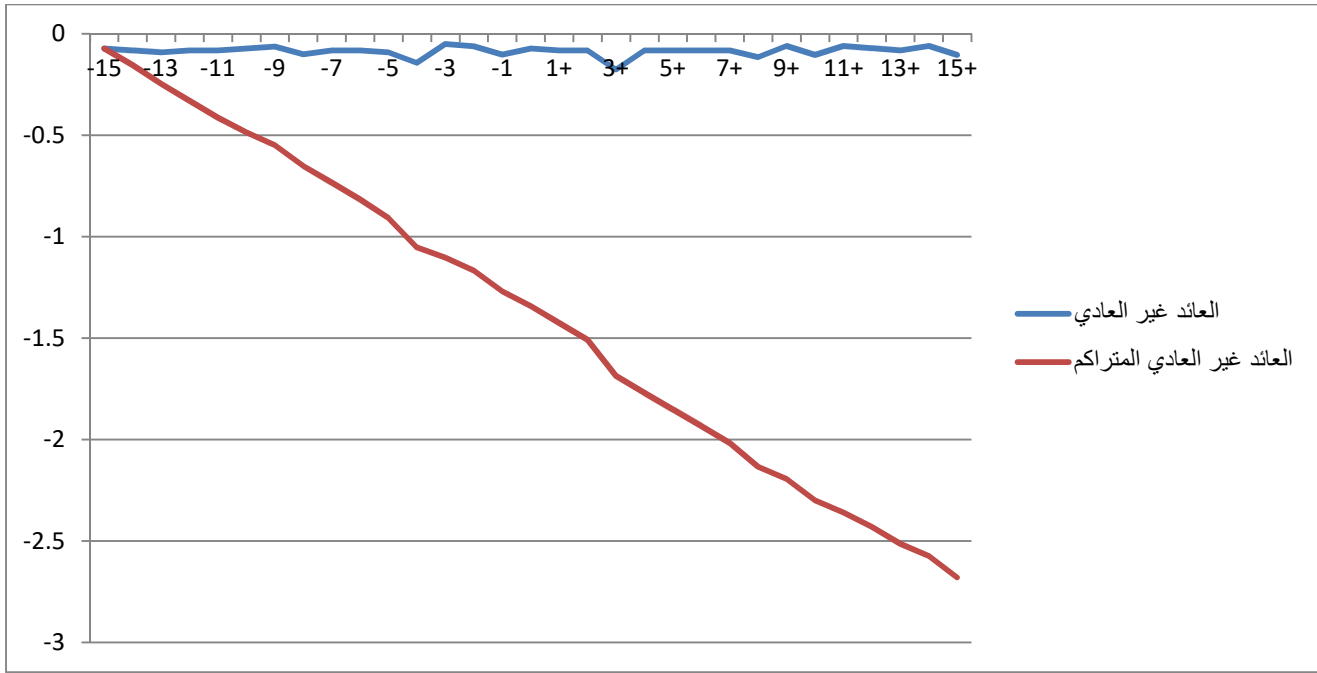
الجدول (3-24) أسعار الإغلاق اليومية والعائد الفعلي والمتوقع لسهم مصرف بابل وعائد السوق والعائد الخالي من المخاطرة والعائد غير العادي والعائد غير العادي المتراكم

اليوم	24/08/2010			تاريخ الحدث /			مصرف بابل			الحدث السادس			تسلسل الحدث /	
	P	LN	R	PM	LN	RM	RM	RF	B	RM-RF	ER	AR	CAAR	
-15	1.02	0.019803	0.009852	92.14	4.523309	0.002391	-0.00048	0.1	0.172125	-0.10048	0.082704	-0.07285	-0.07285	
-14	1.02	0.019803	0	92.3	4.525044	0.001735	-0.00048	0.1	0.172125	-0.10048	0.082704	-0.0827	-0.15556	
-13	1.01	0.00995	-0.00985	92.21	4.524069	-0.00098	-0.00048	0.1	0.172125	-0.10048	0.082704	-0.09256	-0.24811	
-12	1.01	0.00995	0	91.81	4.519721	-0.00435	-0.00048	0.1	0.172125	-0.10048	0.082704	-0.0827	-0.33082	
-11	1.01	0.00995	0	92.01	4.521897	0.002176	-0.00048	0.1	0.172125	-0.10048	0.082704	-0.0827	-0.41352	
-10	1.02	0.019803	0.009852	91.9	4.520701	-0.0012	-0.00048	0.1	0.172125	-0.10048	0.082704	-0.07285	-0.48637	
-9	1.04	0.039221	0.019418	92.32	4.525261	0.00456	-0.00048	0.1	0.172125	-0.10048	0.082704	-0.06329	-0.54966	
-8	1.02	0.019803	-0.01942	91.75	4.519067	-0.00619	-0.00048	0.1	0.172125	-0.10048	0.082704	-0.10212	-0.65178	
-7	1.02	0.019803	0	91.52	4.516558	-0.00251	-0.00048	0.1	0.172125	-0.10048	0.082704	-0.0827	-0.73448	
-6	1.02	0.019803	0	91.69	4.518413	0.001856	-0.00048	0.1	0.172125	-0.10048	0.082704	-0.0827	-0.81719	
-5	1.01	0.00995	-0.00985	91.87	4.520375	0.001961	-0.00048	0.1	0.172125	-0.10048	0.082704	-0.09256	-0.90975	
-4	0.95	-0.05129	-0.06124	91.63	4.517759	-0.00262	-0.00048	0.1	0.172125	-0.10048	0.082704	-0.14395	-1.05369	
-3	0.98	-0.0202	0.031091	91.65	4.517977	0.000218	-0.00048	0.1	0.172125	-0.10048	0.082704	-0.05161	-1.10531	
-2	1	0	0.020203	90.55	4.505902	-0.01207	-0.00048	0.1	0.172125	-0.10048	0.082704	-0.0625	-1.16781	
-1	0.98	-0.0202	-0.0202	91.33	4.514479	0.008577	-0.00048	0.1	0.172125	-0.10048	0.082704	-0.10291	-1.27072	
0	0.99	-0.01005	0.010152	91.37	4.514917	0.000438	-0.00048	0.1	0.172125	-0.10048	0.082704	-0.07255	-1.34327	
1+	0.99	-0.01005	0	91.4	4.515245	0.000328	-0.00048	0.1	0.172125	-0.10048	0.082704	-0.0827	-1.42597	
2+	0.99	-0.01005	0	91.79	4.519503	0.004258	-0.00048	0.1	0.172125	-0.10048	0.082704	-0.0827	-1.50868	
3+	0.9	-0.10536	-0.09531	91.76	4.519176	-0.00033	-0.00048	0.1	0.172125	-0.10048	0.082704	-0.17801	-1.68669	
4+	0.9	-0.10536	0	91.55	4.516885	-0.00229	-0.00048	0.1	0.172125	-0.10048	0.082704	-0.0827	-1.76939	
5+	0.9	-0.10536	0	91.47	4.516011	-0.00087	-0.00048	0.1	0.172125	-0.10048	0.082704	-0.0827	-1.8521	
6+	0.9	-0.10536	0	91.34	4.514589	-0.00142	-0.00048	0.1	0.172125	-0.10048	0.082704	-0.0827	-1.9348	
7+	0.9	-0.10536	0	91.38	4.515027	0.000438	-0.00048	0.1	0.172125	-0.10048	0.082704	-0.0827	-2.01751	
8+	0.87	-0.13926	-0.0339	91.23	4.513384	-0.00164	-0.00048	0.1	0.172125	-0.10048	0.082704	-0.11661	-2.13411	
9+	0.89	-0.11653	0.022728	91.14	4.512397	-0.00099	-0.00048	0.1	0.172125	-0.10048	0.082704	-0.05998	-2.19409	
10+	0.87	-0.13926	-0.02273	91.15	4.512507	0.00011	-0.00048	0.1	0.172125	-0.10048	0.082704	-0.10543	-2.29952	
11+	0.89	-0.11653	0.022728	91.54	4.516776	0.00427	-0.00048	0.1	0.172125	-0.10048	0.082704	-0.05998	-2.3595	
12+	0.9	-0.10536	0.011173	91.54	4.516776	0	-0.00048	0.1	0.172125	-0.10048	0.082704	-0.07153	-2.43103	
13+	0.9	-0.10536	0	90.97	4.51053	-0.00625	-0.00048	0.1	0.172125	-0.10048	0.082704	-0.0827	-2.51373	
14+	0.92	-0.08338	0.021979	90.77	4.508329	-0.0022	-0.00048	0.1	0.172125	-0.10048	0.082704	-0.06073	-2.57446	
15+	0.9	-0.10536	-0.02198	90.55	4.505902	-0.00243	-0.00048	0.1	0.172125	-0.10048	0.082704	-0.10468	-2.67914	

المصدر: من اعداد الباحث اعتماداً على تقارير سوق العراق للأوراق المالية وتقارير البنك المركزي العراقي

الفصل الثالث / المبحث الثاني ----- الجانب التطبيقي للدراسة

العائد غير العادي اليومي والمتراكم للإعلان السادس التابع إلى مصرف بابل بيانياً يظهر في الشكل (6-3). إذ يظهر من الشكل أن منحنى العائد غير العادي كان سالباً في جميع المشاهدات قبل الإعلان واستمر باتجاه السالب عند وبعد الإعلان. ويظهر منحنى العائد غير العادي المتراكم أيضاً اتجاهاً سلبياً إذ بلغ العائد غير العادي المتراكم في يوم الإعلان (-1.34327) وأستمر بالاتجاه السالب حتى اليوم الخامس عشر بعد الإعلان إذ بلغ العائد غير العادي المتراكم مايقارب (-2.67914) وهذا ما يؤكد على السير المعاكس لاتجاه قواعد الكفاءة.



الشكل (6-3) العائد غير العادي والعائد غير العادي المتراكم للإعلان السادس

7. 2.3 إختبار كفاءة السوق في الإستجابة للإعلان السابع

يظهر الجدول (3-25) أسعار الإغلاق و العوائد الفعلية للسهم والسوق والبيتا والعائد الخالي من المخاطرة والعائد المتوقع والعائد غير العادي والعائد غير العادي المتراكم للإعلان السابع التابع إلى مصرف بغداد ولمدة 15 يوماً قبل الإعلان ويوم الإعلان و 15 يوماً بعد الإعلان . ويتبين من العمود الرابع في الجدول أن العوائد الفعلية للمدة التي تسبق الإعلان تراوحت بين العوائد الموجبة والسالبة. وبلغ أعلى عائد قبل الإعلان في اليوم الثاني (0.036634) . أما أقل عائد فقد كان في اليوم الخامس قبل الإعلان وبلغ (-0.04512). وأصبح العائد سالباً في اليوم الأول قبل تأريخ الإعلان إذ بلغ (-0.02182). وبقى العائد سالباً في يوم تأريخ الإعلان إذ بلغ (-0.01482) وأستمر سالباً في اليوم الأول بعد تأريخ الإعلان ليحقق خسائر إخرى للسهم وبعد ذلك كان العائد يميل الى الموجب ليخفف من مستوى الخسائر السابقة واستمر العائد متذبذباً بين الأيجاب والسلب حتى اليوم الخامس عشر بعد الإعلان. ويظهر من العمود الثاني عشر العوائد المتوقعة للسهم حسب نموذج تسعير الموجودات الرأسمالية. أما العمود الثالث عشر فيظهر العائد غير العادي والذي يمثل الفرق بين العائد الفعلي والعائد المتوقع والذي يظهر عوائد غير عادية سلبية لجميع المشاهدات وبلغ العائد غير العادي في تأريخ الإعلان (-0.05713) وبما أن العوائد غير العادية في يوم الإعلان ليست صفرية فلهذا دلالة مفادها ببطء السوق في الإستجابة لمعلومات هذا الحدث وأن أسعار السوق لم تستجب بشكل كامل وسريع يوم الإعلان وفي ذلك دلالة على عدم كفاءة السوق.

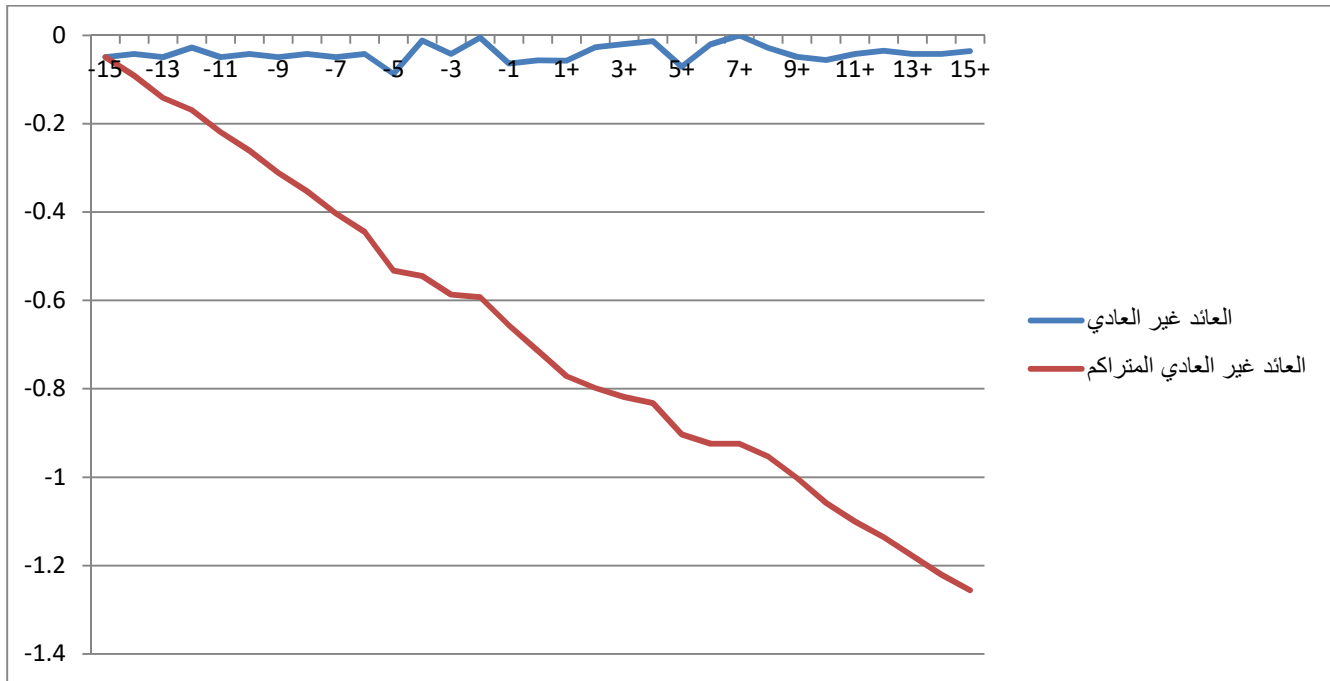
الفصل الثالث / المبحث الثاني ----- الجانب التطبيقي للدرسة

الجدول (3-25) أسعار الإغلاق اليومية والعائد الفعلي والمتوقع لسهم مصرف بغداد وعائد السوق والعائد الخالي من المخاطرة والعائد غير العادي والعائد غير العادي المتراكم

اليوم	12/10/2010			تاريخ الحدث /					مصرف بغداد			الحدث السابع			تسلسل الحدث /	
	P	LN	R	PM	LN	RM	RM	RF	B	RM-RF	ER	AR	CAAR			
-15	1.38	0.322083	-0.00722	90.01	4.499921	-0.00377	0.001254	0.105	0.604192	-0.10375	0.042317	-0.04954	-0.04954			
-14	1.38	0.322083	0	90.02	4.500032	0.000111	0.001254	0.105	0.604192	-0.10375	0.042317	-0.04232	-0.09185			
-13	1.37	0.314811	-0.00727	90.28	4.502916	0.002884	0.001254	0.105	0.604192	-0.10375	0.042317	-0.04959	-0.14144			
-12	1.39	0.329304	0.014493	90.72	4.507778	0.004862	0.001254	0.105	0.604192	-0.10375	0.042317	-0.02782	-0.16927			
-11	1.38	0.322083	-0.00722	90.55	4.505902	-0.00188	0.001254	0.105	0.604192	-0.10375	0.042317	-0.04954	-0.21881			
-10	1.38	0.322083	0	90.6	4.506454	0.000552	0.001254	0.105	0.604192	-0.10375	0.042317	-0.04232	-0.26112			
-9	1.37	0.314811	-0.00727	90.63	4.506785	0.000331	0.001254	0.105	0.604192	-0.10375	0.042317	-0.04959	-0.31071			
-8	1.37	0.314811	0	90.55	4.505902	-0.00088	0.001254	0.105	0.604192	-0.10375	0.042317	-0.04232	-0.35303			
-7	1.36	0.307485	-0.00733	90.56	4.506013	0.00011	0.001254	0.105	0.604192	-0.10375	0.042317	-0.04964	-0.40267			
-6	1.36	0.307485	0	89.74	4.496917	-0.0091	0.001254	0.105	0.604192	-0.10375	0.042317	-0.04232	-0.44499			
-5	1.3	0.262364	-0.04512	89.73	4.496805	-0.00011	0.001254	0.105	0.604192	-0.10375	0.042317	-0.08744	-0.53243			
-4	1.34	0.29267	0.030305	90.14	4.501364	0.004559	0.001254	0.105	0.604192	-0.10375	0.042317	-0.01201	-0.54444			
-3	1.34	0.29267	0	90.1	4.50092	-0.00044	0.001254	0.105	0.604192	-0.10375	0.042317	-0.04232	-0.58676			
-2	1.39	0.329304	0.036634	90.71	4.507668	0.006747	0.001254	0.105	0.604192	-0.10375	0.042317	-0.00568	-0.59244			
-1	1.36	0.307485	-0.02182	90.37	4.503912	-0.00376	0.001254	0.105	0.604192	-0.10375	0.042317	-0.06414	-0.65658			
0	1.34	0.29267	-0.01482	89.91	4.498809	-0.0051	0.001254	0.105	0.604192	-0.10375	0.042317	-0.05713	-0.71371			
1+	1.32	0.277632	-0.01504	90.14	4.501364	0.002555	0.001254	0.105	0.604192	-0.10375	0.042317	-0.05736	-0.77106			
2+	1.34	0.29267	0.015038	90.47	4.505018	0.003654	0.001254	0.105	0.604192	-0.10375	0.042317	-0.02728	-0.79834			
3+	1.37	0.314811	0.022141	90.96	4.51042	0.005402	0.001254	0.105	0.604192	-0.10375	0.042317	-0.02018	-0.81852			
4+	1.41	0.34359	0.028779	91.54	4.516776	0.006356	0.001254	0.105	0.604192	-0.10375	0.042317	-0.01354	-0.83206			
5+	1.37	0.314811	-0.02878	91.17	4.512726	-0.00405	0.001254	0.105	0.604192	-0.10375	0.042317	-0.0711	-0.90315			
6+	1.4	0.336472	0.021661	91.79	4.519503	0.006777	0.001254	0.105	0.604192	-0.10375	0.042317	-0.02066	-0.92381			
7+	1.46	0.378436	0.041964	90.07	4.500587	-0.01892	0.001254	0.105	0.604192	-0.10375	0.042317	-0.00035	-0.92416			
8+	1.48	0.392042	0.013606	91.9	4.520701	0.020114	0.001254	0.105	0.604192	-0.10375	0.042317	-0.02871	-0.95287			
9+	1.47	0.385262	-0.00678	91.89	4.520592	-0.00011	0.001254	0.105	0.604192	-0.10375	0.042317	-0.0491	-1.00197			
10+	1.45	0.371564	-0.0137	91.6	4.517431	-0.00316	0.001254	0.105	0.604192	-0.10375	0.042317	-0.05602	-1.05799			
11+	1.45	0.371564	0	91.84	4.520048	0.002617	0.001254	0.105	0.604192	-0.10375	0.042317	-0.04232	-1.1003			
12+	1.46	0.378436	0.006873	92.84	4.530878	0.01083	0.001254	0.105	0.604192	-0.10375	0.042317	-0.03544	-1.13575			
13+	1.46	0.378436	0	92.88	4.531308	0.000431	0.001254	0.105	0.604192	-0.10375	0.042317	-0.04232	-1.17807			
14+	1.46	0.378436	0	93.35	4.536356	0.005048	0.001254	0.105	0.604192	-0.10375	0.042317	-0.04232	-1.22038			
15+	1.47	0.385262	0.006826	93.93	4.54255	0.006194	0.001254	0.105	0.604192	-0.10375	0.042317	-0.03549	-1.25587			

المصدر: من اعداد الباحث اعتماداً على تقارير سوق العراق للأوراق المالية وتقارير البنك المركزي العراقي

ويعرض الشكل (7-3) العوائد غير العادية اليومية والمتراكمة للإعلان السابع التابع إلى مصرف بغداد بيانياً . إذ يظهر من الشكل أن منحنى العائد غير العادي قبل الإعلان كان سالباً لدى جميع المشاهدات واستمر باتجاه السالب عند وبعد الإعلان. ومن الطبيعي يبدأ منحنى العائد غير العادي المتراكم من النقطة التي بدأ منها منحنى العائد غير العادي ويظهر منحنى العائد غير العادي المتراكم اتجاهاً سلبياً إذ بلغ العائد غير العادي المتراكم في يوم الإعلان (-0.71371) وأستمر بالإتجاه السالب حتى اليوم الخامس عشر بعد الإعلان إذ بلغ العائد غير العادي المتراكم مايقارب (-1.25587) . مما يؤكد عدم مطابقة النتائج مع فرضيات السوق الكفاءة الخاصة بعدم امكانية تحقيق عائد غير عادي بعد ظهور المعلومة العامة.



الشكل (7-3) العائد غير العادي والعائد غير العادي المتراكم للإعلان السابع

8. 2.3 إختبار كفاءة السوق في الإستجابة للإعلان الثامن

يظهر الجدول (3-26) أسعار الإغلاق و العوائد الفعلية للسهم والسوق والبيتا والعائد الخالي من المخاطرة والعائد المتوقع والعائد غير العادي والعائد غير العادي المتراكم للإعلان الثامن التابع إلى مصرف الشرق الأوسط ولمدة 15 يوماً قبل الإعلان ويوم الإعلان و 15 يوماً بعد الإعلان. ويتبين من العمود الرابع في الجدول أن العوائد الفعلية للمدة التي تسبق الإعلان تراوحت بين العوائد الموجبة والسالبة. وبلغ أعلى عائد قبل الإعلان في اليوم الخامس عشر (0.09531). أما أقل عائد فقد كان في اليوم السابع قبل الإعلان وبلغ (-0.05439). وأصبح العائد موجباً في اليوم الأول قبل تأريخ الإعلان إذ بلغ (0.012658). وأصبح العائد سالباً في يوم تأريخ الإعلان إذ بلغ (-0.01266) وعاد موجباً في اليوم الأول بعد تأريخ الإعلان إذ بلغ (-0.067718) وبعد ذلك كان العائد متذبذباً بين الأيجاب والسلب حتى اليوم الخامس عشر بعد الإعلان. ويظهر من العمود الثاني عشر العوائد المتوقعة للسهم حسب نموذج تسعير الموجودات الرأسمالية. أما العمود الثالث عشر فيظهر العائد غير العادي والذي يمثل الفرق بين العائد الفعلي والعائد المتوقع والذي يظهر عوائد غير عادية سلبية لجميع المشاهدات وبلغ العائد غير العادي في تأريخ الإعلان (-0.18914) وهذا □ يظهر انعكاساً صحيحاً لمعلومة احتجاز الأرباح لأن المفترض أن تنعدم العوائد غير العادية في يوم الإعلان (تصبح صفراً). لذلك فإن ظهور العوائد السالبة أثناء يوم الإعلان يؤكد على التحيز في استجابة السوق لمعلومة إعلان احتجاز الأرباح.

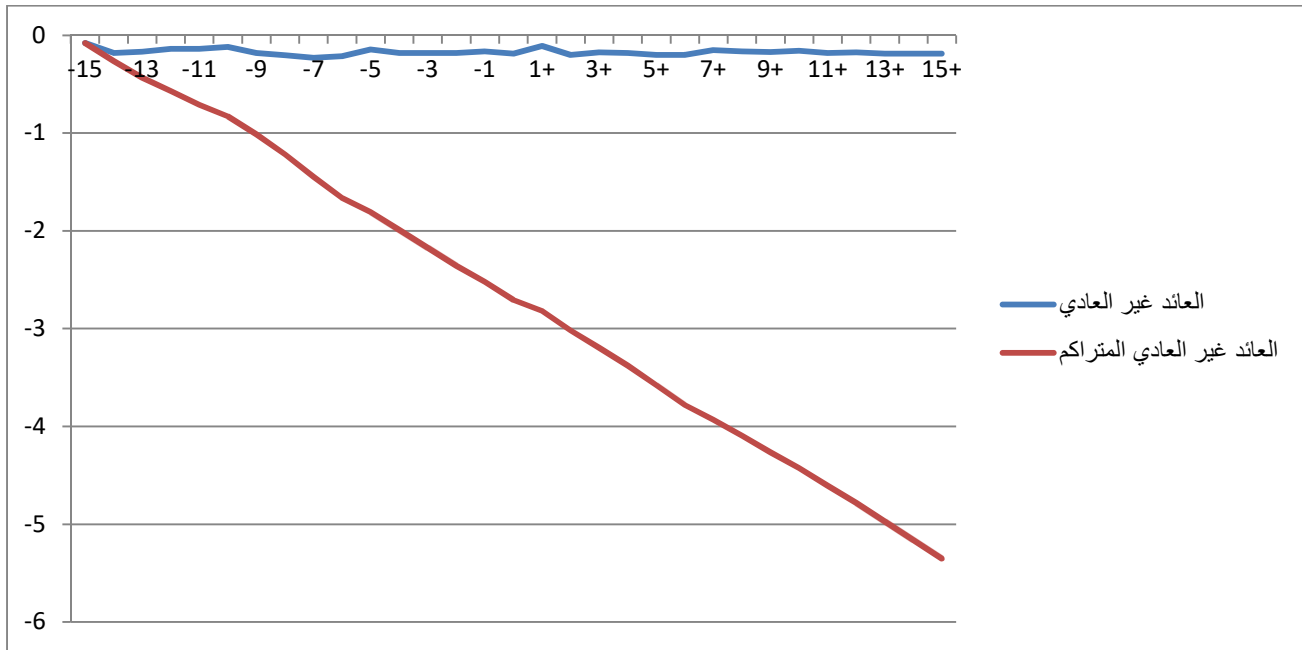
الفصل الثالث / المبحث الثاني ----- الجانب التطبيقي للدرسة

الجدول (3-26) أسعار الإغلاق اليومية والعائد الفعلي والمتوقع لسهم مصرف الشرق الأوسط وعائد السوق والعائد الخالي من المخاطرة والعائد غير العادي والعائد غير العادي المتراكم

اليوم	31/03/2011			تاريخ الحدث /		مصرف الشرق الأوسط			الحدث الثامن			تسلسل الحدث /	
	P	LN	R	PM	LN	RM	RM	RF	B	RM-RF	ER	AR	CAAR
-15	1.54	0.431782	0.09531	130.78	4.873517	-0.00252	-0.00063	0.0975	-0.80487	-0.09813	0.176479	-0.08117	-0.08117
-14	1.53	0.425268	-0.00651	129.3	4.862135	-0.01138	-0.00063	0.0975	-0.80487	-0.09813	0.176479	-0.18299	-0.26416
-13	1.54	0.431782	0.006515	128.48	4.855773	-0.00636	-0.00063	0.0975	-0.80487	-0.09813	0.176479	-0.16996	-0.43413
-12	1.6	0.470004	0.038221	127.38	4.847175	-0.0086	-0.00063	0.0975	-0.80487	-0.09813	0.176479	-0.13826	-0.57238
-11	1.66	0.506818	0.036814	128.33	4.854605	0.00743	-0.00063	0.0975	-0.80487	-0.09813	0.176479	-0.13966	-0.71205
-10	1.76	0.565314	0.058496	126.83	4.842848	-0.01176	-0.00063	0.0975	-0.80487	-0.09813	0.176479	-0.11798	-0.83003
-9	1.75	0.559616	-0.0057	125.67	4.833659	-0.00919	-0.00063	0.0975	-0.80487	-0.09813	0.176479	-0.18218	-1.01221
-8	1.7	0.530628	-0.02899	126.41	4.839531	0.005871	-0.00063	0.0975	-0.80487	-0.09813	0.176479	-0.20547	-1.21767
-7	1.61	0.476234	-0.05439	126.17	4.83763	-0.0019	-0.00063	0.0975	-0.80487	-0.09813	0.176479	-0.23087	-1.44855
-6	1.55	0.438255	-0.03798	126.38	4.839293	0.001663	-0.00063	0.0975	-0.80487	-0.09813	0.176479	-0.21446	-1.66301
-5	1.6	0.470004	0.031749	127.07	4.844738	0.005445	-0.00063	0.0975	-0.80487	-0.09813	0.176479	-0.14473	-1.80774
-4	1.59	0.463734	-0.00627	126.94	4.843715	-0.00102	-0.00063	0.0975	-0.80487	-0.09813	0.176479	-0.18275	-1.99048
-3	1.58	0.457425	-0.00631	127.14	4.845289	0.001574	-0.00063	0.0975	-0.80487	-0.09813	0.176479	-0.18279	-2.17327
-2	1.57	0.451076	-0.00635	126.52	4.8404	-0.00489	-0.00063	0.0975	-0.80487	-0.09813	0.176479	-0.18283	-2.3561
-1	1.59	0.463734	0.012658	126.9	4.843399	0.002999	-0.00063	0.0975	-0.80487	-0.09813	0.176479	-0.16382	-2.51992
0	1.57	0.451076	-0.01266	126.98	4.84403	0.00063	-0.00063	0.0975	-0.80487	-0.09813	0.176479	-0.18914	-2.70906
1+	1.68	0.518794	0.067718	126.9	4.843399	-0.00063	-0.00063	0.0975	-0.80487	-0.09813	0.176479	-0.10876	-2.81782
2+	1.64	0.494696	-0.0241	129.52	4.863835	0.020436	-0.00063	0.0975	-0.80487	-0.09813	0.176479	-0.20058	-3.01839
3+	1.64	0.494696	0	129.04	4.860122	-0.00371	-0.00063	0.0975	-0.80487	-0.09813	0.176479	-0.17648	-3.19487
4+	1.63	0.48858	-0.00612	129.27	4.861903	0.001781	-0.00063	0.0975	-0.80487	-0.09813	0.176479	-0.1826	-3.37747
5+	1.59	0.463734	-0.02485	129.21	4.861439	-0.00046	-0.00063	0.0975	-0.80487	-0.09813	0.176479	-0.20132	-3.57879
6+	1.55	0.438255	-0.02548	128.27	4.854137	-0.0073	-0.00063	0.0975	-0.80487	-0.09813	0.176479	-0.20196	-3.78075
7+	1.59	0.463734	0.025479	127.53	4.848352	-0.00579	-0.00063	0.0975	-0.80487	-0.09813	0.176479	-0.151	-3.93175
8+	1.61	0.476234	0.0125	128.45	4.85554	0.007188	-0.00063	0.0975	-0.80487	-0.09813	0.176479	-0.16398	-4.09573
9+	1.62	0.482426	0.006192	129.18	4.861207	0.005667	-0.00063	0.0975	-0.80487	-0.09813	0.176479	-0.17029	-4.26602
10+	1.65	0.500775	0.018349	129.21	4.861439	0.000232	-0.00063	0.0975	-0.80487	-0.09813	0.176479	-0.15813	-4.42415
11+	1.64	0.494696	-0.00608	129.42	4.863063	0.001624	-0.00063	0.0975	-0.80487	-0.09813	0.176479	-0.18256	-4.6067
12+	1.64	0.494696	0	129.33	4.862367	-0.0007	-0.00063	0.0975	-0.80487	-0.09813	0.176479	-0.17648	-4.78318
13+	1.62	0.482426	-0.01227	129.66	4.864916	0.002548	-0.00063	0.0975	-0.80487	-0.09813	0.176479	-0.18875	-4.97193
14+	1.6	0.470004	-0.01242	129.24	4.861671	-0.00324	-0.00063	0.0975	-0.80487	-0.09813	0.176479	-0.1889	-5.16083
15+	1.58	0.457425	-0.01258	128.59	4.856629	-0.00504	-0.00063	0.0975	-0.80487	-0.09813	0.176479	-0.18906	-5.34989

المصدر: من اعداد الباحث اعتماداً على تقارير سوق العراق للأوراق المالية وتقارير البنك المركزي العراقي

ويظهر الشكل (8-3) العوائد غير العادية اليومية والمتركمة للإعلان الثامن التابع إلى مصرف بغداد بيانياً . إذ يظهر من الشكل أن منحنى العائد غير العادي كان سالباً في جميع المشاهدات قبل الإعلان واستمر بلـتجاه السالب عند وبعد □ إعلان. أما منحنى العائد غير العادي المتراكم فيظهر اتجاهاً سلبياً إذ بلغ العائد غير العادي المتراكم في يوم الإعلان (-2.70906) وأستمر بالإتجاه السالب حتى اليوم الخامس عشر بعد الإعلان إذ بلغ العائد غير العادي المتراكم مايقارب (-5.34989) ولأن العوائد غير العادية في هذه الأيام ينبغي أن تظل صفرأ فلا تضيف شيئاً للمتراكم لذا فإن هذا يؤكد إنتهاك قواعد الكفاءة في الإستجابة بسبب التحيز والبُطء وعدم كمال الإستجابة لإعلان حدث إحتجاز الأرباح.



الشكل (8-3) العائد غير العادي والعائد غير العادي المتراكم للإعلان الثامن

2.3. 9 إختبار كفاءة السوق في الإستجابة للإعلان التاسع

يظهر الجدول (3-27) أسعار الإغلاق و العوائد الفعلية للسهم والسوق والبيتا والعائد الخالي من المخاطرة والعائد المتوقع والعائد غير العادي والعائد غير العادي المتراكم للإعلان التاسع التابع إلى مصرف الشرق الأوسط ولمدة 15 يوم قبل الإعلان ويوم الإعلان و 15 يوم بعد الإعلان. ويتبين من العمود الرابع في الجدول أن العوائد الفعلية للمدة التي تسبق الإعلان كانت على الأغلب أصفار وموجبة عدا اليوم الخامس واليوم الثاني عشر والثالث عشر فهي الأيام التي تحقق فيها عوائد سالبة. وتحقق أعلى عائد في اليوم السابع قبل الإعلان إذ بلغ (0.064539). أما أقل عائد فقد كان في اليوم الخامس قبل الإعلان وبلغ (-0.04879). وأصبح العائد موجباً في اليوم الأول قبل تأريخ الإعلان. أما في تأريخ الإعلان فقد كان العائد سالباً بمقدار (-0.08961) وأستمر سالباً حتى اليوم الثاني محققاً خسائر كبيرة للسهم وبعدها أصبح العائد صفرأً واستمر العائد متذبذباً بين الأيجاب والسلب حتى اليوم الخامس عشر بعد الإعلان. ويظهر من العمود الثاني عشر العوائد المتوقعة للسهم حسب نموذج تسعير الموجودات الرأسمالية. أما العمود الثالث عشر فيظهر العائد غير العادي والذي يمثل الفرق بين العائد الفعلي والعائد المتوقع والذي يظهر عوائد غير عادية متذبذبة بين الإيجاب والسلب لجميع المشاهدات قبل يوم الإعلان ولكن كان ميلاً للجانب الموجب وبلغ العائد غير العادي في تأريخ الإعلان (-0.09026) وهو يمثل خسارة في يوم الإعلان وأستمر سالباً حتى اليوم الخامس عشر بعد الإعلان عدا اليوم الخامس والسادس والسابع والعاشر وهذا يظهر انعكاساً صحيحاً لمعلومة احتجاز الأرباح. وعلى الرغم من تأثير حدث إعلان احتجاز الأرباح على عوائد الأسهم العادية (وهذا ينسجم مع ماجاء في الجانب النظري فضلاً عن نتائج الجزء الأول من الجانب التطبيقي للدراسة) أن هذا التأثير يواكب إشتراطات الكفاءة والدليل على ذلك يتمثل في:

- 1- سلبية العوائد غير العادية قبل وأثناء يوم الإعلان عن الحدث في حين كان من المفترض أن تظهر موجبة وهذا يؤكد على التحيز في إستجابة السوق لمعلومة إعلان احتجاز الأرباح.
- 2- سلبية العوائد غير العادية بعد يوم الإعلان وهذا يؤكد على بُطء استجابة السوق للمعلومة وعدم كمالها في يوم الإعلان.

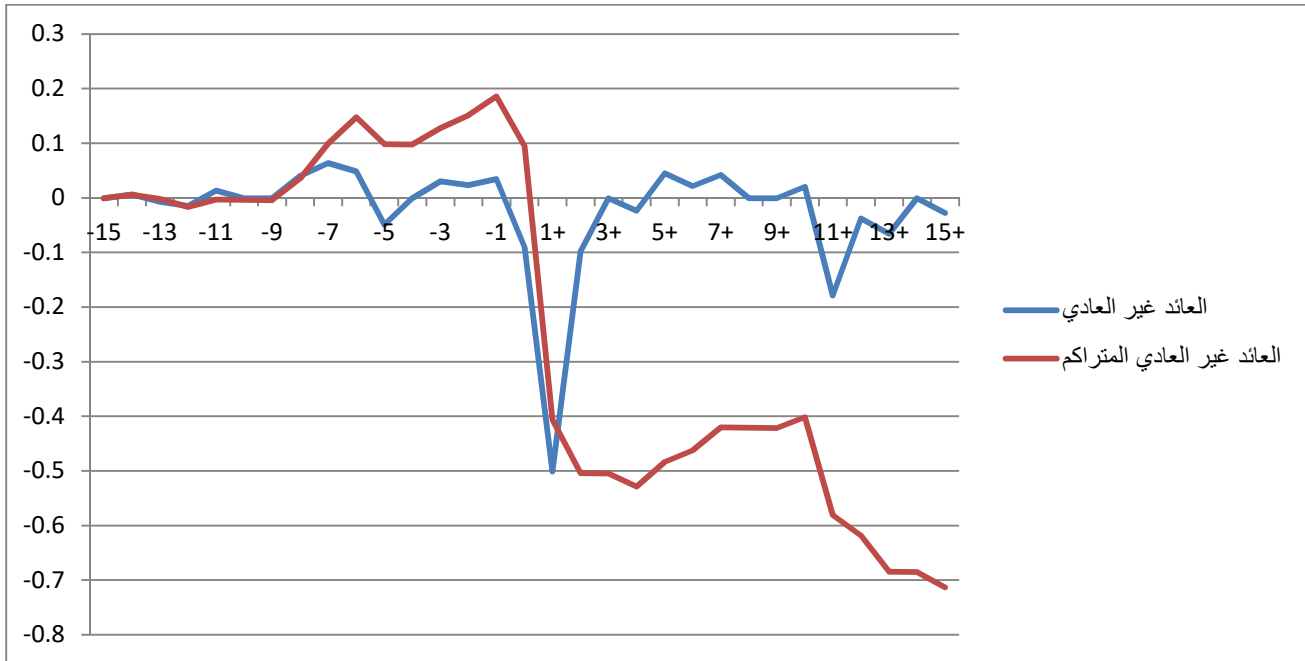
الفصل الثالث / المبحث الثاني ----- الجانب التطبيقي للدرسة

الجدول (3-27) أسعار الإغلاق اليومية والعائد الفعلي والمتوقع لسهم مصرف الشرق الأوسط وعائد السوق والعائد الخالي من المخاطرة والعائد غير العادي والعائد غير العادي المتراكم

اليوم	08/06/2014			تاريخ الحدث /		مصرف الشرق الأوسط			الحدث التاسع			تسلسل الحدث /	
	P	LN	R	PM	LN	RM	RM	RF	B	RM-RF	ER	AR	CAAR
-15	1.44	0.364643	0	111.61	4.715011	0.000538	-0.00488	0.075	0.930792	-0.07988	0.000652	-0.00065	-0.00065
-14	1.45	0.371564	0.00692	111.64	4.715279	0.000269	-0.00488	0.075	0.930792	-0.07988	0.000652	0.006269	0.005617
-13	1.44	0.364643	-0.00692	111.39	4.713038	-0.00224	-0.00488	0.075	0.930792	-0.07988	0.000652	-0.00757	-0.00196
-12	1.42	0.350657	-0.01399	111.4	4.713127	8.98E-05	-0.00488	0.075	0.930792	-0.07988	0.000652	-0.01464	-0.01659
-11	1.44	0.364643	0.013986	111.36	4.712768	-0.00036	-0.00488	0.075	0.930792	-0.07988	0.000652	0.013335	-0.00326
-10	1.44	0.364643	0	111.36	4.712768	0	-0.00488	0.075	0.930792	-0.07988	0.000652	-0.00065	-0.00391
-9	1.44	0.364643	0	111.22	4.71151	-0.00126	-0.00488	0.075	0.930792	-0.07988	0.000652	-0.00065	-0.00456
-8	1.5	0.405465	0.040822	111.2	4.71133	-0.00018	-0.00488	0.075	0.930792	-0.07988	0.000652	0.04017	0.035608
-7	1.6	0.470004	0.064539	110.87	4.708358	-0.00297	-0.00488	0.075	0.930792	-0.07988	0.000652	0.063887	0.099495
-6	1.68	0.518794	0.04879	110.88	4.708449	9.02E-05	-0.00488	0.075	0.930792	-0.07988	0.000652	0.048138	0.147633
-5	1.6	0.470004	-0.04879	110.63	4.706191	-0.00226	-0.00488	0.075	0.930792	-0.07988	0.000652	-0.04944	0.098191
-4	1.6	0.470004	0	110.65	4.706372	0.000181	-0.00488	0.075	0.930792	-0.07988	0.000652	-0.00065	0.09754
-3	1.65	0.500775	0.030772	110.55	4.705468	-0.0009	-0.00488	0.075	0.930792	-0.07988	0.000652	0.03012	0.12766
-2	1.69	0.524729	0.023953	111.64	4.715279	0.009812	-0.00488	0.075	0.930792	-0.07988	0.000652	0.023302	0.150961
-1	1.75	0.559616	0.034887	111.22	4.71151	-0.00377	-0.00488	0.075	0.930792	-0.07988	0.000652	0.034236	0.185197
0	1.6	0.470004	-0.08961	108.43	4.686105	-0.02541	-0.00488	0.075	0.930792	-0.07988	0.000652	-0.09026	0.094933
1+	0.97	-0.03046	-0.50046	108.01	4.682224	-0.00388	-0.00488	0.075	0.930792	-0.07988	0.000652	-0.50111	-0.40618
2+	0.88	-0.12783	-0.09737	107.88	4.681019	-0.0012	-0.00488	0.075	0.930792	-0.07988	0.000652	-0.09803	-0.50421
3+	0.88	-0.12783	0	102.89	4.63366	-0.04736	-0.00488	0.075	0.930792	-0.07988	0.000652	-0.00065	-0.50486
4+	0.86	-0.15082	-0.02299	101.15	4.616605	-0.01706	-0.00488	0.075	0.930792	-0.07988	0.000652	-0.02364	-0.5285
5+	0.9	-0.10536	0.045462	97.42	4.579032	-0.03757	-0.00488	0.075	0.930792	-0.07988	0.000652	0.044811	-0.48369
6+	0.92	-0.08338	0.021979	95.64	4.560591	-0.01844	-0.00488	0.075	0.930792	-0.07988	0.000652	0.021327	-0.46236
7+	0.96	-0.04082	0.04256	98.87	4.593806	0.033215	-0.00488	0.075	0.930792	-0.07988	0.000652	0.041908	-0.42046
8+	0.96	-0.04082	0	101.56	4.62065	0.026844	-0.00488	0.075	0.930792	-0.07988	0.000652	-0.00065	-0.42111
9+	0.96	-0.04082	0	101.73	4.622322	0.001672	-0.00488	0.075	0.930792	-0.07988	0.000652	-0.00065	-0.42176
10+	0.98	-0.0202	0.020619	100.39	4.609063	-0.01326	-0.00488	0.075	0.930792	-0.07988	0.000652	0.019968	-0.40179
11+	0.82	-0.19845	-0.17825	96.94	4.574092	-0.03497	-0.00488	0.075	0.930792	-0.07988	0.000652	-0.1789	-0.58069
12+	0.79	-0.23572	-0.03727	96.02	4.564557	-0.00954	-0.00488	0.075	0.930792	-0.07988	0.000652	-0.03792	-0.61861
13+	0.74	-0.30111	-0.06538	95.93	4.563619	-0.00094	-0.00488	0.075	0.930792	-0.07988	0.000652	-0.06603	-0.68465
14+	0.74	-0.30111	0	96.51	4.569647	0.006028	-0.00488	0.075	0.930792	-0.07988	0.000652	-0.00065	-0.6853
15+	0.72	-0.3285	-0.0274	95.9	4.563306	-0.00634	-0.00488	0.075	0.930792	-0.07988	0.000652	-0.02805	-0.71335

المصدر: من اعداد الباحث اعتماداً على تقارير سوق العراق للأوراق المالية وتقارير البنك المركزي العراقي

ويعرض الشكل (9-3) العوائد غير العادية اليومية والمتراكمة للإعلان التاسع التابع إلى مصرف الشرق الأوسط بيانياً. إذ يظهر من الشكل أن منحى العائد غير العادي تقلب بين \square إيجاب والسلب في المشاهدات جميعها تقريباً قبل الإعلان أما عند تأريخ الإعلان كان سالباً وبلغ قمة الانخفاض في اليوم الأول بعد الإعلان إذ بلغ (-0.50111) وعاد التقلب في منحى العائد غير العادي بعد يوم الأول من الإعلان ولكن كان ميلاً للجانب السالب أكثر عدا الأيام المشار لها سابقاً. ومن الطبيعي يبدأ منحى العائد غير العادي المتراكم من النقطة التي بدأ منها منحى العائد غير العادي ويظهر منحى العائد غير العادي المتراكم اتجاهماً موجباً من اليوم الثامن قبل الإعلان وأستمر بالإتجاه الموجب حتى يوم الإعلان إذ بلغ العائد غير العادي المتراكم في يوم الإعلان (0.094933) وفي اليوم الأول بعد الإعلان عاد منحى العائد غير العادي المتراكم بالإتجاه السالب إذ بلغ العائد غير العادي المتراكم في اليوم الخامس عشر بعد الإعلان مايقارب (-0.71335) على الرغم من أنه سالب \square أنه يمثل أقل عائد غير عادي متراكم على مستوى جميع الإعلانات عينة دراسة الحدث. ولأن العوائد غير العادية في هذه الأيام ينبغي أن تظل صفراً فلا تضيف شيئاً للمتراكم مما يؤكد عدم مطابقة النتائج مع فرضيات السوق الكفاءة الخاصة بعدم امكانية تحقيق عائد غير عادي بعد ظهور المعلومة العامة.



الشكل (9-3) العائد غير العادي والعائد غير العادي المتراكم للإعلان التاسع

10. 2.3 اختبار كفاءة السوق في الإستجابة للإعلان العاشر

يعرض الجدول (3-28) أسعار الإغلاق و العوائد الفعلية للسهم والسوق والبيتا والعائد الخالي من المخاطرة والعائد المتوقع والعائد غير العادي والعائد غير العادي المتراكم للإعلان العاشر التابع إلى مصرف بغداد ولمدة 15 يوم قبل الإعلان ويوم الإعلان و 15 يوم بعد الإعلان. ويتبين من العمود الرابع في الجدول أن العوائد الفعلية للمدة التي تسبق الإعلان تراوحت بين العوائد الموجبة والسالبة. وبلغ أعلى عائد قبل الإعلان في اليوم الثالث (0.047147). أما أقل عائد فقد كان في اليوم الرابع عشر قبل الإعلان وبلغ (-0.05827). وأصبح العائد سالباً في اليوم الأول قبل تأريخ الإعلان إذ بلغ (-0.0339) وأستمر سالباً حتى اليوم الأول بعد تأريخ الإعلان ليحقق خسائر أخرى للسهم وبعد ذلك كان العائد يميل الى الموجب ليخفف من مستوى الخسائر السابقة واستمر العائد متذبذباً بين الأيجاب والسلب حتى اليوم الخامس عشر بعد الإعلان. ويظهر من العمود الثاني عشر العوائد المتوقعة للسهم حسب نموذج تسعير الموجودات الرأسمالية. أما العمود الثالث عشر فيظهر العائد غير العادي والذي يمثل الفرق بين العائد الفعلي والعائد المتوقع والذي يظهر عوائد غير عادية سلبية لجميع المشاهدات قبل وأثناء وبعد الإعلان عدا اليوم الرابع بعد الإعلان وبلغ العائد غير العادي في تأريخ الإعلان (-0.09055) وبحسب قواعد الكفاءة يفترض أن يكون صفراً لذا فإن هذا □ يظهر انعكاساً صحيحاً لمعلومة احتجاز الأرباح لأن إستجابة السوق جاءت متحيزة فضلاً عن البُطء في الإستجابة جعلت العوائد غير العادية تتخذ مسلكاً سالباً.

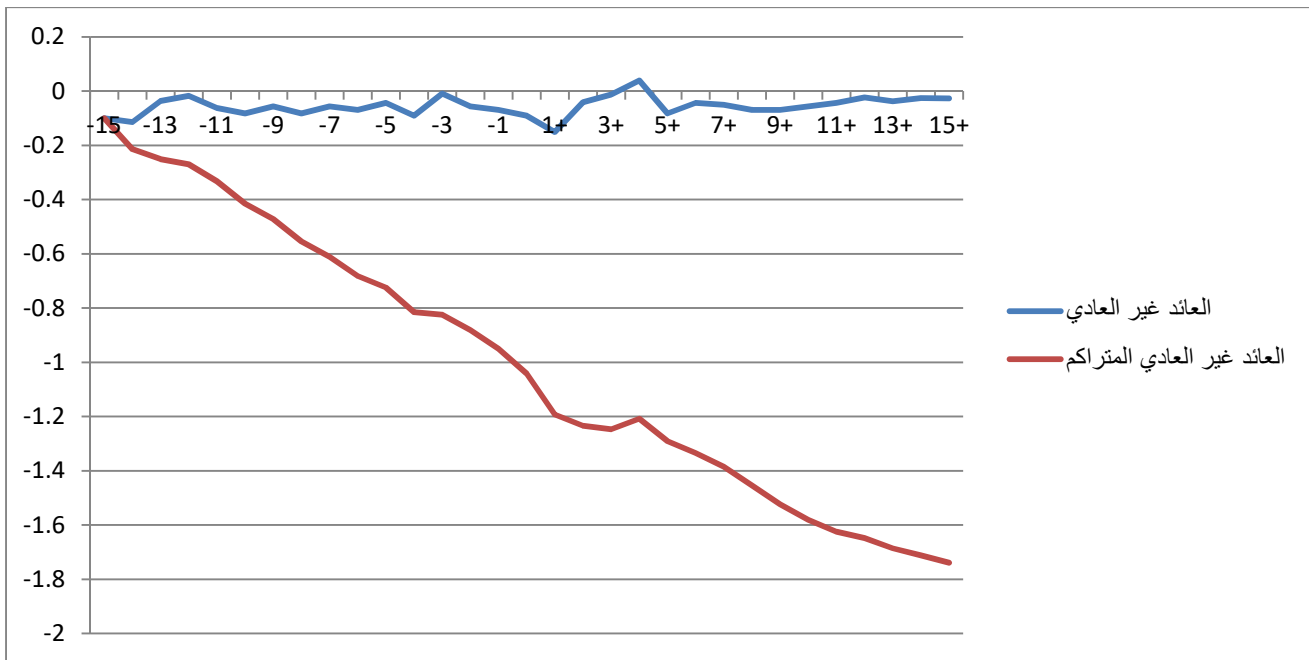
الفصل الثالث / المبحث الثاني ----- الجانب التطبيقي للدرسة

الجدول (3-28) أسعار الإغلاق اليومية والعائد الفعلي والمتوقع لسهم مصرف بغداد وعائد السوق والعائد الخالي من المخاطرة والعائد غير العادي والعائد غير العادي المتراكم

اليوم	23/07/2014			تاريخ الحدث /					مصرف بغداد			الحدث العاشر			تسلسل الحدث /	
	P	LN	R	PM	LN	RM	RM	RF	B	RM-RF	ER	AR	CAAR			
-15	1.59	0.463734	-0.04308	95.48	4.558917	-0.00439	0.001428	0.075	0.249446	-0.07357	0.056648	-0.09973	-0.09973			
-14	1.5	0.405465	-0.05827	95.3	4.55703	-0.00189	0.001428	0.075	0.249446	-0.07357	0.056648	-0.11492	-0.21465			
-13	1.53	0.425268	0.019803	95.32	4.55724	0.00021	0.001428	0.075	0.249446	-0.07357	0.056648	-0.03685	-0.25149			
-12	1.59	0.463734	0.038466	95.07	4.554613	-0.00263	0.001428	0.075	0.249446	-0.07357	0.056648	-0.01818	-0.26967			
-11	1.58	0.457425	-0.00631	95.54	4.559545	0.004932	0.001428	0.075	0.249446	-0.07357	0.056648	-0.06296	-0.33263			
-10	1.54	0.431782	-0.02564	95.08	4.554719	-0.00483	0.001428	0.075	0.249446	-0.07357	0.056648	-0.08229	-0.41492			
-9	1.54	0.431782	0	94.79	4.551664	-0.00305	0.001428	0.075	0.249446	-0.07357	0.056648	-0.05665	-0.47157			
-8	1.5	0.405465	-0.02632	95.07	4.554613	0.00295	0.001428	0.075	0.249446	-0.07357	0.056648	-0.08297	-0.55453			
-7	1.5	0.405465	0	95.35	4.557554	0.002941	0.001428	0.075	0.249446	-0.07357	0.056648	-0.05665	-0.61118			
-6	1.48	0.392042	-0.01342	94.93	4.55314	-0.00441	0.001428	0.075	0.249446	-0.07357	0.056648	-0.07007	-0.68125			
-5	1.5	0.405465	0.013423	94.97	4.553561	0.000421	0.001428	0.075	0.249446	-0.07357	0.056648	-0.04322	-0.72448			
-4	1.45	0.371564	-0.0339	95.07	4.554613	0.001052	0.001428	0.075	0.249446	-0.07357	0.056648	-0.09055	-0.81503			
-3	1.52	0.41871	0.047147	94.91	4.552929	-0.00168	0.001428	0.075	0.249446	-0.07357	0.056648	-0.0095	-0.82453			
-2	1.52	0.41871	0	93.93	4.54255	-0.01038	0.001428	0.075	0.249446	-0.07357	0.056648	-0.05665	-0.88118			
-1	1.5	0.405465	-0.01325	93.91	4.542337	-0.00021	0.001428	0.075	0.249446	-0.07357	0.056648	-0.06989	-0.95107			
0	1.45	0.371564	-0.0339	93.65	4.539564	-0.00277	0.001428	0.075	0.249446	-0.07357	0.056648	-0.09055	-1.04162			
1+	1.32	0.277632	-0.09393	93.66	4.539671	0.000107	0.001428	0.075	0.249446	-0.07357	0.056648	-0.15058	-1.1922			
2+	1.34	0.29267	0.015038	93.77	4.540845	0.001174	0.001428	0.075	0.249446	-0.07357	0.056648	-0.04161	-1.23381			
3+	1.4	0.336472	0.043803	93.71	4.540205	-0.00064	0.001428	0.075	0.249446	-0.07357	0.056648	-0.01285	-1.24665			
4+	1.54	0.431782	0.09531	93.17	4.534426	-0.00578	0.001428	0.075	0.249446	-0.07357	0.056648	0.038662	-1.20799			
5+	1.5	0.405465	-0.02632	91.82	4.51983	-0.0146	0.001428	0.075	0.249446	-0.07357	0.056648	-0.08297	-1.29095			
6+	1.52	0.41871	0.013245	89.33	4.492337	-0.02749	0.001428	0.075	0.249446	-0.07357	0.056648	-0.0434	-1.33436			
7+	1.53	0.425268	0.006557	88.26	4.480287	-0.01205	0.001428	0.075	0.249446	-0.07357	0.056648	-0.05009	-1.38445			
8+	1.51	0.41211	-0.01316	87.22	4.468434	-0.01185	0.001428	0.075	0.249446	-0.07357	0.056648	-0.06981	-1.45425			
9+	1.49	0.398776	-0.01333	87.96	4.476882	0.008449	0.001428	0.075	0.249446	-0.07357	0.056648	-0.06998	-1.52423			
10+	1.49	0.398776	0	91.15	4.512507	0.035624	0.001428	0.075	0.249446	-0.07357	0.056648	-0.05665	-1.58088			
11+	1.51	0.41211	0.013334	94.43	4.547859	0.035352	0.001428	0.075	0.249446	-0.07357	0.056648	-0.04331	-1.6242			
12+	1.56	0.444686	0.032576	101.16	4.616703	0.068845	0.001428	0.075	0.249446	-0.07357	0.056648	-0.02407	-1.64827			
13+	1.59	0.463734	0.019048	99.77	4.602868	-0.01384	0.001428	0.075	0.249446	-0.07357	0.056648	-0.0376	-1.68587			
14+	1.64	0.494696	0.030962	100.06	4.60577	0.002902	0.001428	0.075	0.249446	-0.07357	0.056648	-0.02569	-1.71155			
15+	1.69	0.524729	0.030032	100.24	4.607567	0.001797	0.001428	0.075	0.249446	-0.07357	0.056648	-0.02662	-1.73817			

المصدر: من اعداد الباحث اعتماداً على تقارير سوق العراق للأوراق المالية وتقارير البنك المركزي العراقي

ويظهر الشكل (3-10) العوائد غير العادية اليومية والمتراكمة للإعلان الأخير التابع إلى مصرف بغداد بيانياً. إذ يظهر من الشكل أن منحنى العائد غير العادي كان سالباً قبل الإعلان في جميع المشاهدات واستمر بلتجاه السالب عند وبعد الإعلان عن اليوم الرابع. أما منحنى العائد غير العادي المتراكم اتجهاً سلبياً إذ بلغ العائد غير العادي المتراكم في يوم الإعلان (-1.04162) وأستمر بالاتجاه السالب حتى اليوم الخامس عشر بعد الإعلان إذ بلغ العائد غير العادي المتراكم مايقارب (-1.73817) ونتيجة لعدم إمكانية تحقيق عائد غير عادي بعد ظهور المعلومة العامة لذا فإن ذلك يُشير إلى عدم مطابقة النتائج مع إشتراطات كفاءة السوق.



الشكل (3-10) العائد غير العادي والعائد غير العادي المتراكم للإعلان العاشر

11.2.3 إختبار كفاءة السوق في الإستجابة لمجموع الإعلانات عينة الدراسة

يظهر من الجدول (3-29) العوائد غير العادية للإعلانات² الفردية ومتوسطات العوائد غير العادية للإعلانات بمجموعها³ فضلاً عن متوسطات العوائد غير العادية المتراكمة ويُلاحظ أن جميع المدد كانت بمعدل عائد غير عادي سالب بعد يوم الإعلان عن الحدث (اليوم 0) وليس صفراً فهذا دلالة مفادها ببطء السوق في الإستجابة لمعلومات هذا الحدث وأن أسعار السوق لم تستجب بشكل كامل وسريع يوم الإعلان وفي ذلك دلالة على عدم كفاءة السوق. والمفترض أن تكون هذه العوائد غير العادية موجبة قبل وأثناء تأريخ الإعلان عن الحدث وتنعدم هذه العوائد غير العادية (تصبح صفراً) بعد تأريخ الإعلان عن الحدث. وبما أنه هناك أيضاً عوائد غير عادية سلبية أثناء وقبل يوم الإعلان فهذا معناه استجابة متحيزة وغير موضوعية لمعلومة أحتجاز الأرباح وأن السوق غير كفوءة في استجابة. وبالتالي فإن سلبية العوائد غير العادية أثناء يوم الإعلان هي دلالة التحيز في الإستجابة لذا يُلاحظ من الجدول (3-29) عند (اليوم 0) أن الإستجابة الأقل تحيزاً من بين جميع الإعلانات عينة دراسة الحدث كانت من نصيب الإعلان الثاني التابع إلى مصرف بغداد إذ بلغت (-0.0394) , أما الإستجابة الأكثر تحيزاً بلغت (-0.32753) التي كانت من نصيب الإعلان الخامس التابع إلى مصرف بابل.

⁹- يقر قرار مقسوم الأرباح خلال اجتماع السنوى للهيئة العامة لأي مصرف والجدير بالذكر أن هذا الاجتماع ينعقد بعد مضي السنة المالية الحالية لذلك عندما يذكر تاريخ الإعلان في سنة 2014 فإن هذا معناه أن قرار مقسوم الأرباح تابع إلى سنة 2013

دلالة على أن الحدث تابع إلى مصرف بابل	
دلالة على أن الحدث تابع إلى مصرف بغداد	
دلالة على أن الحدث تابع إلى مصرف الشرق الأوسط	

الفصل الثالث / المبحث الثاني ----- الجانب التطبيقي للدراسة

الجدول (3-29) العوائد غير العادية و معدّات العوائد غير العادية والعوائد غير العادية المتراكمة لجميع الإعلانات عينة الدراسة ولجميع المدد المبحوثة

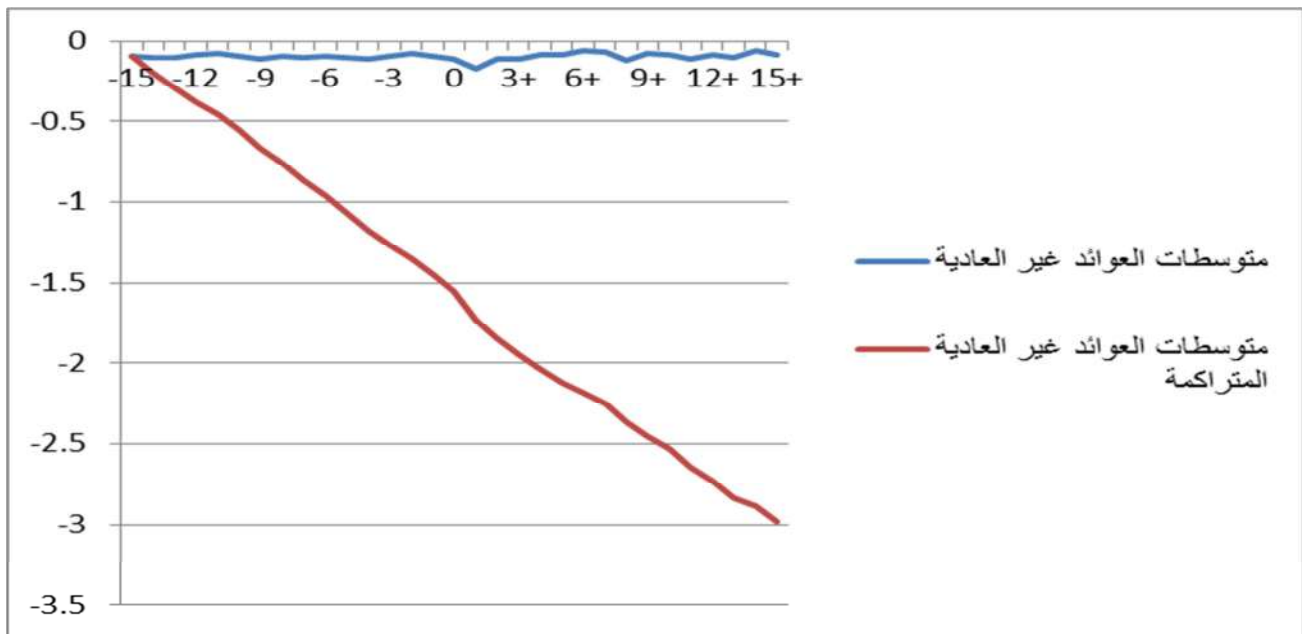
اليوم	17/06/2006	24/06/2006	31/05/2007	30/08/2007	11/06/2008	24/08/2010	12/10/2010	31/03/2011	08/06/2014	23/07/2014	AAR	CAAR
	AR	AR	AR	AR	AR	AR	AR	AR	AR	AR		
-15	-0.15856	-0.08511	-0.03526	-0.07104	-0.32753	-0.07285	-0.04954	-0.08117	-0.00065	-0.09973	-0.09815	-0.09815
-14	-0.01835	-0.07785	0.003957	-0.07392	-0.40918	-0.0827	-0.04232	-0.18299	0.006269	-0.11492	-0.0992	-0.19735
-13	-0.04733	-0.06911	-0.03686	-0.1261	-0.36836	-0.09256	-0.04959	-0.16996	-0.00757	-0.03685	-0.10043	-0.29778
-12	0.086198	-0.02259	-0.12957	-0.1261	-0.36836	-0.0827	-0.02782	-0.13826	-0.01464	-0.01818	-0.0842	-0.38198
-11	0.047977	-0.04669	0.003957	-0.07651	-0.36836	-0.0827	-0.04954	-0.13966	0.013335	-0.06296	-0.07611	-0.45809
-10	-0.07032	-0.0726	0.003957	-0.07885	-0.41092	-0.07285	-0.04232	-0.11798	-0.00065	-0.08229	-0.09448	-0.55258
-9	-0.19762	-0.11662	0.003957	-0.03781	-0.41281	-0.06329	-0.04959	-0.18218	-0.00065	-0.05665	-0.11133	-0.6639
-8	-0.04733	-0.08058	0.003957	-0.04498	-0.41488	-0.10212	-0.04232	-0.20547	0.04017	-0.08297	-0.09765	-0.76155
-7	0.030628	-0.16684	0.003957	-0.20723	-0.32184	-0.0827	-0.04964	-0.23087	0.063887	-0.05665	-0.10173	-0.86328
-6	-0.12529	-0.0055	0.050478	-0.16928	-0.36836	-0.0827	-0.04232	-0.21446	0.048138	-0.07007	-0.09794	-0.96122
-5	-0.04733	-0.05708	0.003957	-0.11151	-0.36836	-0.09256	-0.08744	-0.14473	-0.04944	-0.04322	-0.09977	-1.06099
-4	-0.16174	-0.04029	-0.04256	-0.1407	-0.3239	-0.14395	-0.01201	-0.18275	-0.00065	-0.09055	-0.11391	-1.1749
-3	-0.10985	0.046401	0.003957	-0.28517	-0.3258	-0.05161	-0.04232	-0.18279	0.03012	-0.0095	-0.09266	-1.26756
-2	-0.01558	-0.05649	0.003957	-0.1261	-0.32753	-0.0625	-0.00568	-0.18283	0.023302	-0.05665	-0.08061	-1.34817
-1	-0.04733	0.01131	0.003957	-0.1612	-0.40918	-0.10291	-0.06414	-0.16382	0.034236	-0.06989	-0.0969	-1.44507
0	-0.04733	-0.0394	-0.04483	-0.1261	-0.32753	-0.07255	-0.05713	-0.18914	-0.09026	-0.09055	-0.10848	-1.55355
1+	-0.04733	-0.0928	0.003957	-0.21963	-0.49619	-0.0827	-0.05736	-0.10876	-0.50111	-0.15058	-0.17525	-1.7288
2+	-0.07908	-0.1179	0.003957	-0.1261	-0.36836	-0.0827	-0.02728	-0.20058	-0.09803	-0.04161	-0.11377	-1.84257
3+	-0.11402	-0.17341	0.003957	-0.10669	-0.3239	-0.17801	-0.02018	-0.17648	-0.00065	-0.01285	-0.11022	-1.95279
4+	-0.19575	0.066356	0.003957	-0.10706	-0.3258	-0.0827	-0.01354	-0.1826	-0.02364	0.038662	-0.08221	-2.035
5+	-0.04733	0.116245	0.003957	-0.18437	-0.36836	-0.0827	-0.0711	-0.20132	0.044811	-0.08297	-0.08731	-2.12232
6+	0.029628	0.031476	0.186279	-0.1261	-0.36836	-0.0827	-0.02066	-0.20196	0.021327	-0.0434	-0.05745	-2.17976
7+	0.058027	-0.13382	0.044779	-0.08688	-0.32753	-0.0827	-0.00035	-0.151	0.041908	-0.05009	-0.06877	-2.24853
8+	-0.08123	-0.04239	-0.1704	-0.10706	-0.40918	-0.11661	-0.02871	-0.16398	-0.00065	-0.06981	-0.119	-2.36753
9+	-0.11879	0.016629	0.137489	-0.1261	-0.36836	-0.05998	-0.0491	-0.17029	-0.00065	-0.06998	-0.08091	-2.44845
10+	-0.04733	0.015149	0.084	-0.14515	-0.41092	-0.10543	-0.05602	-0.15813	0.019968	-0.05665	-0.08605	-2.5345
11+	-0.04733	-0.06033	-0.07609	-0.07002	-0.3258	-0.05998	-0.04232	-0.18256	-0.1789	-0.04331	-0.10866	-2.64316
12+	-0.04733	-0.10263	0.084	-0.09039	-0.36836	-0.07153	-0.03544	-0.17648	-0.03792	-0.02407	-0.08702	-2.73018
13+	-0.12429	-0.15612	0.147058	-0.07481	-0.36836	-0.0827	-0.04232	-0.18875	-0.06603	-0.0376	-0.09939	-2.82957
14+	0.065996	-0.04669	0.186279	-0.16001	-0.32753	-0.06073	-0.04232	-0.1889	-0.00065	-0.02569	-0.06002	-2.88959
15+	0.02166	0.070499	-0.0532	-0.17921	-0.36836	-0.10468	-0.03549	-0.18906	-0.02805	-0.02662	-0.08925	-2.97884

المصدر: من اعداد الباحث اعتماداً على تقارير سوق العراق للأوراق المالية وتقارير البنك المركزي العراقي

الفصل الثالث / المبحث الثاني ----- الجانب التطبيقي للدراسة

ويعرض الشكل (3-11) متوسطات العوائد غير العادية ومتوسطات العوائد غير العادية المتراكمة لمجموع الإعلانات ويظهر من الشكل أن منحني معدّات العوائد غير العادية كان سالباً في المشاهدات جميعاً قبل الإعلان واستمر بلا اتجاه السالب عند وبعد إعلان إذ بلغ معدل العائد غير العادي في يوم الإعلان مايقارب (-0.10848) ومن الطبيعي يبدأ منحني معدّات العوائد غير العادية المتراكمة من النقطة التي بدأ منها منحني معدّات العوائد غير العادية ويظهر منحني معدّات العوائد غير العادية المتراكمة اتجاهاً سلبياً تصاعدياً إذ بلغ معدل العائد غير العادي المتراكم في يوم الإعلان (-1.55355) وأستمر بالاتجاه السالب حتى اليوم الخامس عشر بعد الإعلان إذ بلغ معدل العائد غير العادي المتراكم مايقارب (-2.97884) وتعد هذه خسارة كبيرة لقطاع المصارف الذي يُعد القطاع الأكثر تداولاً في السوق.

وكل ماتقدم يؤكد على تحيز وبُطء وعدم كمال إستجابة أسعار الأسهم في سوق العراق للأوراق المالية للإعلانات العامة إجمالاً ولإعلان إحتجاز الأرباح خاصةً , وهذا يتيح للمحترفين إستغلال حالة عدم الكفاءة هذه وذلك عبر بيع الأسهم بمجرد تسرب معلومات عن النية في إعلان إحتجاز الأرباح من قبل الشركات المعنية وإعادة الشراء بعد إسبوعين على الأقل من الإعلان لأن ذلك سيُمكن هؤلاء من تحقيق عوائد تفوق العوائد التي يحققها المستثمر المتوسط في السوق بحوالي (3%) وفي ذلك خرق لمبدأ اللعبة العادلة التي جاءت بها نظرية السوق الكفوءة بسبب وجود من يحقق عوائد غير عادية على حساب الآخرين وهذا يمثل إنتهاك لقواعد الكفاءة, مايعني أن سوق العراق للأوراق المالية غير كفوء بالشكل نصف القوي فيما يخص إستجابتها لإعلان إحتجاز الأرباح وهذا يتعارض مع فرضية الدراسة الرئيسة الثانية.



الشكل (3-11) متوسطات العوائد غير العادية ومتوسطات العوائد غير العادية المتراكمة لجميع الإعلانات

الفصل الرابع

الإستنتاجات والتوصيات

المبحث الأول : الإستنتاجات

المبحث الثاني : التوصيات

4. الفصل الرابع : الإستنتاجات والتوصيات

1.4 المبحث الأول الإستنتاجات Conclusions

- 1) أن قرار الاحتجاز هو قرار هجين مرتبط بقرارات التمويل والاستثمار. لذلك، فإن الشركات التي تميل إلى المزيد من التوسع الاستثماري تحتاج للمزيد من التمويل وبالتالي من المحتمل أن يكون نسب احتجاز عالية.
- 2) إحتجاز الأرباح من غير استثمارها بكفاءة في الفرص الاستثمارية المربحة لا يصب في صميم خلق الثروة للمساهمين.
- 3) يبدو أن نظرية عصفور في اليد هي الأقرب لتفسير إستجابة المستثمرين في سوق العراق للأوراق المالية لأعلانات إحتجاز الأرباح من قبل الشركات المدرجة فيه وأستدل على ذلك من الإنخفاضات في الأسعار والعوائد في غالب أيام دراسة الحدث ولغالب الإعلانات. ولعل ذلك يُعزى في جانب منه إلى عدم ثقة المستثمرين ببيئة الإستثمار ومناخه في المستقبل نظراً للظروف الصعبة التي مازال يمر بها البلد والتي يشعر غالبية المستثمرين بأنها ستستمر للمستقبل لذلك فهو يفضل العوائد الحالية على المستقبلية . بالمقابل فإن الشركات مضطرة للإحتجاز وذلك لحاجتها لزيادة رأسمالها المتواضع الذي انتقلت للعمل به بعد (2003) ورغبة منها لأستثمار التمويل الممتلك أفضل إستثمار وهي بذلك تعمل بنظرية الإلتقاط التي لا يتفاعل معها المجتمع الإستثماري ربما لقلّة وعيه بالحيثيات الكاملة لسياسة التوزيع والإحتجاز.
- 4) تتباين المصارف من جهة تطبيقها لسياسة التوزيع والإحتجاز، فهناك من يعمل على احتجاز الأرباح بنسب عالية مثل مصرف بابل، وهناك من يعمل على احتجاز الأرباح بنسب منخفضة مثل مصرف الإستثمار العراقي. فضلاً عن إن نسبة الإحتجاز لدى بعض المصارف اتسمت بالتقلب الشديد كما هو الحال مع مصرف الإستثمار العراقي. وهذا ربما يترك إنطباعاً سلبياً لدى بعض المستثمرين في السوق.
- 5) أثبتت نتائج التحليل الإحصائي على مستوى عينة الدراسة مجتمعة أن هناك علاقة إرتباط وأثر ذات دلالة إحصائية بين إحتجاز الأرباح وعوائد الأسهم العادية , وقد تم توكيد ذلك عبر إثبات الآتي:
أ- أن هناك علاقة إرتباط وأثر ذات دلالة إحصائية بين نسب الإحتجاز ومعدل نمو مقسوم أرباح الأسهم.
ب- أن هناك علاقة إرتباط وأثر ذات دلالة إحصائية بين معدل نمو مقسوم أرباح الأسهم والسعر السوقي للسهم.
ت- أن هناك علاقة إرتباط وأثر ذات دلالة إحصائية بين معدل نمو مقسوم أرباح الأسهم وعوائد الأسهم العادية.
ث- أن هناك علاقة إرتباط وأثر ذات دلالة إحصائية بين نسب الإحتجاز وعوائد الأسهم العادية.
وكل ماتقدم يتعارض مع فرضية الدراسة الرئيسية الأولى ويدعو إلى رفضها وقبول البديلة.
- 6) أثبتت نتائج دراسة الحدث لأعلانات إحتجاز الأرباح على مستوى العينة عامة أن هناك إستجابة متحيزة وبطيئة وغير كاملة من جانب أسعار الأسهم لإعلانات إحتجاز الأرباح وفي ذلك خرق لأشترطات الكفاءة بشكلها نصف القوي. مايوكد أن سوق العراق للأوراق المالية غير كفوء بالشكل نصف القوي فيما يخص إستجابته لإعلان إحتجاز الأرباح وهذا يتعارض مع فرضية الدراسة الرئيسية الثانية.

2.4 المبحث الثاني التوصيات Recommendations

في ضوء الاستنتاجات النظرية والميدانية التي تم التوصل إليها، تم وضع جملة من التوصيات التي يمكن أن تساعد إدارات المصارف 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 للطرفين، وتتمثل هذه التوصيات بالآتي:

(1) بما أن الهدف الرئيسي للإدارة المالية هو تعظيم ثروة المالكين، فيجب أن يعتمد المدراء في صياغتهم لسياسة التوزيع والإحتجاز على مقدار ما هو مطلوب لتنفيذ خطط الإستثمار والنهوض بواقع الشركة وزيادة أرباحها. كما إنها ينبغي أن تأخذ بعين الإعتبار كيفية تحقيق التوازن في تفضيلات بعض المستثمرين للضريبة العالية والمستثمرين الذين لديهم إعفاء نسبي من الضرائب.

(2) يُفضّل الاعتماد على نسبة الإحتجاز بدلاً من نسبة التوزيع كمؤشر يُعوّل عليه في تحديد القيمة السوقية لأسهم الشركات وخصوصاً لناحية تحديد معدل النمو المتوقع مستقبلاً وأثره في قيمتها.

(3) ينبغي على إدارة سوق العراق للأوراق المالية إدراك خطورة عدم كفاءة السوق في الاستجابة للمعلومات العامة عامة وإعلانات احتجاز الأرباح 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 الإقتصاد.

(4) ينبغي على إدارة الشركات المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية تبني سياسة توزيع واحتجاز تتسم بالإستقرار وعدم التقلب لأن ذلك من شأنه أن يؤثر سلباً بقرارات المستثمرين خصوصاً وأن الدراسة أثبتت أن غالبيتهم يؤمن بنظرية عصفور في اليد. كما وينبغي على هذه الإدارة عدم اللجوء إلى خيار الإحتجاز بنسب عالية جداً إلا إذا كانت لديها فرص إستثمارية ذات صافي قيمة حالية موجبة عالية وواعدة وذلك لتعزيز ثقة المستثمرين بحرفية هذه الإدارات وتشجيعهم على التحول من زبائن يهتمون أكثر بأسهم الدخل إلى زبائن يهتمون أكثر بأسهم النمو فهذا هو أحد الإشتراطات الأساسية لزيادة وعي المجتمع الإستثماري وهو أحد الركائز الأساسية التي تساعد في الإرتقاء بمستوى كفاءة السوق.

(5) ضرورة توعية المجتمع الإستثماري العراقي، عبر عقد الندوات و ورش العمل، بالأبعاد العملية الكاملة لسياسة إحتجاز الأرباح في الشركات ودورها في نمو الشركات وتنمية الإقتصاد بالمحصلة.

(6) ضرورة إخضاع المتعاملين في سوق العراق للأوراق المالية لدورات علمية مكثفة في مجال تحليل وتقييم الإستثمار بالأسهم العادية مع التركيز على مدخلي التحليل الأساسي والفني لأن الإرتقاء بحرفية ومهنية المشتركين في السوق هو الشرط الأساس للإرتقاء بكفاءة السوق.

المصادر

المصادر

أولاً : المصادر العربية

أ- القرعان الكريم.

ب- البحوث المنشورة

- 1- بورسلي، أماني ، وعبد السلام، فايز ، "محددات سياسات توزيع الأرباح النقدية: دليل من سوق الكويت للأوراق المالية"، المجلة العربية للعلوم الإدارية، العدد2. مجلد 12, (2005).
- 2- زرقون، محمد ، "أثر الاككتاب العام على سياسات توزيع الأرباح في المؤسسات الاقتصادية المسعرة في البورصة - دراسة تحليلية مقارنة لمؤسسة تسيير فندق الأوراسي الجزائر "، مجلة الباحث، جامعة ورقلة، الجزائر, (2010) العدد 8.
- 3- الظاهر، مفيد وأبو الرب، نور الدين ، "سياسة توزيع الأرباح وأثرها على سعر السهم السوقي: دراسة تطبيقية على عينة من البنوك التجارية الأردنية المدرجة في سوق عمان المالي"، مجلة جامعة القدس المفتوحة للأبحاث والدراسات، العدد 8, (2006).
- 4- عبدالله، عبدالقادر، "العوامل المحددة لأسعار أسهم الشركات المساهمة في المملكة العربية السعودية"، مجلة أبحاث اليرموك، جامعة اليرموك، عمان، العدد الأول، مجلد 11، 1995.

ت- البحوث غير المنشورة

- 5- التيمي، أرشد فؤاد مجيد، " أثر تغير سياسة مقسوم الأرباح في كلفة التمويل وقيمة المنشأة"، اطروحة دكتوراه في إدارة الاعمال، غير منشورة، مقدمة إلى كلية الإدارة والاقتصاد/ الجامعة المستنصرية، 1998.
- 6- الحسيني، فلاح حسن عداي، " سياسة توزيع الأرباح وأثرها على القيمة السوقية للأسهم"، اطروحة دكتوراه في إدارة الاعمال، غير منشورة، مقدمة إلى كلية الإدارة والاقتصاد/ الجامعة المستنصرية، 1994.

ج- شبكة المعلومات الدولية

- 7- البنك المركزي العراقي
- 8- سوق العراق للأوراق المالية

- 9- Archer, Stephen H., Choate, G. Marc, and Racette, George, "**Financial Management**", 2nd .ed., N.Y.: John Wiley & Sons, Inc.,1983.
- 10- Bodie, Z., Kane, A., and Marcus, Alan J., "**Essentials of Investments**", 3th.ed., Boston: Irwin/McGraw- Hill Co., Inc., 1998.
- 11- Brealey , Richard and Stewart Myers , "**Principles of Corporate Finance**", N.y. : McGraw –Hill, Inc., 1981.
- 12- Brealey, Richard A., and Myers, Stewart C., "**Principles of Corporate Finance**", 5th.ed., N.Y.: McGraw- Hill Co., Inc., 1996.
- 13- Brealey,Richard A.&Myers,Stewart,Marcus,Alen ,**Funamental of Corporate Finance**, 3rd ed,Mc-Graw-Hill,INC, 2001.
- 14- Brealey, Richard A., Myers, Stewart C., and Allen , Franklin , "**Principles of Corporat Finance** ,10th ed ,N.Y: McGraw-Hill ,Irwin,2011.
- 15- Brigham, Eugene F. and Gapenski, Louis C., "**Financial Management: Theory and Practice**", 5th .ed., N.Y.: The Dryden Press Co., 1988.
- 16- Brigham , Eugene .F. and Ehrhardt , Michael C ., "**Financial Management : Theory and Practice** " , 10th .ed ., Thomson learning , Inc ., 2002.
- 17- Brigham , Eugene .F. and Houston ,Joel F. , "**Fundamentals of Financial Management**,11th .ed ., Thomson learning , Inc ., 2007.
- 18- Brown,KeithC.&FrankK.,Rielly,**Analysis of Investment and Management of Portfolios**,9th ed, South-Western, 2009.
- 19- Fischer, Donald E., and Jordan, Ronald J., "**Security Analysis and Portfolio Management**", New Delhi: Hall of India Private Limited, 1996.
- 20- Gitman,Lawrence J.,**Mangerial Finance**,12th ed,Prentice Hall, 2006.

- 21- Gitman ,Lawrence J., Zutter ,Chad J. , Elali ,Wajeeh ,and Roubaie ,Amer Al., **Principles of Managerial Finance**, ArAb World Edition, 13th ed ,N.Y: Pearson Education, Inc,2012.
- 22- Gray, Gary., Cusatis, Patrick J., and Woolridge, J. Randall., **Street smart Guide to Valuing a Stock**, 2th ed ,N.Y: McGraw-Hill / Irwin,2004
- 23- Hirt, Geoffrey A., Block, Stanley B., and Danielsen , Bartley R. , **Corporat Finance Foundations**,14th ed ,N.Y: McGraw-Hill ,Irwin,2011.
- 24- Jones , Charles P . "**Investment Analysis and Management**" , 5th . ed ., John Wiley & Sons , Inc ., 1996.
- 25- Kapoor, Jack R.,Dlabay ,lesr &Hughes, Robert J.,**Personal Finance**,9th ed,McGraw-Hill,2009.
- 26- McLaney, E.J., "**Business Finance: Theory and Practice**", 5th .ed., England: Prentice Hall, Inc., 2000.
- 27- McMenamin,Jim,"**Financial Management: An introduction**", 1st .ed., London: Routledge, 1999.
- 28- Megginson, William, Scott B ., Smart &John R. Graham, **Financial Management**,3rded,South-Western, 2010.
- 29- Mishkin,Frederic,S, **The economics of money, banking, and financial markets**,7th ed,Addison Wesley, 2006.
- 30- Ross, S.A., Wester field, R.W., and Jordan, B.D., "**Fundamentals of Corporate Finance**", 5th .ed., Boston: Irwin/ McGraw- Hill Co., Inc., 2000.
- 31- Ross,Peters&MiltonH.,Marquis, **Money and Capital Markets**,10th ed,McGraw-Hill,2008.
- 32- Ross,StephenA., RandolphW.,Westerfield , and Jeffrey,Jaffe, **Fundamentals of Corporate Finance**, Alternate ed,N,Y: McGraw-Hill, 2003.
- 33- Ross,StephenA.,RandolphW.,Westerfield&Jeffrey,Jaffe, **Corporate Finance**,7th ed,N,Y: McGraw-Hill, 2007.

- 34- Abdullah ,Norhasniza., Ahmad ,Zuraidah ., and Roslan ,Shashazrina ., The Influence of Ownership Structure on the Firms Dividend Policy Based Lintner Model, **International Review of Business Research Papers** Vol. 8. No.6. (September 2012).
- 35- Abu-Rub ,Nour ., Capital Structure and Firm Performance, **Journal of Money, Investment and Banking**,No. 23 ,2012.
- 36- Adavelli ,Sagar Reddy., and Rathipelli, Raju., Return and Risk Analysis, **Asia Pacific Journal of Applied Finance**, Vol. 3, No. 5, (May 2014).
- 37- Addin, Mahmood., Nayebzadeh, Shahnaz., and Yosefi, Zahra., Measuring the Financial Literacy of Real Investors, **Life Science Journal** Vol. 10 ,No. 2, 2013.
- 38- Aharony, Joseph and Swary Itzhak, " Quarterly Dividend and Earnings Announcements and Stockholder's Returns: An Empirical Analysis", **The Journal of Finance**, Vol. XXXV, No.1, 1980.
- 39- Al- Gharaibeh ,Mohammad ., Zurigat ,Ziad ., and Al-Harabsheh ,Khaled ., The Effect of Ownership Structure on Dividends Policy, **Interdisciplinary journal of contemporary research in business** , Vol. 4, No. 9,(January 2013).
- 40- Alnajjar ,Mohd ., Investor based psychological decision making model , **Far East Journal of Psychology and Business**, Vol. 11, No. 3 ,(June 2013).
- 41- Alphonse ,Pascal, and Tran ,Quoc Trung., A Two-Step Approach to Investigate Dividend Policy, **International Journal of Economics and Finance**; Vol. 6, No. 3; 2014.
- 42- AL-Qudah ,Dr.Anas., and Laham ,Dr.Mahmoud ., The Effect of Financial Leverage & Systematic Risk on Stock Returns, **Research Journal of Finance and Accounting**, Vol.4, No.6, 2013.
- 43- Al-Tamimi, Moh'd .,and Obeidat ,Samer Fakhri ., Impact of cost of capital, financial leverage, and the Growth Rate of Dividends on Rate of

- return, **International Journal of Academic Research in Economics and Management Sciences**, Vol. 2, No. 4,(July 2013).
- 44- AlTroudi,Wasfi., and Milhem,Maysa'a., Cash dividends, retained earnings and stock prices, **Interdisciplinary journal of contemporary research in business**, Vol. 4, No. 12,(April 2013).
- 45- Alyao,AL mutairi., and Kamil, anron., Review of Capital Investment and Returns, **Mathematical ,Theory and Modeling** ,Vol.3, No.5, 2013.
- 46- Ardestani ,Hananeh Shahteimoori., Rasid, Siti Zaleha Abdul., Basiruddin,Rohaida ., and Mehri,Mohammadghorban ., Dividend Payout Policy, Investment Opportunity Set and Corporate Financing, **Journal of Applied Finance & Banking**, Vol. 3, No. 1, 2013.
- 47- Arif,Ahmed., and Akbar, Fatima., Determinants of Dividend Policy, **International Journal of Business and Behavioral Sciences**, Vol. 3, No.9; (September 2013).
- 48- Aroni, Joshua., Namusong, G., and Sakwa, Maurice ., Influence of Dividend Payout on Investment in Shares, **International Journal of Business and Social Science**, Vol. 5, No. 5(1), (April 2014).
- 49- Arshad ,Zeeshan ., Akram ,Yasir ., Amjad ,Maryam .,and Usman ,Muhammad ., Ownership structure and dividend policy, **Interdisciplinary Journal of contemporary research in business**, Vol 5, No 3, (July 2013).
- 50- Atiyet ,Ben Amor., The Pecking Order Theory and the Static Trade Off Theory, **Journal of Business Studies Quarterly**, Vol. 4, No. 1, 2012.
- 51- Azaltun ,Murat ., The Relationship Between Economic Value Added and Earnings Per Share, **China-USA Business Review**, Vol. 12, No. 2, (February 2013)
- 52- Azhagaiah ,R. , Priya ,Sabari.N., The Impact of Dividend Policy on Shareholders' Wealth, **International Research Journal of Finance and Economics**, ISSN 1450-2887 , No. 20, 2008.

- 53- Baresa, Suzana, Sinisa Bogdan, and Zoran Ivanovic. Strategy of stock valuation by fundamental analysis. **Special, Utms Journal of Economics** Vol.4, No.1, (December 12, 2012).
- 54- Bilal,Ahmad. , Naveed, Muhammad., Abu Talib, Noraini Bt., and Khan ,Mohd., Inevitability of Cross-Section Stock Returns, **Middle-East Journal of Scientific Research**, Vol.13,No.2.,2013.
- 55- Brown, Philip .,and, Walter ,Terry ., The CAPM: Theoretical Validity, **A Journal Accounting Finance and Business studies**, Vol. 49, (Supplement, 2013).
- 56- Buigut ,Kibet., Soi ,Neddy, Koskei ,Irene., and Kibet ,John ., The Effect of Capital Structure on Share Price, **European Journal of Business and Management**, Vol.5, No.9, 2013.
- 57- Campbell, John Y. and Shiller, Robert J., " Stock Prices, Earnings and Expected Dividends", **The Journal of Finance**, Vol. 43, No. 3, 1988.
- 58- Chambers ,Nurgül ., Sezgin ,Funda H. ,and Karaaslan ,Burak ., An Analysis of the Effects of Capital Structure and the Beta Coefficient on Stock Returns, **International Journal of Business and Social Science** , Vol. 4, No. 7, (July 2013).
- 59- Chowdhury, Shah., and Sharmin , Rashida,. Relevant Factors to Explain Cross-Section of Expected Returns, **International Business Research**; Vol. 6, No. 3 , 2013.
- 60- David, G. McMillan., Stock Return Predictability: Risk Premium or Dividend Growth?, **open access journal**, vol.2, No.1, 2013.
- 61- Dedi, Lidija., abd Giraudon, Philippe., Valuation and Invetment Profession, **Utms Journal of Economics**, Vol. 4, No.2, (February 27, 2013).
- 62- Ebrahimi ,Mohammad. , and Chadegani, Arezoo Aghaei ., The Relationship between Earning, Dividend, Stock Price and Stock Return, **International Conference on Humanities, Society and Culture IPEDR** Vol.20 ,(2011).
- 63- Emamalizadeh, Mokhtar., Ahmadi ,Mousa. and Pouyamanesh ,Jaffar ., Impact of financial leverage on dividend policy, **African Journal of Business Management**, Vol. 7, No.34, (September, 2013)

- 64- Erasmus ,Pierre., The Influence Of Dividend Yield and Dicidad Stability On Share Returns, **Journal of Economic and Financial Sciences | JEF |** ,Vol.6, No.1,(April 2013).
- 65- Fama, Eugene F., Random Walk in Stock Market Prices, **Financial Analysts Journal**, Vol.21, No.5,(September-October, 1965).
- 66- Farooq, O., Saoud, S. and S. Agnaou, "Dividend Policy as a Signaling Mechanism under Different Market Conditions: Evidence from the Casablanca Stock Exchange", **International Research Journal of Finance and Economics**, , vol. 83, 2012.
- 67- Fonseka ,M. M., and Tian ,Gao-liang, What factors motivate the analysts' stock recommendation in a small emerging market?, **African Journal of Business Management** Vol. 5 ,NO 26 ,(28 October, 2011).
- 68- Friend, Irwin, and Puckett, Marshall, "Dividends and Stock Prices", The American Economic Review, Vol. LIV, No.5, (September 1964).
- 69- Garg ,suman ., weak form of market efficiency, **A Journal of Radix International Educational and Research Consortium**, Vol. 3, No. 2 (February. 2014).
- 70- Gill ,Amarjit S., Obradovich, John D., Corporate Governance, Institutional Ownership, and the Decision to Pay the Amount of Dividends, **International Research Journal of Finance and Economics** ,No. 97 (September, 2012).
- 71- Günay ,Samet ., Total Risk Composition, **Journal of Emerging Issues in Economics, Finance and Banking (JEIEFB)**, vol.3, No.4, 2014.
- 72- Haque,Md. Reiazul., Siddikee,Md. Jahangir Alam., Hossain, Md. Shamim., Chowdhury,Sourav Paul., and Rahman ,Md. Mostafizur , Relationship between Dividend Payout and Economic Value Added, **International Journal of Innovation and Applied Studies**, Vol. 3 No. 1 (May 2013).
- 73- Hashemijoo ,Mohammad ., Ardekani ,Aref Mahdavi .,and Younesi, Nejat., The Impact of Dividend Policy on Share Price, **Journal of Business Studies Quarterly**, Vol. 4, No. 1,2012.

- 74- Ibrahim, Taofik., and M. Agbaje, Omosola., The Relationship between stock return and inflation, **European Scientific Journal** , vol.9, No.4,(February 2013).
- 75- Jha ,Barun Kumar and Shitika, Financial Market Efficiency: How to Achieve, **Asian Journal of Multidisciplinary Studies** , Vol. 2, No. 4, (April 2014).
- 76- Jiang,Jun ., A Theoretical Model for Dividend Policy, **Australian Journal of Business and Management Research**, Vol.2 No.11 ,(February-2013).
- 77- Kartasova ,Jekaterina ., Factors forming irrational ,**business systems and economics** ,Vol. 3 ,No.1, 2013.
- 78- Kenyoru ,Nkobe D. , Kundu ,Simiyu A. and Kibiwott ,Limo P. , Dividend Policy and Share Price Volatility, **Research Journal of Finance and Accounting** ,Vol.4, No.6, 2013.
- 79- Konchitchki ,Yaniv ., and O'Leary ,Daniel E., Event study methodologies in information systems research, **International Journal of Accounting Information Systems**,2011.
- 80- Kumar ,Sarvanan ., Mahadevan ,Dr. A. , Gunasekar, S. , Market Reaction to Dividend Announcement, **Prestige International Journal of Management**, Vol. 1 No.1 , 2012.
- 81- Malik ,Fakhra ., Gul ,Sajid ., Khan ,Tauseef .,and Rehman ,Shafiq Ur ., Factors Influencing Corporate Dividend Payout Decisions of Financial and Non-Financial Firms, **Research Journal of Finance and Accounting**, Vol.4, No.1, 2013.
- 82- Mehrara,Mohsen., Falahati,zabihallah., and Amiri, reza.,Unsystematic risk ,stock return,and systematic risk, **International Journal of Emerging Trends in Engineering and Development**, vol.2, No.4,(March 2014).
- 83- Menike ,M., Stock Price Reactions to the Dividend Announcement in the Emerging Market, **European Journal of Business and Management**, Vol.6, No.12, 2014.
- 84- Modigliani, Franco and Miller, Merton H., " Dividend Policy, Growth, and The Valuation of Shares", **The Journal of Business**, Vol. XXXIV, No.4, October, 1961.

- 85- Moghri ,Ali Esmaeilzadeh ., and Galogah ,Saleh Samakosh ., Effect of Earnings Management on Dividend Policy, **World of Sciences Journal**, Vol.1,No.1,2013.
- 86- Moodi, Raziye .,and Hajiha, Zohreh., The Investigation of The Effect of Accruals on Stock Returns after Financing Activities, **International Research Journal of Applied and Basic Sciences**, Vol. 4, No. 11, 2013.
- 87- Musiega ,Maniagi Gerald ., Chitiavi ,Mwalati Solomon ., Alala ,Dr. Ondiek B., Douglas ,Dr. Musiega ., and Rueben, Ruto ., Capital Structure and Performance, **International Journal for Management Science and Technology (IJMST)** , Vol. 1, No. 2,(April, 2013).
- 88- Nakhaei ,Habibollah ., and Hamid ,Nik Intan Norhan Bnti ., The Relationship between Economic Value Added, Return on Assets, and Return on Equity with Market Value Added, **Proceedings of Global Business and Finance Research Conference**,Vol.34, No.4, (October, 2013).
- 89- Naser,Kamal., Nuseibeh,Rana., and Rashed, Wojoud ., Managers' perception of dividend policy, **Issues in Business Management and Economics** Vol. 1,No.1 ,(April, 2013).
- 90- Nasirzadeh, F., and Mostaqiman, R., Testing the Static Trade-off and Pecking Order, **Journal of Accounting Advances (J.A.A)** ,Vol. 2, No. 2, 2010.
- 91- Nazir ,Mian Sajid ., Abdullah., and Nawaz, Muhammad Musarrat, How Dividend Policy Affects Volatility of Stock Prices, **American Journal of Scientific Research**,No.61,2012.
- 92- Nezhad ,Seyed Hasan Saleh., Shahi ,Ali., Vaghfi ,Seyed Hesam .,and ,Mahnaz Ahangary, A Survey on Relation between Ownership Structure and Stock Returns, **Life Science Journal** , Vol010, No.6 ,2013.
- 93- Oladipupo, A. O. and Okafor, C. A., Relative contribution of working capital management to corporate profitability and dividend payout ratio, **IJBFMR International Journal of Business and Finance Management Research**, Article, ISSN 2053-1842 , 2013.

- 94- Olweny,Tobias., The Reliability of Dividend Discount Model in Valuation of Common Stock, **International Journal of Business and Social Science** , Vol. 2 ,No. 6 ,(April 2011).
- 95- Phan ,Khoa Cuong., and Zhou ,Jian , Market efficiency in emerging stock markets, **Journal of Business and Management**, Vol. 16, No. 4, (April 2014).
- 96- Ramadan ,Imad Zeyad., Dividend Policy and Price Volatility, **International Journal of Academic Research in Accounting, Finance and Management Sciences**, Vol. 3, No.2, (April 2013).
- 97- Ritter ,Jay R. , Behavioral Finance, **Pacific-Basin Finance Journal** ,Vol. 11, No. 4, (September 2003).
- 98- Sare ,Yakubu Awudu., Kumah ,Seyram Pearl., and Salakpi ,Andrews ., Market reaction to dividend initiation announcements , **Asian Economic and Financial Review**, Vol. 4, No. 4, 2014.
- 99- Shahmansuri ,Esfandyar., & Shahraji ,Majid Ghanbari ., A Survey on Financial Strategies in Corporations, **Universal Journal of Management and Social Sciences** Vol. 3, No.9 ,(September 2013).
- 100- Shaker ,Abu Towhid Muhammad, Testing the weak-form efficiency, **European Journal of Business and Social Sciences**, Vol. 2, No.9 , (December 2013).
- 101- Simister, John., and Whittle, Richard ., Ethical Investment and Portfolio Theory: Using Factor Analysis to Select a Portfolio, **Journal of Mathematical Finance**, Vol.3, No.1A, (March 2013).
- 102- Subramani,Dr.N., Uma, Dr.K. and Franklin, L.leo , cost of internal and external equity, **International Journal of Multidisciplinary Research** Vol.2 No.4, (April 2012).
- 103- Thirumalaisamy ,Ravi ., Firm Growth and Retained Earnings Behavior, **European Journal of Business and Management**, Vol.5, No.27, 2013.
- 104- Tirmizi, Ali, and Ahmad, Mehboob, Impact of retained earnings on the maximization of firm value and shareholders wealth , **African Journal of Business Management** , Vol. 7 No.18, (May, 2013).

- 105- Toerien ,Francois , and Marcus, Matthew., The Effect Of South African Dividend And Capital Gains Taxes On Share Prices And Investor Expected Returns, **The Journal of Applied Business Research**, Vol. 3 ,No. 3 ,(May/June 2014).
- 106- Tsuji,Chikashi ., What Are The Determinants Of Dividend Policy?, **Business and Economics Journal**, Vol, BEJ-9,(July 31, 2010).
- 107- Tudose ,Mihaela Brîndușa ., Corporate finance theories . challenges and trajectories , **Management & Marketing Challenges for the Knowledge Society**, Vol. 7, No. 2, (2012).
- 108- Vikas,jagtap manisha., analysis of capital mix & cost of capital with reference to cooperatives , **Tactful Management Research Journal**, Vol. 1 , No. 10 , (July 2013).
- 109- Wambé ,T. Maï Django ., and Tsapi ,V. , Determinants of dividend distribution, **African Journal of Business Management** Vol. 7 No. 7, (February, 2013).
- 110- Williams ,Albert ., and Miller ,Mitchell ., Do Stocks with Dividends Out perform the Market during Recessions?, **Journal of Accounting and Finance** vol. 13, No.1,2013.
- 111- Zaragoza, James.,and Mouton ,Jaime ., Capital Asset Pricing Model (Capm) and Stock Returns, **European Journal of Banking and Finance**, Vol.11, 2013.

ج- البحوث غير المنشورة

- 112- Abdeljawad ,Islam., Nor Fauzias Mat., Ibrahim, Izani., and Rahim ,Ruzita Abdul ., Dynamic Capital Structure Trade-off Theory, Proceedings of 3rd Global Accounting, Finance and Economics Conference (5 - 7 May, 2013).
- 113- Banchit,azilawati., principal - principal conflicts, A thesis Doctor ,The University of Waikato ,2013.
- 114- Bennet, E., and Selvam, M., The influence of stock specific factors on the sentiment of equity investors Annual Conference: Las Vegas , Vol. 20, No. 1,(February 2013).
- 115- Berzins Janis., Bøhren, Øyvind and Stacescu, Bogdan ., Tax concerns and agency concerns in dividend policy, Working Paper No. 2, (January 2013).
- 116- Bijia, cai ., Does Dividend Initiation Signal Firm Prosperity?, An Honours Degree Project Submitted to the School of Business ,Hong Kong Baptist University April 2013.
- 117- Bohn ,Nicolai., Rabhi ,Fethi A., Kundisch ,Dennis., Yao ,Lawrence., and Mutter ,Tobias., Towards Automated Event Studies Using High Frequency News And Trading Data, University of Paderborn, 2012.
- 118- Froidevaux,Pascal S. , Funtamental Equity Valuation, Thesis, (July 2004).
- 119- Gamzo ,Rafael ., Algorithmic Trading, Market Efficiency and The Momentum Effect, A research report submitted to the Faculty of Commerce, Law and Management, University of the Witwatersrand,2013.
- 120- Glover ,Kristoffer J. , and Hambusch ,Gerhard ., The trade-off theory revisited: On the effect of operating leverage, Research Paper 329, University of Technology, Sydney,(March 14, 2013).

- 121- Hellstrom, Gustav ,and Inagambaev, Gairatjon, Determinants of Dividend Payout Ratios ,_research project, Umeå School of Business and Economics , May, 2012
- 122- Jensen ,Andreas William Hay ., Determinations of capital structure , Master Thesis, Aarhus University, Business and Social Sciences, (February, 2013).
- 123- Ju Chen ,Li., and Yu Chen, Shun., How the Pecking-Order Theory Explain Capital Structure, Chang Jung Christian University, Taiwan,2011.
- 124- Kapoor ,Sujata., Impact of dividend policy on sharholders value, Thesis doctor ,Jaypee Institute of Information Technology, December, 2009.
- 125- Kyle ,Profilet, A., and Frank ,Bacon, W., Dividend policy and stock price volatility , ASBBS Annual Conference: Las Vegas, Vol. 20 ,No. 1, (February 2013).
- 126- Labba ,Johanna., and Östholm ,Evelina .,Testing Pecking Order and Trade Off Models, Thesis Master,university of Gothenburg,2012.
- 127- Manos ,Ronny .,capital structure and dividend policy, thesis doctor, University of Birmingham, August 2001.
- 128- Oolderink ,Pim ., Determinants of capital structure: Static trade-off theory vs. Pecking-order theory, Thesis Conference, University of Twente, (June 27th, 2013).
- 129- Pelt ,Thomas van ., The effect of board characteristics on dividend policy, thesis ,Tilburg School of Economics and Management, July 10 2013.
- 130- Saens Rodrigo N., and Sandoval , y Eduardo A, Measuring Security Price Performance Using Chilean Daily Stock Returns, Universidad de Talca, NO.3, (2005).
- 131- Toit, Nicol.,_dividend policy and wealth maximization: the effect of market movements on dividend-investing returns, Thesis, March 2013.

د- شبكة المعلومات الدولية

- 132- Betzer, André; Doumet, Markus; and Rinne, Ulf, How policy changes affect shareholder wealth, Working Paper ,Schumpeter School of Business and Economics, University of Wuppertal., <http://hdl.handle.net/10419/68670>, No.011-2011
- 133- Bloom, Barry, "Applications of event study methodology to lodging stock performance" , Iowa State University ,Graduate Theses and Dissertations. Paper 11930,<http://lib.dr.iastate.edu/etd> , 2011.
- 134- Gerdesmeier, Dieter., Reimers, Hans-Eggert.,and Roffia, Barbara , Testing for the existence of a bubble in the stock market, Working Paper , www.econstor.eu , No. 01/2013.
- 135- Harvey, Campbell R., "Capital Structure and Payout Policies" , <http://www.Duke.Edu/charvey/Classes/ba350/Capstruc/Capstruc.htm> ,1995.
- 136- Hesse ,Hans-Peter., The Value of common stocks, http://university.akelius.de/library/pdf/value_of_c_hesse_hans1010, pdf 2010.
- 137- James P., and Dow, Jr., Basics of Corporate Finance, FIN 303, Spring 09. Part 9 , <http://www.csun.edu/~jpd45767/502/9%20-%20Corporate%20Finance> .2009.
- 138- Ke ,hu., Yi ,qiu.,and Huifang ,cheng, The Study on China Stock Market Efficiency,eastern academic forum, [chf@zjut.edu .cn](mailto:chf@zjut.edu.cn), 2014.
- 139- Kisman, Zainul., Factors Influencing Dividend, International Journal of Innovations in Business, Universitas Padjadjaran Bandung – Indonesia, [zainulkisman@stekpi.ac .id](mailto:zainulkisman@stekpi.ac.id); zainulkisman@yahoo.com, 2013.
- 140- Lee ,C.-F. et al. (eds.), Handbook of Quantitative Finance and Risk Management, <http://www.springer.com/978-0-387-77116-8>, 2010 .

- 141- Letkiewicz ,Jodi C., and Hanna ,Sherman D., The Impact of Stock and Real Estate Returns on the Propensity of Households to Meet the Capital Accumulation Ratio Guideline, Association for Financial Counseling and Planning Education, University of Nebraska-Lincoln, jletkiewicz2@unl.edu ,2013
- 142- Longinidis, Pantelis., and Symeonidis,panagiotis., corporate dividend policy determinants,intelligent systems in accounting, finance and management , University of Western Macedonia, E-mail: logggas@gmail.com , 17 April 2013.
- 143- Miglo ,Anton ., The Pecking Order, Trade-off, Signaling, and Market-Timing Theories of Capital Structure, University of Bridgeport, MPRA Paper No. 46691, posted 6. <http://mpra.ub.uni-muenchen.de/46691/> , May 2013.
- 144- Oberndorfer, Ulrich; Wagner, Marcus; Ziegler, Andreas, Does the stock market value the inclusion in a sustainability stock index?, Working Paper ,<http://hdl.handle.net/10419/56574>. No. 30-2011.
- 145- Pan, Ming-Shium and Liu, Y.Angela, "Stock Price Volatility and Permanent Component of Earnings and Dividends", mspan@wharf.ship.edu, finycl@ccunix.ccu.edu.tw, 2000.
- 146- Park ,Chul W. , and Pincus ,Morton., Internal Versus External Equity Funding Sources and Earnings Response Coefficients, Hong Kong University of Science and Technology Clearwater Bay, Kowloon, Hong Kong E-Mail: acparkc@ust.hk , March 2000.
- 147- Wael, Louhichi, "Market Reaction to Annual Earnings Announcements: The Case of Euronext Paris", louhichi@univ-perp.fr, 2004.

Abstract

The concept of earnings retention one of the important concepts, because it contains important processes and procedures for decision-making related to it, so it requires balance sheet study of the company's and consider the plans investment and determine the necessary financing needs, and then carry out the distribution or retention of the earnings. Moreover, the distribution and retention policy has large effects beyond the limits of the tool for the distribution of the net surplus revenue for the costs. To reach that any difference in the rate of distributions have a major impact on stock prices, and changing stock prices in the financial market according to the latest information. This kind of changes in stock prices knows the hypothesis efficient market. Therefore, this study sought to test the effect of earnings retention on common stock returns as well as over the speed and response of common stock prices for information earnings retention. The sample study consisted of (8) banks. The limits study time of the has included years (2005-2013). The spatial boundaries were: the Iraq Stock Exchange, and adopted study two main hypotheses:

- 1- There is no correlation and effect statistically significant of between earnings retention and common stock returns.
- 2- Iraq Stock Exchange characterized by efficient semi-strong in responding to an event announcement earnings retention.

In order to analyze the variables of the study and test hypotheses have been using a number of statistical methods and mathematical and financial. The study reached a number of conclusions, including:

- 1- There is relationship correlation and impact of statistically significant between the earnings retention and common stock returns and this is contrary with the hypothesis first study.
- 2- inefficiency Iraq Stock Exchange in the form semi-strong in connection its with response to an event announcement earnings retention and this is contrary with the hypothesis second study.

Abstract

The study found numbers of recommendations including:

1- prefers to rely on the proportion retention rather than ratio distribution as a reliable indicator of in determining the market value of shares of the companies, especially in terms of determining the growth rate future expected and its impact on their value.

2- Iraq Stock Exchange management should be recognize the dangerous of the inefficiency of the market in responding to public information and announcements earnings retention especially, because that would be exploited by some professionals to formulate rules trading to enable them to achieve abnormal returns on account to other participants in the market and this brevets the performance of the markets function basically the optimal allocation of the economy resources.

Ministry of Higher Education
and Scientific Research
University of Karbala
College of Administrative & Economic



The Effect of earnings retention on common stock returns

An applied Study in the Iraq Stock Exchange

A Thesis

Submitted to the Council of the College of Administration & Economics at
University of Karbala

In Partial Fulfillment of the Requirements for the Degree of M.Sc. in
Business Administration

By

Husam Ali Hussein Alfayyadh AL-Ganimy

Supervised by

Asst. Prof. Dr. Maithim R. AL-Hasnawi