

## أثر المحتوى المعلوماتي لإعلانات إعادة شراء الاسهم في اسعارها اعتماداً على حجم الشركة

أ.م.د. ميثم ربيع هادي الحسناوي

الباحث: سعد مجيد عبد علي الجنابي

جامعة كربلاء /كلية الادارة والاقتصاد

جامعة كربلاء /كلية الادارة والاقتصاد

الملخص :

ان الهدف الرئيس لهذا البحث هو تسليط الضوء لبيان اثر اعلان إعادة شراء الاسهم العادية في اسعارها باطار نظرية الاشارة اعتمادا على حجم الشركة , والدور الذي تلعبه هذه النظرية في تفسير ومعالجة عدم التماثل المعلوماتي وبما يدعم كفاءة السوق , واتاحة المعلومات لمساعدة المستثمرين باتخاذ القرارات الرشيدة , فإعادة الشراء ترسل إشارة ايجابية الى المستثمرين في السوق المالية , يشير مضمونها الى أن الادارة ترى بأن السهم يتداول في السوق المالية بأقل من قيمته الحقيقية العادلة . وتمحور البحث على بعدين رئيسيين للمشكلة والتي صيغت لأجلها الفرضيتين الآتيتين:

- ليس لحجم الشركة علاقة بقوة الاشارة المرسله لسوق المال عبر اعلان إعادة الشراء , ومن ثم فلا يختلف حجم عدم التماثل المعلوماتي باختلاف حجم الشركة .
- ان سوق الكويت للأوراق المالية ليست كفوءة بالمستوى نصف القوي في الاستجابة للمحتوى المعلوماتي لإعلان إعادة الشراء .

واعتمد البحث على عينة مكونة من (170) اعلان من لدن (65) شركة مدرجة في سوق الكويت للأوراق المالية للمدة من 1/1/2012 الى 24/4/2015 . ومن الجدير بالذكر ان الغاية الاساس هو دراسة سوق العراق للأوراق المالية ولكن تم اختيار سوق المال الكويتي جاء وسيلة وليس غاية لأسباب فنية ترتبط بغياب الوعي العلمي اللازم وعدم الاهتمام ببرامج إعادة الشراء من جانب الشركات من جهة ومن جانب المتعاملين في السوق من جهة اخرى , فغابت المزايا المتعددة لهذه الآلية المبدعة وانعدم استخدامها كسياسة دفع التي يمكن ان يستفيد منها جميع الاطراف المتعاملة في السوق , ولا تنتهي عند رأب فجوة عدم التماثل المعلوماتي والارتفاع بكفاءة السوق التخصيصية لموارد الاقتصاد النادرة

وباستخدام عدد من الأساليب المالية والاحصائية باستخدام برنامج (EXCEL) من أجل تحليل متغيرات البحث واختبار فرضياتها , وتوصل البحث إلى عدد من الاستنتاجات لعل من أهمها ان لحجم الشركة علاقة بقوة الاشارة المرسله لسوق المال عبر اعلان إعادة الشراء واستدل على ذلك عبر نتائج متوسطات العوائد غير العادية المتراكمة للشركات الصغيرة والتي كانت اعلى من متوسطات للشركات الكبيرة على طول نافذة الحدث نظراً لارتفاع حالة عدم التماثل المعلوماتي في الاولى , وهذا يتعارض مع الفرضية الاولى للبحث . كما أثبتت النتائج ان استجابة سوق الكويت للأوراق المالية غير كفوءة ( متحيزة وبطيئة وغير تامة) للمحتوى المعلوماتي لإعلان إعادة الشراء ما يؤكد عدم كفاءة السوق بالشكل نصف القوي وهذا يدعم صحة فرضية الدراسة الثانية . وبناءً على ذلك خرج البحث بعدد من التوصيات لعل من اهمها ضرورة الاعتماد على نظرية الاشارة لاسيما في الاسواق المالية غير الكفوءة لتقليل او القضاء على مشكلة عدم التماثل المعلوماتي بين المطلعين والمستثمرين الخارجيين .

**Abstract :**

Main aim of this study to reveal the impact of repurchases announcement of Common Stock on its Prices in the Formwork of Signal Theory based on the size of firm , and the role of this theory in explaining processing the informational asymmetry of supports efficiency of the market and the availability of information to help investors making decisions rational , repurchases is a positive signal sent to the investors in financial market its including that the management believes that stock is trading in financial market are below their fair value . The study is based on two main dimensions of the problem for which the following two hypotheses were devised : -

- The size of firm has no relationship on the strength of the signal sent to the market through the repurchasing announcement , and therefore the does not vary size of informational asymmetry according to firm size .
- The Kuwait Stock Exchange is not efficient in level a half strong in response to the informational content of the repurchase announcement .

The study sample included 170 announcement made by 65 firm listed on the Kuwait Stock Exchange for the period from 1/1/2012 to 24/4/2015 . It is worth mentioning that the selection of Kuwait Stock Exchange was a means, not an end, since the foundation end is studying Iraq Stock Exchange but for technical reasons related with the absence of the academic awareness needed for repurchase programs by the firms on the one hand and the dealers in the market from the other hand , this creative mechanism of the policy of payment was not used and the many advantages of it were lost which that can interests of all the parties in market , and does not end with bridging the gap of informational asymmetry and improve the efficiency of the market specialized of the rare economy resources .

Through the use of various financial and statistical methods using (EXCEL) for analyze the variables of the study and test its hypotheses, the study reached the following conclusions, most important of which is that size of firm has relationship on the strength of the signal sent to the market through repurchases announcement , and argued on through the results average of the accumulated abnormal return value stocks versus growth stocks . the most effect was of value stocks with great difference , this is contrary to the first hypothesis . the study also proved that there was an inefficient response to the informational content of the

repurchase announcement by the Kuwait Stock Exchange . This confirms the market inefficiency in a half strong manner and this supports the truth of second hypothesis of the study . Based on this , the study reached a number of recommendations including necessity of adopting on the signal theory especially in inefficient financial markets to reduce the problem of informational asymmetry between insiders and outside investors.

## 1 . المقدمة :

اثبت الواقع العملي ان احد اهم الوسائل التي تؤدي الى عدم استقرار السوق المالية هو مشكلة عدم التماثل المعلوماتي , فعدم التماثل المعلوماتي بين المديرين والمستثمرين هو نوع من النقص في المعلومات الناشئ من عدم تحقق اشتراطات المنافسة الحرة التامة في السوق , وهذا النقص يتحقق نتيجة امتلاك المديرين معلومات خاصة غير معلنة للجمهور العام من المستثمرين كونهم اكثر قوة واطلاعاً على سياسات الشركة , مما يجعل هؤلاء المستثمرين غير قادرين على تقدير العوائد والمخاطر بشكل سليم , وهذا يفضي الى اتخاذ قرارات خاطئة , نتيجة نقص هذه المعلومات , وهذا يعني ان اسعار الاسهم لا تعكس وبشكل تام وفي اي وقت من الاوقات جميع المعلومات , وهذا يمثل انتهاكاً لاشتراطات كفاءة السوق المالية في تخصيص موارد الاقتصاد للبلد بشكل امثل , لذلك تناولت هذه الدراسة موضوعاً على درجة كبيرة من الاهمية , وهو الدور الذي تلعبه نظرية الاشارة في القضاء على مشكلة عدم التماثل المعلوماتي عبر الاعلانات العامة ومنها اعلانات اعادة الشراء كإشارة مرسله الى المستثمرين تساعدهم باتخاذ قرارات افضل . وبناءً على ما تقدم تسعى هذه الدراسة لمحاولة ايجاد حل للجدل الفكري القائم والمتحور حول التساؤلات : هل ان لحجم الشركة علاقة بقوة الاشارة المرسله لسوق المال عبر اعلان اعادة الشراء ؟ وهل يختلف حجم عدم التماثل المعلوماتي باختلاف حجم الشركة ؟ وهل ان سوق الكويت لأوراق المالية كفاءة بالمستوى نصف القوي في الاستجابة للمحتوى المعلوماتي لإعلان اعادة الشراء ؟ ولأجل تحقيق غايات الدراسة فقد تم تقسيمها على اربعة محاور . المحور الاول : تناول عرضاً لمنهجية الدراسة فيما عرض المحور الثاني : التغطية المعرفية للمفاهيم النظرية لأثر اعلان اعادة شراء الاسهم في اسعارها بطار نظرية الاشارة اعتماداً على حجم الشركة , اما المحور الثالث : فقد خُصص لاختبار اثر المحتوى المعلوماتي لإعلانات اعادة شراء الاسهم في اسعارها اعتماداً على حجم الشركة , وتمت مناقشة اهم الاستنتاجات و التوصيات التي توصلت اليها الدراسة في محورها الرابع .

## 2 . المنهجية العلمية للبحث : تعد منهجية البحث إحدى الركائز الأساسية التي تربط بين المعرفة النظرية ومحاولة

تجسيدها في المجال التطبيقي , فتحدد المنهجية العلمية المسار الذي سيتخذه البحث بغية تحقيق غاياته وكالاتي :

### 2 . 1 . مشكلة البحث: يواجه المستثمرون مشكلة عدم التماثل المعلوماتي نظراً لعدم كفاءة الاسواق المالية بالشكل التام

عاماً . وهناك جدل معرفي قائم حول ما اذا كانت اعلانات اعادة شراء الاسهم تكون مصحوبة بإرسال اشارات للسوق

غايتها معالجة مشكلة عدم التماثل المعلوماتي . وغني عن البيان ما لهذه المشكلة الاخيرة من آثار سلبية مباشرة في

التخصيص الكفوء لموارد الاقتصاد . لذا تتمحور مشكلة هذه الدراسة حول الابعاد الرئيسية الاتية :

• **البعد الرئيس الاول :** هل ان لحجم الشركة علاقة بقوة الاشارة المرسله لسوق المال عبر اعلان اعادة الشراء ؟ وهل

يختلف حجم عدم التماثل المعلوماتي باختلاف حجم الشركة ؟

• **البعد الرئيس الآخر :** هل ان سوق الكويت لأوراق المالية كفاءة بالمستوى نصف القوي في الاستجابة للمحتوى

المعلوماتي لإعلان اعادة الشراء ؟

## 2.2 . فرضيات البحث : - بضوء ابعاد المشكلة فأن للبحث الفرضيات الآتية :-

**الفرضية الاولى :** ليس لحجم الشركة علاقة بقوة الاشارة المرسله لسوق المال عبر اعلان اعاده الشراء , ومن ثم فلا يختلف حجم عدم التماثل المعلوماتي باختلاف حجم الشركة ولا أثر لإعلانات اعاده شراء الاسهم بأسعارها .

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

## 2.3 . اهمية البحث : تتمثل اهمية البحث بالحالية بالأبعاد الاتية :

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

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

## 2.4 . اهداف البحث:

**1 .** الاختبار التجريبي فيما اذا كان لإعلان اعاده الشراء محتوى معلوماتي مؤثر يفضي الى تحقيق عوائد غير عادية .

**2 .** بيان فيما اذا كان لحجم الشركة علاقة بقوة الاشارة المرسله لسوق المال عبر اعلان اعاده الشراء .

**3 .** الاختبار التجريبي لكفاءة سوق الكويت للأوراق المالية بالشكل نصف القوي في الاستجابة لإعلانات اعاده الشراء .

ومن الجدير بالذكر ان دراسة سوق الكويت كان وسيلة وليس غاية , اذ ان الهدف من وراء ذلك هو تقديم أدلة استرشادية للمستثمرين بالأسهم العادية في سوق العراق للأوراق المالية وهذا له أهمية بالغة لكونه يُقدم بصائر ذات دلالات مهمة لإدارة السوق والجهات المعنية بأدائه فيما يخص كفاءة السوق في تخصيص موارد الاقتصاد المحدودة والنادرة .

## 2.5 . مجتمع وعينة البحث : ابتداءً لا بد من الاشارة الى ان برامج اعاده الشراء لا تستخدم في سوق العراق للأوراق

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

يتكون مجتمع الدراسة من (204) شركة مدرجة في سوق الكويت للأوراق المالية من مختلف القطاعات للمدة من 1/1/2012 الى 24/4/2015 . وكانت العينة المختارة (65) شركة قد اعلنت عن اعادة شراء اسهمها خلال هذه المدة وكان عدد اعلاناتها (213) اعلان . استبعد (43) اعلان نتيجة التمديد للإعلان الاولي والمتبقي للإعلانات الاولية (170) اعلاناً , وتم تصنيف شركات العينة الى شركات كبيرة وصغيرة اعتماداً على متوسط قيمتها السوقية فالشركات الكبيرة هي الشركات ذات القيمة السوقية الاكبر من حيث القيمة السوقية للشركات المبحوثة اما الشركات الصغيرة فهي الشركات ذات القيمة السوقية الاصغر من متوسط القيمة السوقية . وتم حساب القيمة (الرسملة) السوقية لكل شركة من الشركات المبحوثة وتم ترتيب الشركات من الاكبر حجماً ( اكبر رسملة سوقية ) الى الاصغر حجماً وتم تقسيم الشركات المرتبة والبالغة (65) شركة الى عشرة اعشار وذلك تكونت كل مجموعة (عُشر) تقريباً من سبع شركات . اول اكبر سبع شركات في الترتيب تمثل الشركات الاكبر واخر سبع شركات في الترتيب تمثل الشركات الاصغر وكما هو ظاهر في الجدولين (1)(2) . ان الاعلان في سوق الكويت للأوراق المالية يتطلب موافقة هيئة سوق المال للشركات المدرجة للإعلان عن اعادة شراء اسهمها , اذ تسمح للشركات بإعادة الشراء لمدة ستة اشهر من تاريخ منح الموافقة شرط ألا تتجاوز قيمة الشراء (10%) من اسهمها , مع مراعاة ألا تتجاوز قيمة الشراء قيمة مصادر التمويل المتاحة في حقوق الملكية وذلك وفقاً لمواد قانون رقم 7 لعام 2010 . وقد استخدمت (30) مشاهدة يومية منها (15) مشاهدة قبل الاعلان و(14) مشاهدة بعد الاعلان فضلاً عن الى يوم الحدث وتعني المشاهدة لسعر السهم في الجلسة اليومية بمعنى ان المدة المعتمدة للبحث في تحليل الحدث ( اعلان اعادة الشراء ) تتكون من (30) يوماً علماً ان جميع هذه البيانات تم اخذها من تقارير سوق الكويت للأوراق المالية على الموقع ([www.kuwaitse.com](http://www.kuwaitse.com)) .

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

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

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

الجدول (2) اصغر 7 شركات في سوق الكويت المالي التي اعلنت عن اعادة شراء اسهمها

الشركات الصغيرة	قيمتها السوقية كما في 1/1/2012	عدد الاعلانات	تاريخ الاعلان
شركة وثاق للتأمين التكافلي	4410000	1	1/12/2014
الشركة الخليجية المغاربية القابضة	6900000	2	5/8/2012 18/2/2013
الشركة الكويتية للمنتزهات	8419950	1	27/5/2014
شركة المعادن والصناعات التحويلية	8750989	1	26/3/2013
شركة الشعبية الصناعية	10521264.6	3	23/10/2013 25/5/2014 12/1/2015
شركة المساكن الدولية للتطوير العقاري	10600000	3	7/10/2012 19/1/2014 14/1/2015
الشركة الوطنية الدولية القابضة	10843875	1	18/6/2013

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

**6.2. مدد وبيانات البحث :** لقد اشتمل البحث على نوعين من المدد والبيانات وذلك بغية تحقيق اهدافها, فالنوع الاول يخص مدة نافذة التقدير لقياس العلاقة بين عائد السهم اليومي وعائد السوق لحساب معامل بيتا والنوع الآخر مدة نافذة الحدث والتي تستخدم في اختبار دراسة الحدث وكالاتي :

#### 1.6.2. مدة وبيانات نافذة التقدير :

1. اسعار الاغلاق اليومية لاسهم الشركات عينة الدراسة طوال مدة (75) يوماً تقويمياً سابقاً لأيام نافذة الحدث .
2. أسعار الإغلاق اليومية لمؤشر سوق الكويت للأوراق المالية للمدد المناظرة لأسعار أسهم الشركات عينة الدراسة اعلاه .

#### 2.6.2. مدة وبيانات نافذة الحدث :

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

2. 7. الاساليب الإحصائية والمالية المستخدمة في البحث: فقد تم استعمال عدد من الاساليب الاحصائية والمالية التي ساعدت في اختبار فرضيات البحث وتحقيق اهدافها وذلك بالاستعانة ببرنامج (EXCEL -2010) لاستخراج البيانات والمعادلات المالية والاحصائية المرتبطة بعائد السوق اليومي وعائد السهم اليومي وقياس المخاطرة بينهما ( بمعامل بيتا) والعائد المتوقع والعائد غير العادي والعائد غير العادي المتراكم ومتوسطاتها لإعلانات الشركات عينة البحث وكالاتي :  
1 . عائد السهم اليومي : تم حسابه وفق المعادلة الاتية : (8 : Gupta , et.al, 2014 ) ; (Chen , 244 : 2007 : (Brown &Reilly, 2009:347) :-

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

اذ ان :

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

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

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

2 . حساب عائد السوق اليومي : يمكن حسابه على النحو الآتي ( 17 : Chen , 2013 ) ; ( Wada , 2010 : 21 ) :

$$R_{m,t} = Ln (P_{m,t}) - Ln (P_{m,t-1}) \dots\dots\dots (2)$$

اذ ان :

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

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

$R_{m,t}$  : عائد السوق .

3 . حساب العائد المتوقع : تم حساب العائد المتوقع للورقة المالية باستعمال نموذج تسعير الموجودات الرأسمالية (CAPM). ويحسب على النحو الآتي(11 : Nossal , et.al , 2010 ) :-

$$R_{it} = rf + \beta i(Rm - rf) \dots\dots\dots (3).$$

اذ ان :

$rf$  : هو المعدل الخالي من المخاطرة .

$\beta i$  : بيتا تقيس العلاقة بين عائد السوق وعائد السهم .

$(Rm - rf)$  : علاوة المخاطرة .

4 . العائد غير العادي : ويمكن حسابه وفق المعادلة الاتية (172:2009, Thanatawee ) ; ( Otchere & Ross , ) : ( 12 : 2000 ) :-

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

اذ ان :

$R_{it}^*$  : العائد المتوقع للسهم  $i$  في اليوم  $t$  المحتسب من خلال نموذج تسعير الموجودات الرأسمالية .  
 $AR_{it}$  : العائد غير العادي اليومي للسهم  $i$  في اليوم  $t$  .

5 . العائد غير العادي المتراكم : تم حسابه على نحو المعادلة الآتية ( Kim & Kim , 2012 : 20 ) ; (13 : 2013 , Micheloud ) :

$$CAR = \sum_{t=t1}^{t2} AR_{it} \dots \dots \dots (5)$$

اذ ان :

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

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

$$CAAR = \frac{1}{N} \sum_{t=t1}^{t2} CAR \dots \dots \dots (6)$$

اذ ان :

$CAAR$  : هو معدل العائد غير العادي اليومي المتراكم .  
 $N$  : عدد الاحداث .

### 3 . اثر المحتوى المعلوماتي لإعلانات اعادة شراء الاسهم في اسعارها باطار نظرية

#### الإشارة اعتماداً على حجم الشركة : تغطية معرفية

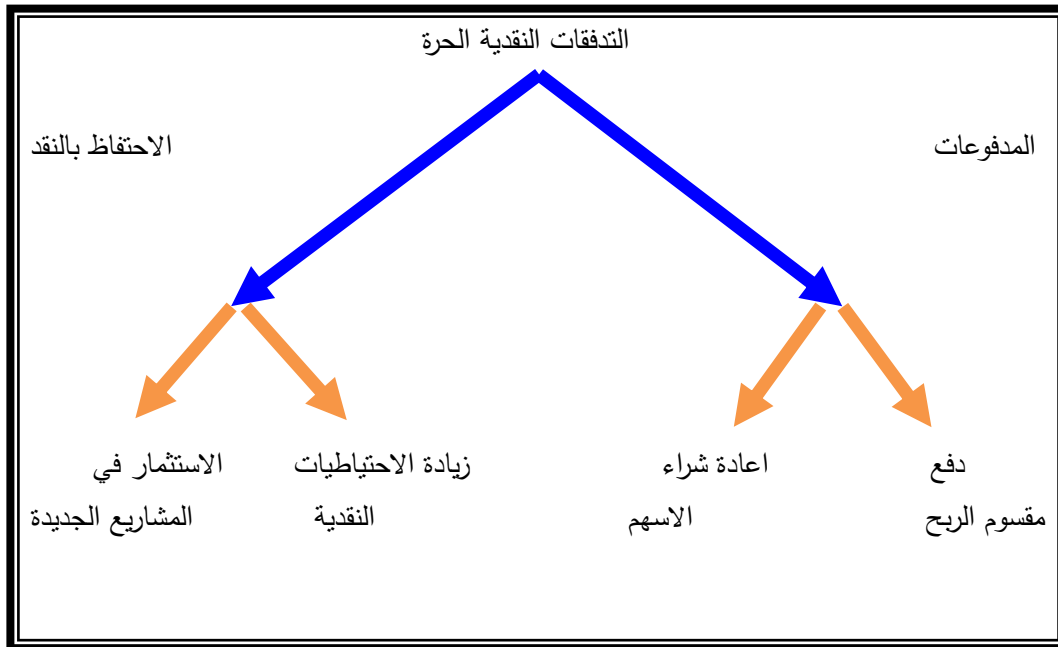
#### 1.3 . اعادة شراء الاسهم المفهوم والطبيعة :

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

وتُعد اعادة الشراء احدى سياسات المقسوم النقدي , فعمليات اعادة شراء الاسهم هي وسيلة مهمة جداً لتوزيع الفائض النقدي على المساهمين ( Washer & Blanch , 2003 : 1 ) فالتدفقات النقدية الحرة التي تحصل عليها الشركات اما



ان تقوم الشركة بتوزيعها كمدفوعات نقدية الى المساهمين ( اعادة شراء ومقسوم نقدي ) او باحتجازها لغرض دعم وتمويل المشاريع الاستثمارية المتاحة ويوضح الشكل (1) البدائل المتاحة امام الشركات المساهمة للتصرف بتدفقاتها النقدية الحرة ( Berk & DeMarzo, 2007 : 532 ) . اذ تمثل اليوم اعادة الشراء جزءاً كبيراً من اجمالي سياسة التوزيع النقدية للشركات في الولايات المتحدة في السنوات الاخيرة . فكانت المدفوعات النقدية في اعادة شراء الاسهم متوازنة تقريباً مع مقسوم الارباح النقدي ، وكانت الزيادة ليس فقط في كمية اعادة الشراء ولكن ازدادت الشركات التي تستخدمها بشكل كبير في الآونة الاخيرة ، وظهرت تراجعاً كبيراً في عدد الشركات التي تدفع مقسوم الارباح النقدي ( Fama & French , 2001: 35 ) . كما ان سياسة التوزيع النقدي تعتمد على تفضيلات المستثمرين ، فحينما تغير الشركة سياسة مقسوم الارباح الحالية فان المستثمرين الذين لا يرغبون بهذه السياسة الجديدة يجذبون الى شركات اخرى تتناسب مع رغباتهم في سياسة مقسوم الارباح (Mu, 2006:8) . وبهذا فان رغبات الزبائن والاعتبارات الضريبية تلعب دوراً كبيراً في تغيير سياسة الدفع سواء كانت اعادة شراء ام مقسوم ارباح ( Wu ,et.al,2008: 9) .



شكل (1) طريقة اختيار البدائل الثلاثة للتدفقات النقدية الحرة

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

وحيثما تقوم الشركة المصدرة بإعادة شراء أسهمها يقابلها تخفيضاً في حق الملكية ، اذ يتم الدفع مقابل ذلك إلى المساهمين مقابل تنازلهم عن أسهمهم ، وبذلك يمكن النظر إلى اعادة شراء الأسهم على انه تخفيض لحق الملكية ، وليس الحصول على موجود جديد للشركة فليس من المعقول أن تمتلك الشركة نفسها وتضع أسهمها ضمن موجوداتها ، وبالرغم من ذلك فإن بيع هذه الأسهم يوفر للشركة سيولة نقدية مثل بيع أي موجود من الموجودات الأخرى التي بحوزة الشركة ( Picardo 2 : 2013 ) . كما وتحتوي إعادة الشراء على عنصر الانتقائية (Selectivity) بمعنى ان حملة الاسهم لديهم خيار عند توزيع الشركة الفائض النقدي لإعادة شراء اسهمها فالمساهمين يمكنهم ان يكونوا مخيرين بين بيع اسهمهم من عدمها ، لذا ، فإن حملة الاسهم الذين يحتاجون الى نقد يمكنهم ان يبيعوا بعض اسهمهم ، بينما المساهمين الذين

لا يحتاجون الى نقد اضافي يمكنهم ان يحتفظوا بأسهمهم (630 : Brigham & Ehrardt , 2005 ) . ويترتب على ذلك تحويل الثروة من حملة الأسهم الذين قاموا ببيع أسهمهم إلى حملة الأسهم الذين احتفظوا بأسهمهم. وبدلاً من دفع مقسوم ارباح لحملة الاسهم , يمكن ان تستخدم الشركة النقد في اعادة شراء أسهمها ويمكنها الاحتفاظ بهذه الاسهم التي اعادت شرائها في الخزينة , ويمكنها ان تعيد بيعها اذا احتاجت الى الاموال على ان لا يقل سعر اعادة البيع عن سعر اعادة الشراء (3 : Teng & Hachiya , 2010a ) اضافة الى ذلك , ان امتلاك الشركة لأسهمها لا يعنى أن هذه الأسهم قد تم إلغاؤها أو تم استردادها بصورة نهائية . ولكن هناك عدة مجالات لاستخدامها فقد يحتفظ بها في الخزينة لإعادة بيعها في وقت آخر أو لتوزيعها على العاملين كخيارات اسهم أو على المساهمين كأسهم مجانية ، أو قد يكون للشركة أغراض أخرى . فالشركات قد تستخدم اسهم الخزينة كخيارات اسهم لتحفيز المديرين العاملين في الشركة , والمدير الرئيس لهذه الخيارات هو رفع الحوافز للعمل ولتحقيق الموائمة بين مصالح المديرين والمساهمين , ويعتقد السوق بأنه اذا كان هناك حافزاً كافياً للمديرين فهم يعملون بإخلاص لمصلحة المساهمين, وينبغي ان يتفاعلوا بشكل ايجابي لإعلانات اعادة شراء الاسهم (Ghosh ,et.al, 2010:1)

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

94 : Travlos , 2001 ) . لذلك تلجأ الشركة الى توزيع اسهم الخزينة التي بحوزتها كأسهم مجانية على المساهمين , وتلجأ الشركة الى بيع اسهم الخزينة حينما يكون سعر السهم اعلى من تكلفة شرائه . هذا يعني إذا كانت الموارد المالية المتاحة للشركة تفوق احتياجاتها من الفرص الاستثمارية فقد يكون من الأفضل لها توزيع الفائض النقدي على المساهمين ( 29 : Frilander , 2013 ) , وقد يتم التوزيع من خلال إعادة شراء جزء من اسهمها المصدرة التي يتكون منها رأس مال الشركة ذاتها , ونظراً لان هذه السياسة لا تؤثر على القوة الإيرادية للشركة فمن المتوقع أن يؤدي انخفاض عدد الأسهم المصدرة إلى ارتفاع الارباح و ربحية السهم EPS في ظل فرضية ثبات العائد المتحقق بعد شرائها ( 12 : Cremers , 2012 ) . وتساعد اعادة شراء الاسهم ايضاً في القضاء على مشكلة تكلفة الوكالة , فإذا تجاوزت الموارد النقدية المتاحة الفرص الاستثمارية المقبولة والمجدية فان الادارة قد تستخدم هذه الموارد النقدية الفائضة عن الحاجة لمصلحتهم الشخصية مما يؤدي الى ظهور مشكلة الوكالة , ولكن حينما تقوم الشركة بإعادة شراء اسهمها باستخدام الفائض النقدي فان ذلك سيساعد في الحد او القضاء على مشكلة الوكالة مما يزيد من قيمة الشركة وسعر السهم ( 16 : Espenlaub , et. al , 2010 ) .

وهناك اسباب متعددة تلجأ فيها الشركات المساهمة إلى اعادة شراء جزء من أسهمها لان ذلك سيؤدي بطبيعة الحال إلى تخفيض موجودات الشركة أو إلى زيادة التزاماتها وفي مقابل ذلك انخفاض في حق الملكية بنفس المقدار, الا ان هناك ثلاثة اسباب اكثر شيوعاً

**الأول** تعد كبدل لمقسوم الارباح النقدي وهذا البديل يكون غاية بالأهمية اذا كان هناك تفاضل في معدلات الضريبة المفروضة على العوائد الايرادية مقارنة بالعوائد الرأسمالية .

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

**2.3 . اثر حجم الشركة :** ان حجم الشركات يمكن ان يؤثر في استجابة السوق لإعادة الشراء , فالشركات الصغيرة لديها عدد اقل من المحللين , ومن ثم فهي اكثر عرضة للتسعير الخاطئ , وعليه , فمن المرجح ان تحتاج الى اعادة شراء الاسهم للإشارة الى اعادة تقييمها اي اعادة تصحيح تسعير اسهمها (D Mello & Shroff , 2000 : 2399 -2424) , العديد من الدراسات اكدت على تأثير حجم الشركة في العوائد غير العادية خلال عملية اعادة الشراء الاسهم مع استثناءات قليلة , لذلك فان الاستنتاج العام هو ان تأثير الحجم موجود بالفعل . وأظهرت الشركات الصغيرة استجابة اكبر من الشركات الكبيرة , وهذه النتيجة تتفق مع نظرية عدم التماثل المعلوماتي والتي تقول ان الشركات الصغيرة تخضع لمقدار من عدم التماثل المعلوماتي اكبر من الشركات الكبيرة , لان الاولى عادة ليست محل الاهتمام الاستثماري من قبل المؤسسات الكبيرة المتعاملة في سوق المال , وبالتالي , يكون هناك افتقار كبير وعام في التغطية الاعلامية فضلاً عن تغطية شركات التحليلات الاستثمارية , ومن المفترض ان حجم عدم التماثل المعلوماتي مرتبط مباشرة بحجم استجابة السوق للإشارة لإعادة الشراء ( Isa , et.al, 2011 : 32 ) . بعبارة اخرى , ان اعلانات اعادة الشراء التي تخدم غرض الاشارة عن انخفاض القيمة دون قيمتها الحقيقية ينبغي نقل المزيد من المعلومات للمستثمرين في حالة الشركات الاصغر حجماً ( Andreas & Alexandre , 2004 : 11) وهذا يعني , ان حجم الشركة له علاقة عكسية مع درجة عدم التماثل المعلوماتي , لذا ينبغي لإعادة شراء الاسهم التي ادلت بها الشركات الصغيرة كإشارة لمعلومات اكثر من الشركات ذات الحجم الكبير , وهذا يتطابق مع ما تم توثيقه تجريبياً من قبل ( Lakonishok & Vermaelen ,1990 ) . فالمتوقع بأن الشركات الصغيرة أكثر عرضة للتقييم الخاطئ في أسعار الاسهم . لذا , هناك احتمال كبير بأن الشركات الصغيرة تستخدم برامج اعادة شراء الاسهم كوسيلة لتصحيح هذا التقييم (Firth, et.al,2008:10) . وتحقيق عوائد غير عادية نتيجة ذلك . علاوة على ذلك , غالباً ما يُعد حجم الشركة ممثلاً ( proxy ) عن كفاءة المعلومات , اذ يسمح للمستثمرين المؤسسيين للاستثمار في الشركات الصغيرة ولكن بمزيد من القيود , كما ان المحللين الماليين لا يتابعوا الشركات الصغيرة عن كثب كما يفعلوا في الشركات الكبيرة , مما يفضي الى تخفيض كفاءة المعلومات في الشركات الصغيرة ( Brennan & Avanidhar ,1995 : 361 ) . لذا تكون استجابة السوق للشركات الصغيرة التي تعيد شراء اسهمها افضل من الشركات الكبيرة وبالتالي تحقيق عوائد غير عادية اكبر من الشركات الكبيرة ( Chiao ,et.al ( 2007:18) , وكما ويلاحظ ان حالات عدم التماثل المعلوماتي في الشركات الاحداث عمراً (younger) والأقل ربحية ازدادت في السنوات الاخيرة ايضاً , ومن المحتمل ان تؤثر سلباً على جودة ارباح الشركات وهذا ما يؤثر على خطتها الرأسمالية , وتزيد من تمييز المستثمرين المحترفين في استثمار معلوماتهم الخاصة , مما يفاقم عدم التماثل المعلوماتي في هذا النوع من الشركات اكثر من غيرها ( Fama & French, 2004: 231 ) .

### 3.3 . عدم التماثل المعلوماتي : Informational Asymmetry

اثبت الواقع العملي ان احد اهم الوسائل التي تؤدي الى عدم استقرار السوق المالية هو مشكلة عدم التماثل المعلوماتي والتي تعبر عن الحالة التي يكون فيها لأحد المشتركين في السوق وهم المطلعين خصوصاً (المدراء) معلومات اكثر من المستثمرين الآخرين مما يجعل هؤلاء غير قادرين على تقدير العوائد والمخاطر بشكل سليم , وهذا يفضي الى اتخاذ قرارات خاطئة , نتيجة نقص المعلومات التي تعد بمثابة المادة الاولية في الاسواق المالية .

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

فعادةً تتمتع إدارة الشركة والمطلعون فيها بوضع مميز عن بقية المستثمرين في السوق المالية ، اذ تمتلك دائماً معلومات خاصة غير متاحة للجمهور العام مما يسمح لها باستغلال هذه المعلومات التي بحوزتها وغير المتاحة للآخرين ، وعليه فان إدارة الشركة يمكنها أن تعمل في ظل عدم الالتزام بمبادئ حوكمة الشركات من خلال استغلال المعلومات الخاصة غير المفصح عنها سواء أكانت ايجابية أم سلبية لتحقيق عوائد غير عادية على حساب المستثمرين الآخرين في السوق (Rajabimoghadam & Khalatbari, 2013: 453) . ونتيجة لذلك تتولد حالة من عدم الثقة من جانب جمهور المستثمرين عن المقاصد من وراء اتخاذ الشركات لقراراتها وهذه المشكلة قد تلحق بالشركة اضراراً بالغة .لذلك إذا كان لدى الشركات مشكلة عدم تماثل معلوماتي فيمكنها التخلص منها او تخفيفها من خلال اجراءات الحوكمة المحكمة (Lee, et.al, 2011:1) . وكذلك عبر ارسال اشارات صادقة لجمهور المستثمرين وذلك في سياق ما جاءت به نظرية الاشارة (Elfakhani,1995: 66 – 67).

### 3.4 . مفهوم نظرية الإشارة : Concept of Signaling Theory

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

ان اول من وضع اسس نظرية الاشارة في نطاق اسواق العمل والمنتجات كل من (Akerlof & Arrow) وتم تطوير هذه النظرية فيما بعد من لدن ( Spence , 1973 ) وأخذت الدراسات تتوالى في تطوير هذه النظرية انطلاقاً من

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

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

#### 4. اختبار اثر المحتوى المعلوماتي لإعلانات اعادة شراء الاسهم في اسعارها اعتماداً على

##### حجم الشركة : تغطية تحليلية

سيتم في هذا الجزء اختبار فرضيتنا البحث المرتبطة بالكفاءة نصف القوية للسوق وكذلك المرتبطة بتأثير حجم الشركة في قوة الاشارة المرسله عبر إعلانات اعادة شراء اسهم من قبل الشركات الكبيرة مقابل الشركات الصغيرة وذلك عبر دراسة الحدث لغرض بيان سرعة وكمال وموضوعية انعكاس المحتوى المعلوماتي في اسعار الاسهم عبر حساب عوائد الأسهم غير العادية (AR) والعوائد غير العادية المتراكمة (CAR) ومتوسطاتها (CAAR) اليومية . اذ من المفترض ان تكون العوائد غير العادية والمتراكمة ومتوسطاتها اعلى لاسهم الشركات الصغيرة بسبب ارتفاع عدم التماثل المعلوماتي بالإضافة الى قلة وعدم اهتمام المحللين في هذا النوع من الشركات اما الشركات الكبيرة فيكون العكس .

**1.4. الشركات ذات الحجم الكبير :** استناداً الى معيار تصنيف الشركات الكبيرة الموضح في المنهجية وقع الاختيار على سبع شركات وهي الاكبر حجماً . وقد تم اختبار استجابة اسعار اسهم هذه الشركات لمحتوى معلومات اعلان اعادة الشراء وذلك لغرض معرفة سرعة وموضوعية وتامة انعكاس المحتوى المعلوماتي لإعلانات اعادة الشراء لاسهم الشركات الكبيرة من خلال حساب العوائد غير العادية والعوائد غير العادية المتراكمة ومتوسطاتها اليومية خلال نافذة الحدث المستخدمة في البحث .

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

ويتبين من العمودين الثاني والثالث في الجدول (3) والذان يمثلان على التوالي العوائد غير العادية والعوائد غير العادية المتراكمة لاسهم بنك الكويت الوطني بأن العوائد اليومية غير العادية طوال الايام الخمسة عشر السابقة للإعلان كانت متقلبة فتارةً تكون موجبة وتارةً أخرى تكون سالبة بالرغم من ان عدم التماثل المعلوماتي في مثل هذا النوع من الشركات ينبغي ان يكون منخفضاً , فتحقق أكبر عائد غير عادي في اليوم الثاني عشر للمدة التي تسبق يوم الاعلان اذ بلغ (0.0231) اما اقل عائد غير عادي في اليوم الثامن للمدة التي تسبق يوم الاعلان اذ بلغ (-0.013) وهي تمثل في ذات الوقت اعلى خسارة للسهم قبل الاعلان , اما العوائد اليومية غير العادية في الايام المتبقية المحصورة ما بين اليوم الاول والخامس عشر للمدة التي تسبق يوم الاعلان فقيمها تتراوح ما بين القيمتين المذكورتين انفاً . اما في يوم الاعلان بلغ العائد غير العادي (0.0044) هذا يعني ان استجابة السوق للمعلومات انخفضت في يوم الاعلان ومن المفترض ان يكون العائد في هذا اليوم اعلى ما يمكن وهذا نتيجة انخفاض عدم التماثل المعلوماتي , واستمرت العوائد غير العادية متقلبة بين الموجب والسالب طوال المدة التي تلي يوم الاعلان حتى استقرت في المشاهدة الاخيرة لنافذة الحدث عند (-0.002) . وهذا يعني ان الانعكاس غير صحيح قبل وبعد الاعلان لأنه من المفترض ان يكون موجباً قبل واثاء الاعلان وصفرأ بعد الاعلان وفي ذلك دلالة على عدم كفاءة السوق .

اما بالنسبة للعائد غير العادي المتراكم CAR لاسهم بنك الكويت الوطني ففي ظل شروط الكفاءة ينبغي ان يبدأ موجباً في اليوم الاول من النافذة الزمنية للحدث (اليوم -15) ثم يتصاعد ليبلغ اعلى قيمة له في يوم اعلان الحدث (اليوم 0) وبعد ذلك يظل ثابتاً ومستقرأ عند قيمته في يوم الاعلان لغاية آخر يوم في النافذة (اليوم +14) . ولكن لطالما ظهرت قيم CAR تزداد تارةً وتتناقص تارةً أخرى خلال المدة السابقة ليوم الاعلان نتيجة تحقق عوائد غير عادية AR سالبة تارةً وموجبة تارةً أخرى ففي ذلك دلالة على استجابة متحيزة من جانب السوق لإعلان إعادة شراء اسهم هذه الشركة . ومن جانب اخر ولطالما ان العوائد غير العادية المتراكمة بعد الاعلان لم تستقر عند (0.1068) وهو CAR في يوم الاعلان واخذت ترتفع وتنخفض كثيراً عن هذه القيمة طوال المدة ما بعد الاعلان لغاية آخر يوم في نافذة الحدث نتيجة للعوائد غير العادية المتقلبة (موجبة , سالبة) خلال هذه المدة فان لهذه النتيجة ثلاث مدلولات المدلول الاول : هو ان لإعلان إعادة الشراء محتوى معلوماتي مؤثر والدليل على ذلك تحقق عوائد غير عادية (بغض النظر عن اشارتها) والتي ينبغي ان تكون صفرأ اذا لم يكن للإعلان محتوى معلوماتي مؤثر وهذا يعني ضمناً وجود مشكلة عدم تماثل معلوماتي . والمدلول الثاني هو ان استجابة السوق متحيزة نتيجة للعوائد غير العادية السالبة , والمدلول الثالث ان استجابة السوق بطيئة وليست تامة نتيجة تحقق عوائد غير عادية موجبة حتى بعد مرور اسبوعين من تاريخ الاعلان . وفي ذلك اشارة مهمة للمستثمرين تُنبأ عن خلل في كفاءة السوق , اذ انها تؤكد للمستثمر بأنك لو اشتريت سهم هذه الشركة قبل اعلانها عن إعادة شراء اسهمها بأسبوعين واحتفظت بها لمدة اسبوعين بعد الاعلان فيمكنك تحقيق عائد غير عادي موجب يزيد على (0.18) CAR في اليوم +14) .

والواقع ان هذه النتيجة تتشاطرهما إعلانات الشركات الأخرى أيضاً ولكن بنسب متفاوتة . ولغرض الحكم العام على آثار اعلانات هذا النوع من الشركات سنحلل متوسط العائد غير العادي المتراكم على مستوى هذه الشركات والظاهر في العمود

الاخير من الجدول . وكما هو واضح من ارقام العمود الاخير فلم تظهر المتوسطات اليومية للعوائد غير العادية المتراكمة (CAAR) سلوكاً ينم عن الاستجابة الكفوءة من جانب اسعار اسهم الشركات الكبيرة لإعلان اعادة الشراء . فقد ظهرت موجبة تارةً وسالبة تارةً اخرى , ومرتفعة تارةً ومنخفضة تارةً اخرى وتحقق هذا في جميع مشاهدات الثلاثين يوماً لنافذة الحدث .

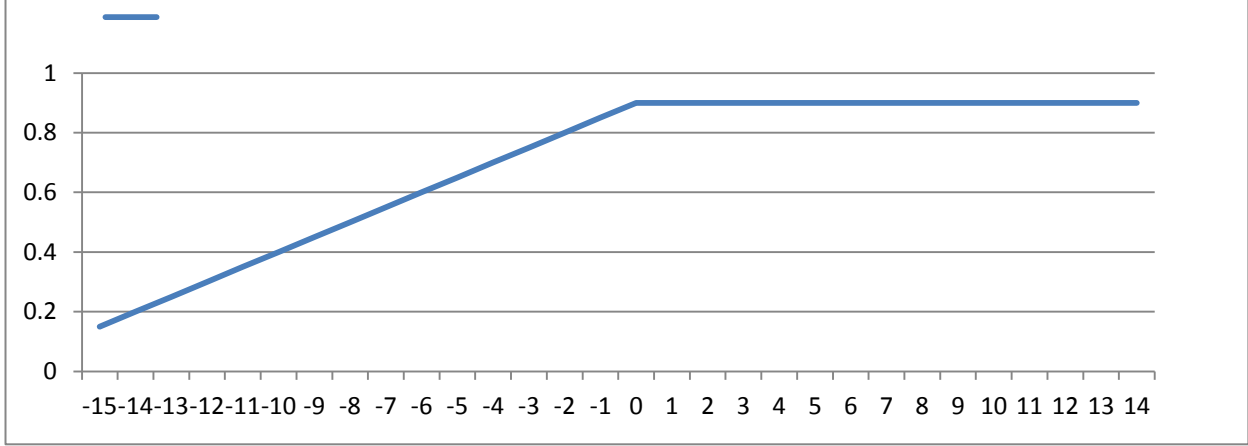
الجدول (3) العوائد اليومية غير العادية والمتراكمة ومتوسطاتها لاسهم الشركات الكبيرة

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

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

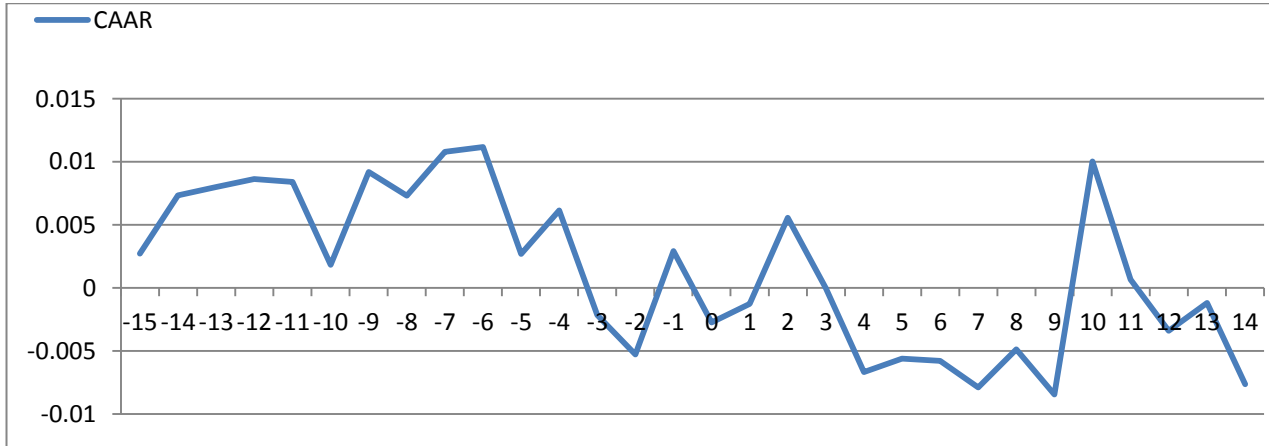
والحال ان سلوكها الدال على الكفاءة يؤكد على ضرورة ان تكون موجبة وتصاعديّة قبل يوم الاعلان ومستقرة عند قيمتها في يوم الاعلان طوال المدة المتبقية من نافذة الحدث . وكما هو ظاهر في الشكل (2) , تحقق أكبر متوسط يومي للعوائد غير العادية المتراكمة في اليوم السادس قبل الاعلان اذ بلغ (0.0112) واقل متوسط يومي متراكم للعوائد غير العادية في اليوم الثاني قبل يوم الاعلان , اذ بلغ (-0.0053) . فكان متوسط العوائد غير العادية المتراكمة موجباً من اليوم الخامس عشر قبل الاعلان واستمر بهذا الاتجاه حتى اليوم الرابع قبل الاعلان ثم انقلب سالباً في اليوم الثالث والثاني قبل الاعلان ثم اصبح في اليوم الاول قبل الاعلان موجباً ولم يكشف السوق عن استجابة كفوءة للإعلان في يوم الاعلان اذ كان المتوسط في هذا اليوم سالباً وبمقدار (-0.0027) في حين انه من المفترض ان يكون موجباً . واستمرت المتوسطات اليومية للعوائد غير العادية المتراكمة لأغلب المشاهدات بعد يوم الاعلان سالبة باستثناء اليوم الثاني والعاشر والحادي

عشر كانت موجبة واستمرت التقلب في (CAAR) بعد يوم الاعلان ما بين السالب والموجب وما بين الارتفاع والانخفاض حتى استقر في اليوم الرابع عشر عند (-0.0076) وكما هو ظاهر في الشكل (3) .



الشكل (2) سلوك CAAR بظل استجابة السوق الكفوءة لإعلان اعادة شراء الاسهم

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



الشكل (3) متوسط العائد غير العادي المتراكم لاسهم الشركات الكبيرة المعاد شرائها

2.4 . الشركات ذات الحجم الصغير : استناداً الى معيار تصنيف الشركات الصغيرة الموضح بالمنهجية فقد وقع الاختيار على سبع شركات وهي الاصغر حجماً . وتم اختيار استجابة اسعار اسهم هذه الشركات وذلك لغرض معرفة سرعة وموضوعية وتامة انعكاس المحتوى المعلوماتي لإعلانات اعادة الشراء لاسهم الشركات الصغيرة من خلال حساب العوائد غير العادية والعوائد غير العادية المتراكمة ومتوسطاتها اليومية خلال النافذة الزمنية للحدث المستخدمة في الدراسة .



ويعد حساب العوائد الفعلية للسهم والبيتا والعوائد المتوقعة من خلال نموذج تسعير الموجودات الرأسمالية والعوائد غير العادية اليومية للسهم من خلال الفرق بين العوائد الفعلية للسهم والعوائد المتوقعة يُظهر الجدول (4) العوائد اليومية غير العادية والمتراكمة للسهم والمتوسط اليومي للعوائد غير العادية المتراكمة لإعلانات إعادة الشراء للشركات ذات الحجم الصغير المذكورة انفاً ولمدة (15) يوماً قبل يوم الاعلان بالإضافة الى يوم الاعلان (الحدث) و (14) يوماً بعد الاعلان . ويظهر من العمود الثاني والثالث في الجدول واللذان يمثلان العوائد غير العادية والمتراكمة لاسهم شركة وثاق للتأمين التكافلي على التوالي بأن جميع العوائد غير العادية قبل واثاء الاعلان موجبة ولجميع المشاهدات ماعدا اليوم الحادي عشر كان سالباً ويبدو ان المعلومات السابقة لم تكن بالمستوى المطلوب من الدقة , ولان عدم التماثل المعلوماتي في الشركات الصغيرة كبيراً نتيجة عدم اهتمام المحللين في مثل هذا النوع من الشركات وبالتالي فان المطلعين يملكون معلومات سرية ومهمة غير متاحة للمستثمرين ولذلك فان الشركة حققت عوائد غير عادية على حساب المستثمرين الاخرين في اغلب الايام قبل واثاء الحدث . فبلغ اعلى عائد غير عادي لشركة وثاق في اليوم الرابع عشر قبل الاعلان بمقدار (0.0577) اما اقل عائد غير عادي كان في اليوم الحادي عشر قبل الاعلان اذ بلغ (-0.014) وكانت هذه العوائد ترتفع تارةً وتخفض تارةً اخرى كلما اقتربنا من تاريخ الاعلان حتى بلغ عنده العائد غير العادي (0.0122) , واستمرت العوائد غير العادية بعد تاريخ الاعلان منقلبة (سالبة , موجبة) وترتفع تارةً وتخفض تارةً اخرى حتى بلغت في اخر مشاهدة من نافذة الحدث في اليوم الرابع عشر بعد الاعلان (-0.109) . اما بالنسبة للعائد غير العادي المتراكم CAR لاسهم شركة وثاق ففي ظل شروط الكفاءة ينبغي ان يبدأ موجباً في اليوم الاول من النافذة الزمنية للحدث (اليوم -15) ومن الطبيعي يبدأ من نفس النقطة التي بدأ منها العائد غير العادي في اليوم الخامس عشر قبل الاعلان , ثم يتصاعد ليلبغ اعلى قيمة له في يوم اعلان الحدث (اليوم 0) وبعد ذلك يظل ثابتاً ومستقراً عند قيمته في يوم الاعلان لغاية آخر يوم في النافذة (اليوم +14) . وطالما ظهرت قيم CAR ترتفع تصاعدياً خلال المدة التي تسبق الاعلان من اليوم الخامس عشر الى اليوم الاول قبل الاعلان باستثناء اليوم الحادي عشر انخفض قليلاً عن اليوم السابق نتيجة تحقق عوائد غير عادية AR موجبة في غالبيتها ففي ذلك دلالة على ان الاستجابة صحيحة من جانب السوق لإعلان إعادة شراء اسهم هذه الشركة . ولكن من جانب اخر , لم تكن العوائد غير العادية المتراكمة بعد الاعلان مستقرة عند (0.3814) وهو CAR في يوم الاعلان والتي من المفترض ان تبقى ثابتة ولا تضيف شيئاً بعد يوم الاعلان , ولكنها أخذت ترتفع وتخفض اعلى من هذه القيمة طوال المدة ما بعد الاعلان لغاية آخر يوم في نافذة الحدث نتيجة للعوائد غير العادية المنقلبة (موجبة, سالبة) خلال هذه المدة ولهذه النتيجة ثلاث مدلولات

**المدلول الاول :** هو ان لإعلان إعادة الشراء محتوى معلوماتي مؤثر والدليل على ذلك تحقق عوائد غير عادية موجبة وسالبة والتي ينبغي ان تكون صفراً اذا لم يكن للإعلان محتوى معلوماتي مؤثر وهذا يعني ضمناً وجود مشكلة عدم تماثل معلوماتي .

**والمدلول الثاني** هو ان استجابة السوق متحيزة نتيجة العوائد غير العادية السالبة , **والمدلول الثالث** ان استجابة السوق بطيئة نتيجة تحقق عوائد غير عادية موجبة حتى بعد مرور اسبوعين من تاريخ الاعلان . وفي ذلك اشارة مهمة للمستثمرين تُنبأ عن خلل في كفاءة السوق , اذ انها تؤكد للمستثمر بأنك لو اشتريت سهم هذه الشركة قبل اعلانها عن إعادة شراء اسهمها بأسبوعين واحتفظت بها لمدة اسبوعين بعد الاعلان فبإمكانك تحقيق عائد غير عادي موجب يزيد على (0.73) CAR في اليوم +14 . الواقع هذه النتيجة بمدلولاتها الثلاث تشترك بها اعلانات الشركات الاخرى ايضاً ولكن بنسب متفاوتة , وعند التحليل على المستوى الاجمالي للشركات عبر تقمص ارقام (CAAR) الظاهرة في العمود الاخير

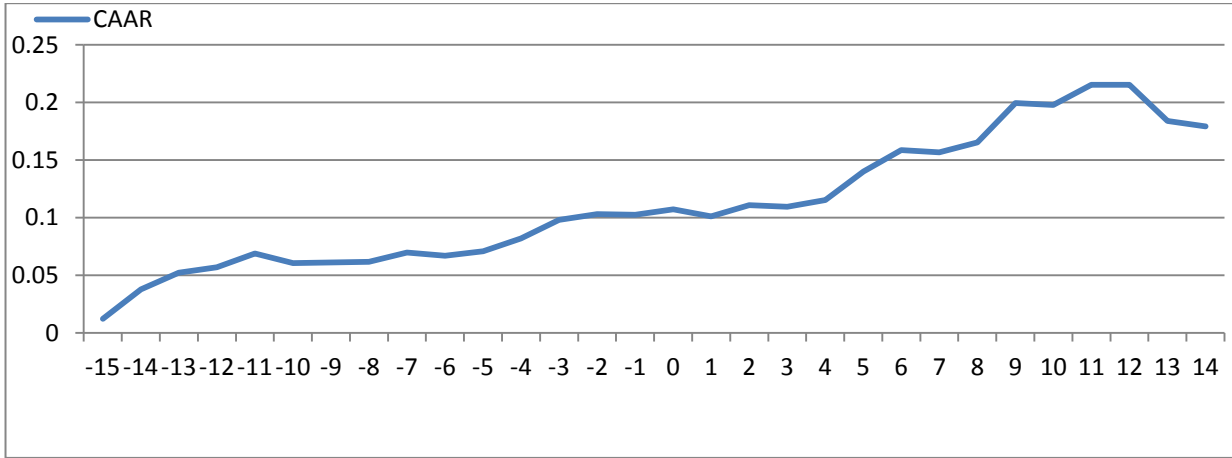
الجدول (4) العوائد غير العادية والمتراكمة ومتوسطاتها لاسهم الشركات الصغيرة

ش الصغيرة	وطنية دق			مساكن		ورقية		معادن		منزّهات		المغربية		وثائق		نافذة الحدث
	CAAR	CAR	AR	CAR	AR	CAR	AR	CAR	AR	CAR	AR	CAR	AR	CAR	AR	
0.0123	0.0168	0.0168	-0.006	-0.006	-0.0068	-0.007	0.0351	0.0351	0.0006	0.0006	0.0168	0.0168	0.0293	0.0293	-15	
0.0378	0.0768	0.0599	0.0176	0.0233	-0.0193	-0.013	0.0359	0.0008	0.0145	0.014	0.0523	0.0355	0.087	0.0577	-14	
0.0522	0.1361	0.0593	0.0245	0.0069	-0.0124	0.007	0.036	9E-05	-0.003	-0.018	0.0716	0.0193	0.1126	0.0256	-13	
0.0569	0.0872	-0.049	0.0253	0.0008	-0.0358	-0.023	0.0317	-0.0043	-0.005	-0.002	0.1669	0.0953	0.1281	0.0155	-12	
0.0689	0.0759	-0.011	0.0352	0.0099	-0.0304	0.0054	0.0769	0.0452	0.0192	0.024	0.1916	0.0247	0.1141	-0.014	-11	
0.0605	0.0658	-0.01	0.0325	-0.003	-0.0464	-0.016	0.0621	-0.0148	-0.006	-0.025	0.1841	-0.007	0.1309	0.0168	-10	
0.0613	0.0473	-0.019	0.0061	-0.026	-0.0522	-0.006	0.0972	0.0351	0.0094	0.0149	0.1843	0.0002	0.1372	0.0063	-9	
0.0618	0.0731	0.0258	0.007	0.0009	-0.0496	0.0025	0.0537	-0.0434	-0.003	-0.013	0.1763	-0.008	0.1754	0.0382	-8	
0.0699	0.0742	0.0012	-0.004	-0.011	-0.0364	0.0133	0.0662	0.0125	-0.005	-0.001	0.195	0.0187	0.1987	0.0233	-7	
0.067	0.0908	0.0166	-0.035	-0.031	-0.0386	-0.002	0.0356	-0.0307	-0.034	-0.03	0.218	0.023	0.2324	0.0336	-6	
0.0709	0.0836	-0.007	-0.049	-0.014	-0.0435	-0.005	0.022	-0.0136	-0.041	-0.006	0.2488	0.0308	0.2751	0.0428	-5	
0.0819	0.0728	-0.011	-0.045	0.0041	-0.0466	-0.003	0.0571	0.0352	-0.043	-0.002	0.2578	0.009	0.3195	0.0444	-4	
0.0981	0.0744	0.0016	-0.043	0.0018	-0.0432	0.0033	0.111	0.0539	-0.006	0.0374	0.2702	0.0124	0.3225	0.003	-3	
0.103	0.1127	0.0383	-0.045	-0.002	-0.0554	-0.012	0.085	-0.0261	-0.006	-8E-04	0.2744	0.0042	0.3558	0.0333	-2	
0.1025	0.1441	0.0314	-0.033	0.0121	-0.0598	-0.004	0.0449	-0.04	-0.033	-0.026	0.2844	0.01	0.3692	0.0134	-1	
0.1074	0.1039	-0.04	-0.031	0.0022	-0.0767	-0.017	0.085	0.0401	-0.019	0.0141	0.307	0.0226	0.3814	0.0122	0	
0.1012	0.1245	0.0206	-0.023	0.0077	-0.0794	-0.003	0.0369	-0.0481	-0.047	-0.028	0.3059	-0.001	0.3901	0.0087	1	
0.1109	0.1483	0.0238	-0.017	0.006	-0.0849	-0.006	0.0463	0.0095	-0.045	0.0017	0.32	0.0141	0.4084	0.0183	2	
0.1096	0.1513	0.003	-0.051	-0.035	-0.0577	0.0272	0.03	-0.0163	-0.037	0.0082	0.3066	-0.013	0.4252	0.0167	3	
0.1153	0.153	0.0016	-0.073	-0.022	-0.0608	-0.003	0.0322	0.0022	-0.028	0.0088	0.315	0.0084	0.4689	0.0437	4	
0.1402	0.1766	0.0236	-0.035	0.0381	-0.0582	0.0026	0.0884	0.0561	-0.028	0.0005	0.3235	0.0085	0.5136	0.0447	5	
0.1587	0.1892	0.0126	-0.062	-0.027	-0.0773	-0.019	0.1023	0.0139	-0.025	0.0029	0.323	-5E-04	0.6605	0.1469	6	
0.1566	0.1925	0.0033	-0.068	-0.006	-0.0751	0.0022	0.1031	0.0008	-0.025	-5E-04	0.3217	-0.001	0.6478	-0.013	7	
0.1653	0.1817	-0.011	-0.097	-0.03	-0.0914	-0.016	0.1236	0.0205	-0.029	-0.003	0.3392	0.0175	0.7305	0.0828	8	
0.1994	0.2191	0.0374	-0.081	0.0167	-0.095	-0.004	0.1224	-0.0011	-0.03	-0.001	0.3587	0.0195	0.9013	0.1708	9	
0.1979	0.1942	-0.025	-0.067	0.0142	-0.1014	-0.006	0.1131	-0.0093	-0.029	0.001	0.3566	-0.002	0.9181	0.0168	10	
0.2154	0.2013	0.0071	-0.055	0.0116	-0.0998	0.0016	0.114	0.0009	-0.036	-0.007	0.3754	0.0188	1.008	0.0899	11	
0.2155	0.2067	0.0054	-0.057	-0.002	-0.0917	0.0081	0.1147	0.0006	-0.024	0.0124	0.3874	0.012	0.9719	-0.036	12	
0.1839	0.1898	-0.017	-0.026	0.0314	-0.1268	-0.035	0.0582	-0.0565	-0.043	-0.019	0.3955	0.008	0.839	-0.133	13	
0.1792	0.2017	0.012	-0.023	0.0024	-0.1178	0.0089	0.0386	-0.0196	-0.016	0.0274	0.4403	0.0448	0.7301	-0.109	14	

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

من الجدول يتبين بأن ظهور العوائد غير العادية بحد ذاتها وبغض النظر عن اشارتها يؤكد ان لإعلان اعادة الشراء محتوى معلوماتي مؤثر. فلو لم يكن كذلك لكانت العوائد غير العادية صفرًا على طول نافذة الحدث . وهذا يعني ضمناً وجود مشكلة عدم تماثل معلوماتي كبير. ومن جانب اخر , ان سلوك CAAR في هذه الحالة , وعلى الرغم من انه لم يحقق اشتراطات الكفاءة الا انه اقرب اليها بالمقارنة مع سلوك CAAR للشركات الكبيرة اذ انها اقل تقلباً ولم تتحول من اتجاهها التصاعدي الى التنازلي الا في خمسة ايام من اصل ثلاثين يوماً لنافذة الحدث . كما ان اتجاهها التصاعدي في الايام ما قبل واثناء الاعلان يعكس الاستجابة الموضوعية لأسعار اسهم هذه الشركات لإعلان اعادة الشراء ويؤكد اثر المحتوى المعلوماتي لهذا الاعلان العام لكن استمرار تحقق العوائد غير العادية بعد يوم الاعلان بشكل ايجابي ينم عن تحيز ويطئ وعدم كمال انعكاس معلومات الاعلان بأسعار الاسهم , وكما هو ظاهر في الشكل (4) والذي يظهر انحرافاً واضحاً عن الحالة الكفوءة (الشكل 2) لكنه اقرب للحالة الكفوءة بالمقارنة مع حالة الشركات الكبيرة (الشكل 3) ولهذا مدلولين : الاول : ان لإعلان اعادة شراء الاسهم محتوى معلوماتي مؤثر وتجسد ذلك بالأرقام غير الصفرية للعوائد غير العادية طوال ايام نافذة الحدث وهذا يعني ضمناً وجود مشكلة عدم تماثل معلوماتي , والثاني : ان هناك استجابة سوقية غير كفوءة لإعلان اعادة الشراء عامةً . اذ ان استمرار تحقق العوائد غير العادية بعد يوم الاعلان بشكل ايجابي ينم عن

تحيز ويطيء وعدم كمال انعكاس معلومات الاعلان بأسعار الاسهم وكل مما تقدم يؤكد على الاستجابة البطيئة وغير الكاملة والمتحيزة من جانب اسعار اسهم الشركات الصغيرة لإعلان اعادة شرائها



الشكل (4) متوسط العائد غير العادي المتراكم لاسهم الشركات الصغيرة التي اعلنت عن اعادة شرائها

ومن جانب اخر يعرض الجدول (5) مقارنة بين المتوسطات اليومية للعوائد غير العادية المتراكمة CAAR لاسهم المعاد شرائها للشركات الكبيرة بالمقارنة مع الشركات الصغيرة . وكما هو واضح من ارقام الجدول فإن الغلبة لقيم متوسطات الشركات الصغيرة وبفارق كبير جداً . وقد اجري تحليل التباين بينهما والنتائج ظاهرة في الجدول (6) , والذي يتضح منه ان قيم CAAR للشركات الصغيرة اكبر بكثير وتختلف معنوياً عن قيم CAAR للشركات الكبيرة , بمعنى اخر , ان هناك فروقات معنوية كبيرة بين الحالتين وكما ويتضح جلياً من قيمة P-Value التي ظهرت مقارنة للصفر وهذا يعني ان احتمال الخطأ في رفض فرضية العدم مقارب للصفر . وهذا ما ينسجم مع طروحات الادب المالي القائل بأن الشركات الصغيرة تخضع لمقدار من عدم التماثل المعلوماتي اكبر بكثير مما في الشركات الكبيرة. ويؤكد من جانب اخر , ان لحجم الشركة اثر في قوة الاشارة المرسله لسوق المال عبر اعلان اعادة الشراء وهذا ما يتعارض مع الفرضية الاولى للدراسة . وبطبيعة الحال فإن الفارق بين قيم CAAR للشركات الصغيرة بالمقارنة مع الشركات الكبيرة يزيد على (18.5%) , وهذا يرسل اشارة للمستثمرين مفادها امكانية تحقيق عوائد غير عادية من الاستثمار بأسهم الشركات التي تروم الاعلان عن اعادة شراء اسهمها وان استراتيجية التداول الافضل تكون ببيع اسهم الشركات الكبيرة قبل اسبوعين من الاعلان وشراؤها بعد اسبوعين من الاعلان وتحقيق عائد غير العادية يبلغ (0.8%) وشراء اسهم الشركات الصغيرة في بداية نافذة الحدث وبيعها بأخر يوم من نافذة الحدث وتحقيق عائد غير عادي يقارب (18%) . وكل ذلك يؤشر على وجود خلل في كفاءة السوق بالشكل نصف القوي وذلك لتمكن بعض المتعاملين لتحقيق عوائد غير عادية على حساب المستثمرين الاخرين وكل ذلك ينسجم مع الفرضية الثانية للدراسة .

الجدول (5) متوسطات العوائد غير العادية المترابطة لاسهم الشركات الكبيرة بالمقارنة مع الشركات الصغيرة

الشركات الاعلى في قيم	الشركات الصغيرة	الشركات الكبيرة	مشاهدات النافذة
CAAR	CAAR	CAAR	
الصغيرة	0.0123	0.0027	-15
الصغيرة	0.0378	0.0073	-14
الصغيرة	0.0522	0.008	-13
الصغيرة	0.0569	0.0086	-12
الصغيرة	0.0689	0.0084	-11
الصغيرة	0.0605	0.0018	-10
الصغيرة	0.0613	0.0092	-9
الصغيرة	0.0618	0.0073	-8
الصغيرة	0.0699	0.0108	-7
الصغيرة	0.067	0.0112	-6
الصغيرة	0.0709	0.0027	-5
الصغيرة	0.0819	0.0061	-4
الصغيرة	0.0981	-0.0022	-3
الصغيرة	0.103	-0.0053	-2
الصغيرة	0.1025	0.0029	-1
الصغيرة	0.1074	-0.0027	0
الصغيرة	0.1012	-0.0013	1
الصغيرة	0.1109	0.0056	2
الصغيرة	0.1096	-0.0004	3
الصغيرة	0.1153	-0.007	4
الصغيرة	0.1402	-0.006	5
الصغيرة	0.1587	-0.006	6
الصغيرة	0.1566	-0.008	7
الصغيرة	0.165	-0.005	8
الصغيرة	0.1994	-0.008	9
الصغيرة	0.1979	0.01	10
الصغيرة	0.2154	0.0007	11
الصغيرة	0.2155	-0.003	12
الصغيرة	0.1839	-0.001	13
الصغيرة	0.1792	-0.008	14

المصدر : من اعداد الباحثين اعتماداً على تقارير سوق الكويت لأوراق المالية

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

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

### 5.1.5 الاستنتاجات والتوصيات :

#### 1.5.1 الاستنتاجات :

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

2 . أثبتت نتائج دراسة الحدث ان لحجم الشركة علاقة بقوة الاشارة المرسله لسوق المال عبر اعلان اعادة الشراء واستدل على ذلك عبر نتائج متوسطات العوائد غير العادية المتراكمة للشركات الصغيرة والتي كانت اعلى من متوسطات للشركات الكبيرة على طول نافذة الحدث نظراً لارتفاع حالة عدم التماثل المعلوماتي في الاولى , وهذا ما يتعارض مع الفرضية الاولى للدراسة .

3 . استناداً لنتائج تحليل دراسة الحدث لجميع الشركات عينة الدراسة الممثلة لسوق الكويت للأوراق المالية تبين ان لإعلان اعادة شراء الاسهم العادية اثر في اسعارها باطار نظرية الاشارة , اذ يعتمد المستثمرون في سوق الكويت للأوراق المالية في اتخاذ قراراتهم استجابةً لإعلانات اعادة شراء الاسهم على المعلومات المتسربة من الشركة وطريقة تفسيرهم لها .

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

5 . يميل المستثمرون عامة في سوق الكويت للأوراق المالية لاستغلال ما هو متوفر من المعلومات دون بذل جهد اضافي في الحصول على معلومات اضافية , و نتيجةً لنقص المعلومات فإن هذا قد يفضي الى اتخاذ قرارات خاطئة من

قبل هؤلاء المستثمرين , وقد تكون هناك معلومات خاصة لدى المطلعين لم يتم الافصاح عنها فيتم استغلالها لتحقيق عوائد غير عادية للسهم على حساب هؤلاء المستثمرين .

### 2.5. التوصيات :

- في ضوء الاستنتاجات التي تم التوصل إليها, تم وضع جملة من التوصيات التي يمكن أن تساعد إدارات الشركات عينة الدراسة بصورة خاصة من الاستفادة منها ويمكن لإدارات الشركات العراقية المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية الاستفادة منها بصورة عامة , مما يُعزز من مكانة الشركة ونجاحها واستمرارها , فضلاً عن إتاحة الفرصة للمساهمين للاستثمار في أسهم الشركة , ومن ثم تحقيق الاستفادة لجميع الاطراف , وتتمثل هذه التوصيات بالآتي :
- 1 . ضرورة الاعتماد على نظرية الاشارة خصوصاً في الاسواق المالية غير الكفوءة لتقليل مشكلة عدم التماثل المعلوماتي بين المطلعين والمستثمرين الخارجيين , لان هذه النظرية تعد من الادوات التي توفر المعلومات للمستثمرين في الاسواق المالية وتسهم في رفع كفاءة السوق المالية من خلال تخفيض فجوة عدم التماثل المعلوماتي . كما انها ترسل اشارات تحمل في طياتها معلومات جيدة عن اعادة الشراء تساعد المستثمرين باتخاذ القرارات الرشيدة .
  - 2 . ينبغي على إدارة سوق الكويت للأوراق المالية إدراك خطورة عدم كفاءة السوق في الاستجابة للمعلومات العامة وإعلانات اعادة الشراء خاصة لأن ذلك من شأنه أن يُستغل من قبل بعض المحترفين لصياغة قواعد تداول تمكنهم من تحقيق عوائد غير عادية على حساب المشتركين الآخرين في السوق وهذا يحول دون أداء السوق لوظيفته الأساس المتمثلة بالتخصيص الأمثل لموارد الاقتصاد .
  - 3 . ضرورة اعتماد الشركات الصغيرة خصوصاً في الاسواق المالية غير الكفوءة في استخدام برامج اعادة شراء اسهمها لتحقيق عوائد غير عادية موجبة لان استجابة السوق للشركات الصغيرة التي تعيد شراء اسهمها افضل من الشركات الكبيرة وبالتالي تحقيق عوائد غير عادية اكبر من الشركات الكبيرة .
  - 4 . ضرورة استخدام برامج اعادة شراء الاسهم في سوق العراق للأوراق المالية باعتبارها وسيلة مهمة جداً تساعد في توزيع الفائض النقدي على المساهمين والتخلص من مشكلة الوكالة ومواجهة عمليات الاستيلاء العدائي للسيطرة على الشركة ورفع سعر السهم اذا كان دون قيمته الحقيقية وتأمين خيارات الاسهم لتحفيز العاملين وتعديل هيكل راس مال الشركة , وتعد ايضاً كإشارة مرسله الى المستثمرين تساعد في اتخاذ قرارات افضل .
  - 5 . ضرورة توعية المجتمع الاستثماري العراقي, عبر ورش العمل وعقد الندوات , بالأبعاد العملية الكاملة لسياسة التوزيع وخاصة اعادة شراء الاسهم في الشركات ودورها في نمو الشركات وتنمية الاقتصاد بالحصلة .
  - 6 . ضرورة إخضاع المتعاملين في سوق العراق للأوراق المالية لدورات علمية مكثفة في مجال تحليل وتقييم الاستثمار بالأسهم العادية مع التركيز على مدخلي التحليل الأساسي والفني لأن الارتقاء بحرفية ومهنية المشتركين في السوق هو الشرط الأساس للارتقاء بكفاءة السوق .

## المصادر

## A . Books :

1. Brigham , Eugene . F, & Ehrhardt , Michael, "Financial Management Theory and Practice" 11<sup>th</sup> ed. , U.S.A: South / Westernin, Thomson Learning , 2005 .
2. Berk , Jonathan & DeMarzo , Peter , "Corporate Finance", New York : Pearson/ Addison Wesley, 2007 .
3. Brown , Keith ,C. & Rielly, Frank , K. , "Analysis of Investment and Management of Portfolios", 9<sup>th</sup> ed. , South-Western , 2009 .
4. Vernimmen, Pierre "Finance d' Enterprise", 5<sup>th</sup> ed. , Dalloz , Paris , 2002 .

## B . Periodical

5. Brennan , Michael, J. & Avanidhar , Subrahmanyam " Investment analysis and price formation in securities markets", "Journal of Financial Economics" , Vol . 38, 1995 .
6. D Mello, Ranjan & Shroff, Pervin "Equity Undervaluation and Decisions Related To Repurchase Tender Offers: An Empirical Investigation", "The Journal of Finance" , Vol .5 , 2000 .
7. Elfakhani ,Said, " An Empirical Examination of The Information Content of Balance Sheet and Dividend Announcements: A Signaling Approach", "Journal Of Financial And Strategic Decisions" , Vol . 8, No( 2) , 1995 .
8. Fama, E., & French, K. , "New Lists: Fundamentals and Survival Rates", "Journal of Financial Economics" , Vol . 73, No (2), 2004 .
9. Fama, Eugene, & French, Kenneth " Disappearing dividends: changing firm characteristics or lower propensity to pay", "Journal of Financial Economics" , Vol. 60, No(1) , 2001 .
10. Firth, Michael ;Leung ,T.Y.& Rui ,O.M., "Double Signals or Single Signal?An Investigation of Insider Trading Around Share Repurchases" *HKIMR Working Paper No.22 , 2008.*

11. Gup , Benton & Nam, Doowoo "Stock Buybacks , Corporate Performance and EVA " , " Journal of Applied ,Corporate Finance" , Vol . 14, No(1) , 2001 .
12. Gupta , S . ; Kalra , N. & Bagga , R . " Do Buybacks Still hold their Signaling Strength? An Empirical Evidence from Indian Capital Market " , "Amity Business Review" , Vol .15, No(1) , 2014 .
13. Isa , Mansor ; Ghani, Zaidi and Lee, Siew-Peng "Market Reaction to Actual Share Repurchase in Malaysia " , "Asian Journal of Business & Accounting" , Vol .4, No (2) , 2011 .
14. Lakonishok , J. & T. Vermaelen "Anomalous Price Behavior Around Repurchase Tender Offers," , "Journal of Finance" , Vol .45, 1990 .
15. Nossa , S. N; Lopes , A. B. & Teixeira, A . "Stock repurchases and fundamental analysis: an empirical study of the brazilian market in the period from 1994 to 2006" , "Brazilian Business , Review Vitoria" , Vol . 7, No ( 1) , 2010 .
16. Pettit , J. "Is a Share Buyback Right for Your Company?" , "Harvard Business Review" , Vol . 79, No (40), 2001 .
17. Rajabimoghadam, M. & Khalatbari, A. " The Effect of Market Conditions on Information Content of Dividend " . "Interdisciplinary Journal of Contemporary Research In Business" , Vol . 5, No (4) , 2013 .
18. Travlos, N.; Trigeorgis , L. & Vafeas , N. "Shareholder Wealth Effects of Dividend Policy Changes in an Emerging Stock Market: The Case of Cyprus " , "Multinational Finance Journal" , Vol. 5, No.(2), 2001 .
19. Washer, Kenneth M. & Blanch, G . F. " Actual Share Repurchases and Capital Gains In The Hospital Lity Industry " , "Journal of Business Administration online" , Vol. 2 No(2) , 2003 .
20. Wu, Ming-Cheng ; Kao C.H , Erin & Fung , Hung-Gay" Impact of Dividend-Protected Employee Stock Options on Payout Policies: Evidence from Taiwan " , "Pacific Economic Review" , Vol. 13, No(4), 2008 .



### C. Internet :

21. Andreas , Hackethal & Alexandre , Zdantchouk , " Share Buy–Backs in Germany Overreaction to Weak Signals?" Goethe University Frankfurt , 2004 .
22. Chen, Chao, " The Credibility of Stock Repurchase Signals" California State University , 2007 .
23. Chen, Fei, "Capital Market Reaction to Share Repurchase Announcements : An Empirical Test on Shanghai Stock Exchange (SSE)", A research project submitted in partial fulfillment of the requirements for the degree of Master of Finance, Saint Mary's University , 2013 .
24. Chiao, Chaoshin; Chih, Hsiang–Hsuan; Wang, Zi–May & Hsu ,Ya– Rou " The Order Submission Behaviors surrounding Open–Market Repurchase Announcements: The Examination of a Missing Link Embedded in the Signaling Hypothesis "National Dong Hwa University , 2007 .
25. Cremers, J.S. , "Testing the Motivation for Share Repurchases: Firms in the Netherlands and Germany" Master Thesis Finance, Tilburg University , 2012
26. De Vyver, Riaan Van , " Stock Repurchases by Real Estate Investment Trusts : Investors Reactions mad the Impact on Shase Price Performance " University of Pretoria , 2011 .
27. Espenlaub, Susanne ;Khurshed, Arif & Yang, Tianna " Why closed– end funds make open–market repurchases" tianna,2010 yang@postgrad. mbs. ac. uk .
28. Frilander, Juho , "Study of Share Repurchases & Cash Holdings: Nordic Evidence" Master's Thesis , Aalto University, 2013 .
29. Ghosh. C; Giambona. E; Harding . P. J; Sezer.o & Sirmans .F. C, " The Role of Managerial Stock Option Programs in Governance : Evidence from REIT Stock Repurchases". 2010 .
30. Kim , Inho & Kim ,Y. H . , " Share Repurchase Rumors : Signaling, Publication, and Reputation Effects" University of Cincinnati , 2012.
31. Lee, Sangwon, Seunghun Han, & Minhee Kim , "Information asymmetry, corporate governance, and shareholder wealth: Evidence from unfaithful disclosures of korean listed firms", *Working paper*, 2011 .

32. Markopoulou , M.K. & Papadopoulos. D.L. , "The Capital Structure of Companies Listed in The Greek Stock Exchange" University of Macedonia Thessaloniki, Greece , 2010 .
33. Micheloud ,G . A . , " How Do Investors Respond To Share Buyback Programs? Evidence From Brazil During 2008 Crisis " , 2013 .
34. Mu, Lin" Stock Price Reactions To Dividend Changes: Evidence From The Johannesburg Stock Exchange", A dissertation presented to the Faculty of Commerce at the University of Cape Town in partial fulfilment of the requirements for the degree of Master of Commerce in Financial Management , 2006 .
35. Otchere, Isaac & Ross, Matthew , " Do Share Buy Back Announcements Convey Firm Specific or Industry wide Information? A Test of the Undervaluation Hypothesis" , University of Melbourne , 2000 .
36. Teng, M . & Hachiyab , T. , " The Pump–Priming Effect of Regulatory Reform on Stock Repurchases: Evidence from Lifting the Ban on Treasury Stocks in Japan " Hitotsubashi University, Japan , 2010a.
37. Thanatawee ,Yordying ,"The Information Content of Dividends and Open market Share Repurchases: Theory & Evidence" A thesis submitted to the degree of Doctor of Philosophy , University of Bath , 2009 .
38. Wada , Kenji , " Stock Repurchases in Japan" , Keio University , 2010 .
39. [www.kuwaitse.com](http://www.kuwaitse.com) .