

أثر إحتجاز الأرباح في عوائد الأسهم العادية - دراسة تطبيقية في سوق العراق للأوراق المالية**The effect of earnings retention on common stock returns**

An Applied study in Iraqi Stock Exchange

الباحث حسام علي حسين فياض الغانمي
Hosam Ali Hussain Fayad

أ.م.د. ميثم ربيع الحسنوي
Ass.Prof.Dr. Maitham Rabie Hadi
maithamhadi@gmail.com

جامعة كربلاء / كلية الإدارة والإقتصاد

الملخص

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 الحاجات 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.
- الكلمات المفتاحية: احتجاز الأرباح، السهم العادي ، العوائد ، نسبة النمو، العائد على حق الملكية

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.

Key word: Earnings retention, Common stock, returns, Growth ratio, return on equity.

المقدمة

تتبن 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 الموضوعات جدلاً بين الباحثين.

الجدلية الأساس التي تسعى هذه الدراسة لتفكيك مكوناتها وتحليلها وحلها تتعلق بالإجابة عن تساؤلين , الأول يهتم ببيان فيما إذا كان لقرار إحتجاز الأرباح لدى الشركات أثر في قيم أسهمها ومن ثم عوائد أسهمها العادية, في حين يسعى الآخر لبيان ما إذا كانت سوق العراق للأوراق المالية تستجيب لحدث إعلان إحتجاز الأرباح لدى الشركات المدرجة فيه بطريقة علمية كفوءة بعيدة عن التحيزات. ولغرض تحقيق هذه الغايات، فقد تمّ تقسيم الدراسة إلى أربعة أجزاء، أختص الأول منها بالتغطية المعرفية لمتغيرات الدراسة، وحُصِّصَ الثاني للمنهجية، وكُرس الثالث للجانب التطبيقي للدراسة، وأختتمت الدراسة بالجزء الرابع الذي حُصص للإستنتاجات والتوصيات.

1. الأرباح المحتجزة وعوائد الأسهم العادية : تغطية معرفية

1.1 الأرباح المحتجزة

أن الهدف المالي للشركة هو تعظيم الرفاه الاقتصادي للمالكين. ويمكن تعظيم الرفاه الاقتصادي للمالكين عن طريق تعظيم ثروتهم التي تتعكس 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، فأن 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 الاخر كرسيد، 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 عن قرار احتجاز الأرباح من عدمه. الأمر الذي يتطلب قدرة عالية على إصدار أحكام مستتيرة 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 لدى الشركة أو استخدمتها لبعض الأغراض (McClure , 2012:11). ويعطي رصيد الأرباح المحتجزة الظاهر في الميزانية العمومية

اشارة للقوة الإيرادية التاريخية للشركة تتمثل في قدرتها على جني الأرباح. ومن ثم، فإن الأرباح المحتجزة للشركة تقدم مؤشراً على نجاح الإدارة (Doye,2013:938).

2.1.1 المضامين النظرية للأرباح المحتجزة

تؤكد الأدبيات المالية لتقييم الشركة أن (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 في مدة 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 على عدد كبير 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 فضلاً عن العوامل الأخرى المرتبطة والمحددة لدى المجتمع المالي للشركة.

ونسبة التوزيع تحدد جزءاً الأرباح الذي سيدفع كمقسوم. ويمكن ايجادها عن طريق المعادلة الآتية:
(Brealey, et. al, 2001:144).

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

إذ أن :

$$D = \text{مقسوم الأرباح}$$

$$E = \text{الأرباح الصافية}$$

أما نسبة الاحتجاز فتحدد جزءاً الأرباح الذي سوف سيبقى داخل الشركة لأغراض اعادة الاستثمار وتحسب كالاتي
(Toit,2013:58).

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

إذ أن:

$$RE = \text{الأرباح المحتجزة}$$

مادامت نسبة الاحتجاز هي المتمم الحسابي لنسبة التوزيع فهذا معناه .

$$RR = 1 - PR = \frac{E-D}{E}$$

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 للمديرين مزيداً من المرونة. على سبيل المثال، يمكن للمديرين من التمويل بسرعة أكبر و تنفيذ خطط الاستثمار، فضلاً عن 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).
- 3- تفضل الشركات الاحتجاز نظراً لوجود عدم التماثل المعلوماتي بين المدراء والمستثمرين عن الفرص الاستثمارية للشركة، وان السوق قد يقيم الأسهم الجديدة للشركة بأقل من قيمتها الحقيقية التي ينبغي أن تقيم بها في حال كانت معلومات المدراء عن خطط استثمار الشركة متاحة للجمهور (Park and Pincus , 2000 :1) . ومن ثم، فإن المستثمرين الخارجيين قد لا يكون لديهم معلومات جيدة عن 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 (Alyao and Kamil,2013: 93).
- 5- إذا كانت الإدارة تشعر بالقلق عن المحافظة على قدرتها على السيطرة، فقد تكون مترددة في بيع الأسهم الجديدة، ومن ثم يجوز للشركة الإحتجاز المزيد من الأرباح (Brigham and Houston,2007:495) .
- 6- إحدى الطرائق التي يمكن للشركات أن تقلل من ضغط الازدواج الضريبي هو إحتجاز الأرباح بدلاً من دفعها كمقسوم (Cordes ,2013:95).

4.1.1 كلفة الأرباح المحتجزة

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

النموذج الأول: (نموذج Gordon) ¹ هو أنموذج لتقييم الأسهم باستخدام مقسومات الأرباح المخصومة بمعدل كلفة التمويل الممتلك بأفترض ثبات معدل النمو في مقسوم الأرباح المستقبلية للشركة (Mcguigan,et.al,2009:406).

$$P_0 = \frac{D_1}{k_e - g}$$

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 لدى المستثمرين لمباشرة الاستثمار في الشركة (Lima and Sanvicente,2013:76).

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

$$K_e = R_f + [E(R_m) - R_f] B_i$$

إذ أن :

$$K_e = \text{معدل كلفة التمويل الممتلك (معدل العائد المطلوب على حقوق ملكية المالكين) والتمثلة عن طريق الآتي:}$$

¹ عادة أنموذج جوردن للنمو هو احد التقنيات المستخدمة لتوضيح حساب كلفة رأس المال. (Hurley,2013:275) .

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

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

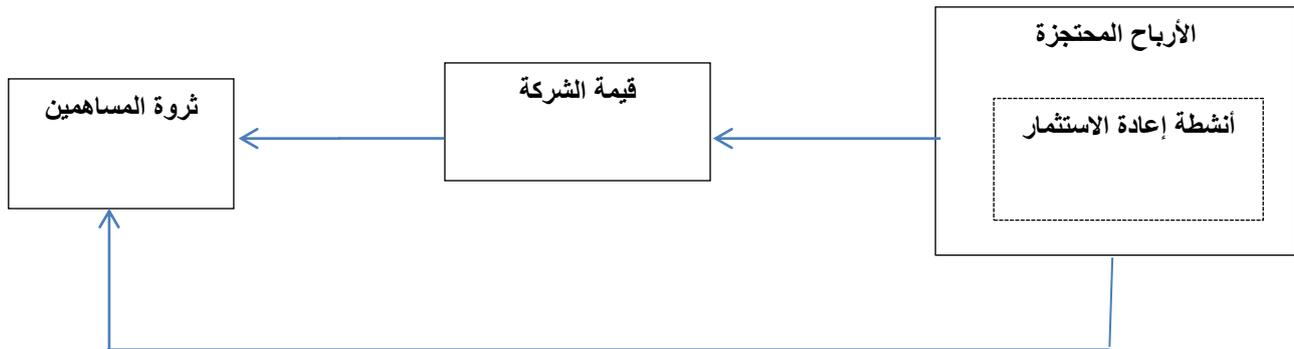
Bi = معامل بيتا للسهم I (المخاطر النظامية)

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

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

ويوضح الشكل رقم (1-1) 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 لما له من لكونه مرتبطاً باستراتيجية النمو العام للشركة (Kapoor, 2009: 6).



الشكل (1-1) 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 (Naser, et .al ,2013 :1). فان السياسة التي تؤدي إلى تعظيم سعر السهم ومن ثم تعظيم ثروة المساهمين تسمى بسياسة التوزيع والاحتجاز المثلى (Sajid,et.al,2012 :55). وهذا لا يمكن أن يتحقق من دون فهم كامل لآلية هذه السياسة (Naser, et .al ,2013 :1).

2.1 عوائد الأسهم العادية ودراسة الحدث

1.2.1 مفهوم العائد

تعريف عوائد الأسهم بأنها التغيرات في أسعار الأسهم مضافاً إليها الإيرادات الأخرى المتحققة خلال مدة شراء الأسهم (Moodi and Hajiha,2013:3928). ويمكن الحصول على معدل عائد السهم العادي عن طريق إعادة ترتيب معادلة رقم (5-1) المذكورة آنفاً وكالاتي (Ross,et.al,2003:251).

$$(R - g) = \frac{D_1}{P_0}$$

$$R = \frac{D_1}{P_0} + g$$

(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، ومن ثم 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 الرأسمالية) (Brealey,et al,2011: 106). ويمكن حساب معدل العائد المتوقع باستخدام المعادلة الأتية (Brigham and Houston,2007:294).

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

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

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

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

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). 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). ويعرف 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). وإن قرار الاحتجاز هو القرار الاساس 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 عن 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 الى 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 تقضي 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 عن طريق 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).

$$I GR = \frac{ROA \times b}{1 - ROA \times b} \quad (10-1)$$

إذ أن :

I GR = معدل العائد الداخلي

ROA = معدل العائد على الإستثمار

b = نسبة الإحتجاز

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).

$$S G R = \frac{ROE \times b}{1 - ROE \times b} \quad (11-1)$$

إذ أن :

$$S G R = \text{معدل النمو المستدام}$$

$$ROE = \text{معدل العائد على حق الملكية}$$

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.

ومن ثم 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:

$$g = ROE \times RR \quad (12-1)$$

وكما ذكر سابقاً أن نسبة الاحتجاز هي المتمم الحسابي لنسبة التوزيع فسيتم تعويض معادلة (1-4) بالمعادلة (12-1) لتنتج المعادلة الآتية:

$$g = ROE (1 - PR) \quad (13-1)$$

وبما أن معدل النمو في توزيعات الأرباح هو محدد عن طريق معدل النمو في الأرباح ونسبة الأرباح المدفوعة كمقسوم (نسبة التوزيع) (Brown and Reilly,2009:345). لذلك فإن معدل النمو يزداد بشكل معاكس مع نسبة التوزيع إذ أنه كلما ارتفعت نسبة التوزيع كلما إنخفض معدل النمو (Ross,et.al,2003:114). ومن ثم، 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 ومن ثم زيادة قيمة الشركة (Hirt,et.al,2011:328-329).

2.2.1 كفاءة السوق المالية ودراسة الحدث

1.2.2.1 كفاءة السوق المالية Financial Market Efficiency

أن سوق الأسهم يمثل مقياس لصحة الاقتصاد (Mehrrara,et.al,2014:373) . وأن عملية الاستثمار في الأسهم تبدو مختلفة إلى حد كبير تبعاً إلى اعتقاد المستثمر عن كفاءة السوق (Froidevaux, 2004:4). ويضع المستثمرون أموالهم في سوق الأوراق المالية لكسب العائد على استثماراتهم. وتباع الأسهم لدى 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. بالطريقة نفسها 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 اتجاهات 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) .

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 المتوفرة 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 لدى البنك المركزي, الاعلان عن الاندماج.... الى غير ذلك من المعلومات العامة التي تتاح لجميع المشتركين 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).

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). و ترى فرضية كفاءة الأسواق أن المنافسة بين المستثمرين الذين يبحثون عن عوائد غير عادية تدفع الأسعار إلى قيمتها الصحيحة . وفرضية كفاءة الأسواق لا تقترض أن جميع المستثمرين عقلانيون، ولكنها تقترض أن الأسواق عقلانية. وفرضية كفاءة الأسواق لا تقترض أن الأسواق يمكن أن تنتبأ بالمستقبل، ولكنها تقترض 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). والاستخدام الرئيسي لمنهجية دراسة الحدث هو دراسة سلوك أسعار الأسهم عن أحداث معينة واستجابة 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) ومن ثم 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 لدى المشاركين في السوق. وإذ 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 لدى المشاركين في السوق، وبهذه الطريقة، يزيل المشاركين أي إمكانية للحصول على عوائد غير عادية في المستقبل (Kumar,et.al,2012: 144) .

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 فأن 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 ماتنشر التقلبات بهذه المتغيرات بوصفها أخباراً. ومن ثم، فأن الأخبار من بين الأليات الأخرى التي تفسر سبب تغير قيم الأدوات المالية (Bohn,et.al,2012:3) .

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) .
- 2- معيار للاختيار: أن الوعاء محل الدراسة والاهتمام ينبغي اختياره بمعيار واضح ومبرر . ومن ثم 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 أنموذج الأداء الطبيعي. ومن الأفضل استخدام مدة تسبق افق الحدث واعتمادها كمدة للتقدير بحيث لا تشمل أي جزء من مدة الحدث نفسه ومن ثم فأن الحدث في حد ذاته لا يؤثر على تقديرات أنموذج 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).

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

ولاختبار الشكل نصف القوي من الكفاءة لأي سوق مالية (وفق المعلومة العامة المختارة), لابد أولاً من تحديد أنموذج 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 أنموذج السوق: ويشير هذا الأنموذج الى أن عوائد الورقة المالية (j) مرتبطة بعوائد محفظة السوق والصيغة الرياضية للأنموذج هي (Mehrrara,et.al,2014:376) .

$$R_{jt} = a_j + b_j \bar{R}_{mt} + \hat{\epsilon}_{jt} \quad (14-1)$$

أنموذج 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 أنموذج تسعير الموجودات الرأسمالية : وهذا الأنموذج 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 للأنموذج تعبر عنها المعادلة (1-6) المذكورة آنفاً . وعلى العموم فإن أنموذج تسعير الموجودات الرأسمالية يفترض ثبات المخاطرة النظامية (B_j) طوال مدة التقدير .

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

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

$$R_{jt} = \hat{y}_{0t} + \hat{y}_{1t} B_{jt} + \hat{\epsilon}_{jt} \quad (15-1)$$

إذ أن:

$$\hat{y}_0 = \text{الحد الثابت}$$

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

وعلى الرغم من ارتباط هذا الأنموذج بأنموذج (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 كالأتي (Menike,2014:115) , (Brown and) , (Reilly,2009:347).

$$AR_{it} = R_{it} - E(R_{it})$$

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 الى 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 غيرالعادي لكل يوم من أيام افق الحدث عن طريق المعادلة الأتية: (Sare,et. al, 2014:444) .

$$AAR_T = \frac{1}{N} \sum_{i=1}^N AR_{it}$$

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 عن طريق الإعلان المرتبط بالشركة. و يتم إيجاده عن طريق المعادلة الأتية: (Konchitchki and O'Leary, 2011 :103).

$$CAR = \sum_{t=1}^T AAR_t$$

إذ أن :

$$CAR = \text{العائد غير العادي المتراكم}$$

$$T = \text{عدد سنوات دراسة الحدث}$$

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

ويستجيب سوق الأوراق المالية لمعلومات الحدث لأنه يتوقع التغير بقيمة الشركة. وفقاً لذلك، فإن المسألة المهمة هي ما إذا كان أداء الشركة يتغير بعد وقوع الحدث. ومن ثم، 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).

2. منهجية الدراسة

1.2 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 الحاجات 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 على أسعار الأسهم. لذا تتمحور مشكلة هذه الدراسة عن 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 لدى الشركات المدرجة فيه ؟ بمعنى هل السوق المالية كفوءة بالشكل نصف القوي فيما يخص استجابتها لحدث إعلان إحتجاز الأرباح ؟

2.2 فرضية الدراسة

في ضوء بعدي المشكلة , فإن للدراسة فرضيتين رئيسيتين هما:

الفرضية الرئيسية الأولى :

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

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

ث- لا توجد علاقة ارتباط 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 أهمية الدراسة

- 1- أنها تختبر واحدة من المفاهيم الاستثمارية المهمة المتمثلة بتأثير إحتجاز الأرباح على عوائد الأسهم العادية ومن ثم معرفة هل إن زيادة الإحتجاز (يعني انخفاض 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 وتتعدم هذه العوائد غير العادية (تصبح صفراً) بعد تأريخ الإعلان عن الحدث. ولهذا مدلولان. الأول بيان هل أن لقرار الإحتجاز تأثير في 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 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 بأدائه فيما يخص كفاءة السوق في تخصيص موارد الإقتصاد المحدودة والنادرة
- 4- الحكم على كفاءة سوق العراق للأوراق المالية في الشكل نصف القوي.

5.2 مجتمع وعينة الدراسة

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

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 (2-3) يوضح ذلك. الجدول (2-3)

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

السنوات	المصارف	التأمين	الاستثمار	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	
النسبة	0.771812	0.003	0.003	0.0294	0.0935	0.0890097	0.01	1

1- 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 إدرجت 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
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	

2- 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.

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

ت	قدمت	لم تُقدم
1	مصرف بغداد	مصرف الوركاء للاستثمار
2		
3		مصرف دار السلام للاستثمار
4	مصرف الاستثمار العراقي	
5	مصرف الائتمان 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		4
		8

3- 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 (2-6) يوضح ذلك.

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

السنوات	تاريخ الإعلانات عن الحدث لجميع المصارف								المجموع		
	الاستثمار العراقي	الائتمان العراقي	التجاري العراقي	الخليج التجاري	مصرف سومر	الشرق الأوسط	مصرف بغداد	مصرف بابل			
2006	18/05/2006	13/07/2006	لا يوجد	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	لا يوجد	لا يوجد	لا يوجد	لا يوجد	لا يوجد	لا يوجد	لا يوجد	لا يوجد			8
2010	27/06/2010	05/07/2010	لا يوجد	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	لا يوجد	17/07/2011	26/09/2011	31/03/2011	10/07/2011	13/04/2011	1	6	1
2012	31/12/2012	لا يوجد	24/10/2012	02/07/2012	لا يوجد	30/04/2012	لا يوجد	28/12/2012		5	3
2013	02/10/2013	01/10/2013	23/12/2013	17/06/2013	06/10/2013	لا يوجد	10/07/2013	لا يوجد		6	2
2014	لا يوجد	لا يوجد	لا يوجد	26/06/2014	لا يوجد	08/06/2014	23/07/2014	15/02/2014	2	2	4
									10	42	20

6.2 مدد وبيانات الدراسة:

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

أ- مدة وبيانات إختبار علاقة الارتباط 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 الخزنة للبنك المركزي العراقي إستحقاق 3 شهور للمدة المناظرة لعينة إعلانات دراسة الحدث.

7.2 إجراءات وأساليب الدراسة

تمحورت إجراءات الدراسة عن بعدي المشكلة الأساسين وفرضياتها, الإجراء الأول يخص إختبار علاقة الارتباط والأثر بين إحتجاز الأرباح وعوائد 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, وكالاتي:

أولاً : الأساليب المالية المستخدمة في قياس وتحليل متغيرات الدراسة

1- نسبة الاحتجاز: تم حساب نسبة احتجاز الأرباح وفق المعادلة (1-4) المذكورة آنفاً (Toit,2013:58).

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

3- معدل العائد المتوقع : تم إحتساب هذا المعدل بإستخدام نموذج تسعير الموجودات الرأسمالية (CAPM) وفق المعادلة (1-6) المذكورة آنفاً (Archer,et.al,1983:118).

4- معامل بيتا: تم إحتساب معامل بيتا للسهم لكل شركة من شركات العينة وفق المعادلة (1-19) المذكورة آنفاً (Olweny,2011:129).

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

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

6- العائد غير العادي :تم إحتسابه وفق المعادلة (1-23) المذكورة آنفاً (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 ومعاملات الارتباط فضلاً عن إختبارات المعنوية وذلك بالإستعانة بالبرامج أكسل و (SPSS).

3. الجانب التطبيقي للدراسة

1.3 مناقشة وأختبار أثر إحتجاز الأرباح على عوائد الأسهم العادية لعينة 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.

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

يظهر الجدول (3-1) 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 فتتراوحت 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.

الجدول (3-1) 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	
			2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012		2013
1	مصرف بابل	RR	0.8	0.8	0.86	0.62	0.8	0.85	0.8	0.82	0.69	0.7822
		g	4.632	6.824	9.77	8.661	5.288	6.358	3.616	3.69	1.525	5.596
		P	2.45	1	1.25	1.15	1.75	0.87	0.81	0.78	0.7	1.1956
		R	-1.71	-0.9	0.223	-0.08	0.42	-0.7	-0.07	-0.04	-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	0.77	0.72	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 الأستثمار 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

2.1.3 إختبار الفرضية الرئيسية الأولى لمجموع المصارف عينة الدراسة

فيما يأتي إختبار للفرضيات الفرعية الأربعة للفرضية الرئيسية الأولى لمجموع المصارف عينة الدراسة ونتائج تحليل الإنحدار الظاهرة في الجدول (3-2) توضح ذلك وكالاتي:

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

يعرض الجدول (3-2) المستوى الأول من نتائج تحليل الإنحدار ويتبين من قيمة معامل الارتباط هناك علاقة قوية وطردية إذ بلغ معامل الإرتباط (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 الأنموذج 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 (2-3) عند المستوى الثاني بأن قيمة معامل الارتباط البالغة (0.781488684) تُدل على أن هناك علاقة قوية وطرديّة ويُستدل على العلاقة القوية والقوة التفسيرية العالية للأنموذج 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 الأنموذج 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 (2-3) يتبين من قيمة معامل الارتباط هناك علاقة قوية وطرديّة إذ بلغ معامل الارتباط (0.830977526) ويُستدل على العلاقة القوية والقوة التفسيرية العالية للأنموذج من قوة معامل التحديد إذ 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 الأنموذج 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) .

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

يتبين من قيمة معامل الارتباط الظاهرة في الجدول (2-3) ضمن المستوى الرابع أن هناك علاقة قوية وطرديّة إذ بلغ معامل الارتباط (0.935905904) ويُستدل على العلاقة القوية والقوة التفسيرية العالية للأنموذج 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 الأنموذج 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).

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

الجدول (2-3) 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		

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

سيتم في هذا الجزء الثاني من الجانب التطبيقي إختبار 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 احتجاز الأرباح على عوائد الأسهم العادية لمجموع الإعلانات 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 بالإضافة الى المشاهدة في تاريخ يوم الاعلان 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 الاسعار السوقية بشكل ايجابي عبر إظهار عوائد غير عادية موجبة قبل وأثناء تأريخ الإعلان عن الحدث وتتعدم 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 إحتجاز الأرباح وأن السوق غير كفوءة في الاستجابة. 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 دلالة مفادها بطء السوق في الإستجابة لمعلومات هذا الحدث وأن أسعار السوق لم تستجب بشكل كامل وسريع يوم الإعلان وفي ذلك دلالة على عدم كفاءة السوق.

يظهر من الجدول (3-3) العوائد غير العادية للإعلانات² الفردية ومتوسطات العوائد غير العادية للإعلانات بمجموعها فضلاً عن متوسطات العوائد غير العادية المتراكمة ونلاحظ أن جميع المدد كانت بمعدل عائد غير عادي سالب بعد يوم الإعلان عن الحدث (اليوم 0) وليس صفراً فهذا دلالة مفادها بطء 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 وتتعدم 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 إحتجاز الأرباح وأن السوق غير كفوءة في الاستجابة. وبما أن سلبية العوائد غير العادية أثناء يوم الإعلان هي دلالة التحيز في الإستجابة لذا يُلاحظ من الجدول (3-3) 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.

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

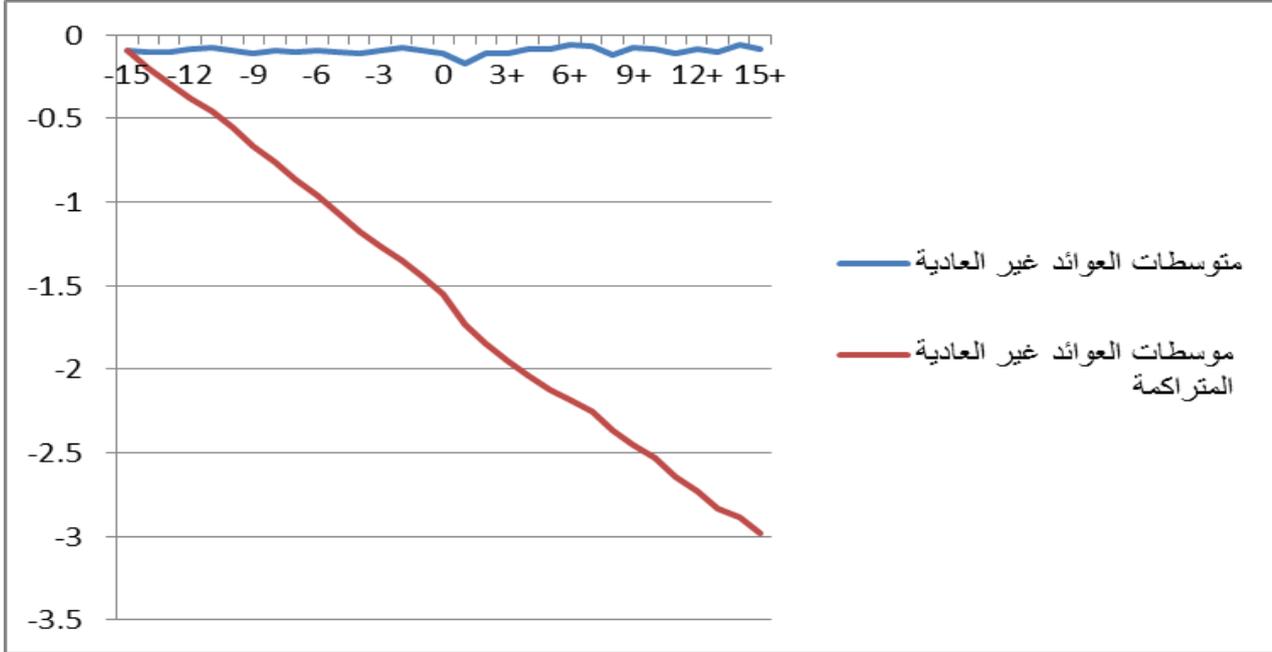
³- يقر قرار مقسوم الأرباح في الاجتماع السنوي للهيئة العامة لأي مصرف والجدير بالذكر أن هذا الاجتماع ينعقد بعد مضي السنة المالية الحالية لذلك عندما يذكر تاريخ الإعلان في سنة 2014 فإن هذا معناه أن قرار مقسوم الأرباح تابع إلى سنة 2013.

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											
-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

ويعرض الشكل (3-1) متوسطات العوائد غير العادية ومتوسطات العوائد غير العادية المتراكمة لمجموع الإعلانات ويظهر من الشكل أن منحنى معدلات العوائد غير العادية كان سالباً في المشاهدات جميعاً قبل الإعلان واستمر بالاتجاه السالب عند وبعد الاعلان إذ بلغ معدل العائد غير العادي في يوم الإعلان مايقارب (-0.10848). ومن الطبيعي يبدأ منحنى معدلات العوائد غير العادية المتراكمة من النقطة التي بدأ منها منحنى معدلات العوائد غير العادية ويظهر منحنى معدلات 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 يعد القطاع الأكثر تداولاً في السوق.

وكل ما تقدم يؤكد على تحيز ونبط وعدم كمال إستجابة أسعار الأسهم في سوق العراق للأوراق المالية للإعلانات العامة إجمالاً ولإعلان إحتجاز الأرباح خاصة، وهذا يتيح للمحترفين إستغلال حالة عدم الكفاءة هذه وذلك عبر بيع الأسهم بمجرد تسرب معلومات عن النية في إعلان إحتجاز الأرباح لدى الشركات المعنية وإعادة الشراء بعد إسبوعين على الأقل من الإعلان لأن ذلك سيمنح 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 الرئيسية الثانية.



الشكل (1-3) متوسطات العوائد غير العادية ومتوسطات العوائد غير العادية المتراكمة لجميع الإعلانات

4. الإستنتاجات والتوصيات

1.4 الإستنتاجات

- (1) إن قرار الاحتجاز هو قرار هجين مرتبط بقرارات التمويل والاستثمار. لذلك، فإن الشركات التي تميل إلى المزيد من التوسع الاستثماري تحتاج للمزيد من التمويل ومن ثم من المحتمل أن يكون نسب إحتجاز 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 لدى 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 الممتمك أفضل إستثمار وهي بذلك تعمل بنظرية الإلتقاط التي لا يتفاعل معها المجتمع الإستثماري ربما لقله 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 بالانقلاب 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 الأتي:

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 الرئيسة الأولى ويدعوا 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. ما يؤكد أن سوق العراق للأوراق المالية غير كفوء بالشكل نصف القوي فيما يخص إستجابته لإعلان إحتجاز الأرباح وهذا يتعارض مع فرضية الدراسة الرئيسة الثانية.

2.4 التوصيات

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 الرئيس للإدارة المالية هو تعظيم ثروة المالكين، فيجب أن يعتمد المديرون في صياغتهم لسياسة التوزيع والإحتجاز على مقدار ما هو مطلوب لتنفيذ خطط الإستثمار والنهوض بواقع الشركة وزيادة أرباحها. كما 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 يُعَوَّل 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 لدى بعض المحترفين لصياغة قواعد تداول تمكنهم من تحقيق عوائد غير عادية على حساب المشتركين الآخرين في السوق وهذا يحول دون أداء السوق لوظيفته الأساسية 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 وتمتية 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 الاساس والفني لأن الإرتقاء بحرفية ومهنية المشتركين في السوق هو الشرط الأساس للإرتقاء بكفاءة السوق.

المصادر

أولاً : المصادر العربية

أ- 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 الاكتتاب 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.

ب- البحوث غير المنشورة

- 5- التميمي، 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

ثانياً: المصادر الأجنبية

أ- الكتب

- 9- Archer, Stephen H., Choate, G. Marc, and Racette, George, "**Financial Management**", 2nd .ed., N.Y.: John Wiley & Sons, Inc.,1983.
- 10- Brealey, Richard A., Myers, Stewart C., and Allen , Franklin , **Principles of Corporat Finance** ,10th ed ,N.Y: McGraw-Hill ,Irwin,2011.
- 11- Brigham , Eugene .F. and Houston ,Joel F. , **Fundamentals of Financial Management**,11th .ed ., Thomson learning , Inc ., 2007.
- 12- Brown,KeithC.&FrankK.,Rielly,**Analysis of Investment and Management of Portfolios**,9th ed, South-Western, 2009.
- 13- Gray, Gary., Cusatis, Patrick J., and Woolridge, J. Randall., **Street smart Guide to Valuing a Stock**, 2th ed ,N.Y: McGraw-Hill / Irwin,2004
- 14- Hirt, Geoffrey A., Block, Stanley B., and Danielsen , Bartley R. , **Corporat Finance Foundations**,14th ed ,N.Y: McGraw-Hill ,Irwin,2011.
- 15- Kapoor, Jack R.,Dlabay ,lesr &Hughes, Robert J.,**Personal Finance**,9th ed,McGraw-Hill,2009.
- 16- Megginson, William, Scott B ., Smart &John R. Graham, **Financial Management**,3rded,South-Western, 2010.
- 17- Mishkin,Frederic,S, **The economics of money, banking, and financial markets**,7th ed,Addison Wesley, 2006.
- 18- Ross,StephenA., RandolphW.,Westerfild , and Jeffrey,Jaffe, **Fundamentals of Corporate Finance**, Alternate ed,N,Y: McGraw-Hill, 2003.

ب- البحوث المنشورة

- 19- 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.

- 20- Alnajjar ,Mohd ., Investor based psychological decision making model , **Far East Journal of Psychology and Business**, Vol. 11, No. 3 ,(June 2013).
- 21- 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).
- 22- Alyao,AL mutairi., and Kamil, anron., Review of Capital Investment and Returns, **Mathematical ,Theory and Modeling** ,Vol.3, No.5, 2013.
- 23- Brown, Philip .,and, Walter ,Terry ., The CAPM: Theoretical Validity, **A Journal Accounting Finance and Business studies**, Vol. 49, (Supplement, 2013).
- 24- 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.
- 25- Campbell, John Y. and Shiller, Robert J., " Stock Prices, Earnings and Expected Dividends", **The Journal of Finance**, Vol. 43, No. 3, 1988.
- 26- 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).
- 27- Fama, Eugene F., Random Walk in Stock Market Prices, **Financial Analysts Journal**,Vol.21,No.5,(September–October, 1965).
- 28- 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.
- 29- 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).

- 30- Garg ,suman ., weak form of market efficiency, **A Journal of Radix International Educational and Research Consortium**, Vol. 3, No. 2 (February. 2014).
- 31- 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).
- 32- Konchitchki ,Yaniv ., and O'Leary ,Daniel E., Event study methodologies in information systems research, **International Journal of Accounting Information Systems**,2011.
- 33- Kumar ,Sarvanan ., Mahadevan ,Dr. A. , Gunasekar, S. , Market Reaction to Dividend Announcement, **Prestige International Journal of Management**, Vol. 1 No.1 , 2012.
- 34- 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).
- 35- Menike ,M., Stock Price Reactions to the Dividend Announcement in the Emerging Market, **European Journal of Business and Management**, Vol.6, No.12, 2014.
- 36- Modigliani, Franco and Miller, Merton H., " Dividend Policy, Growth, and The Valuation of Shares", **The Journal of Business**, Vol. XXXIV, No.4, October, 1961.
- 37- 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.
- 38- Naser,Kamal., Nuseibeh,Rana., and Rashed, Wojoud ., Managers' perception of dividend policy, **Issues in Business Management and Economics** Vol. 1,No.1 ,(April, 2013).

- 39- 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).
- 40- Ritter ,Jay R. , Behavioral Finance, **Pacific-Basin Finance Journal** ,Vol. 11, No. 4, (September 2003).
- 41- 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.
- 42- Shaker ,Abu Towhid Muhammad, Testing the weak-form efficiency, **European Journal of Business and Social Sciences**, Vol. 2, No.9 , (December 2013).
- 43- Thirumalaisamy ,Ravi ., Firm Growth and Retained Earnings Behavior, **European Journal of Business and Management**, Vol.5, No.27, 2013.
- 44- 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).

ج- البحوث غير المنشورة

- 45- 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.
- 46- Froidevaux,Pascal S. , Funtamental Equity Valuation, Thesis, (July 2004).
- 47- 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.
- 48- Kapoor ,Sujata., Impact of dividend policy on sharholders value, Thesis doctor ,Jaypee Institute of Information Technology, December, 2009.
- 49- Toit, Nicol.,_dividend policy and wealth maximization: the effect of market movements on dividend-investing returns, Thesis, March 2013.

د- شبكة المعلومات الدولية

- 50- 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.
- 51- Hesse ,Hans-Peter., The Value of common stocks, http://university.akelius.de/library/pdf/value_of_c_hesse_hans1010, pdf 2010.
- 52- 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.
- 53- 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.
- 54- 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.
- 55- 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.
- 56- Wael, Louhichi, "Market Reaction to Annual Earnings Announcements: The Case of Euronext Paris", louhichi@univ-perp.fr, 2004.