

اثر المحتوى المعلوماتي لإعلانات إعادة شراء الاسهم في اسعارها اعتماداً على نمط الاسهم

أ.د. ميثم ربيع هادي الحسنواوي

الباحث : سعد مجيد عبد علي الجنابي

جامعة كربلاء /كلية الادارة والاقتصاد

المستخلص

هدفت هذه الدراسة الى تسليط الضوء لبيان اثر اعلان إعادة شراء الاسهم العادية في اسعارها باطار نظرية الاشارة اعتماداً على نمط الاسهم , والدور الذي تلعبه هذه النظرية في تفسير معالجة عدم التماثل المعلوماتي وبالشكل الذي يسهم في رفع كفاءة السوق , وتوافر المعلومات لمساعدة المستثمرين باتخاذ قرارات اكثر دقة , وإعادة الشراء تعد كإشارة ايجابية مرسله الى السوق تعبر عن انخفاض اسعار الاسهم دون قيمتها الحقيقية . وتمحورت الدراسة على بعدين رئيسين للمشكلة والتي صيغت لأجلها الفرضيتين الآتيتين :

- ليس لنمط السهم علاقة بقوة الاشارة المرسله لسوق المال عبر اعلان إعادة الشراء .
- ان سوق الكويت للأوراق المالية ليست كفوءة بالمستوى نصف القوي في الاستجابة للمحتوى المعلوماتي لإعلان إعادة الشراء .

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

وباستعمال عدد من الأساليب المالية والاحصائية باستعمال برنامج (EXCEL) من أجل تحليل متغيرات الدراسة واختبار فرضياتها , وتوصلت الدراسة إلى عدد من الاستنتاجات لعل من أهمها ان لنمط السهم علاقة بقوة الاشارة المرسله لسوق المال عبر اعلان إعادة الشراء , واستدل على ذلك عبر نتائج متوسطات العائدات غير العادية المترجمة (CAAR)

لاسهم القيمة مقابل اسهم النمو . اذ أن الغلبة من حيث الحجم والاتجاه كانت لاسهم القيمة وبفارق كبير , وهذا يتعارض مع الفرضية الاولى للدراسة . كما أثبتت النتائج الاستجابة غير الكفوءة (متحيزة وبطيئة وغير تامة) من سوق الكويت للأوراق المالية للمحتوى المعلوماتي لإعلان اعادة الشراء , ما يؤكد عدم كفاءة السوق بالشكل نصف القوي وهذا يدعم صحة فرضية الدراسة الثانية . وبناءً على ذلك خرجت الدراسة بعدد من التوصيات لعل من اهمها ضرورة الاعتماد على نظرية الاشارة لاسيما في الاسواق المالية غير الكفوءة لتقليل مشكلة عدم التماثل المعلوماتي بين المطلعين والمستثمرين الخارجيين .

Abstract

This study aimed to reveal the impact of repurchases announcement of Common Stock on its Prices in the Formwork of Signal Theory based on the a style of stocks , and the role of this theory in explaining processing the informational asymmetry in a way that participates in increasing efficiency of the market and the availability of information to help investors making decisions more accurately, repurchases is a positive signal sent to the market referring to the fact that the stock prices are below their fair value . The study is focused on two main dimensions of the problem for which the following two hypotheses were devised : -

- The a style of stock has no relationship on the strength of the signal sent to the market through the repurchasing announcement .
- 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 come her of all the parties, which starts with the interests of the individual investor and does not end with bridging the gap of informational asymmetry and improve the efficiency of the market specialized of the rare economy resources .

Through the use of various financial and statistical methods using (EXCEL) for analyze the variables of the study and test its hypotheses, the study reached the following conclusions, most important of which is that a style of stock 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 (CAAR) 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 :

ان عدم استقرار الاسواق المالية نتيجة لمشكلة عدم التماثل المعلوماتي , والتي تعبر عن الحالة التي يكون فيها لأحد المشتركين في السوق , وهم المطلعون معلومات اكثر من المستثمرين الآخرين مما يجعل هؤلاء غير قادرين على تقدير العائدات والمخاطر بشكل سليم , وهذا يفضي الى اتخاذ قرارات خاطئة , نتيجة نقص المعلومات التي تعد بمثابة المادة

الاولية في الاسواق المالية , وهذا يعني ان اسعار الاسهم لا تعكس وبشكل تام وفي اي وقت من الاوقات جميع المعلومات , وهذا يعني خرقاً لعدالة وكفاءة السوق في تخصيص موارد الاقتصاد للبلد بشكل امثل , لذلك تناولت هذه الدراسة موضوعاً على درجة كبيرة من الاهمية , وهو الدور الذي تلعبه نظرية الاشارة في القضاء على مشكلة عدم التماثل المعلوماتي عبر الاعلانات العامة ومنها اعلانات اعادة الشراء كإشارة مرسله الى المستثمرين تساعدهم باتخاذ قرارات افضل . وبناءً على ما تقدم تسعى هذه الدراسة لمحاولة ايجاد حل للجدلية الفكرية القائمة والمتمحورة عن التساؤل : هل ان نمط السهم علاقة بقوة الاشارة المرسله لسوق المال عبر اعلان اعادة الشراء ؟ وهل ان سوق الكويت للأوراق المالية كفوءة بالمستوى نصف القوي في الاستجابة للمحتوى المعلوماتي لإعلان اعادة الشراء ؟ ولأجل تحقيق غايات الدراسة فقد تم تقسيمها على أربعة محاور : خُصص الاول لعرض منهجية الدراسة وتم عبر المحور الثاني عرض تغطية معرفية للمفاهيم النظرية لأثر اعلان اعادة شراء الاسهم في اسعارها باطار نظرية الاشارة اعتماداً على نمط الاسهم , اما المحور الثالث فقد خُصص لاختبار اثر المحتوى المعلوماتي لإعلانات اعادة شراء الاسهم في اسعارها اعتماداً على نمط الاسهم , واختتمت الدراسة بالمحور الرابع الذي خُصص لمناقشة اهم الاستنتاجات و التوصيات التي توصلت اليها الدراسة.

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

1.2 . مشكلة الدراسة : يواجه المستثمرون مشكلة عدم التماثل المعلوماتي نظراً لعدم كفاءة الاسواق المالية بالشكل التام عامةً . وهناك جدل معرفي قائم عن 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 تخصيص الكفوء لموارد الاقتصاد . لذا تتمحور مشكلة هذه الدراسة عن الابعاد الرئيسة الآتية :

- **البعد الرئيس الاول :** هل ان نمط السهم علاقة بقوة الاشارة المرسله لسوق المال عبر اعلان اعادة الشراء ؟
- **البعد الرئيس الثاني :** هل ان سوق الكويت للأوراق المالية كفوءة بالمستوى نصف القوي في الاستجابة للمحتوى المعلوماتي لإعلان اعادة الشراء ؟

2.2 . فرضيات الدراسة : - بضوء ابعاد المشكلة فأن للدراسة الفرضيات الرئيسة الآتية :-

الفرضية الرئيسة الاولى : ليس لنمط السهم علاقة بقوة الاشارة المرسله لسوق المال عبر اعلان اعادة الشراء .

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

3.2 . اهمية الدراسة : تتمثل اهمية الدراسة الحالية بالأبعاد الاتية :

1 . انها تختبر واحدة من الادوات المالية المهمة والمتمثلة بأثر اعلان اعادة شراء الاسهم في اسعارها وانعكاسها على العائدات 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 عائدات غير عادية موجبة ام سالبة , والتي من المفترض ان تستجيب اسعار الاسهم السوقية بشكل ايجابي عبر اظهار عائدات غير عادية موجبة قبل واثناء الحدث ولا تضيف شيئاً بعده لتتوافق مع ما جاءت به فرضيات السوق الكفوءة . ولهذا مدلولان اساسيان يمثلان جوهر اهمية هذه الدراسة . الأول بيان هل أن عمليات اعادة شراء الاسهم لها تأثير وانعكاس على سعر السهم والعائدات غير العادية ؟ والثاني اختبار ضمني لكفاءة السوق نصف القوي من خلال دراسة الحدث ؟ وهما تساؤلان محل جدل وخلاف واسعين بالأدبيات المالية الحديثة .

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

2 . 4 . اهداف الدراسة :

1 . الاختبار التجريبي فيما اذا كان لإعلان اعادة الشراء محتوى معلوماتي مؤثر يفضي الى تحقيق عائدات غير عادية .

2 . التحقق فيما اذا كان لنمط السهم علاقة بقوة الاشارة المرسله لسوق المال عبر اعلان اعادة الشراء .

3 . الاختبار التجريبي لكفاءة سوق الكويت للأوراق المالية بالشكل نصف القوي في الاستجابة لإعلانات اعادة 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 الدراسة :

ابتداءً لابد من الاشارة الى ان برامج اعادة 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 اعادة الشراء من لدن الشركات المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية وتخليها بذلك عن آلية بالغة الاهمية في معالجة مشكلة عدم التماثل المعلوماتي لاسيما 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 للاستثمار منها لغرض تحفيز العاملين عند منحهم خيارات الاسهم ومواجهة عمليات الاستيلاء العدائي ورفع سعر السهم السوقي الى قيمته العادلة او الحقيقية حينما تكون اسهم الشركات العراقية دون قيمتها الحقيقية , لذا وقع الاختيار على سوق الكويت للأوراق المالية كوسيلة وليس غاية كونه يستخدم هذه الادوات بشكل جيد وكونه البلد الاقرب من ناحية البيئة الاقتصادية للعراق وبيئته الاستثمارية مشابهة للبيئة الاستثمارية لسوق العراق للأوراق المالية .

ينكون 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) . وبعد حساب نسبة القيمة الدفترية الى القيمة السوقية لجميع الشركات عينة الدراسة وترتيبها تصاعدياً فقد وقع الاختيار على اول (10) شركات في السلم الترتيبي, لتمثل اسهم النمو وكان عدد اعلاناتها (16) اعلاناً , و بالمقابل وقع الاختيار على اخر (10) شركات في السلم وهي صاحبة النسبة الاكبر لتمثل اسهم القيمة وكان عدد اعلاناتها (27) اعلاناً تمهيداً لإجراء الاختبار وكما هو ظاهر في الجدول (1) .

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 بالإضافة الى يوم الحدث وتعني المشاهدة لسعر السهم في الجلسة اليومية بمعنى ان المدة المعتمدة للدراسة في تحليل الحدث (اعلان اعادة الشراء) تتكون من (30) يوماً علماً ان جميع هذه البيانات تم اخذها من تقارير سوق الكويت للأوراق المالية على الموقع (www.kuwaitse.com) .

جدول (1)

الشركات التي اعلنت عن اعادة شراء اسهمها بحسب النمط

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

المصدر : (من إعداد الباحثين بالاعتماد على تقارير سوق الكويت للأوراق المالية)

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

1.6.2. مدة وبيانات نافذة التقدير :

- 1 . اسعار الاغلاق اليومية لاسهم الشركات عينة الدراسة طوال مدة (75) يوماً تقويمياً سابق 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 دراسة الحدث وقد تطلب ذلك الحصول على (16) سعر إغلاق يومي قبل تأريخ الإعلان المعني وسعر إغلاق يوم الإعلان و (14) سعر إغلاق يومي بعد تأريخ الإعلان .

- 2 . أسعار الإغلاق اليومية لمؤشر سوق الكويت للأوراق المالية للمدد المناظرة لأسعار أسهم الشركات التي دخلت في إعلانات اعادة الشراء ضمن عينة دراسة الحدث .
3. معدل الفائدة اليومي على حوالات الخزينة الكويتية للمدة المناظرة لعينة إعلانات دراسة الحدث .

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

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

3 . اثر المحتوى المعلوماتي لإعلانات اعادة الشراء في اسعارها باطار نظرية الاشارة اعتماداً على نمط الاسهم : تغطية معرفية :

1.3 . اعادة شراء الاسهم المفهوم والطبيعة :

ويقصد بعمليات إعادة شراء الشركة لأسهمها (Stock Repurchases) هو إعادة شراء جزء من اسهمها القائمة لغرض تعزيز سعر السهم (Muller, 2010 : 4) . واصبحت اعادة شراء الاسهم تستخدم من لدن الشركات كأداة مهمة من ادوات الهندسة المالية في حقل الادارة المالية وخاصة في الدول المتقدمة مثل الولايات المتحدة وكندا واستراليا وغيرها (Chatterjee & Rakshit , 2012: 28) , التي تؤثر على قرارات متعددة في الشركة مثل المدفوعات النقدية وهيكل

راس المال والاستثمار وسياسات تعويضات الادارة , فضلاً عن ذلك , ان اعادة شراء الاسهم عملية متزايدة الاهمية في الاسواق المالية الاكثر تطوراً (Lasfer , 2014: 6) . وإعادة الشراء ازدادت اهميتها بشكل كبير في السنوات الأخيرة فقد أصبحت تلك العمليات نشاط مالي رئيسي , ويبدو انه في تزايد مستمر ليصبح النشاط الأول لسياسات توزيعات الأرباح وذلك من خلال إعادة سيولة نقدية أكثر الى حملة الأسهم في إعادة الشراء (Ross et.al, 2008 : 517) مما حصلوا عليه في صيغة المدفوعات النقدية منذ اواخر تسعينات القرن العشرين (Brigham & Ehrardt, 2005 : 626) .

إن ازدياد تنفيذ عمليات إعادة الشراء في السنوات الأخيرة يعزى الى أهمية تلك العمليات في المساعدة في منع عمليات الاستيلاء العدائية , وفي تعزيز ثروة المساهمين, وسعر السهم السوقي من خلال (Gitman , 2009 : 616) :-

1. تخفيض عدد الأسهم القائمة في السوق المالية , ينعكس ايجابياً على ربحية السهم الواحد . إذ يرتفع نصيب السهم الواحد من صافي الربح القابل للتوزيع , وذلك نظراً لانخفاض عدد الأسهم المصدرة بافتراض ثبات الأرباح بعد شراء الشركة لأسهمها , والواقع ان اعادة شراء الاسهم تؤثر بشكل كبير ومباشر على كل من البسط والمقام في احتساب ربحية السهم الواحد (EPS) (Young & Yang , 2008 : 1) ; (Hribar, et al. 2006 : 3) . بعبارة أخرى , أن عملية إعادة الشراء تؤدي الى تخفيض عدد الأسهم المصدرة من جانب , ومن جانب آخر فإنها تؤثر ايجابياً في ربحية السهم الواحد مما ينعكس ذلك ايجابياً على سعر السهم في السوق المالية (Ross, et.al, 2003 : 625) .

2. إرسال إشارة ايجابية (Positive Signal) الى المستثمرين في السوق المالية , يشير مضمونها الى أن الادارة ترى بأن السهم يتداول في السوق المالية بأقل من قيمته الحقيقية العادلة Fair Value , إذ يمكن تفسير قرارات اعادة شراء الاسهم بوصفها اشارة ايجابية جيدة الى المستثمرين عن مستقبل الشركة وقيمتها , فقد يفسر المستثمرون بأن ادارة الشركة لها اطلاع اكثر على اسعار الاسهم من المستثمرين الاخرين (Isagawa , 2002 : 20) . وحينما تتجه الشركة الى اعادة شراء اسهمها هذا يعني ان اسعار اسهمها الحالية فعلاً دون قيمتها الحقيقية العادلة (Wiyada & Aekkachai , 2013 : 77) . فعمليات اعادة شراء الاسهم اصبحت الطريقة المفضلة للبدأ بالتوزيعات النقدية على حملة الاسهم .

وفي سنة 1981 بدأت اكثر من 81% من الشركات الامريكية بإعادة شراء اسهمها القائمة في السوق بدلاً من دفع مقسوم الارباح (Brigham & Ehrardt,2005: 626) وهناك سقف قانونية تحدد كمية الاسهم التي بالإمكان اعادة شرائها, التي يمكن تعديلها (modify) حينما تقوم الشركة بإعادة شراء أسهمها , وبهذا المعنى , فان قدرة الشركات

لتعديل كمية اعادة شراء الاسهم في السوق المفتوحة OMR وتقديم ما يبهر ذلك من لدن الشركات تعد السمة المميزة لإعادة الشراء بالمقارنة مع المقسوم النقدي , التي ربما تأخذ بنظر الاعتبار وجود برامج اعادة الشراء في الدول التي لديها قيود قانونية على حجوم او كميات اعادة الشراء . وتعد اعادة شراء الاسهم ذا فائدة , لأنه يمكن من خلالها تعديل هيكل راس المال والسيطرة على الشركة وصعوبة ايجاد البديل لهذا الغرض في المقسوم النقدي وهذا ما حفز المديرين على استخدام برامج اعادة الشراء لهذا الغرض (Gonzalez & Gonzalez , 2000 :12) . اذ يمكن استخدام اعادة الشراء لنتج تغييرات كبيرة في هيكل راس المال , على سبيل المثال , عندما قررت شركة اديسون (Edison) ان تقتصر (400) مليون دولار , واستخدام هذه الاموال في اعادة شراء اسهمها , لذلك استطاعت الشركة ان تغير هيكل راس مالها بسرعة , ويمكن للشركات اعادة شراء اسهمها لاستخدامها في خيارات الاسهم ككون مهم في تعويض العاملين , وتستخدم تلك الاسهم حينما ينفذ هؤلاء العاملون خياراتهم , وهذا ما يجنب الشركة من اصدار اسهم جديدة و تخفيض الارباح , واستخدمت شركة مايكروسوفت وشركات اخرى هذا الاجراء في السنوات الاخيرة (Brigham & : 630) Ehrardt, 2005 .

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

وفي الوقت الذي لا تفرض فيه برامج اعادة الشراء في السوق المالية اية التزامات ثابتة على الشركة , فان اعادة الشراء تمنح الشركات المرونة الكافية في تقرير ما اذا كان من مصلحتها تنفيذ عملية اعادة الشراء من عدمها في المستقبل , وبعبارة اخرى , ان برامج اعادة شراء الاسهم في السوق المفتوحة زادت من مجموعة الفرص الاستثمارية المتاحة امام الشركة من خلال السماح للمديرين باستخدام موارد الشركة في اعادة شراء اسهمها حينما يدركوا بأن اسعار الاسهم السوقية

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

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

دون قيمتها الحقيقية او التخلي عن تنفيذ برنامج اعادة الشراء اذا كانت اعلى من قيمتها الحقيقية (6 : Liu , 2009 & Hsu) فبعد الاعلان عن اعادة شراء الاسهم من لدن الشركات , كان هناك تحسن ملموس في العائدات غير العادية والأداء التشغيلي للشركة , ولكن الاعلان عن اعادة شراء الشركة لأسهمها في السوق لا يلزم الشركة بالضرورة بإعادة شراء اسهمها فعلياً في وقت لاحق (411 : Lie , 2005) ; (65 : Chen , 2006) . وقد وجدت الشركات بأن اعادة شراء الاسهم هي الطريقة الافضل في التوزيع , وذلك لغرض تغيير نسبة الرافعة المالية , ومحاربة عمليات الاستيلاء العدائية ومواجهة اثر التخفيض (dilution)³ في خيارات الاسهم للعاملين (4 : McLaughlin , 2012 & Anderson)

2.3. تأثير نمط الاسهم (اسهم القيمة واسهم النمو)

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

وأشار (Ikenberry, et.al , 1995) الى ان اكثر الشركات التي تعيد شراء اسهمها سوف تشهد تغيرات ايجابية في اسعار اسهمها على المدى القصير بعد الاعلان عن اعادة الشراء , وخاصة تلك التي تكون لديها نسبة القيمة الدفترية الى القيمة السوقية مرتفعة وقت الاعلان (Book-to-Market Value (BTMV) , وفي مثل هذه الشركات يشار اليها

³ - اثر التخفيض (dilution) في بعض الاحيان تمنح الشركات المديرين والعاملين فيها خيارات اسهم كحافز تشجيعاً لهم وهذا الامر شائع جداً في الولايات المتحدة واليابان . واثار (Kato, et. al , 2005 : 435 - 461) عند تنفيذ هذه الخيارات يفضي الى تخفيض ربحية السهم مما يؤثر في سعر السهم اي تخفيض سعر السهم , لذا ان اعادة شراء الاسهم تسمح للشركات بتوزيع النقد بدون تخفيض قيمة السهم (Tong, et.al,2012:5) .

بأسهم القيمة او الدخل (Value Stocks) اذ انه من المتوقع ان تكون العائدات غير العادية بعد الاعلان عن اعادة الشراء اعلى بالمقارنة مع الشركات التي تكون لديها نسبة القيمة الدفترية الى القيمة السوقية منخفضة (BTMV) والمعروفة عموماً بأسهم النمو (Growth Stocks). وأكد (Zhang , 2005) ان اكثر الشركات التي تكون اسعارها اقل من قيمتها الحقيقية هي تلك الشركات التي تكون لديها نسبة القيمة الدفترية الى القيمة السوقية عالية , وعندما تقوم مثل هذه الشركات بالإعلان عن اعادة الشراء اسهمها , فسوف تثير استجابة وتفاعل اكبر من السوق , محاولة منها لرفع اسعارها , وبالمثل فان شركات النمو تكون لديها نسبة القيمة الدفترية الى القيمة السوقية منخفضة . فمن المفترض ان تكون دوافع اعادة شراء الاسهم نابعة من اسباب اخرى غير انخفاض القيمة (Fisal , 2008:7).

3.3. الآثار المالية لإعادة شراء الأسهم:

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

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

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

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

قيمة الاسهم المعاد شرائها من إجمالي حق الملكية بالميزانية , وهذا يفضي بالضرورة الى ارتفاع نسبة العائد على حق ملكية الشركة (ROE) (Wronska , 2013 : 217) .

5. **سعر السهم السوقي** : ان قيام الشركة بإعادة شراء أسهمها يدعم الطلب على أسهم الشركة مما يؤدي إلى ارتفاع سعر السهم السوقي , إذ يراه المستثمر انه قرار يظهر مدى ثقة الشركة في ان السعر الذي يتداول به أقل من قيمته العادلة (Moore, 2013:20) . فضلاً عن ان ارتفاع مقسوم ارباح السهم يفضي الى ارتفاع السعر السوقي للسهم , لان الأخير ما هو الا القيمة المخصومة لمدفوعات المقسوم النقدية .

6. **القيمة الدفترية للسهم** : ترتفع قيمة السهم الدفترية إذا كانت تكلفة شراؤه تقل عن قيمته الدفترية وتنخفض إذا كانت تكلفة شراؤه تزيد عن قيمته الدفترية .

7. **مضاعف ربحية السهم** : محتوى هذه النسبة تعبر عن عدد المرات التي يستلم بها المستثمر الربح لتبرير السعر المدفوع للسهم (Amling , 1974, 451) . إذ يتم حسابه بقسمة سعر السهم السوقي على ربحية السهم P/E وينخفض نتيجة لزيادة ربحية السهم مما يجعل سعر السهم أكثر جاذبية (Shen , 2000 : 24) , فكلما انخفضت هذه النسبة كان مضاعف الربحية افضل . بعبارة اخرى , كلما كان مضاعف الربحية منخفضاً يعني أن سعر السهم ملائم للشراء , وذلك مبني ايضا على توقعات ربحية السهم في المستقبل بأن تبقى كما هي او ان تتحسن , اما في حال كون المضاعف مرتفعاً فسوف يقوم المستثمرون بالابتعاد عن او بيع هذا السهم . لذا فان اعادة شراء الاسهم سوف تقضي الى تحسين مضاعف الربحية . وحتى حينما يبقى مضاعف الربحية للاسهم المتداولة من دون تغيير, فإنه يؤدي في نهاية الامر الى رفع سعر السهم (1 : Picardo , 2013) . ولغرض فهم الآثار المالية لإعادة شراء الاسهم على الجوانب المالية السالفة الذكر يعرض الجدول (2) مثلاً على احدى الشركات الافتراضية :-

الجدول (2)

مثال افتراضي على الاثار المالية لإعادة الشراء

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

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

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

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

4.3. مصادر تمويل عملية اعادة شراء الاسهم :

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

وفهم الكيفية التي تتم بها عملية تمويل اعادة شراء الشركة لأسهمها يساعد على تحقيق فهم افضل لدوافع اعادة الشراء فعلى سبيل المثال , اعادة الشراء بدافع التدفقات النقدية الفائضة (فرضية التدفق النقدي الحر) ستمول باستخدام الاحتياطيات النقدية الفائضة , ومع ذلك , اذا كانت السيولة منخفضة جداً في الشركة ذات النمو المرتفع واسهمها مقيمة بأقل من قيمتها الحقيقية فان عملية اعادة شراء الاسهم تكون وسيلة فعالة للإشارة الى ابخاس القيمة هذا من جانب السوق , وعن طريق اقتراض الاموال , فان الشركة تكون قادرة على تمويل عمليات اعادة الشراء وتقل بذات الوقت المعلومات الخاصة الى السوق (فرضية الاشارة) , واذا كان لدى الشركة مديونية اقل مما يمليه هيكل راس المال الامثل , يجوز للشركة استخدام هذا المتسع من القابلية على الاستدانة لإعادة شراء الاسهم , ومن خلال تمويل اعادة الشراء , تصبح الشركة قادرة على نقل الثروة من حملة المديونية الى حملة الاسهم (فرضية نقل الثروة) (Minnick & Zhao , 2006 : 2) .

وفي الولايات المتحدة ينبغي ان يكون تمويل اعادة شراء الاسهم من الاحتياطيات الفائضة او الارباح المحتجزة , وهذا يعني اذا لم يكن لدى الشركة الاحتياطيات المطلوبة (requisite reserves) , فإنه من غير المسموح لها ان تعيد شراء اسهمها , وفي اغلب البلدان الاخرى (باستثناء الولايات المتحدة) , هناك شروط قانونية مماثلة لهذه الشروط , بعبارة اخرى , ان اعادة شراء الاسهم ينظر لها بوصفها وسيلة لإعادة الارباح المحتجزة او المتراكمة لحملة الاسهم , وهذا يعني : انها تعد بديلاً لدفع مقسوم الارباح الخاص (Gupta , et.al , 2005 : 60) .

5.3 . اساليب التعامل بالأسهم المعاد شراؤها :

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

- ❖ تحتفظ الشركة بأسهم الخزينة بشكل مؤقت , اذ تلجأ الشركات لهذه الحالة في حالة وجود فائض نقدي لدى الشركة غير مستغل , او عندما تشعر الشركة ان اسعار أسهمها السوقية دون قيمتها الحقيقية , او لتنشيط التداول بأسهم الشركة .
- ❖ تخفيض رأس مال الشركة , ومن ثم تخفيض حجم استثماراتها . اذ تعمل الشركة على تحقيق التوازن بين الأموال المتاحة للاستثمار وبين الحاجة الحقيقية لتمويل خططها الاستثمارية من لدن الشركة , وإعادة الأموال إلى المساهمين في حالة عدم وجود فرص لاستثمارها .
- ❖ إعادة بيع الأسهم في السوق المفتوحة لتوفير السيولة النقدية للشركة , وبهذه الحالة تعد مصدراً للتمويل .
- ❖ استخدام هذه الأسهم في تشجيع وتحفيز العاملين (كخيارات اسهم) من خلال تملكها للمديرين العاملين بالشركة على وفق النظام المعتمد من الجمعية العامة للشركة .
- ❖ إعادة توزيع هذه الأسهم على المساهمين كأسهم مجانية أو بسعر مخفض كنوع من طرائق توزيع الأرباح على حملة الاسهم .
- ❖ استخدام الاسهم المعاد شراؤها في عمليات التبادل , اذ تقوم الشركة بشراء أسهمها عند رغبتها في الاستيلاء على شركات أخرى مقابل مبادلة أسهمها مع أسهم مساهمي الشركات الأخرى المستهدفة .
- ❖ الغاء او شطب الاسهم المعاد شراؤها ومن ثم تخفيض رأس مال الشركة بمقدار تلك الأسهم التي تم الغائها.

6.3 . عدم التماثل المعلوماتي : Informational Asymmetry

ان عدم التماثل المعلوماتي تعد واحدة من الحجج التي تستند إليهما نظرية اعادة شراء الاسهم , إذ إن هذه المشكلة تكون موجودة حينما تكون السوق المالية ليست كفوءة بشكل تام , اي حينما لا تعكس اسعار الاسهم جميع المعلومات المهمة ذات الصلة بشكل كامل وسريع وغير متحيز , كما ان مستوى كفاءة السوق يُؤثر في قوة استجابة السوق لسلوك الشركات (6 : 2006 , Kivi) بعبارة اخرى: ان وجود حالة عدم التماثل المعلوماتي بين المشتركين في السوق يمكن ان تؤدي الى حيازة المطلعين (ولاسيما المدراء) معلومات جيدة ولاسيما عن الربحية المتوقعة , ومستقبل اداء الشركة , ولكن

اسعار الاسهم السائدة في السوق لا تعكس ذلك , لان جمهور المستثمرين العام لا يحصلون سوى على المعلومات العامة المعلنة (26: 2009, Thanatawee) والسبب في هذا هو ان المطلعين لا يفصحون بسهولة وبشكل مجاني عن المعلومات الخاصة . إلا ان بيئة المعلومات الاكثر غنى بالمعلومات العامة , التي تتسم بمعلومات أكثر دقة وأكثر فائدة ينبغي ان تخفف جزءاً من مشكلة الاختيار الخاطيء بين المديرين والمستثمرين مما يقلل من الضغط على المديرين لنقل المعلومات الخاصة الى السوق (Hail,et.al,2013:1) . فأن احتمالية اعادة شراء الاسهم ينبغي ان تكون اعلى في الشركات ذات الاداء المنخفض (بحسب مقياس Tobin's Q, ونسبة القيمة السوقية الى القيمة الدفترية او اداء سعر السهم السابق) فينبغي ان تكون اعلى حينما يكون هناك عدم تماثل معلوماتي بين المطلعين والمستثمرين أكثر عمقاً , والاحتمال الاكبر ان مثل هذه الحالة تحدث في الشركات الصغيرة (Andres , et.al, 2013:5) . إذ يكون فيها عدم التماثل المعلوماتي اكثر مما هو في الشركات الكبيرة .

وان النماذج النظرية تتوقع بأن الافصاح عالي الجودة يقلل من عدم التماثل المعلوماتي بين الاطراف المتعاملة في الاسواق المالية (Diamond & Verrecchia ,1991: 1328) ; (Heflin , et.al, 2005:1) . وان التغيرات في الاسعار والسيولة النقدية المرتبطة بإعلانات اعادة الشراء , لاسيما مع اعادة شراء الاسهم الفعلية , هي احدى الطرائق التي تحتم دراسة عدم التماثل المعلوماتي المحتملة والمرتبطة بإعادة الشراء (Gottesman & Jacoby , 2006 : 37-58) . فقد ثبت ان هناك علاقة ارتباط وتفاعل بين السياسات المالية (مثل التوزيعات والهيكلة المالي)⁴ وحقوق ملكية المطلعين ترجع الى عدم التماثل المعلوماتي بين المستثمرين المطلعين وغير المطلعين (Jensen , et. al ,1992 : 251) .

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

3.7. مفهوم نظرية الإشارة : Concept of Signaling Theory

تشير هذه النظرية الى الدافع الرئيس لإعادة شراء الاسهم هو ارسال اشارة الى السوق والمستثمرين بان الاسعار السوقية لاسهم الشركة منخفضة دون قيمتها الحقيقية , ويرجع ذلك الى عدم تماثل المعلومات بين المديرين والمساهمين التي

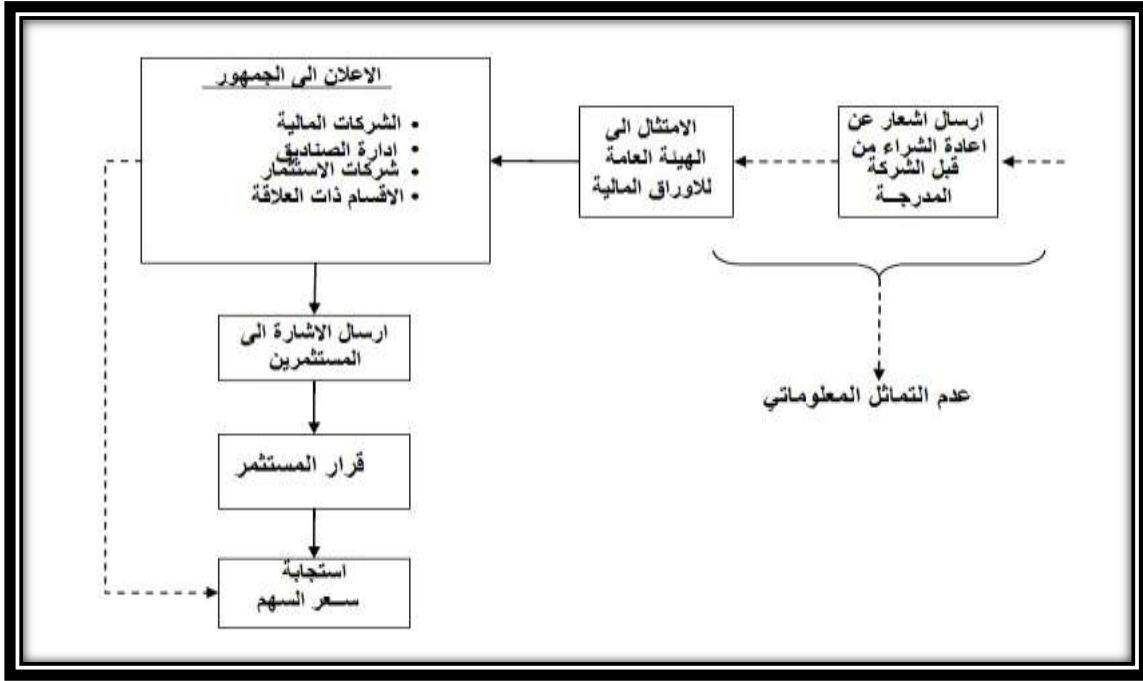
⁴ ويؤثر عدم التماثل المعلوماتي ايضا في قرار اختيار الهيكل المالي الامثل لخاصية الاختيار ما بين التمويل الداخلي والخارجي وما بين الاصدار الجديد للدين وحقوق الملكية (Brealey & Myers, 2000 : 79) ; (Kivi , 2006 : 7) .

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

لذا يحاول المستثمرون تفسير القرارات التي تتخذها الادارة بوصفها اشارات مرسله اليهم بشكل مقصود . وعلى وفق ذلك يمكن تفسير قرارات اعادة شراء الاسهم بعدها اشارة ايجابية جيدة الى المستثمرين عن مستقبل الشركة وقيمتها ، لذلك ينظر المستثمرون لهذه القرارات بأنها اشارة الى ان اسعار الاسهم الحالية منخفضة دون قيمتها الحقيقية ، وان الشركة ترغب بشراء اسهمها بسعر منخفض في هذا الوقت (Nittayagasetwat & Nittayagasetwat, 2013 :77) ، وفي هذا السياق فان اسعار الاسهم المعلن عن اعادة شرائها سوف تستجيب بشكل ايجابي مما يؤدي الى زيادة الطلب عليها في السوق (9 : 2009 , Chemmanur , et.al) ، وهذه الفرضية تتوقع ايضاً بان العائدات غير العادية تكون سالبة قبل الاعلان عن اعادة الشراء اما خلال الاعلان وما بعده فتكون العائدات غير العادية موجبة (: 2007 , Chen) .

224

وأكد (Talmor,1981) ان الاشارات امر لا يمكن تجنبه إذ إن نتائجه تشير الى أنه حالما تصبح الاشارة واضحة للسوق (في حالة وجود عدم تماثل معلوماتي) ، فان الاشارة تتجسد في كل قرار من القرارات التي تتخذها الشركة ، فأغلب نماذج الاشارة التي فسرت سلوك سعر السهم الناشئ من اعلانات الشركة تفترض بأن المطلعين ليس بمقدورهم الانخراط في التداولات لاستغلال ولافادة من مثل هذه الاعلانات . ويوضح الشكل(1) آلية المعلومات المرسله الى المستثمرين .



الشكل (1) آلية نقل المعلومات كإشارة إلى المستثمرين

Source: Yen,N,T.Kem, "Efficient Market and Signaling Hypothesis on Vietnam Stock

Exchange 2006–2009" 2011: 14

3 . 8 . دراسة الحدث :

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

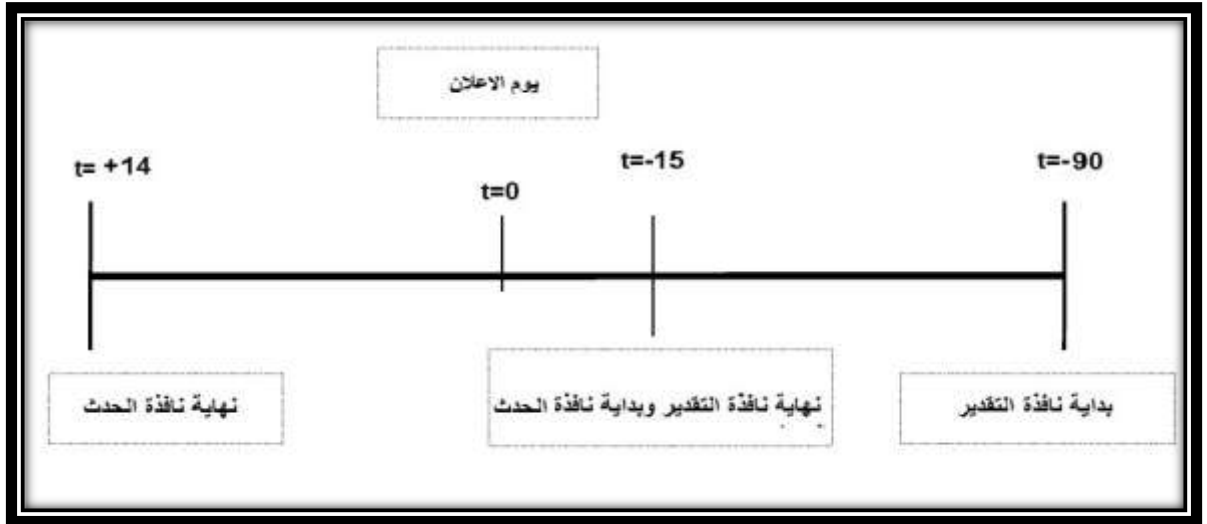
(Pemale , 1989 : 36

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

ولغرض اختبار كفاءة السوق المالية بالشكل نصف القوي للتحقق فيما اذا كان يوجد عائدات غير عادية عن تاريخ الاعلان عن اعادة الشراء ام لا . فأى إعلان جديد من لدن الشركات يترتب عليه استجابة سريعة من لدن المشاركين في السوق . وهذه الاستجابة يمكن أن تكون في اثناء او بعد الإعلان عن الحدث ، وسبب الاستجابة السريعة هي لورود معلومات جديدة الى السوق غير متوقعة من لدن المستثمرين . ووفقاً لهذا الشكل من الكفاءة ان اسعار الاسهم تتغير وتعدّل على الفور في السوق ، وفي هذه الحالة فان المشاركين لن يكون بمقدورهم تحقيق عائدات غير عادية نتيجة لذلك . اما بوجود عدم التماثل المعلوماتي بين المطلعين والمستثمرين واستغلال هذه المعلومات يمكنهم ان يحققوا عائدات غير عادية وهذه العائدات لا ترتبط بالمعلومات العامة المتاحة للجمهور وإنما ترتبط بالمعلومات السرية الخاصة التي بحوزة المطلعين . ويمكن قياس استجابة سعر السهم لإعلانات اعادة شراء الاسهم من السوق المالية من خلال تطبيق منهجية دراسة الحدث القياسية (standard event methodology) لـ (Brown & Warner,1985:31) ، وبغية احتساب العائدات غير العادية المتعلقة بتاريخ الاعلان عن برامج اعادة شراء الاسهم . يمكن استخدام الخطوات الآتية (Cremers, 2012:17) ; (De jong & DeGoeij,2011) ; (Chen,2013:17-19) ; (Isa) ; (Gunalpa ,et.al ,2011:15-16) ; (et.al,2011:36-37) -

الخطوة الاولى : تحديد مدة الحدث ومدة التقدير : الاولى يطلق عليها نافذة الحدث ، وهي المدة التي تتمحور عن الحدث ما قبله وما بعده . ولا توجد مدة حدث مثالية ، ولكن هناك مدة حدث مناسبة لظروف الشركة (Yen, 2011: 7) . والتي تتكون من تاريخ الاعلان لإعادة الشراء (اليوم 0) والأيام التي تتمحور قبل وبعد الاعلان والمدة الثانية هي نافذة التقدير وهي المدة التي تسبق يوم الاعلان وهي محدد بالإشارة السالبة ، بينما الايام التي تلي يوم الاعلان تكون اشارتها موجبة . فمدة نافذة الحدث التي تتمحور عن تاريخ الاعلان (الحدث) عادة ما تكون (30) يوماً ، اذ تتكون من (15- يوماً)

قبل الحدث و(+14 يوماً) بعد الحدث فضلاً عن يوم الحدث . وتتكون نافذة التقدير من 75 يوم تقويمي (90 - الى -16) قبل الحدث وهذه المدة عادة ما تكون نظيفة اي خالية من اي حدث , اذ نفترض بأنه لم تكن هناك عوامل ذات صلة من شأنها ان تؤثر في الحدث المستهدف (17 - 16 : 2013 , Chen) ويوضح الشكل (2) الخط الزمني لدراسة الحدث (Seifert & Stehle , 2003:10) .



الشكل (2) يوضح الخط الزمني لنافاذتي الحدث والتقدير

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

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

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

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)

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

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

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

الخطوة الرابعة : قياس العلاقة الخطية بين عائدي السهم والسوق :

يمكن قياس العلاقة الخطية بين عائد السهم وعائد السوق ، والتي تستخدم طوال مدة نافذة التقدير الـ 75 يوماً

لحساب β_i . (Bhana ,2007:28); (Hackethal & Zdantchouk , 2005 : 18) ; (2 : 2009 ,

Hyderabad) فتعد تقديرات (البيتا) مهمة لأنها سوف تعطي عائداً متوقعة خلال مدة الحدث . على سبيل المثال

يمكن استخدام نموذج التسعير لإيجاد العائدات المتوقعة ، اذ يمكن استخدامها في تقدير الأسعار خلال مدة نافذة التقدير

بشكل معقول ، اذ تمثل البيتا الميل (الذي يقيس العلاقة بين عائد السوق وعائد السهم) (Axelsson & ,2011:18)

(Brissman ; (Al-Kuwari ,2009:44) .

الخطوة الخامسة : حساب العائد المتوقع : يمكن حساب العائد المتوقع للورقة المالية باستعمال نموذج تسعير

الموجودة الرأسمالية (CAPM) (Cremers , 2012 : 18) ، الذي قدمه (Sharp ,1964 : 425- 442)

، الذي يستخدم لتقدير كلفة التمويل الممتهك للمؤسسات التي تتداول أسهمها في البورصات ، إذ يحدد هذا النموذج العلاقة

بين مخاطرة السوق مقاسة بالبيتا والعائدات المطلوبة من لدن المساهمين (Harms, 2000 : 66) ، وذلك من

خلال جمع العائد الخالي من المخاطرة (سعر الفائدة) مع علاوة المخاطرة للأسهم التي تعكس مخاطرة السوق غير القابلة للتوزيع (431 : Koch & MacDonald , 2010) , وهذا النموذج يعبر عن العائد لورقة مالية معينة كدالة لعائد السوق. ويحسب على النحو الآتي (11 : Nossa ,et.al , 2010) :-

$$\hat{R}_{it} = rf + \beta_i(Rm - rf) \dots \dots \dots (3).$$

اذ ان :

rf : هو المعدل الخالي من المخاطرة .

β_i : بيتا تقيس العلاقة بين عائد السوق وعائد السهم .

$(Rm - rf)$: علاوة المخاطرة .

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

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

اذ ان :

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

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

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

$$CAR = \sum_{t=t_1}^{t_2} AR_{it} \dots \dots \dots (5)$$

اذ ان :

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

t : طول نافذة الحدث .

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

$$CAAR = \frac{1}{N} \sum_{t=t_1}^{t_2} CAR \dots \dots \dots \dots \dots \dots (6)$$

اذ ان :

CAAR : هو متوسط العائد غير العادي اليومي المتراكم .

N : عدد الاحداث .

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

4. اختبار اثر المحتوى المعلوماتي لإعلانات اعادة الشراء اعتماداً على نمط الاسهم : تغطية تحليلية

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

فالشركات التي تكون نسبة قيمتها الدفترية الى قيمتها السوقية مرتفعة تمثل اسهم القيمة وبالعكس تمثل اسهم النمو , وبالعادة فان اكثر الشركات التي تكون اسعارها السوقية دون قيمتها الحقيقية تنتمي لمجموعة شركات القيمة , وحينما تقوم مثل هذه الشركات بالإعلان عن اعادة شراء اسهمها , فسوف تثير استجابة وتفاعل اكبر من جانب السوق , محاولة منها لرفع اسعارها, اذ انه من المتوقع ان تكون العائدات غير العادية اعلى بالمقارنة مع شركات النمو .

1.4. اختبار اعادة شراء اسهم القيمة :

يظهر الجدول (3) متوسط العائدات اليومية غير العادية ومتوسط العائدات اليومية غير العادية المتراكمة للسهم والمتوسط اليومي لمتوسط العائدات غير العادية المتراكمة لإعلانات اعادة شراء اسهم القيمة المذكورة انفاً ولمدة (15) يوماً قبل يوم الاعلان فضلاً عن يوم الاعلان (الحدث) و (14) يوماً بعد الاعلان . ويبين العمودان الثاني والثالث للذان يمثلان على التوالي متوسط العائدات غير العادية ومتوسط العائدات غير العادية المتراكمة ومتوسطاتها لاسهم شركة وثاق للتأمين التكافلي (وثاق) فعلى الرغم من ان هذه الشركة تعد من شركات القيمة الا انها فضلاً عن ذلك تعد من الشركات التي نادراً ما تعلن عن اعادة شراء اسهمها , وهذا النوع من الشركات لا تعلن عن اعادة شراء اسهمها الا اذا كانت اسهمها السوقية فعلاً دون قيمتها الحقيقية , وهي صادقة في ارسال هذه المعلومات الى المستثمرين بأقل تكلفة ممكنة , لذلك كانت الاستجابة موضوعية ودقيقة مما ادى الى حصولها على عائدات غير عادية موجبة . هذا يعني: إن الاستجابة للمحتوى المعلوماتي لهذا النوع من الاعلانات جيدة , فكانت العائدات غير العادية على طول نافذة الحدث موجبة باستثناء اليوم الحادي عشر قبل الاعلان واليوم السابع بعد الاعلان والايام الثلاثة الاخيرة من نافذة الحدث مما افضى الى اتجاه عام موجب للعائدات غير العادية المتراكمة ولجميع مشاهداتها في نافذة الحدث , فبلغ اعلى العائدات غير العادية في اليوم الرابع عشر قبل الاعلان (0.0577) . وادنى العائدات غير العادية كان في اليوم الحادي عشر قبل الاعلان (-0.0139) وكان العائد غير العادي في يوم الاعلان (0.0122) . وبعد تاريخ الاعلان استمرت العائدات غير العادية ترتفع وتتناقص ايجابياً وسلبياً حتى استقرت في اخر مشاهدة في اليوم الرابع عشر من نافذة الحدث عند (-0.1088) , وان العائدات غير العادية المتراكمة بعد الاعلان لم تستقر عند (0.3814) وهو CAR في يوم الاعلان , واخذت ترتفع عن هذه القيمة كثيراً من اليوم الاول بعد الاعلان حتى اليوم الرابع عشر نتيجة للعائدات غير العادية التي كان اتجاهها العام موجباً خلال هذه المدة فان لهذه النتيجة ثلاث حقائق هي : الحقيقة الاولى : هي ان لإعلان اعادة الشراء محتوى معلوماتي مؤثراً , والدليل على ذلك تحقق عائدات غير عادية (بغض النظر عن اشارتها) , والتي ينبغي ان تكون صفراً اذا لم يكن للإعلان محتوى

معلوماتي مؤثر , وهذا يعني ضمناً وجود مشكلة عدم تماثل معلوماتي . والحقيقة الثانية : هي ان استجابة السوق متحيزة نتيجة العائدات غير العادية السالبة , والحقيقة الثالثة : ان استجابة السوق بطيئة وليست تامة نتيجة تحقق عائدات غير عادية موجبة حتى بعد مرور اسبوعين من تاريخ الاعلان . وفي ذلك اشارة مهمة للمستثمرين تُنبأ عن خلل في كفاءة سوق الكويت المالي من الناحية المعلوماتية .

ويظهر العمودان الرابع والخامس المتمثلان بمتوسط العائدات غير العادية ومتوسط العائدات غير العادية المتراكمة لاسهم شركة المساكن الدولية للتطوير العقاري (مساكن) بأن هذه العائدات قبل الاعلان وفي اثنائه وبعده كانت متقلبة , فتارةً موجبة وتارةً اخرى سالبة , الا ان الغلبة كانت من جانب العائدات السالبة مما افضى الى اتجاه عام سالب للعائدات غير العادية المتراكمة ولجميع مشاهداتها في نافذة الحدث ما عدا سبعة ايام قبل الاعلان من اصل ثلاثين يوماً ويبدو ان هناك معلومات سلبية قد تسربت الى المستثمرين , مع العلم ان الشركة فعلاً اعلنت ولم تقوم بإعادة شراء اسهمها لبعض اعلاناتها مما أفقد المستثمرين ثقتهم بإعلاناتها ونتيجة لذلك كانت الاستجابة سلبية , فكان اعلى عائد غير عادي قبل الاعلان في اليوم الرابع عشر (0.0233) واقل عائد غير عادي كان في اليوم السادس قبل الاعلان (-0.0307) وفي يوم الاعلان كان العائد غير العادي موجباً بقيمة (0.0022) . واستمرت العائدات متقلبة حتى نهاية نافذة الحدث هذا من جانب , ومن جانب اخر , طالما ظهرت قيم CAR متقلبة في الجزء الاول من نافذة الحدث (قبل الاعلان) نتيجة تحقق عائدات غير عادية AR متقلبة ما بين الموجب والسالب والارتفاع والانخفاض لكن اتجاهها العام كان سالباً , وفي ذلك دلالة على ان الاستجابة متحيزة من جانب السوق لإعلان إعادة شراء اسهم هذه الشركة . فضلاً عن ذلك , فان العائدات غير العادية المتراكمة بعد الاعلان لم تستقر عند (-0.0306) وهو CAR في يوم الاعلان واخذت ترتفع وتتحفض سلبياً عن هذه القيمة طوال المدة ما بعد الاعلان لغاية آخر يوم في نافذة الحدث نتيجة للعائدات غير العادية التي كان اتجاهها العام سالباً خلال هذه المدة وتؤكد هذه النتيجة على ثلاث حقائق الحقيقة الاولى : هي ان إعلان إعادة الشراء محتوى معلوماتي مؤثر والدليل على ذلك تحقق عائدات غير عادية (بغض النظر عن اشارتها) , والتي ينبغي ان تكون صفراً اذا لم يكن للإعلان محتوى معلوماتي مؤثر , وهذا يعني ضمناً وجود مشكلة عدم تماثل معلوماتي . والحقيقة الثانية : هي ان استجابة السوق متحيزة نتيجة للعائدات غير العادية السالبة , والحقيقة الثالثة : ان استجابة السوق بطيئة وليست تامة نتيجة تحقق عائدات غير عادية سالبة حتى بعد مرور اسبوعين من تاريخ الاعلان , وفي ذلك اشارة مهمة للمستثمرين تُنبأ عن خلل في كفاءة سوق الكويت المالي من الناحية المعلوماتية .

الجدول (3)

متوسط العائدات اليومية غير العادية ومتوسط العائدات غير العادية المتراكمة ومتوسطاتها لاسهم القيمة المعاد شرانها

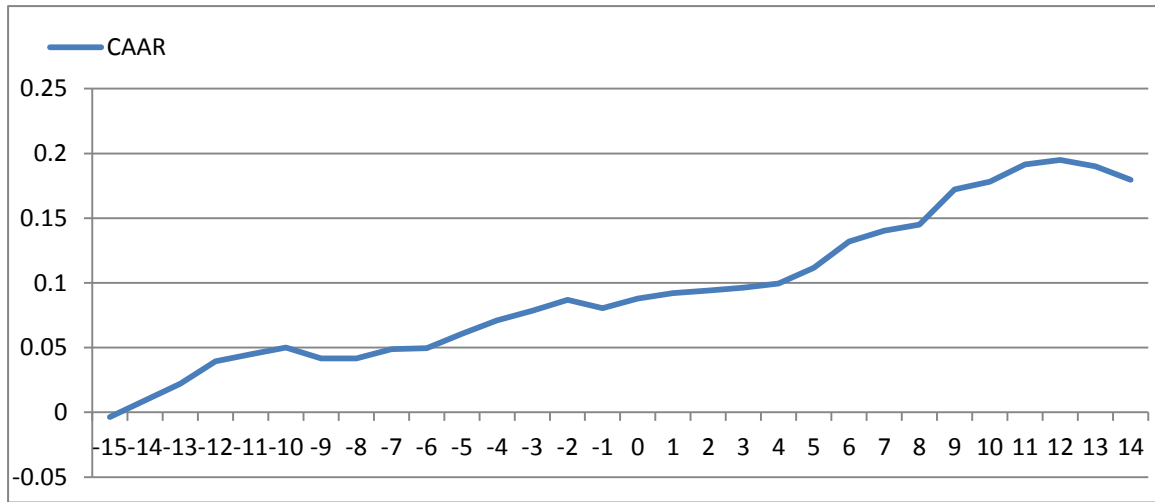
نافذة الحدث	وثاق		مسكن		كوبينية		المدينة		المغربية		التخصيص		الامتياز		ارزان		الرابطه		كفئك		اسم القيمة		
	*CAR1	AR1	CAR3	AR3	CAR2	AR2	CAR3	AR3	CAR2	AR2	CAR2	AR2	CAR3	AR3	CAR3	AR3	CAR5	AR5	CAR1	AR1		CAR5	AR5
-15	0.0293	0.0293	-0.0057	-0.0057	-0.0108	-0.0108	-0.0482	-0.0482	0.0168	0.0168	-0.0046	-0.0046	-0.0127	-0.0127	-0.0054	-0.0054	0.0113	0.0113	-0.0068	-0.0068	-0.0037	-0.0037	CAAR
-14	0.0577	0.0577	0.0233	0.0233	0.0176	0.0176	-0.008	-0.008	0.0355	0.0355	0.0131	0.0131	0.0084	0.0084	-0.0202	-0.0202	0.0227	0.0227	-0.0075	-0.0075	0.0093	0.0093	CAAR
-13	0.0256	0.0256	0.0069	0.0069	0.0245	0.0245	-0.0114	-0.0114	0.0193	0.0193	0.0155	0.0155	0.0239	0.0239	-0.0042	-0.0042	0.0232	0.0232	0.0328	0.0328	0.0222	0.0222	CAAR
-12	0.0155	0.0155	0.0008	0.0008	0.0253	0.0253	-0.0018	-0.0018	0.0953	0.0953	0.0345	0.0345	0.0584	0.0584	0.0117	0.0117	0.0107	0.0107	0.036	0.036	0.0395	0.0395	CAAR
-11	-0.0139	-0.0139	0.0099	0.0099	0.0352	0.0352	-0.0059	-0.0059	0.0247	0.0247	0.0181	0.0181	0.0765	0.0765	-0.0104	-0.0104	0.0232	0.0232	-0.0093	-0.0093	0.0448	0.0448	CAAR
-10	0.0168	0.0168	-0.0027	-0.0027	0.0325	0.0325	-0.0154	-0.0154	-0.0075	-0.0075	0.0028	0.0028	0.0793	0.0793	0.013	0.013	0.0312	0.0312	0.0329	0.0329	0.05	0.05	CAAR
-9	0.0063	0.0063	-0.0264	-0.0264	0.0061	0.0061	-0.0043	-0.0043	0.0002	0.0002	-0.0282	-0.0282	0.0511	0.0511	-0.0013	-0.0013	0.006	0.006	0.0463	0.0463	0.0417	0.0417	CAAR
-8	0.0382	0.0382	0.0009	0.0009	0.007	0.007	-0.0163	-0.0163	0.1763	0.1763	0.0132	0.0132	0.0643	0.0643	-0.0046	-0.0046	-0.004	-0.004	-0.0169	-0.0169	0.0417	0.0417	CAAR
-7	0.0233	0.0233	-0.0111	-0.0111	-0.0041	-0.0041	-0.0023	-0.0023	0.195	0.195	0.0023	0.0023	0.0666	0.0666	-0.0022	-0.0022	0.0318	0.0318	0.042	0.042	0.0488	0.0488	CAAR
-6	0.0336	0.0336	-0.0307	-0.0307	-0.0348	-0.0348	-0.0092	-0.0092	0.218	0.218	0.0142	0.0142	0.0808	0.0808	-0.006	-0.006	0.0362	0.0362	0.0441	0.0441	0.0496	0.0496	CAAR
-5	0.0428	0.0428	-0.0138	-0.0138	-0.0486	-0.0486	0.0102	0.0102	0.308	0.308	0.0238	0.0238	0.1046	0.1046	-0.0079	-0.0079	0.0378	0.0378	0.0426	0.0426	0.0608	0.0608	CAAR
-4	0.0444	0.0444	0.0041	0.0041	-0.0445	-0.0445	-0.013	-0.013	0.009	0.009	0.0279	0.0279	0.1326	0.1326	0.0208	0.0208	0.0386	0.0386	0.0025	0.0025	0.0712	0.0712	CAAR
-3	0.003	0.003	0.0018	0.0018	-0.0427	-0.0427	0.0209	0.0209	0.0124	0.0124	-0.004	-0.004	0.1285	0.1285	-0.0119	-0.0119	0.0608	0.0608	-0.0005	-0.0005	0.0784	0.0784	CAAR
-2	0.0333	0.0333	-0.0021	-0.0021	-0.0449	-0.0449	-0.0107	-0.0107	0.2744	0.2744	0.0324	0.0324	0.1609	0.1609	-0.0079	-0.0079	0.0036	0.0036	0.0089	0.0089	0.087	0.087	CAAR
-1	0.0134	0.0134	0.0121	0.0121	-0.0328	-0.0328	-0.0141	-0.0141	0.01	0.01	0.0092	0.0092	0.1701	0.1701	0.0096	0.0096	-0.064	-0.064	0.0023	0.0023	0.0804	0.0804	CAAR
0	0.0122	0.0122	0.0022	0.0022	-0.0306	-0.0306	0.0007	0.0007	0.307	0.307	-0.0212	-0.0212	0.1488	0.1488	0.0298	0.0298	0.0062	0.0062	-0.0152	-0.0152	0.088	0.088	CAAR
1	0.0087	0.0087	0.0077	0.0077	-0.0229	-0.0229	-0.0089	-0.0089	-0.011	-0.011	0.0074	0.0074	0.1562	0.1562	0.0177	0.0177	-0.0076	-0.0076	-0.0161	-0.0161	0.092	0.092	CAAR
2	0.0183	0.0183	0.006	0.006	-0.0169	-0.0169	-0.0128	-0.0128	0.32	0.32	0.032	0.032	0.1882	0.1882	-0.0232	-0.0232	0.0097	0.0097	-0.0121	-0.0121	0.094	0.094	CAAR
3	0.0167	0.0167	-0.0345	-0.0345	0.01	0.01	-0.0649	-0.0649	0.3066	0.3066	-0.0134	-0.0134	0.1803	0.1803	0.0316	0.0316	0.0053	0.0053	-0.019	-0.019	0.0963	0.0963	CAAR
4	0.0437	0.0437	-0.0216	-0.0216	-0.073	-0.073	-0.0104	-0.0104	0.315	0.315	0.0164	0.0164	0.1967	0.1967	0.0823	0.0823	0.0105	0.0105	-0.0272	-0.0272	0.0995	0.0995	CAAR
5	0.0447	0.0447	0.0381	0.0381	-0.0349	-0.0349	-0.0012	-0.0012	0.0085	0.0085	-0.008	-0.008	0.1887	0.1887	0.0838	0.0838	0.0479	0.0479	-0.0314	-0.0314	0.1117	0.1117	CAAR
6	0.1469	0.1469	-0.027	-0.027	-0.0619	-0.0619	-0.0025	-0.0025	0.323	0.323	0.04	0.04	0.2287	0.2287	0.018	0.018	0.0342	0.0342	-0.0254	-0.0254	0.132	0.132	CAAR
7	-0.0128	-0.0128	-0.006	-0.006	-0.0679	-0.0679	-0.0032	-0.0032	0.3217	0.3217	0.0263	0.0263	0.255	0.255	0.1199	0.1199	0.0276	0.0276	-0.0255	-0.0255	0.1403	0.1403	CAAR
8	0.0828	0.0828	-0.0295	-0.0295	0.7305	0.7305	-0.0974	-0.0974	0.0175	0.0175	-0.0114	-0.0114	0.2436	0.2436	-0.0086	-0.0086	0.011	0.011	-0.0238	-0.0238	0.1451	0.1451	CAAR
9	0.1708	0.1708	0.9013	0.9013	0.0167	0.0167	-0.0807	-0.0807	0.3587	0.3587	0.0219	0.0219	0.2655	0.2655	0.138	0.138	0.0011	0.0011	-0.025	-0.025	0.1722	0.1722	CAAR
10	0.0168	0.0168	0.0142	0.0142	-0.0665	-0.0665	-0.004	-0.004	0.3566	0.3566	-0.0021	-0.0021	0.288	0.288	0.0064	0.0064	0.0293	0.0293	-0.0129	-0.0129	0.1781	0.1781	CAAR
11	0.0899	0.0899	1.008	1.008	0.0116	0.0116	-0.0549	-0.0549	0.3754	0.3754	0.004	0.004	0.292	0.292	0.113	0.113	0.0369	0.0369	-0.0263	-0.0263	0.1914	0.1914	CAAR
12	-0.0361	-0.0361	-0.002	-0.002	0.9719	0.9719	-0.00713	-0.00713	0.3874	0.3874	0.0384	0.0384	0.3304	0.3304	0.0033	0.0033	0.0203	0.0203	-0.0299	-0.0299	0.1949	0.1949	CAAR
13	-0.1329	-0.1329	0.0314	0.0314	-0.0256	-0.0256	0.0174	0.0174	0.3955	0.3955	0.0042	0.0042	0.3346	0.3346	0.0102	0.0102	0.0021	0.0021	0.0018	0.0018	0.1899	0.1899	CAAR
14	-0.1088	-0.1088	0.7301	0.7301	-0.0232	-0.0232	-0.0171	-0.0171	0.4403	0.4403	0.0165	0.0165	0.3511	0.3511	-0.0075	-0.0075	-0.0115	-0.0115	0.0056	0.0056	0.1797	0.1797	CAAR

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

والواقع عند تدقيق اعلانات سائر الشركات فيتم التوصل لذات الحقائق الثلاث سالفة الذكر للتو والتي توصلنا اليها

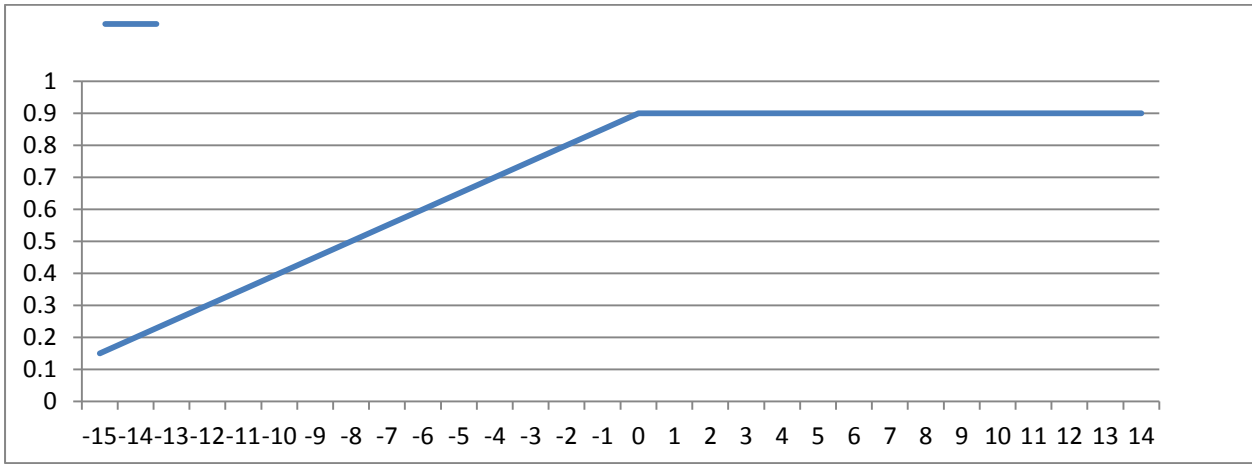
عبر دراسة اعلانات شركتين (وثاق ومسكن) ولغرض الخروج بأحكام عامة مؤكدة لذلك يبين العمود الاخير متوسط

العائدات غير العادية المتركمة (CAAR) لمجمل شركات اسهم القيمة , وكما هو واضح فأن المتوسطات كانت ايجابية على طول نافذة الحدث ماعدا اليوم الخامس عشر قبل الاعلان , فتحقق اعلى متوسط في اليوم الثاني عشر بعد تاريخ الاعلان (0.1949) اما ادنى متوسط فتحقق في اليوم الخامس عشر قبل الاعلان (-0.004) , الاتجاه العام للمتوسطات , وكما هو واضح في الشكل (3) كان موجباً تصاعدياً طوال نافذة الحدث باستثناء اليومين التاسع والثامن قبل الاعلان واليومين الاخيرين اللذين اعاد السوق فيهما تقييم استجابته لحدث اعلان هذا النوع من الشركات فبدأ بالتصحيح . فتحقق العائدات غير العادية بحد ذاتها وبغض النظر عن حجمها واتجاهها يؤكد ان



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

لإعلان اعادة الشراء محتوى معلوماتي مؤثر , وهذا يستبطن بالضرورة الاقرار بوجود مشكلة عدم التماثل المعلوماتي , وكل ذلك يتعارض مع الفرضية الرئيسية الاولى للدراسة . استجابة السوق من بداية اليوم الرابع عشر قبل الاعلان وحتى يوم الاعلان كانت منطقية وموضوعية , لكنها كانت بطيئة وغير كاملة ما بعد الاعلان بسبب استمرار تصاعد المتوسطات المتركمة بعد يوم الاعلان (اليوم 0) ما يشكل خرقاً للاستجابة الكفوءة . والتي من المفترض ان تكون قيمة (CAAR) التي تتم عن الاستجابة الكفوءة من جانب السوق لإعلان اعادة الشراء ينبغي ان تكون موجبة وتصاعدية طوال الايام السابقة ليوم الاعلان وان اكبر قيمة لها ينبغي ان تتحقق في يوم الاعلان وتستقر عنده لغاية اخر يوم من النافذة الزمنية للحدث وكما هو ظاهر في الشكل (4) , وهذا يؤكد , من جانب استجابة كبيرة (وان كانت غير كفوءة في جزء منها) لحدث اعلان اعادة شراء الاسهم من لدن شركات القيمة ويؤكد , من جانب اخر على الاستجابة غير الكفوءة لسوق الكويت لهذا الحدث .



الشكل (4) سلوك CAAR بظل استجابة السوق الكفوءة لإعلان اعادة شراء الاسهم

2.4. اختبار اعادة شراء اسهم النمو :

يعرض الجدول (4) متوسطات العائدات اليومية غير العادية والمتوسطات المتراكمة للسهم والمتوسط اليومي للعائدات غير العادية المتراكمة لإعلانات اعادة شراء اسهم النمو المذكورة انفاً طوال مدة الحدث . بالاسلوب السابق نفسه فسوف نحلل اعلانات شركتين وبعد ذلك نتحول لتحليل اعلانات عينة شركات النمو للخروج بالأحكام العامة لهذا الاختبار .

يعرض العمودان الثاني والثالث , متوسط العائدات غير العادية ومتوسط العائدات غير العادية المتراكمة لاسهم بنك بوبيان (ب بوبيان) . ويبدو ان المعلومات التي وصلت الى المستثمرين عن الشركة غير جيدة بسبب ان الاشارة لهذا النوع من الاعلانات سلبية , فكانت جميع مشاهدات العائدات غير العادية سلبية طوال مدة نافذة الحدث ماعدا ثلاثة ايام قبل الاعلان , وهي اليوم الرابع عشر والثالث عشر والحادي عشر وخمسة ايام بعد الاعلان من اصل ثلاثين يوماً , وهذا يعني ان الغلبة للعائدات السالبة مما افضى الى اتجاه عام سالب للعائدات غير العادية المتراكمة . وكان اعلى عائد غير عادي للسهم في اليوم الثالث عشر قبل الاعلان (0.0103) بينما كان اقل عائد غير عادي للسهم في اليوم الثاني عشر قبل الاعلان (-0.0199) وكان سالباً في تاريخ الاعلان بقيمة (-0.0025) . واستمرت هذه العائدات غير العادية ما بين موجب وسالب حتى استقرت في اخر مشاهدة لنافذة الحدث عند (-0.0151). وهذا يمثل انعكاساً غير صحيحاً قبل الاعلان واثناؤه وبعده للمحتوى المعلوماتي . ولكن لطالما ظهرت قيم CAR وجميع مشاهداتها سالبة خلال المدة السابقة ليوم الاعلان باستثناء اليوم الثالث عشر نتيجة تحقق عائدات غير عادية AR اتجاهها العام كان سالباً ففي ذلك دلالة على استجابة غير صحيحة (متحيزة) من جانب السوق لإعلان اعادة شراء اسهم هذه الشركة . ومن جانب اخر مادامت ان العائدات غير العادية المتراكمة بعد الاعلان لم تستقر عند (-0.0601) وهو CAR في يوم الاعلان واخذت ترتفع وتتنخفض كثيراً عن هذه القيمة طوال المدة ما بعد الاعلان لغاية آخر يوم في نافذة الحدث نتيجة للعائدات غير العادية التي

كانت غالبيتها سالبة خلال هذه المدة , فان لهذه النتيجة ثلاثة مدلولات : المدلول الاول : هو ان لإعلان اعادة الشراء محتوى معلوماتي مؤثر, والدليل على ذلك تحقق عائدات غير عادية (بغض النظر عن اشارتها) , وهذا يعني ضمناً وجود مشكلة عدم تماثل معلوماتي . والمدلول الثاني: هو ان استجابة السوق غير صحيحة نتيجة العائدات غير العادية السالبة , والمدلول الثالث : ان استجابة السوق بطيئة وليست تامة نتيجة تحقق عائدات غير عادية سالبة حتى بعد مرور اسبوعين من تاريخ الاعلان , وفي ذلك اشارة مهمة الى المستثمرين تُنبأ عن خلل في كفاءة السوق , اذ انها تؤكد للمستثمر بأنه لو باع سهم هذه الشركة قبل اعلانها عن اعادة شراء اسهمها بأسبوعين واشترى السهم بأسبوعين بعد الاعلان , فبإمكانه تحقيق عائد غير عادي يزيد على (0.085) وهو (CAR في اليوم +14) .

الجدول (4)

متوسطات العائدات غير العادية والمتوسطات المتراكمة ومتوسطاتها لاسهم شركات النمو التي اعلنت عن اعادة شرائها

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

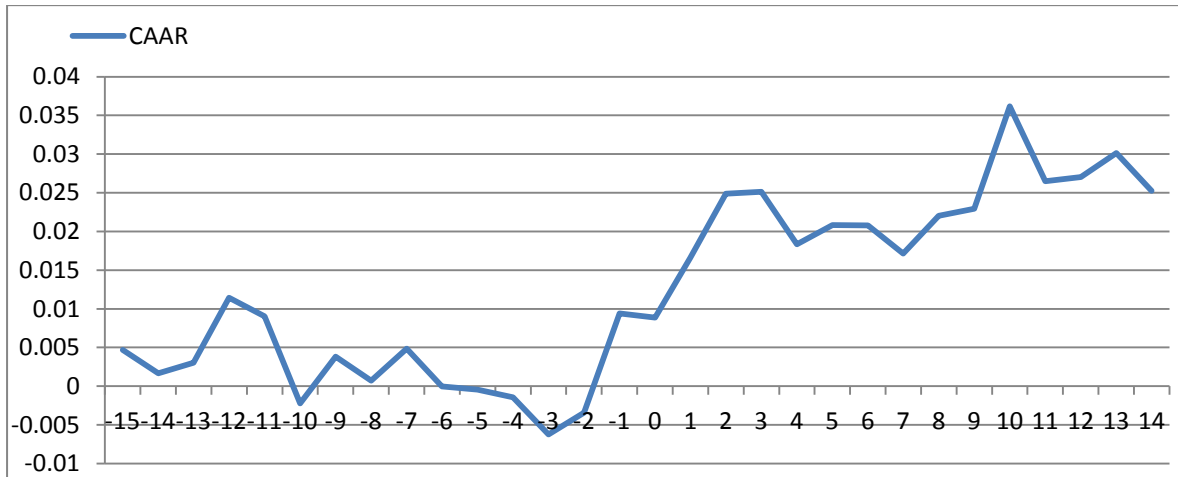
المصدر : (من إعداد الباحثين اعتماداً على تقارير سوق المال الكويتي)

ويعرض العمودان السادس والسابع متوسط العائدات غير العادية ومتوسط العائدات غير العادية المتراكمة لاسهم بنك الخليج وكانت العائدات غير العادية متقلبة ما بين السالب والموجب والارتفاع والانخفاض على مدى نافذة الحدث الا ان الغلبة كانت للعائدات الموجبة مما افضى الى اتجاه عام موجب للعائدات غير العادية المتراكمة ولجميع مشاهداتها في نافذة الحدث على الرغم من ان الشركة هي من شركات النمو. فيبدو ان المعلومات المتسرية الى المستثمرين عن الشركة كانت ايجابية فأنعكست في اسعار اسهمها , او هناك معلومات مرتبطة بالمستثمرين وطريقة تفسيرهم لها , او لان الشركة نادرة الاعلان . وكان اعلى عائد غير عادي للسهم في اليوم الرابع عشر قبل الاعلان (0.0296) بينما كان اقل عائد غير عادي للسهم في اليوم الثالث قبل الاعلان (-0.013) وكان سالباً في تاريخ الاعلان بقيمة (-0.008) , واستمرت هذه العائدات غير العادية ما بين موجب وسالب حتى استقرت في اخر مشاهدة لنافذة الحدث عند (-0.015) . وفي ذلك دلالة على استجابة متحيزة من جانب السوق لإعلان اعادة شراء اسهم هذه الشركة . من جانب اخر, مادامت العائدات غير العادية المتراكمة بعد الاعلان لم تستقر عند (0.0483) وهو CAR في يوم الاعلان واخذت تتخف عن هذه القيمة طوال المدة ما بعد الاعلان حتى استقرت في نهاية نافذة الحدث عند (0.0063) نتيجة للعائدات غير العادية المتقلبة خلال هذه المدة فان لهذه النتائج ثلاثة مدلولات: المدلول الاول: هو ان لإعلان اعادة الشراء محتوى معلوماتي مؤثر , والدليل على ذلك تحقق عائدات غير عادية (بغض النظر عن اشارتها) , والتي ينبغي ان لا تضيف شيئاً اذا لم يكن للإعلان محتوى معلوماتي مؤثر وهذا يعني ضمناً وجود مشكلة عدم تماثل معلوماتي . والمدلول الثاني : هو ان استجابة السوق غير صحيحة نتيجة للعائدات غير العادية السالبة , والمدلول الثالث: ان استجابة السوق بطيئة وغير كاملة نتيجة تحقق عائدات غير عادية موجبة حتى بعد مرور اسبوعين من تاريخ الاعلان . وفي ذلك اشارة مهمة للمستثمرين تُنبأ على ان سوق الكويت للأوراق المالية غير كفوءة للمحتوى المعلوماتي لحدث اعادة شراء الاسهم .

ويؤكد العمود الاخير ان جميع مشاهدات متوسط العائدات غير العادية المتراكمة (CAAR) لاسهم النمو على طول نافذة الحدث كانت متقلبة قبل الاعلان ما بين السالب والموجب والارتفاع والانخفاض ومتذبذبة ايجابياً بعد الاعلان . وكان اتجاهها العام متقلب ما بين السالب والموجب في الجزء الاول من نافذة الحدث وما بين الارتفاع والانخفاض ايجابياً في الجزء الثاني من نافذة الحدث , وكما هو ظاهر في الشكل (5) ان الاستجابة العامة لاسهم هذا النوع من الشركات

لإعلانات اعادة الشراء كانت منحرفة بالمطلق طوال الايام السابقة والشاملة ليوم الحدث عن حالة الكفاءة المتجسدة بالشكل (4) .

بخلاف شركات القيمة التي كانت استجابتها منطقية على الاقل طوال الايام السابقة والشاملة ليوم الحدث , مما يعزز من الحكم العام المتمثل بعدم كفاءة سوق الكويت في الاستجابة للمحتوى المعلوماتي لإعلان اعادة الشراء من جانب كلا النوعين من الشركات ويغض النظر عن نمطها (اسهم قيمة ام اسهم نمو) , وهذا ينسجم مع فرضية الدراسة الثانية .



الشكل (5) متوسط العائد غير العادي المتراكم لاسهم شركات النمو التي اعلنت عن اعادة شرائها

بالمقابل يعرض الجدول (5) مقارنة بين المتوسطات اليومية للعائدات غير العادية المتراكمة (CAAR) لاسهم القيمة مقابل اسهم النمو . وكما هو واضح من ارقام الجدول فان الغلبة من حيث الحجم والاتجاه كانت لاسهم القيمة ويفارق كبير. وكما تؤكد ذلك نتائج تحليل التباين بين قيم (CAAR) لهاتين الفئتين من الشركات الظاهرة في الجدول (6) اذ ان قيم (CAAR) لشركات اسهم القيمة كبيرة ومختلفة معنوياً عن قيم (CAAR) لشركات اسهم النمو بمعنى آخر , ان هناك فروقات معنوية كبيرة بين الحالتين وكما ويتضح جلياً من قيمة P-Value التي ظهرت مقاربة للصفر وهذا يعني ان احتمال الخطأ في رفض فرضية العدم هو اقرب الى الصفر . وهذا ما يؤكد من جانب , وجود مشكلة عدم التماثل المعلوماتي وتجسد ذلك بالاستجابات السلبية والايجابية المنخفضة (اسهم النمو) والايجابية (اسهم القيمة) للمحتوى المعلوماتي لحدث اعلان اعادة الشراء. ما يعني بالضرورة ان لإعلان اعادة الشراء محتوى معلوماتي مؤثر , بأسعار الاسهم العادية المتداولة في السوق . ويؤكد من جانب اخر, ان لنمط الاسهم علاقة ذات دلالات احصائية بحجم استجابة

اسعارها لإعلان اعادة الشراء . اذ ان الاشارات المرسله من لدن شركات النمو كانت ضعيفة وسلبية عامة , في حين ان اشارات شركات القيمة كانت قوية وموجبة عامة, وهذا يتعارض مع فرضية الدراسة الاولى .

وعند التدقيق في ارقام (CAAR) في الجدولين (3)(4) يتبين ان بمقدور المستثمر بيع (شراء) اسهم النمو (القيمة) قبل اعلان اعادة الشراء بأسبوعين وشراؤها (بيعها) بعد اسبوعين من الاعلان وتحقيق عائد غير عادي يقارب 2.5% (18%) وما يؤكد وجود نمط متكرر في سلوك اسعار هذين النمطين من الاسهم يمكن المستثمرين المحترفين والمطلعين من اكتشافها واستغلالها وتحقيق عائدات غير عادية على حساب غيرهم من المتعاملين في السوق , وهذا يتعارض مع قواعد اللعبة العادلة للأسواق الكفوءة ما يؤكد صحة الفرضية الثانية للدراسة , التي تنص على عدم كفاءة سوق الكويت بالمستوى نصف القوي في الاستجابة للمحتوى المعلوماتي لحدث اعادة الشراء .

الجدول (5)

متوسطات العائدات غير العادية المتراكمة لاسهم القيمة بالمقارنة مع نظيراتها من اسهم النمو المعاد شرائها

نافذة	اسهم النمو	اسهم القيمة	الاسهم الاعلى
الحدث	CAAR	CAAR	في قيمة CAAR
-15	0.0047	-0.0037	اسهم النمو
-14	0.0017	0.0093	اسهم القيمة
-13	0.003	0.0222	اسهم القيمة
-12	0.0114	0.0395	اسهم القيمة
-11	0.009	0.0448	اسهم القيمة
-10	-0.0022	0.05	اسهم القيمة
-9	0.0038	0.0417	اسهم القيمة
-8	0.0007	0.0417	اسهم القيمة
-7	0.0049	0.0488	اسهم القيمة
-6	-4E-05	0.0496	اسهم القيمة
-5	-0.0004	0.0608	اسهم القيمة
-4	-0.0014	0.0712	اسهم القيمة
-3	-0.0062	0.0784	اسهم القيمة
-2	-0.0034	0.087	اسهم القيمة

اسهم القيمة	0.0804	0.0094	-1
اسهم القيمة	0.088	0.0089	0
اسهم القيمة	0.092	0.0166	1
اسهم القيمة	0.094	0.0249	2
اسهم القيمة	0.0963	0.0251	3
اسهم القيمة	0.0995	0.0183	4
اسهم القيمة	0.1117	0.0208	5
اسهم القيمة	0.132	0.0208	6
اسهم القيمة	0.1403	0.0171	7
اسهم القيمة	0.1451	0.022	8
اسهم القيمة	0.1722	0.0229	9
اسهم القيمة	0.1781	0.0362	10
اسهم القيمة	0.1914	0.0265	11
اسهم القيمة	0.1949	0.027	12
اسهم القيمة	0.1899	0.0301	13
اسهم القيمة	0.1797	0.0253	14

المصدر : (من إعداد الباحثين بالاعتماد على تقارير سوق الكويت للأوراق المالية)

الجدول (6)

نتائج تحليل التباين بين قيم CAAR لشركات اسهم القيمة بالمقارنة مع شركات اسهم النمو

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

5 . الاستنتاجات والتوصيات

1.5 . الاستنتاجات :

1 . يبدو ان النظرية الاقرب لتفسير استجابة المستثمرين في سوق الكويت للأوراق المالية لإعلانات إعادة شراء الاسهم من لدن الشركات المدرجة فيه هي نظرية الإشارة وهي 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 لنمط السهم علاقة بقوة الإشارة المرسله لسوق المال عبر اعلان إعادة الشراء . واستدل على ذلك عبر نتائج متوسطات العائدات غير العادية المتراكمة لشركات القيمة والتي كانت اعلى من متوسطات شركات النمو على طول نافذة الحدث , 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 إعادة شراء الاسهم العادية اثر في اسعارها باطار نظرية الإشارة , اذ يعتمد المستثمرون في سوق الكويت للأوراق المالية في اتخاذ قراراتهم استجابةً لإعلانات إعادة شراء الاسهم على المحتوى المعلوماتي وطريقة تفسيرهم لهذه المعلومات المتسربة من الشركة .

4 . أثبتت نتائج التحليل المالي والاحصائي لدراسة الحدث ان لإعلانات إعادة شراء الاسهم على مستوى العينة عامة أن هناك استجابة بطيئة ومتحيزة وغير تامة من جانب أسعار الأسهم لإعلانات إعادة الشراء رغم اتاحة المعلومات لجميع المستثمرين بعد الحدث وان كان وصولها سريعاً الا انها لا تعكس المضمون الفعلي لإعلان إعادة شراء الاسهم سواء كان ايجابياً ام سلبياً , وفي ذلك انتهاك لأشترطات الكفاءة بشكلها نصف القوي . وهذا ما يؤكد أن سوق المال الكويتي غير كفوء بالشكل نصف القوي فيما يخص استجابته لإعلان إعادة شراء الاسهم وهذا ما ينسجم مع فرضية الدراسة الثانية.

5 . إن المستثمرين في سوق المال الكويتي عامة يسعون لاستغلال المعلومات المتاحة دون بذل جهد اضافي في الحصول على معلومات اضافية خاصة , و نتيجةً لاتساع فجوة عدم التماثل المعلوماتي بين المطلعين والمستثمرين

الخارجيين , فأن هذا قد يفضي الى اتخاذ قرارات خاطئة من لدن هؤلاء المستثمرين , وقد تكون هناك معلومات خاصة لدى المطلعين لم يتم الافصاح عنها فيتم استغلالها لتحقيق عائدات غير عادية للسهم على حساب هؤلاء المستثمرين .

5. 2. التوصيات :

في ضوء الاستنتاجات التي تم التوصل إليها, تم وضع جملة من التوصيات التي يمكن أن تساعد إدارات الشركات عينة الدراسة بصورة خاصة من للافادة منها ويمكن لإدارات الشركات العراقية المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية للافادة 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 لاسيما في الاسواق المالية غير الكفوءة , وهي ترسل اشارات تحمل في طياتها معلومات جيدة عن اعادة الشراء تساعد المستثمرين في تقليل مشكلة عدم التماثل المعلوماتي واتخاذ القرارات الرشيدة , 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 .

2 . ينبغي على إدارة سوق الكويت للأوراق المالية إدراك خطورة عدم كفاءة السوق في الاستجابة للمعلومات العامة عامة وإعلانات اعادة الشراء خاصة لأن ذلك من شأنه أن يُستغل من لدن بعض المحترفين لصياغة قواعد تداول تمكنهم من تحقيق عائدات غير عادية على حساب المشتركين الآخرين في السوق وهذا يحول دون أداء السوق لوظيفته الأساس المتمثلة بالتخصيص الأمثل لموارد الاقتصاد .

3. ضرورة اعتماد شركات القيمة في استخدام برامج اعادة شراء اسهمها لاسيما في الاسواق المالية غير الكفوءة لتحقيق عائدات غير عادية موجبة لان استجابة السوق لشركات القيمة التي تعيد شراء اسهمها افضل من شركات النمو ومن ثم تحقيق عائدات غير عادية اكبر من شركات النمو .

4 . ضرورة استخدام برامج اعادة شراء الاسهم في سوق العراق للأوراق المالية بعبءها وسيلة مهمة جداً تساعد في توزيع الفائض النقدي على المساهمين لاستثماره بشكل افضل في مجالات اخرى ومواجهة عمليات الاستيلاء العدائي

للسيطرة على الشركة والتخلص من مشكلة الوكالة ورفع سعر السهم اذا كان دون قيمته الحقيقية وتعديل الهيكل المالي للشركة وتأمين خيارات الاسهم لتحفيز العاميين, وتعد ايضاً كإشارة مرسله الى المستثمرين تساعدهم باتخاذ قرارات افضل .

5 . ضرورة توعية وارشاد المجتمع الاستثماري العراقي, عبر عقد الندوات و ورش العمل , بالأبعاد العملية الكاملة لسياسة التوزيع وخاصة اعادة شراء الاسهم في الشركات ودورها في نمو الشركات وتنمية الاقتصاد بالمحصلة .

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. Amling , Frederick , "Investments: An Introduction to Analysis and Management" 3rd ed. ., N.J. : Prentice– Hell , Inc,1974 .
2. Brealey, Richard & Myers, Stewart . "Principles of Corporate Finance". U.S.A : The McGraw–Hill., 2000 .
3. Brigham , Eugene . F, & Ehrhardt , Michael, "Financial Management Theory and Practice" 11th ed. , U.S.A: South / Westernin, Thomson Learning , 2005 .
4. Brown , Keith ,C. & Rielly, Frank , K. , "Analysis of Investment and Management of Portfolios", 9th ed. , South–Western , 2009 .
5. Gitman, Lawrence , J. " Principles of Managerial Finance " 12th ed. , New York : Pearson /Prentice–Hall, 2009 .
6. Jones, Charles , P. , " Investments, Analysis and Management", 7th ed. , America : John Wiley and Sons, Inc., 2000 .

7. Koch, Timothy W. & MacDonald, S. Scott, "Bank Management", 7th ed. , South Western , 2010 .
8. Ross , Stephen , A.; Westerfield , R .W. ; Jaffe, J. & Jordan, B. .D " Modern Financial Management" 8th ed. , New York : McGraw–Hill . Irwin , 2008 .
9. Ross , Stephen . A; Westerfield , Randolph .W; Jaffe,Jeffrey; Jordan, B.D. " Fundamentals of Corporate Finance" 6th ed. , New York: McGraw–Hill . Irwin , 2003 .

B . Periodical :

10. Al-Kuwari , D. "Determinants of the Dividend Policy in Emerging Stock Exchanges: The Case of GCC Countries", "Global Economy & Finance Journal", Vol.No(2), 2009 .
11. Bhana , N. " The market reaction to open market share repurchases announcements: The South African experience", "Investment Analysts Journal" , No (65) , 2007 .
12. Brown, S.J. & Warner, J.B., "Using Daily Stock Returns: The Case of Event Studies", "Journal of Financial Economics" Vol . 14, 1985 .
13. Chan , Konan; Ikenberry, David & Lee, Inmoo "Economic Sources of gain in Stock Repurchases", "Journal of Financial and Quantitative Analysis", Vol . 39, No.(3) , 2004 .
14. Chatterjee, C. & Rakshit , D. " An Empirical Investigation of Share Repurchases In India ", "South Asian Academic Research Journals", Vol . 2, No(1) , 2012 .
15. D Mello , Ranjan & Shroff , Pervin "Equity Undervaluation and Decisions Related To Repurchase Tender Offers: An Empirical Investigation", "The Journal of Finance" , Vol . 5 , 2000 .
16. Diamond, D.&Verrecchia, R ." Disclosure, liquidity and the cost of capital" , "Journal of Finance" Vol . 46, No (4) , 1991 .

17. Dittmar , Amy,K."Why do firms repurchase stock?", "The Journal of Business", Vol . 73, No.(3) , 2000 .
18. Dudley, Evan &Manakyan,Ani,"Corporate Repurchase Decisions Following Mutual Funds Sales", "Financial Management" Vol . 40 , 2011 .
19. Fama, Eugene F. "Efficient Capital Market: II", "The Journal of Finance", Vol . XLVI, No.(5) , 1991 .
20. Farzanfar, Farzad ; Zare, Reza & Boroumand , Maryam" Dividend Policy from the Signaling Perspective and its Effects on Information Asymmetry Among Investors", "Journal of Contemporary Research In Business" Vol. 4, No.(12) , 2013 .
21. Gottesman, Aron& Jacoby, Gady, "Payout policy, taxes, and the relation between returns and bid–ask spread", "Journal of Banking & Finance", Vol. 30 , 2006 .
22. Grullon ,G.& Ikenberry, D.L."What Do We Know about Stock Repurchases?", "Journal of Applied Corporate Finance", Vol .13, No(1),2000 .
23. 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 .
24. Hail, Luzi ; Tahoun,Ahmed &Wang , Clare " Dividend Payouts and Information Shocks " , 2013 .
25. Harms , Philip . p ,"International Investment, Political Risk & Growth" , 2000 .
26. Heflin , F. ; Shaw, K. &Wild, J . "Disclosure Policies and Market Liquidity: Impact of Depth Quotes and Order Sizes". "Contemporary Accounting Research" ,Vol . 22, No (4) , 2005 .
27. Hribar , P. ; Jenkins, N. & Johnson, W. B. "Stock repurchases as an earnings management device". "Journal of Accounting and Economics" Vol .41, 2006 .

28. Hyderabad , R . L . " Market Reaction To Multiple Buy Backs In India " "Journal of Finance", Vol . 1, Issue (2) , 2009 .
29. Ikenberry, D. ; Lakonishok, J. & Vermaelen, T. " Market under reaction to open market share repurchases" . "Journal of Financial Economics", Vol . 39 , No (2-3) , 1995 .
30. 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.
31. Isagawa, N."Open–market repurchase announcement and stock price behavior in inefficient markets" , "Financial Management", Vol .31, No(3), 2002 .
32. Jensen , G. R . ; Donald, P.S. &Thomas Zorn, "Simultaneous Determina– tion of insider Ownership, Debt and Dividend Policies". "Journal of Financial and Quantitative Analysis" , Vol . 27, 1992 .
33. Kato, Hideaki K. ; Michael, Lemon; Mi Luo and Jay Schallheim , "An Empirical Examination of the Costs and Benefits of Executive Stock Options: Evidence from Japan", "Journal of Financial Economics" , Vol .78, 2005.
34. Li , K. & McNally, W. "The Information Content of Canadian Open Market Repurchase Announcements" . "Managerial Finance" ,Vol. 33, 2007 .
35. Lie, E. "Operating performance following open market share repurchase announcements", "Journal of Accounting and Economics" , Vol . 39, 2005 .
36. Moore , James M. " TSX Stock Repurchase Announcements and the Impact of TSX Disclosure Requirements " , "International Journal of Financial Research" Vol . 4, No (2) , 2013 .
37. Negakis , Christos , J. " Accounting and Capital Markets Research", "Managerial Finance", Vol . 31, No(2) , 2005 .

38. Nittayagasetwat , W. & Nittayagasetwat , A . " Common Stock Repurchases: Case of Stock Exchange of Thailand" PhD, *International Journal of Business and Social Science* , Vol . 4 No(2) , 2013 .
39. 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 .
40. Pemale P. Peterson, *"Event Studies: A Review of Issues and Methodology"*, *Quarterly Journal of Business & Economics*, Vol .28 , No(3) , 1989.
41. Prahala R .N , *"Conditional Methods in Event Studies and an Equilibrium Justification for Standard Event–Study Procedures"*. *The Review of Financial Studies*, Vol .10, No.(1) , 1997 .
42. Sharp, W.F. " Capital Asset Prices: A Theory of Market Equilibrium under Conditions of Risk", *Journal of finance*, Vol . 19, No(3), 1964 .
43. Tabtieng , Naratip, "Motivations for Share Repurchase Programs and the Effect of Share Prices on Managerial Decisions to End Share Repurchase Programs in Thailand", *International Journal of Business and Social Science*, Vol . 4, No. (10), 2013 .
44. Talmor, E., "Asymmetric Information, Signaling, And Optimal Corporate Financial Decisions", *Journal of Financial and Quantitative Analysis* Vol. 16 , 1981 .
45. Wiyada , Nittayagasetwat & Aekkachai , Nittayagasetwat , " Common Stock Repurchases : Case of Stock Exchange of Thailand" ,*International Journal of Business and Social Science*, Vol . 4 No(2) , 2013 .
46. Zhang, H."Share price performance following actual share repurchases". *Journal of Banking and Finance* , Vol . 29, 2005.

C. . Internet :

47. Anderson Warwick, & McLaughlin Samuel, "Buybacks versus Ordinary Dividends : Marginal Investor reactions to Cash–return Announcements" University of Canterbury, New Zealand , 2013 .
48. Andres , c. ; Betzer, A. ; Doumet , M. &. Theissen, E. "Open Market Share Repurchases in Germany: A Conditional Event Study Approach ". University of Cologne , 2013 .
49. Axelsson, Lars & Brissman , Philip, "Share repurchase announcements and abnormal returns for Swedish listed real estate companies" , Master Thesis number: 94, Stockholm , 2011 .
50. Bhattacharya , N. ; Desai, H. & Venkataraman , K. "Does Earnings Quality Affect Information Asymmetry ? Evidence From Trading Costs " Southern Methodist University , 2012 .
51. Chemmanur,Thomas. J; Cheng, Yingmei & Zhang, Tianming , "Why do Firms Undertake Accelerated Share Repurchase Programs?", 2009 .
52. Chen , Tai–Yuan , "Payout Policy, Signaling , and Firm Value" Durham University , 2006 .
53. Chen, Chao, "The Credibility of Stock Repurchase Signals" California State University , 2007 .
54. 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 .

55. Cremers, J.S. , "Testing the Motivation for Share Repurchases: Firms in the Netherlands and Germany" Master Thesis Finance, Tilburg University , 2012
56. De Jong , F. &De Goeij , P. , "Event Studies Methodology", Tilburg University , 2011 .
57. Faisal , Shafina , " Motivations Behind Firms' Share Repurchases " Selangor International Islamic University, 2008 .
58. Gonzalez . Victor, M. & Gonzalez , Francisco " Stock Repurchases With Legal Restrictions Evidence From Spain" , University of Oviedo , 2000 .
59. Gunalpa, B. ; Kadioglu , E . & Kilic,K, " The Announcement Effect of Cash Dividend on Share Prices and the Tax Clientele Effect: Evidence from Turkish Capital Markets" *Hacettepe University*. Ankara, Turkey, 2011 .
60. Gupta. L. C. ; Jain, Naveen M. ; Com. M. Phil & Anil Kumar, M. Com. " Corporate Practions Regarding Buyback of Shares and ITS Regulation in India" Indian Council of Social Science Research , 2005 .
61. Hackethal , A. & Zdantchouk , A . , " Signaling Power of Open Market Share Repurchases in Germany" , 2005 .
62. Hsu , Yenshan & Liu , Shu-Hua , " The Option to Repurchase Stock: Free Cash Flow vs . Information Asymmetry Hypotheses" National Chengchi University, Taipei City, Taiwan , 2009 .
63. Hun, Seung Hon& Song, Minji , "Stock Repurchases Signaling &Corporate Governance: Evidence from Korea", 2013 .
64. Kim , Inho & Kim ,Y. H . , " Share Repurchase Rumors : Signaling, Publication, and Reputation Effects" University of Cincinnati , 2012.

65. Kim , Jaemin; Schremper , Ralf & Varaiya, Nikhil , "Survey on Open Market Repurchase Regulations : cross-country examination of the ten largest stock markets," San Diego State University , 2010 .
66. Kivi & Heidi , "Share Repurchase Practices in Finland" Lappeenranta University of Technology , 2006 .
67. Lasfer , A. , "Market Valuation of Share Repurchases in Europe" City University Working Paper , 2014 .
68. Leung , Joanne, "Voluntary Compliance and Implied Cost of Equity Capital : Evidence From Canadian Share Repurchase Programs" University of Saskatchewan Saskatoon , 2008
69. Micheloud ,G . A . , "How Do Investors Respond To Share Buyback Programs? Evidence From Brazil During 2008 Crisis" , 2013 .
70. Minnick , Kristina & Zhao, Mengxin , "Levered Repurchases: Who benefits?", 2006 .
71. 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 .
72. Seifert ,Udo & Stehle , Richard , "Stock Performance around Share Repurchase Announcements in Germany" , 2003 .
73. Shen, Pu , "The P/E Ratio and Stock Market Performance" Federal Reserve Bank of Kansas City , 2000 .
74. 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 .

75. Tong , Jiao ; Suzuki , Katsushi ; Kato, Hideaki, K. & Bremer, Marc " Stock Repurchases in Japan : A Preliminary Study" , 2012 .
76. w.kuwaitse.com .
77. Wada , Kenji , " Stock Repurchases in Japan" , Keio University , 2010 .
78. Wronska , E . M . , " Information Content of Share Repurchase Programs " Maria Curie– Skłodowska University in Lublin, Poland , 2013 .
79. Yen , N, T. Kem , " Efficient Market and Signaling Hypothesis on Vietnam Stock Exchange 2006–2009" *A thesis submitted in fulfillment of the requirements of the degree of Master of Science in Finance and Accounting, 2011* .
80. Young ,Steven & Yang, Jing,"Stock Repurchases and Executive Compensation Contract Design: The Role of Earnings Per Share Performance Conditions" , 2008 .