

العلاقة بين توزيعات الأرباح والعوائد السوقية غير العادية للأسهم ومدى تأثرها بربحية الشركة وحجمها ودرجة مخاطرتها اللانظامية : دراسة ميدانية مقارنة بين الشركات المساهمة العامة العراقية والأردنية

عبد الناصر إبراهيم نور

أستاذ مشارك

قسم المحاسبة - كلية العلوم الإدارية والمالية

جامعة الإسراء - عمان - الأردن

(قدم للنشر في ١٤٢٢/٤/٢٨هـ وقبل للنشر في ١٤٢٣/١٠/٢٤هـ)

المستخلص: تهدف هذه الدراسة إلى قياس العلاقة بين توزيعات الأرباح والعوائد السوقية غير العادية للأسهم المدرجة أسهمها في السوق المالي ومدى تأثرها بربحية الشركة وحجمها ودرجة مخاطرتها اللانظامية، ولتحقيق أهداف الدراسة تم أخذ ٦٩ شركة مساهمة مدرجة في كل من سوقي بغداد وعمان للأوراق المالية موزعة على السوقيين وعلى ثلاثة قطاعات مختارة هي القطاع الصناعي والزراعي والخدمي حيث تم الاعتماد على اختبار T للفروقات الإحصائية ومعامل ارتباط كاندال الذي يقيس العلاقة أو الارتباط بين متغيرين محولين إلى رتب.

وقد أظهرت نتائج الدراسة قبول الفرضية الأولى للدراسة، إذ يبين معامل ارتباط كاندال وجود علاقة معنوية significant بين المتغيرين ولجميع سنوات الدراسة مما يعني أن أسعار الأسهم في كل من السوقيين لا ترتبط بكمية الأسهم المتداولة في السوق وإنما تتحدد على أساس مجموعة من العوامل أهمها توزيعات الأرباح. كما جاءت نتائج اختبار أثر المخاطرة اللانظامية للشركة على العلاقة بين توزيعات الأرباح والعوائد السوقية غير العادية للأسهم المتداولة في السوقيين، بأن لهذا المتغير أثراً على تلك العلاقة.

وقد خرجت الدراسة بعدة توصيات منها : إعادة إجراء هذه الدراسة على عينة أخرى، وإضافة متغيرات جديدة مثل متغير بيتا السوق، ونوع النشاط الذي تنتمي إليه الشركة.

المقدمة

منذ أن بدأ البحث العلمي في موضوع العلاقة بين توزيعات الأرباح والعوائد السوقية للأسهم بجهود كل من (Miller and Modigliani 1961, P. 26) التي عرفت بـ (نظرية أنه لا توجد علاقة بين توزيعات الأرباح والعوائد السوقية للأسهم) والتي خلصت بأن سياسة توزيعات الأرباح ليس لها تأثير على القيمة السوقية للأسهم ولا على كلفة رأس المال، وأن القيمة السوقية للشركة تتحدد بالقوة الإرادية ومخاطر الأعمال. حتى أصبح الموضوع من أكثر مواضيع نظرية السوق المالية التي خضعت للدراسة من قبل الباحثين في مجال المحاسبة والتمويل، وذلك ليس لتعدد نظريات تفسير العلاقة بين كلا المتغيرين، أو تعارض نتائج الدراسات الميدانية التي أجريت في البلاد المختلفة حول طبيعة تلك العلاقة، فحسب، وإنما لرغبة المعنيين بالفكر المحاسبي والمالي بشكل عام والمهتمين بنظرية السوق المالية بشكل خاص، في الوقوف على أهمية توزيعات الأرباح في هذا المجال وذلك لجعلها أداة من الأدوات التي تساعد الإدارة في تعظيم القيمة السوقية للشركة، لا سيما أنه لا يوجد اتفاق حول الوسيلة المناسبة لبلوغ ذلك الهدف (Rappaport 1981, P. 139).

وإزاء هذه الأهمية التي يحظى بها الموضوع من قبل الأوساط الأكاديمية وامتداداً لجهود الباحثين في هذا المضمار الحيوي، تأتي الدراسة الحالية التي لا تستهدف فحص العلاقة بين توزيعات الأرباح والعوائد السوقية غير العادية للأسهم، ومقارنة طبيعتها في بلدين مختلفين في توجههما الأيدلوجي وانعكاساته الاقتصادية، فضلاً عن حالة الحصار المفروضة على العراق، فحسب وإنما تستهدف البحث، بالاختبار والتحقق الإحصائي، عن مدى تأثير تلك العلاقة، سواء من حيث اتجاهها أو قوتها ببعض المتغيرات مثل: ربحية الشركة وحجمها ودرجة مخاطرتها اللانظامية، بالإضافة إلى معرفة: هل يختلف ذلك التأثير تبعاً لاختلاف البلد؟

أهمية الدراسة

تنبع أهمية الدراسة من النواحي الآتية:

١ - إن اختبار العلاقة بين توزيعات الأرباح والعوائد السوقية غير العادية للأسهم في كل من الشركات المساهمة العراقية والأردنية، يكسب بحذ ذاته أهمية خاصة للدراسة نظراً لوجود فروقات بين البيئة التي تمت فيها الدراسات السابقة وكل من سوق بغداد للأوراق المالية وسوق عمان المالي، وذلك من حيث مستوى كفاءة السوق وحجم المعلومات المتاحة للمستثمرين ونوعيتها وحجم الإفصاح المحاسبي في التقارير السنوية للشركات المساهمة.

٢ - إن هذه الدراسة ستسهم في تحسين منهجية الدراسات الميدانية في هذا الخصوص إذ ستبين بالاختبار والتحقق الإحصائي والفحص ما إذا كانت العلاقة بين توزيعات الأرباح والعوائد السوقية غير العادية للأسهم تتأثر بالعوامل السياسية والاقتصادية والاجتماعية للبلد، من جهة، وما إذا كانت هناك محددات (مثل ربحية الشركة وحجمها ودرجة مخاطرتها الانظامية) تؤثر على اتجاه أو قوة العلاقة بين المتغيرين من جهة ثانية.

٣ - قد تساهم نتائج هذه الدراسة في تقديم تفسير لتعارض نتائج الدراسات السابقة بشأن تأثير توزيعات الأرباح على القيمة السوقية للأسهم، وعدم الاتفاق على اعتبار سياسة توزيعات الأرباح دائما، أداة من الأدوات الفاعلة في تعظيم القيمة السوقية للشركة.

مشكلة الدراسة

يمكن تمثيل مشكلة الدراسة بالسؤالين الآتيين:

١ - ما طبيعة العلاقة بين توزيعات الأرباح والعوائد السوقية غير العادية للأسهم المتداولة في كل من سوق بغداد للأوراق المالية وسوق عمان المالي؟ وهل تختلف طبيعة تلك العلاقة فيما بين السوقين؟

٢ - هل تتأثر العلاقة بين توزيعات الأرباح والعوائد السوقية غير العادية للأسهم تبعا لتباين المتغيرات الآتية:

(١) مستوى ربحية الشركة.

(٢) حجم الشركة.

(٣) درجة المخاطرة الانظامية للشركة.

وهل يختلف ذلك التأثير تبعا لاختلاف سوق الأوراق المالية؟

فرضيات الدراسة

في ضوء سؤالتي مشكلة الدراسة، صاغ الباحث الفرضيتين الآتيتين:

H1 : توجد علاقة إيجابية ذات دلالة إحصائية بين توزيعات الأرباح والعوائد السوقية غير العادية للأسهم المتداولة في كل من سوق بغداد للأوراق المالية وسوق عمان المالي، وأن هذه العلاقة تختلف تبعا لاختلاف السوق المالية.

H2: يوجد أثر لكل من المتغيرات الآتية:

أ - مستوى ربحية الشركة.

ب - حجم الشركة.

ج - درجة المخاطرة اللانظامية للشركة.

على اتجاه وقوة العلاقة بين توزيعات الأرباح والعوائد السوقية غير العادية للأسهم في كل من سوق بغداد للأوراق المالية وسوق عمان المالي، وأن ذلك الأثر لا يختلف تبعاً لاختلاف السوق المالية.

الإطار النظري والدراسات السابقة

نظراً للتباين الكبير في المضامين الفلسفية لنظريات تفسير العلاقة بين توزيعات الأرباح والعوائد السوقية للأسهم، من جهة، ولأهميتها العلمية للدراسة الحالية، من جهة ثانية، وجد الباحث أن من المناسب عرضها قبل الولوج في الدراسات السابقة وعلى النحو الآتي:

أولاً: نظريات تفسير العلاقة بين توزيعات الأرباح والعوائد السوقية للأسهم

هناك أربع نظريات حاولت تفسير العلاقة بين توزيعات الأرباح والعوائد السوقية للأسهم، هي:

١ - نظرية لا علاقة لتوزيعات الأرباح.

٢ - نظرية عصفور في اليد.

٣ - نظرية أثر محتوى المعلومات أو إشارتها لتوزيعات الأرباح على المستثمرين.

٤ - أثر سياسة مقسوم الأرباح على مجموعات المستثمرين في أسهم الشركة.

وفيما يلي عرض لمضمون هذه النظريات وعلى النحو الآتي:

١. نظرية لا علاقة لتوزيعات الأرباح

بموجب هذه النظرية التي جاء بها كل من (Miller and Modigliani) فإن المستثمرين يساؤون بين الحصول على توزيعات الأرباح وبين إعادة استثمار الشركة لأرباحها الصافية لتحقيق النمو الذي يفترض أن يؤدي إلى زيادة المكاسب الرأسمالية للمستثمرين عن طريق زيادة الأسعار السوقية للأسهم التي بحوزتهم، بمعنى أن قيمة الشركة تتأثر بكفاءة القرارات التشغيلية والتمويلية وقدرتها على توليد التدفقات النقدية الداخلة، وقد بنيت أفكار هذه النظرية على الافتراضات الآتية:

١-١: لا يوجد من يستطيع السيطرة والتأثير في أسعار الأسهم في أسواق رأس المال العامة،

وأن الجميع لديهم المعلومات حول الأسعار ولا توجد تكاليف تمويل أو ضرائب.

- ٢-١: التأكد التام حول مستقبل البرامج الاستثمارية ولا سيما ما يتعلق بالفوائد.
- ٣-١: الرشد والعقلانية في اتخاذ القرارات من قبل المستثمرين.
- ٤-١: سياسة توزيعات الأرباح لا ترتبط مع سياسة الاستثمار، وأن سياسة الاستثمار ثابتة لا تتغير.
- ٥-١: عدم تأثير كلفة رأس المال بسياسة توزيعات الأرباح.

٢. نظرية عصفور في اليد

لقد تعرضت نظرية (Miller and Modigliani) للعديد من الانتقادات والتي كان من أهمها الانتقاد الذي وجهه للافتراض الذي قامت عليه النظرية والذي يفيد بأن الشركة تعمل في ظل المنافسة التامة مما يسمح باستنتاج مفاده استقلال سياسة الاستثمار عن سياسة توزيعات الأرباح، والذي عد افتراضا واستنتاجا غير واقعيين، ذلك بسبب عدم مرونة عرض الأموال فضلا عن عدم توفر المعلومات بالقدر الكافي لجميع المتعاملين في السوق المالية لكي يمكن تصور مدى رشد القرارات الاستثمارية، ناهيك عن عدم موضوعية افتراض عدم وجود تكاليف تمويل أو ضرائب.

ونتيجة لهذه الانتقادات صاغ (Gordon 1962, P. 37) أفكارا بديلة للأفكار التي جاءت بها نظرية لا علاقة لتوزيعات الأرباح، عرفت بنظرية عصفور في اليد. وتشير أفكار هذه النظرية إلى وجود علاقة بين توزيعات الأرباح وأسعار الأسهم في السوق المالية، إذ ترى هذه الأفكار بأن توزيعات الأرباح تؤثر في نسبة العائد المتوقع من قبل المستثمرين. وقد بنيت أفكار هذه النظرية على الافتراضات الآتية:

- ١-٢: لا تخضع مردودات المستثمرين في أسهم الشركة للضريبة سواء كانت هذه المردودات متمثلة بالمكاسب الرأسمالية المتحققة من جراء بيع الأسهم أو بتوزيعات الأرباح.
- ٢-٢: معدل العائد على الاستثمارات ثابت وكذلك معدل العائد المطلوب ثابت ويمثل كلفة التمويل الممتلك.
- ٣-٢: اعتماد إدارة الشركة في تمويل استثماراتها على حقوق الملكية، أي لا يوجد تمويل اقترض خارجي.
- ٤-٢: معدل نمو الشركة ثابت ويمثل نسبة الأرباح المحتجزة من الإيرادات مضروبا في معدل العائد المتوقع على الاستثمار.
- ٥-٢: معدل العائد المطلوب على الاستثمار يكون أكبر من معدل النمو.
- ٦-٢: نسبة الأرباح الموزعة على حملة الأسهم ثابتة لا تتغير.

يتفق (Gordon) مع وجهة نظر (Miller and Modigliani) في عدم تأثير سياسة توزيع الأرباح على القيمة السوقية للأسهم في حالة واحدة فقط وهي عندما يكون معدل العائد المطلوب على الاستثمار (k) مساويا لمعدل العائد المتوقع على الاستثمار (r)، حيث يمثل سعر السهم في السوق ربحية السهم مقسوما على معدل العائد المطلوب والذي يعكس المخاطرة التي تتعرض لها هذه الربحية، ولذلك فإن القيمة السوقية للسهم تعد محصلة لقرارات الاستثمار وليس لقرارات التمويل وهذا ينسجم مع فكرة (Miller and Modigliani).

فعندما تكون قيمة (r) أصغر أو أكبر من قيمة (k) يكون لسياسة توزيع الأرباح تأثير واضح على القيمة السوقية للأسهم، وإذا كانت قيمة (k) أكبر من قيمة (r) فإن القيمة السوقية للسهم سوف تنخفض مع الزيادة في قيمة الأرباح المحتجزة (M)، أي تنخفض القيمة السوقية للسهم مع الانخفاض في نسبة التوزيعات المتمثلة بالقيمة ($1-M$)، أما إذا كانت قيمة (k) أصغر من قيمة (r) فإن القيمة السوقية للسهم سوف ترتفع مع زيادة الأرباح المحتجزة وهذا أمر منطقي.

أما وجهة الاختلاف بين النظريتين فيبدو في تصور كل منها للعلاقة بين الزمن وحالة عدم التأكد التي تنطوي عليها توزيعات الأرباح، فبموجب أفكار نظرية Gordon فإن درجة تأكد المستثمر بشأن التوزيعات المتوقع الحصول عليها في العام الحالي ستزيد على درجة تأكده بشأن التوزيعات المتوقع الحصول عليها في العام القادم، لذا يرى بأن القيمة السوقية للأسهم يجب أن تتحدد بالقيمة الحالية لتوزيعات الأرباح، وأن معدل الخصم لهذه التوزيعات ينبغي له أن يزداد من سنة لأخرى لمواجهة المخاطر المحتملة، وهو بذلك يؤكد على العلاقة الطردية بين الزمن وحالة عدم التأكد التي تكتنف توزيعات الأرباح، وهذا ما تجاهلته نظرية لا علاقة لتوزيعات الأرباح، إذ يعتقد واضعو هذه النظرية أن الشركات طالما تعمل في ظل المنافسة التامة، فإن توزيعات الأرباح لن تؤثر على القيمة السوقية للأسهم، إذ إن القيمة السوقية للسهم سوف تنخفض بمقدار التوزيعات التي يحصل عليها حامل السهم وتزداد بمقدار الأرباح التي لم يتم توزيعها، وعليه فإن حامل السهم لا يهتم بما تقررته إدارة الشركة من توزيعات لأنها لا تعني له شيئا، لذلك ذهبنا هذه النظرية إلى ثبات معدل الخصم.

٣. نظرية أثر محتوى المعلومات (أو إشارتها) لتوزيعات الأرباح على المستثمرين

طبقاً لهذه النظرية، فإن المستثمرين ينظرون لأي تغييرات في سياسة التوزيع عن طريق الشركة كإشارة لتوقع الربح بوساطة إدارة الشركة. التوزيع الأعلى سوف يعطي إشارة للمستثمرين بأن تنبؤ الشركة للأرباح المستقبلية يكون إيجابياً، وبمعنى آخر، لو كان المستثمرون يتوقعون من شركة ما أنها سوف توزع نسبة أقل من توزيعات الأرباح - بينما قامت بالفعل بدفع نسبة أعلى - فإن سعر السهم سوف يرتفع، والعكس صحيح، أي أنه لو توقع المستثمرون نسبة عالية من توزيعات الأرباح، بينما دفعت الشركة نسبة أقل بكثير، فإن سعر السهم سوف ينخفض في سوق المال.

ومع ذلك، فإن (Miller and Modigliani) يؤكدان على أن زيادة مقسوم الأرباح بشكل استثنائي هي إشارة من إدارة الشركة على أنها تتوقع نمواً كبيراً في أرباحها، والعكس صحيح في حالة انخفاض توزيعات الأرباح بشكل استثنائي أيضاً. أي أن المعلومات هذه (عن التوزيع أو الاحتجاز لتحقيق النمو) لا تؤثر في سعر السهم.

وقد توصل (Healy and Paleph 1988, P. 149) في دراستهما لهذه النظرية إلى أن الإعلان عن نتائج توزيعات الأرباح سيؤدي إلى تقلب في أسعار الأسهم بنسبة (٤٪)، في حين انخفضت أسعار الأسهم بنسبة (٩,٥٪) في الشركات التي تمتنع أو تتوقف عن توزيع الأرباح. ويستنتج من ذلك، أن الإعلان عن مقسوم الأرباح يعد مؤشراً لزيادة الإيرادات المستقبلية التي تعكس الأخبار للمستثمرين عن القياس الحقيقي لنجاح الإدارة والتدفق النقدي والقيمة الحالية الموجبة لفرص الاستثمار الرأسمالية وبالتالي كفاءة السوق المالي.

ويشير (McMenamin 1999, P.494) إلى أن التغيير في دفع توزيعات الأرباح يمكن أن يفسر، كإشارة إلى حملة الأسهم والمستثمرين حول دلائل الأرباح المستقبلية للشركة عموماً وارتفاع دفع توزيعات الأرباح، وهذا التغيير ينظر إليه كإشارة موجبة (Positive Signal)، ويكشف معلومات إيجابية حول الأرباح المستقبلية للشركة والتي تؤدي إلى زيادة في سعر السهم. وبالعكس فإن الانخفاض في دفع التوزيعات ينظر إليه كإشارة سالبة (Negative Signal) حول دلائل الأرباح المستقبلية، وتؤدي إلى انخفاض في سعر السهم.

٤. أثر سياسة توزيعات الأرباح على مجموعات المستثمرين في أسهم الشركة

من النظريات المؤثرة في سياسة توزيعات الأرباح التي يثار حولها الجدل المستمر، نظرية أثر سياسة توزيعات الأرباح على مجموعات المستثمرين في أسهم الشركة المستثمر فيها، والتي تجعل لسياسة توزيعات الأرباح تأثيراً على القيمة السوقية لأسهم الشركات. وطبقاً لهذه النظرية، فإن بعض المستثمرين يفضلون نسبة أعلى من التوزيعات، في حين لا يحتاج الآخرون إلى توزيعات الأرباح، كدخل جار، ويفضلون احتجاز الأرباح وإعادة استثمارها في الشركة ذاتها، فلو انتهجت الشركة سياسة احتجاز الجزء الأعظم من الأرباح، فإن المساهمين الذين يفضلون توزيع الجزء الأعظم سوف يتوجهون تدريجياً لبيع أسهمهم، من جهة، ومن جهة أخرى، فإن انتهاج الشركة لسياسة توزيع نسبة عالية من الأرباح سيؤدي ببعض المساهمين إلى استلام دخول لا يرغبون فيها، إلى جانب اضطرابهم للقيام بعملية إعادة استثمار مثل هذه الفوائض المالية، واستناداً إلى ذلك، فإن المساهمين الراغبين في توزيعات الأرباح العالية سوف يشتركون أسهماً في الشركات من هذا النوع، في حين يشترى المساهمون ممن يفضلون الاحتجاز العالي للأرباح أسهماً في الشركات من النوع الثاني، وعلى أساس ذلك، يتوزع المساهمون على الشركات، في ضوء أفضليتهم للدخول الجارية والمستقبلية، والحالتان السابقتان لهما الأثر في ارتفاع أو انخفاض سعر السهم للشركة.

وتشير دراسة (Elton and Gruber 1970, P. 68) إلى أن أهمية سياسة توزيع الأرباح لا يقتصر أثرها على أسعار الأسهم في السوق المالية وإنما تمتد لتشمل مجموعات المستثمرين في أسهم الشركة. فتفضيلات المساهمين في الشركة متباينة تجاه سياسة توزيع الأرباح، فعلى سبيل المثال، بعض المساهمين من المتقاعدين أو كبار السن يفضلون توزيع الأرباح لأنهم يعدونه دخلاً رئيساً لاستهلاكهم؛ لذا يرون أن على الشركة أن توزع أكبر قدر ممكن من أرباحها بينما تختلف وجهة نظر بعض الشباب أو المساهمين الذين لا يحتاجون إلى أرباح استثماراتهم المالية في الشركة عن أولئك المتقاعدين، إذ يفضلون احتجاز تلك الأرباح تمهيداً لإعادة استثمارها مجدداً داخل الشركة. ونتيجة لذلك التباين سيلاحظ المتبع لسلوك المجموعة الأولى من المساهمين أنهم سيتخلون عن استثماراتهم في الشركة التي تحتجز الأرباح وسيشتركون أسهم الشركات التي تعمل على توزيع الأرباح بصورة مستمرة، والعكس صحيح بالنسبة للمجموعة الثانية، وعليه فقد استنتج الباحثان أن سياسة توزيع الأرباح قد تؤثر في حجم تداول أسهم الشركة في السوق المالية وبالتالي على قيمة الشركة.

ثانياً: الدراسات السابقة

حفلت الدوريات الأجنبية والعربية بالعديد من الدراسات الميدانية التي استهدفت بحث العلاقة بين توزيعات الأرباح والعوائد السوقية للأسهم. ففيما يتعلق بالدراسات الأجنبية تعد دراسة (Ball and Brown 1968, P. 159) ليست الأولى ولكنها الدراسة الرئيسية من الدراسات التي تناولت هذا الموضوع، وكانت الفروض التي قامت عليها هذه الدراسة تفيد بأن المعلومات التي تتضمن الإعلان عن توزيعات الأرباح ينعكس أثرها بعلاقة ذات دلالة إحصائية على القيمة السوقية للأسهم، وقد كشفت نتائج هذه الدراسة التي أجريت على ٢٦١ شركة مدرجة في سوق نيويورك خلال الفترة ١٩٥٧-١٩٦٥، عن وجود علاقة ارتباط موجبة بين توزيعات الأرباح والعوائد السوقية للأسهم، وأن هذه العلاقة تكون أقوى في الشركات المسجلة في سوق البورصة أكثر مما هي عليه في الشركات غير المسجلة في السوق.

أما دراسة (Beaver 1968, P. 67) فقد حاولت اختبار إمكانية قياس المحتوى المعلوماتي لتوزيعات الأرباح على العوائد غير العادية للأسهم، وذلك على عينة بلغت ١٤٣ شركة خلال الفترة ١٩٦١-١٩٦٥، وقد كانت نتائجها تفيد بوجود علاقة ارتباط عكسي بين المحتوى المعلوماتي لتوزيعات الأرباح والعوائد غير العادية للأسهم وذلك في ظل حجم المعلومات المتاحة عن الشركة.

وجاءت نتائج دراسة (Partington 1985, P. 521)، التي أجريت على ٩٣ شركة استرالية من الشركات الكبيرة الحجم والتي استهدفت قياس العلاقة بين توزيعات الأرباح وتسعير متغيرات أساسية أطلق عليها مصطلح دوافع توزيعات الأرباح، جاءت مؤكدة لنتائج دراسة (Ball and Brown)، حيث وجد Partington أن هناك علاقة إيجابية قوية بين توزيعات الأرباح وزيادة أسعار الأسهم في السوق المالية.

وبينت دراسة (Collinst et. al., 1987, P. 111) التي حاولت فحص العلاقة بين توزيعات الأرباح وأسعار الأسهم في ضوء حجم الشركة، أن العلاقة تكون قوية بين المتغيرين في حالة الشركات كبيرة الحجم مقارنة بنظيرتها المتوسطة والصغيرة الحجم.

وتناولت دراسة (Jose and Stevens 1989, P. 651) فحص العلاقة بين توزيعات الأرباح وقيمة الشركة باستخدام بيانات السوق المالي والبيانات المحاسبية المستمدة من التقارير المالية السنوية للشركات عينة الدراسة التي بلغت ٣٦٢ شركة خلال الفترة ١٩٦٣-١٩٨٠، وذلك لصياغة مقياس التوازن طويل الأجل (Tobins (q) Ratio) وهي عبارة عن نسبة القيمة السوقية للشركة أي القيمة الاستبدالية لموجوداتها وهو يقيس قيمة الفائض الرأسمالي المتحقق من نشاط الشركة وتشغيل موجوداتها وقد كانت نتائج هذه الدراسة كما يلي:

١. أن الفحص الإحصائي لم يظهر أي علاقة بين توزيعات الأرباح ومقياس (q) وبذلك فليس لتوزيعات الأرباح أي تأثير على قيمة الشركة المالية .
٢. أن لكل من اتجاه واستقرارية توزيعات الأرباح علاقة إيجابية معنوية مع قيمة الشركة في الأجل الطويل.

وبحث (Libe 1990, P.47) العلاقة بين توزيعات الأرباح والعوائد السوقية للأسهم في ظل توفر معلومات بديلة في السوق تساعد في التنبؤ بإيرادات الشركة المستقبلية، ووصل إلى نتيجة تفيد بأن عوائد الأسهم السوقية ترتبط بعلاقة موجبة مع نصيب السهم من توزيعات الأرباح.

وقام (Ball and Kothari 1991, P.718) بدراسة سلوك عوائد الأسهم اليومية ودرجة مخاطرته في فترة الإعلان عن النتائج الربعية للشركة وتوزيعات الأرباح، وتوصلا إلى أن السهم يحقق عائدا غير عادي في فترة الإعلام عن نتائج الأعمال وتوزيعات الأرباح، حتى بعد الأخذ في الاعتبار أثر التغير في مخاطرة السهم في تلك الفترة، مما يعني أن حصة السهم من توزيعات الأرباح ترتبط بعلاقة موجبة مع العوائد السوقية للأسهم وتفسر التغير الحاصل فيها.

أما (Eston et.al. 1992, P. 119) فقد اختبروا العلاقة بين العوائد السوقية والأرباح على مدار فترات عائد طويلة نسبيا امتدت من ثلاث إلى عشر سنوات (١٩٧٧-١٩٨٦) وشملت الدراسة ١٢٩٣ شركة مساهمة في الولايات المتحدة الأمريكية، وقد اعتمدت هذه الدراسة على قياس كل من العائد والأرباح عن طريق تجميعها على مدار الفترات المذكورة. وخلصت الدراسة إلى نتائج تشير إلى تحسن ملموس في مستوى الارتباط بين المتغيرين على المدى الطويل، وأن القوة التفسيرية لنموذج الاختبار تتحسن بشكل ملموس، إذ بلغت ٦٣٪.

أما على مستوى الوطن العربي، فمن الدراسات المتميزة في هذا المجال دراسة (يوسف، ١٩٩٤) التي أجريت على الشركات المساهمة الكويتية والتي أظهرت نتائجها عدم وجود أي أثر لحجم الشركة على طبيعة العلاقة بين توزيعات الأرباح والعوائد السوقية للأسهم، وأن تلك العلاقة تتأثر بشكل واضح في حالة الشركات الفاشلة أكثر مما هي عليه في حالة الشركات الناجحة.

أما دراسة (عبد الله، ١٩٩٥، ص ١٣٥) التي أجريت على الشركات المساهمة السعودية خلال الفترة ١٩٨٧-١٩٩١ والتي استهدفت البحث في قدرة ثمانية متغيرات مستقلة في تفسير التغير في القيمة السوقية للأسهم، فقد أظهرت نتائجها أن أسعار الأسهم في سوق الأوراق المالية السعودية تتأثر بربح السهم ومعدل العائد على حقوق الملكية والمؤشر العام لأسعار الأسهم والمشاركة الحكومية في ملكية الشركة، أما بقية المتغيرات والتي من ضمنها توزيعات الأرباح فلا تعد من محددات أسعار الأسهم في السوق المالي السعودي.

أما الدراسات الميدانية التي تناولت الموضوع بشكل مباشر أو من خلال عدة متغيرات والتي أجريت على مستوى البلدين عينة الدراسة الحالية، فهي محدودة جدا . أما على مستوى العراق، فلا توجد سوى ثلاث دراسات فقط هي:

(١) دراسة (محسن، ١٩٩٨، ص ٨٤٧) التي كانت بعنوان أثر مقسوم الأرباح على القيمة السوقية للأسهم والتي أجريت على ست شركات من القطاع الصناعي المختلط للفترة ١٩٩٢-١٩٩٤ والتي أكدت نتائجها وجود علاقة إيجابية بين حصة السهم الواحد من توزيعات الأرباح والأسعار السوقية للأسهم رغم عدم استقرار معدل النمو في توزيعات الأرباح.

(٢) دراسة (التميمي، ٢٠٠٠، ص ٣١٥) التي سعت لمعرفة مدى استجابة أسعار الأسهم السوقية لتوزيعات الأرباح ومدى انعكاس ذلك على كفاءة سوق الأوراق المالية. وقد أجريت على عينة مؤلفة من ١٤ شركة مساهمة موزعة بين القطاع الخاص والمختلط بنسبة ٦٤:٣٦ خلال الفترة ١٩٩٢-١٩٩٦. وقد أسفرت الدراسة عن نتائج تؤكد صحة الفرضية القائلة بعدم قدرة توزيعات الأرباح على تفسير ظاهرة تقلبات الأسعار السوقية للأسهم وأن أسعار الأسهم في السوق المالية لا تستجيب لأي تغير في توزيعات الأرباح.

(٣) دراسة (الحسناوي، ٢٠٠١) التي أثبتت نتائجها بطلان الفرضية القائلة بأن لتوزيعات الأرباح أثرا ذا دلالة إحصائية على العوائد غير العادية للأسهم الشركات عينة البحث التي بلغت

٢١ شركة خلال الفترة الممتدة من ١٩٩٦/٧/١ ولغاية ٢٠٠٠/٦/٣٠، كما أثبتت بالاختبار الإحصائي انعدام ذلك الأثر للشركات كافة سواء كانت الشركات ذات الربحية العالية أو المنخفضة، أم الكبيرة الحجم أو الصغيرة الحجم، مختلطة كانت أم خاصة، زراعية أم خدمية.

أما على مستوى الأردن، فعلى حد علم الباحث هناك دراستان فقط أولهما دراسة (El-Khouri and Al-Mwallo, 1998, P. 87) اللتان سعتا إلى اختبار العلاقة بين توزيعات الأرباح والقيمة السوقية للأسهم من خلال فرضية أساسية مفادها أن التغير في نصيب السهم من توزيعات الأرباح، سواء بالزيادة أو بالنقصان، يؤدي إلى تغير في العوائد السوقية للأسهم وبنفس الاتجاه. وقد جاءت نتائج الاختبار التي أجريت على تلك الفرضية على عينة مؤلفة من ٢٠ شركة مساهمة أردنية، مؤيدة للفرضية.

والثانية دراسة (غرايبة وجعفر، ١٩٨٨، ص ٢٠) والتي استخدمت عينة تتكون من ٤٠ شركة مساهمة لقياس أثر توزيعات الأرباح وعدد من المؤشرات والنسب المالية على أسعار الأسهم عند الإعلان عن تلك المؤشرات والنسب خلال الفترة الممتدة من ١٩٧٨-١٩٨٥، والتي كان من أهم نتائجها التي تم التوصل إليها أن للأرقام والمؤشرات المحددة في الدراسة أثرا متفاوتا على أسعار الأسهم، إلا أن الأثر الأعظم كان لنسبة توزيعات الأرباح والعائد على رأس المال ومعدل العائد على حق الملكية.

ويظهر التحليل المقارن للدراسات السابقة أن هذه الدراسة لا شك تعد امتدادا لجهود الباحثين في هذا المضمار، إلا أنها تختلف عن سابقتها من ناحية سعيها أولا إلى إجراء مقارنة طبيعية للعلاقة بين توزيعات الأرباح والعوائد السوقية غير العادية للأسهم بين دولتين مختلفتين في الأيدلوجية بخصوص الأنظمة الاقتصادية وانعكاساتها، وهي حالة تفتقر لها الدراسات السابقة، وثانيا محاولتها اختبار تأثير بعض المتغيرات التي لم يسبق اختبار تأثيرها مثل درجة المخاطرة اللانظامية للشركة ومقارنة نتائج اختبار تأثير تلك المتغيرات بين البلدين عينة الدراسة، الأمران اللذان سيضيفان على أهمية الدراسة بعداً أعمق.

عينة الدراسة

تتكون عينة الدراسة من ٦٩ شركة مساهمة مدرجة في كل من سوق بغداد للأوراق المالية وسوق عمان المالي موزعة على السوقين وعلى ثلاثة قطاعات مختارة هي القطاع الصناعي والزراعي والخدمي وكما هو موضح في الجدول رقم (١).

جدول رقم (١)

وصف لشركات عينة الدراسة

المجموع	القطاع الخدمي		القطاع الزراعي		القطاع الصناعي		البلد
	العدد	%	العدد	%	العدد	%	
٣٥	١٢	٣٤,٣	١١	٣١,٤	١٢	٣٤,٣	العراق
٣٤	١١	٣٢,٤	١٠	٢٩,٤	١٣	٣٨,٢	الأردن

وقد تم اختيار هذه الشركات على أساس المعايير الآتية:

١. أن هذه الشركات مدرجة في كلا السوقين ويتم تداول أسهمهما فيهما، كل حسب سوقه، منذ ١٩٩٢/١/٢^(*).
٢. أن الشركات عينة الدراسة لم يتم إيقاف التداول في أسهمها بقرار من مجلس إدارة السوق خلال نافذة الحدث الممتدة من ١٩٩٥/٤/١ ولغاية ٢٠٠١/٣/٣١.
٣. أن الشركات المختارة للدراسة لم ينقطع تداول أسهمها في السوق - سواء كان سوق بغداد للأوراق المالية أم سوق عمان المالي - لمدة تزيد على اثني عشر شهراً خلال فترة الدراسة.
٤. أن الشركات عينة الدراسة لم يتم تحويلها أو دمجها خلال فترة الدراسة.

متغيرات الدراسة

١. توزيعات الأرباح: للتعبير عن هذا المتغير، يعتمد الباحث حصة السهم من توزيعات الأرباح.
٢. العائد غير العادي للسهم: لقياس العائد غير العادي لسهم كل شركة من الشركات المختارة للدراسة ولكل سنة من سنوات الاختبار الممتدة بين عامي ١٩٩٦-٢٠٠٠، يتبع الباحث المنهج الذي اتبعه (Ball and Kothari) والفضل (١٩٩٩) وعلى النحو التالي:

(*) يعود سبب اعتماد تاريخ ١٩٩٢/١/٢ لكونه يمثل تاريخ تأسيس سوق بغداد للأوراق المالية والذي يعد تاريخاً لاحقاً لتاريخ تأسيس سوق عمان المالي.

أ. حساب العائد الفعلي على السهم لكل شركة ويستعمل الباحث لحساب هذا العائد المعادلة رقم (١).

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

حيث إن:

R_{it} = العائد الفعلي للشركة i في الشهر t .

P_{it} = سعر الإقفال لسهم الشركة i في بداية الشهر t .

P_{it-1} = سعر الافتتاح لسهم الشركة i في بداية الشهر t .

وقد قام الباحث بحساب العائد الفعلي لكل شركة في العينة المختارة للدراسة للمدة من ١٩٩٥/٤/١ ولغاية شهر الإعلان عن توزيعات الأرباح بين عامي ١٩٩٦-٢٠٠١^(*)، والجدير بالذكر استطاع الباحث من تحديد الشهر الذي أعلنت فيه إدارة كل شركة قرار مجلس إدارتها بتوزيع الأرباح للمدة الممتدة بين عامي ١٩٩٧-٢٠٠١ وذلك عن طريق المقابلة الشخصية لإدارة الشركات عينة الدراسة.

ب. حساب العائد المتوقع على السهم لكل شركة: لغرض حساب العائد المتوقع على السهم لكل شركة لشهر الإعلان عن توزيعات الأرباح والشهر السابق له^(**)، قام الباحث وبالاعتماد على بيانات العائد الفعلي وباستخدام نموذج السوق المبين في المعادلة رقم (٢).

$$R_{it} = a_i + b_i R_{mt} + e_i \quad \dots (2)$$

حيث إن:

a_i = الحد الثابت للمعادلة وهو يمثل الجزء من العائد الذي يتحقق بغض النظر عن العلاقة بين

عائد السوق على السهم والعائد على سهم الشركة i .

b_i = معدل ميل العلاقة الخطية بين العائد على سهم R_{it} والعائد على محفظة السوق R_{mt} .

e_i = الخطأ العشوائي.

(*) إن توزيعات الأرباح لسنة ٢٠٠٠ كانت في سنة ٢٠٠١ لذلك أخذت هذه السنة في حساب العائد غير العادي.

(**) يعزى سبب أخذ الباحث الشهر السابق لشهر الإعلان في الحساب إلى رغبته في تجنب تأثير احتمال تسرب معلومة توزيعات الأرباح إلى السوق قبل الإعلان عنها.

ج. حساب العائد غير العادي لسهم الشركة : في ضوء نتائج المعادلتين (١،٢) تم تقدير العائد غير العادي على سهم كل شركة خلال الشهر الذي يسبق شهر الإعلان عن توزيعات الأرباح وشهر الإعلان، وباستعمال المتوسط لهذين الشهرين وكما يلي:

$$AL_{it} = R_{it} - \bar{R}_{it}$$

حيث إن:

- . AL_{it} = العائد غير العادي للشركة i في الشهر t .
- . R_{it} = العائد المتوقع للشركة i في الشهر t .
- . \bar{R}_{it} = العائد الفعلي للشركة i في الشهر t .

٣. ربحية الشركة : يعتمد الباحث معدل العائد على الاستثمار للتعبير عن ربحية الشركة بدلا من حصة السهم في الأرباح وذلك لتجنب تأثير نتائج الدراسة بقوة العلاقة بين القيمة السوقية للأسهم وحصة السهم من الأرباح ومستوى حصة السهم من الأرباح اللتين يقاسان بالاعتماد على القيمة الدفترية للشركة وأرباحها الصافية والتي أشارت لها دراسة (Lev 1989). فضلا عن كونه يعد مقياسا للأداء المالي للشركة.

وللتمييز بين الشركات عينة الدراسة تبعا لمستوى ربحيتها، فقد استخدم الباحث الوسط الحسابي لمعدل العائد على الاستثمار للشركات عينة الدراسة في كل بلد على حدة ولكل سنة من سنوات الدراسة، إذ عدت الشركات التي يكون معدل العائد على استثماراتها أكبر من المتوسط، بأنها شركات ذات ربحية عالية، بينما توصف الشركات التي يكون معدل العائد على استثماراتها أقل من المتوسط على أنها شركات ذات ربحية منخفضة.

والجدير بالذكر أن سبب استخدام الباحث لمتوسط العائد على الاستثمار يعود إلى عدم وجود معايير لأداء الشركات في كل من العراق والأردن يمكن الاسترشاد بها لتمييز الشركة فيما إذا كانت عالية الربحية أم منخفضة الربحية.

٤. حجم الشركة : تم استعمال الوسط الحسابي لرأس المال المستثمر (مجموع الموجودات) في كل سنة من سنوات الدراسة للتعبير عن حجم الشركة، ثم عن طريق المتوسط للوسط الحسابي لرأس المال المستثمر في الشركات عينة الدراسة في كل سنة، استطاع الباحث تحديد الشركات كبيرة الحجم وصغيرة الحجم في كل من السوقين ولكل سنة من سنوات الدراسة. وتصدر الإشارة إلى أن هذا الأسلوب يستخدم في الدراسات التي اختبرت أثر الحجم على العوائد السوقية للأسهم (Collinstet al., 1987, P. 111).

٥. **درجة المخاطرة اللانظامية** : يقصد بالمخاطرة اللانظامية بأنها تلك المخاطرة التي تنفرد بها شركة معينة دون غيرها، بمعنى أن التقلب الحاصل في أرباحها يعود إلى أسباب تتعلق بالشركة ذاتها. وأن هذه المخاطرة مستقلة عن محفظة السوق، أي أن معامل ارتباطها مع المحفظة يساوي صفرًا. وتتكون هذه المخاطرة من نوعين هما المخاطرة اللانظامية التشغيلية والتي تشير إلى تقلب الأرباح التشغيلية بفعل عوامل تشغيلية يمكن التحكم بها مثل كفاءة الإدارة في اتخاذ القرارات الرشيدة وكفاءة العاملين التشغيلية ونوعية الموجودات التشغيلية ومدى توفر مستلزمات الإنتاج... إلخ. أما النوع الثاني، فهي المخاطرة اللانظامية المالية الناجمة عن درجة الرافعة المالية.

وتحسب المخاطرة اللانظامية عن طريق التباين في معدل العائد على حقوق الملكية وكما هو

مبين في الصيغة الرياضية الآتية (Weston and Copeland 1986, P.561):

$$CV_{ROE} = \sigma_{ROE} / \overline{ROE}$$

حيث إن:

$$\begin{aligned} \text{معامل تباين المخاطرة اللانظامية} &= CV_{ROE} \\ \text{الانحراف المعياري لمعدل العائد على حقوق الملكية} &= \sigma_{ROE} \\ \text{متوسط معدل العائد على حقوق الملكية} &= \overline{ROE} \end{aligned}$$

وعلى أساس تلك الصيغة الرياضية تم حساب المخاطرة اللانظامية لكل شركة في العينة ولكل

سنة من سنوات نافذة الحدث باتباع الخطوتين الآتيتين:

(١) تم استخراج متوسط معدل العائد على حقوق الملكية لكل شركة ولجميع السنوات الخاضعة للدراسة وذلك عن طريق جمع معدل العائد على حقوق الملكية وقسمته على عدد سنوات نافذة البحث.

(٢) تم حساب الانحراف المعياري لمعدل العائد على حقوق الملكية لكل شركة ولكل سنة عن وسطها الحسابي (المتوسط) وفقا للصيغة الرياضية للانحراف المعياري.

بعد تحديد درجة التباين، قام الباحث باستخراج متوسط معامل التباين للشركات عينة الدراسة في كل سنة على حدة وفي كل سوق من السوقين، وعلى ضوءه ميزت الشركات عالية المخاطرة اللانظامية والشركات منخفضة المخاطرة اللانظامية، وعلى غرار طريقة التمييز المتبعة في تمييز الشركات وفقاً لربحيتها ولحجمها.

وتجدر الإشارة إلى أن سبب اختيار أثر هذا العامل على اتجاه وقوة العلاقة بين توزيعات الأرباح والعوائد السوقية غير العادية للأسهم، يعود إلى إمكانية المستثمر تجنبها عن طريق التنوع، ولا شك أن لجوء المستثمر إلى التنوع لتخفيض مخاطرة عوائده المستقبلية سيؤدي إلى تحقيق نوع من التوازن على طلب أسهم الشركات في السوق المالية، الذي بدوره سيخلق حالة من الاستقرار في الأسعار، مما قد يجد من أهمية توزيعات الأرباح في تأثيرها عليها أي على أسعار الأسهم، وبالتالي الحد من احتمالية تحقيق المستثمر عوائد غير عادية بسبب تلك التوزيعات.

الأسلوب الإحصائي المستخدم في اختبار فرضيات الدراسة

قبل اختيار الأسلوب الإحصائي المناسب لاختبار فرضيتي الدراسة، فإنه ينبغي لنا اختبار ما إذا كان توزيع المجتمع الأصلي الذي سحبت منه العينة طبيعياً، ولهذا الغرض يستخدم الباحث اختبار (Lillefors Test for Normality) الذي يعتمد على المتوسط الحسابي والانحراف المعياري لمفردة مجموع الموجودات لعينة الدراسة (Pfoffenberger and Patterson, 1977, P.687) حيث تم اختيار الفرضية الآتية:

$H_0 =$ أن بيانات عينة الدراسة المسحوبة من المجتمع الأصلي ذات توزيع طبيعي عند مستوى معنوية ٥٪.

وقد تم إجراء الاختبار على أساس النموذج الآتي:

$$T = \text{Sup}_x | F^*(x) - S(x) |$$

حيث إن:

$$\text{Sup} = \text{أكبر فرق أو مسافة عمودية بين } F^*(x) \text{ و } S(x).$$

$$F^*(x) = \text{دالة التوزيع الطبيعي المعياري.}$$

$$S(x) = \text{دالة التوزيع الاختياري للعينة.}$$

ترفض الفرضية إذا كان $T > W_{95}$

وبعد إجراء التطبيق العملي وجد أن T المحسوبة أكبر من W_{95} ، وعليه ترفض فرضية العدم، مما يعني أن الشركات عينة الدراسة ذات توزيع غير طبيعي عند مستوى معنوية ٥٪ وبالتالي فإنه ينبغي استخدام الاختبارات الإحصائية غير البارامتريّة، لأن الاختبارات البارامتريّة تصبح غير ملائمة. وفي ضوء ذلك يستخدم الباحث في اختبار H_1 و H_2 معامل ارتباط كاندال الذي يقيس العلاقة أو الارتباط بين متغيرين محولين إلى رتب.

نتائج الدراسة

نتائج اختبار H_1 :

تشير نتائج الاختبار الإحصائي للعلاقة بين توزيعات الأرباح والعوائد غير العادية للأسهم المتداولة في كل من سوق بغداد للأوراق المالية وسوق عمان المالي، على حدة، والمدرجة في الجدول رقم (٢) إلى قبول الفرضية، إذ يبين معامل ارتباط كاندال وجود علاقة طردية ذات دلالة إحصائية بين المتغيرين ولجميع سنوات الدراسة، مما يعني أن أسعار الأسهم في كل من السوقين لا ترتبط بكمية الأسهم المتداولة في السوق وإنما تتحدد على أساس مجموعة من العوامل منها توزيعات الأرباح.

وبلا شك فإن هذه النتائج تتفق مع التوجهات الحديثة لتفسير العلاقة بين توزيعات الأرباح وعوائد الأسهم، إلا أنها ملفتة للانتباه من ناحيتين هما:

الناحية الأولى: أن العلاقة بين المتغيرين في العراق؛ هي أقوى مما عليه في الأردن، رغم قلة خبرة المستثمر العراقي في مجال التعامل بالأسهم واستفادته من المعلومات المحاسبية المتاحة في السوق، مقارنة بالمستثمر الأردني، وذلك بسبب حداثة عمر سوق بغداد للأوراق المالية الذي لا يزيد على ١٠ سنوات قياساً بعمر سوق عمان المالي الذي يزيد على ٢٠ سنة، من جهة، وحداثة زيادة اعتماد النشاط الاقتصادي في العراق على القطاع الخاص ممثلاً بشركاته المساهمة، فقبل عقد التسعينات لم يكن هناك إلا عدد محدود من الشركات المساهمة، وهي في الغالب شركات مساهمة مختلطة، تبلغ نسبة مساهمة الحكومة في رأس مالها ٥١٪، من جهة أخرى.

وبالرغم من موضوعية ذلكما المحددين لقبول منطقية قوة العلاقة بين توزيعات الأرباح والعوائد غير العادية للأسهم في العراق ومقارنة لما هي عليه في الأردن، إلا أن الباحث يقبل هذه النتيجة وينسبها إلى العرض النقدي الكبير الحاصل في الاقتصاد العراقي وما ترتب عليه من سيولة كبيرة لدى المستثمر العراقي. فبموجب النظرية النقدية، فإن عرض النقد يؤدي إلى زيادة السيولة

التي من شأنها أن تؤدي إلى زيادة الشراء، لأن الفرد في مثل هذه الحالة لا يفضل الاحتفاظ بالنقود، وتفضيل الشراء يؤدي إلى زيادة الطلب، مما ينعكس أثر ذلك إيجابياً على أسعار الأسهم مما يتيح فرصة لتحقيق عوائد غير عادية، خصوصاً عندما يكون المعروض من هذه الأسهم لا يواجه حجم الطلب وندرة الأدوات الاستثمارية المتاحة أمام المستثمر وأن الشركات تحفز المستثمرين وتشجعهم للاستثمار في أسهمها عن طريق توزيعات الأرباح (Homa and Jaffee 1971, P. 1045).

الناحية الثانية: إذا كانت نتائج هذه الدراسة والخاصة بالشركات الأردنية مدعومة لنتائج الدراسات السابقة التي أجريت في الأردن، فإن الحال ليس كذلك بالنسبة للنتائج الخاصة بالشركات العراقية، فالتعارض واضح بين نتائج هذه الدراسة ونتائج الدراسات السابقة وبخاصة دراسة (التميمي، ٢٠٠٠، ص ٣١٥) و(الحسناوي، ٢٠٠١). ويعتقد الباحث أن السبب الأساسي في تباين النتائج يعود إلى صغر حجم العينة في الدراستين السابقتين مقارنة مع حجم العينة في هذه الدراسة، وطول فترة الدراسة.

جدول رقم (٢)

نتائج اختبار الفرضية الأولى

السنوات	سوق بغداد للأوراق المالية		سوق عمان المالي	
	العينة	القيمة المحسوبة	العينة	القيمة المحسوبة
جميع السنوات	١٥٥	* ٠,٣١٧	١٤٩	* ٠,٣١٣
١٩٩٦	٢٨	* ٠,٢٥٩	٣١	* ٠,٢٢٣
١٩٩٧	٣١	* ٠,٢٥٣	٣٣	* ٠,٢٣٤
١٩٩٨	٢٩	* ٠,٢٤٥	٢٧	** ٠,٢٢٨
١٩٩٩	٣٣	* ٠,٢٣٣	٢٨	** ٠,٢٢٥
٢٠٠٠	٣٤	* ٠,٢٣٥	٣٠	** ٠,٢٢١

* عن مستوى دلالة ٥٪.
** عن مستوى دلالة ١٠٪.

نتائج اختبار H₂

أ. نتائج اختبار أثر مستوى ربحية الشركة

يوضح الفحص المقارن لمعامل كاندال المحسوب للعلاقة بين توزيعات الأرباح والعوائد غير العادية لأسهم الشركات عالية الربحية ومنخفضة الربحية، والمتداولة في سوق بغداد للأوراق المالية، بأن تلك العلاقة بين المتغيرين لم تختلف تبعاً لاختلاف مستوى الربحية، إذ لا زالت العلاقة بين ذلكما المتغيرين علاقة طردية ذات دلالة إحصائية.

إن هذه النتيجة في الواقع جاءت مؤكدة لتفسير الباحث لنتائج الفرضية الأولى بشأن قلة خبرة المستثمر العراقي، وأن حالة التضخم هي الموجه الأساسي للاستثمار في الأسهم المتداولة في سوق بغداد للأوراق المالية فضلاً عن كون هذه النتيجة جاءت متسقة تماماً مع نتائج دراسة سابقة استهدفت اختبار أثر الأرباح المحاسبية على العوائد السوقية للأسهم المتداولة في سوق بغداد للأوراق المالية والتي بينت نتائجها بأن الأرباح لا تفسر أكثر من ١٠٪ من العوائد السوقية للأسهم (الفضل، ٢٠٠١، ص ٧٨).

أما بالنسبة للشركات الأردنية، فعلى الرغم من عدم تأثر طبيعة العلاقة بين توزيعات الأرباح والعوائد السوقية غير العادية للأسهم، بربحية الشركة، فإن الاختبار الإحصائي، والمدرجة نتائجه في الجدول رقم (٣)، يدل على وجود علاقة طردية ذات دلالة إحصائية بين ذلكما المتغيرين في كل من الشركات عالية الربحية ومنخفضة الربحية. إلا أن قوة هذه العلاقة في النوع الأول من الشركات تبدو أقوى بكثير مما هي عليه في النوع الثاني، مما يدفع ذلك باتجاه استنتاج أن لربحية الشركة أثراً على العلاقة بين ذلكما المتغيرين.

جدول رقم (٣)

تحليل مقارنة لمعامل كاندال للعلاقة بين توزيعات الأرباح والعوائد السوقية غير العادية في كل من الشركات عالية وواطئة الربحية

السنوات	سوق بغداد للأوراق المالية						سوق عمان المالي		
	شركات ذات ربحية منخفضة			شركات ذات ربحية عالية			شركات ذات ربحية منخفضة		
	العينة	القيمة المحسوبة	قاعدة القرار	العينة	القيمة المحسوبة	قاعدة القرار	العينة	القيمة المحسوبة	قاعدة القرار
جميع السنوات	٧٤	*٠,٣٦	١١	٧٩	*٠,٣٣٨	١١	٧٠	**٠,٢٧١	١١
١٩٩٦	١١	**٠,٣٧٩	١٧	١٥	**٠,٣٢١	١٧	١٦	**٠,٢٧٧	١١
١٩٩٧	١٤	**٠,٣٥١	١٧	١٧	**٠,٣٢٥	١٧	١٦	**٠,٢٨٢	١١
١٩٩٨	١٥	**٠,٣٤٥	١٤	١٤	**٠,٢٢٣	١٤	١٣	**٠,٣٠٥	١٣
١٩٩٩	١٨	*٠,٣٢٥	١٥	١٥	**٠,٣١٩	١٥	١٣	**٠,٣٠٤	١٣
٢٠٠٠	١٦	*٠,٣٣٩	١٨	١٧	*٠,٣١٥	١٧	١٣	**٠,٣٠٧	١٣

* عن مستوى دلالة ٥٪.

** عن مستوى دلالة ١٠٪.

إن هذه النتيجة في الواقع منطقية لأن معدل العائد على الاستثمار يقيس الأداء المالي التاريخي للشركة، الذي على أساسه يستطيع المستثمر التنبؤ بمدى قدرة إدارة الشركة في زيادة تدفقاتها النقدية المستقبلية التي تعد الأساس في اتخاذ قرارات الاستثمار في السوق المالية، وعليه فإن ثقة المستثمر في أسهم الشركات منخفضة الربحية، تكون أقل مما هي عليه في الشركات عالية الربحية، ومن ثم ثقته في قرار إدارة الشركة بشأن توزيع الأرباح، ويعزوه إلى محاولتها الجادة للتأثير على أسعار أسهمها في السوق المالية التي تأثرت بأدائها المتدني، مما يقلل من فاعلية ذلك القرار في التأثير على عوائد أسهمها (Altman 1968, P.589).

ومما يؤكد منطقية هذه النتيجة وتفسير الباحث لها والمقارنة التي أجراها بين متوسط العائد على الاستثمار ومعامل كاندال للعلاقة بين توزيعات الأرباح والعوائد غير العادية للأسهم والتي تبين منها أن العلاقة بينهما تزداد أو تنخفض تبعاً لزيادة أو انخفاض متوسط معدل العائد على الاستثمار.

لا شك أن هذه النتيجة تدعم رأي الباحث بخصوص حيرة المستثمر الأردني وقدرته على الاستفادة من المعلومات المحاسبية وتوظيفها في ترشيد قراراته الاستثمارية وتنسجم مع نتائج الدراسات الميدانية التي أجريت حول مضمون الأرقام المحاسبية من المعلومات في الشركات الأردنية وأثرها على أسعار الأسهم، التي بينت أهمية معدل العائد على الاستثمار في تحديد أسعار الأسهم، ومن ثم، عوائدها في السوق المالية.

ب. نتائج اختبار أثر حجم الشركة

في ضوء رغبة المستثمر العراقي في المحافظة على القوة الشرائية لمدخراته من آثار التضخم الذي يعاني منه الاقتصاد بفعل الحصار المفروض عليه، يتجه نحو الاستثمار في أسهم الشركات، وفي ظل ندرة الأدوات الاستثمارية الأخرى، قد يعتقد المرء وللوهلة الأولى، أن المحدد لهذا الاستثمار هو تحقيق عائد يفوق كلفة الفرصة البديلة ويتناسب مع درجة المخاطرة التي يتعرض لها دون الاهتمام فيما إذا كان الاستثمار في أسهم الشركات الكبيرة أم الصغيرة. غير أن نتائج الاختبار الإحصائي قد فندت هذا الاعتقاد وأظهرت أن قوة العلاقة بين توزيعات الأرباح والعوائد السوقية غير العادية للأسهم المتداولة في سوق بغداد للأوراق المالية تتباين تبعاً لتباين حجم الشركة، ويعتقد الباحث أن السبب في ذلك يعود إلى التباين في حجم الاستثمارات الثابتة وكثافة رأس المال ودرجة الاستقرار، فالشركات كبيرة الحجم عادة تتصف بالنشاطات الضخمة ولديها استثمارات ثابتة كبيرة قياساً بما

هو متوفر في الشركات صغيرة الحجم، مما أتاح لها فرصة قيامها بتوزيع أرباح بمقادير أكبر مما هي عليه في الشركات الصغيرة التي تحاول احتجاز الأرباح للاستفادة منها في التوسعات المستقبلية.

جدول رقم (٤)

تحليل مقارنة بين متوسط العائد على الاستثمار ومعامل كاندال للعلاقة بين توزيعات الأرباح والعوائد غير العادية

السنوات	سوق عمان المالي				سوق بغداد للأوراق المالية			
	شركات ذات ربحية منخفضة		شركات ذات ربحية عالية		شركات ذات ربحية منخفضة		شركات ذات ربحية عالية	
	معامل كاندال	متوسط معدل العائد على الاستثمار	معامل كاندال	متوسط معدل العائد على الاستثمار	معامل كاندال	متوسط معدل العائد على الاستثمار	معامل كاندال	متوسط معدل العائد على الاستثمار
جميع السنوات	٠,٢٧١	١٣,٨٢	٠,٣٣٨	٢٤,٤٢	٠,٣٥٢	١٧,٦٨	٠,٣٦٠	٣٥,٢٦
١٩٩٦	٠,٢٧٧	١٢,٤	٠,٣٢١	٢٥,١	٠,٣٧٣	١٨,٣	٠,٣٧٩	٣٥,١
١٩٩٧	٠,٢٨٢	١٣,٥	٠,٣٢٥	٢٧,٣	٠,٣٥٩	١٧,٢	٠,٣٥١	٣٣,٦
١٩٩٨	٠,٣٠٥	١٣,٦	٠,٣٢٣	٢٥,٦	٠,٣٣٦	١٦,٥	٠,٣٤٥	٣٥,٨
١٩٩٩	٠,٣٠٤	١٤,٥	٠,٣١٩	٢٢,٧	٠,٣٢٤	١٩,١	٠,٣٢٥	٣٦,٤
٢٠٠٠	٠,٣٠٧	١٤,٩	٠,٣٠٥	٢١,٤	٠,٣٣٥	١٧,٣	٠,٣٣٩	٣٥,٤

ومن ثم خلق فروقات في العوائد السوقية المتحققة على أسهمها. والحال كذلك في الشركات الأردنية، إذ يتضح من الجدول رقم (٥) أن قوة العلاقة بين توزيعات الأرباح والعوائد السوقية غير العادية للأسهم في الشركات كبيرة الحجم، أكبر مما هي عليه في الشركات صغيرة الحجم.

جدول رقم (٥)

تحليل مقارنة لمعامل كاندال للعلاقة بين توزيعات الأرباح والعوائد السوقية غير العادية في كل من الشركات كبيرة وصغيرة الحجم

السنوات	سوق عمان المالي						سوق بغداد للأوراق المالية					
	شركات صغيرة الحجم			شركات كبيرة الحجم			شركات صغيرة الحجم			شركات كبيرة الحجم		
	قاعدة القرار	معامل كاندال	العينة	قاعدة القرار	معامل كاندال	العينة	قاعدة القرار	معامل كاندال	العينة	قاعدة القرار	معامل كاندال	العينة
جميع السنوات	٧٧	٠,٣٢٢	**	٧٢	٠,٣٦١	**	٧٨	٠,٣١٧	**	٧٧	٠,٣٥٤	**
١٩٩٦	١٣	٠,٣١٩	**	١٤	٠,٣٤٨	**	١٥	٠,٣٢١	**	١٣	٠,٣٦٤	**
١٩٩٧	١٤	٠,٣١٢	**	١٥	٠,٣٥١	**	١٧	٠,٢٨٨	**	١٤	٠,٣٥٥	**
١٩٩٨	١٦	٠,٣٠٦	**	١٢	٠,٣٤٤	**	١٣	٠,٣٠٨	**	١٦	٠,٣٤٤	**
١٩٩٩	١٨	٠,٣٢٥	**	١٥	٠,٣٦١	**	١٥	٠,٢٧٩	**	١٨	٠,٣٠٦	**
٢٠٠٠	١٦	٠,٣١٤	**	١٦	٠,٣٣٧	**	١٨	٠,٢٨١	**	١٦	٠,٣٢٩	**

ج. نتائج اختبار أثر المخاطرة اللانظامية للشركة

يتضح من نتائج الاختبار الإحصائي لأثر درجة المخاطرة اللانظامية للشركة على العلاقة بين توزيعات الأرباح والعوائد السوقية غير العادية للأسهم المتداولة في سوق بغداد للأوراق المالية، بأن لهذا المتغير أثراً على تلك العلاقة. إذ جاءت العلاقة بين متغيري توزيعات الأرباح والعوائد السوقية غير العادية للأسهم في الشركات ذات المخاطرة الأقل، أقوى مما هي عليه في الشركات ذات المخاطرة العالية وربما يعود السبب في ذلك إلى طبيعة المستثمر العراقي الذي لا يميل نحو الاستثمار في الشركات ذات المخاطرة العالية، وإنما يفضل الاتجاه نحو الاستثمار في الشركات معتدلة أو منخفضة المخاطرة وذلك بسبب الظرف الاقتصادي غير المستقر بفعل الحصار المفروض عليه، إذ توضح الأدبيات الاقتصادية، أنه في مثل هذه الظروف لا يمكن التنبؤ بما سيؤول إليه مستقبل المنشأة الاقتصادية وبالتالي فإنه من الحكمة عدم الولوج في مشاريع ذات مخاطرة عالية (Altman 1968).

أما في سوق عمان المالي فيشير الفحص المقارن لقيمة معامل كاندال المحسوب لكل من الشركات عالية المخاطرة ومنخفضة المخاطرة، بعدم وجود تباين ملحوظ في تلك القيمة، مما يعني أنه لا أثر لمستوى المخاطرة اللانظامية للشركة على العلاقة بين توزيعات الأرباح والعوائد السوقية غير العادية. ولا شك أن هذه النتيجة تدل على عدم اكتراث المستثمر الأردني بالمخاطرة اللانظامية للشركة ويركز حل اهتمامه على المعلومات الخاصة بالأرباح المنشورة في التقارير السنوية للشركات.

جدول رقم (٦)

تحليل مقارن لمعامل كاندال للعلاقة بين توزيعات الأرباح والعوائد السوقية غير العادية في كل من الشركات عالية ومنخفضة المخاطرة

السنوات	سوق بغداد للأوراق المالية						سوق عمان المالي					
	شركات عالية المخاطرة			شركات منخفضة المخاطرة			شركات عالية المخاطرة			شركات منخفضة المخاطرة		
	العينة	معامل كاندال	قاعدة القرار	العينة	معامل كاندال	قاعدة القرار	العينة	معامل كاندال	قاعدة القرار	العينة	معامل كاندال	قاعدة القرار
جميع السنوات	٨١	**٠,٣١٦	٧٤	٦٩	**٠,٣٢٢	٧٤	٨٠	١٥	**٠,٣٠٩	١٦	١٦	١٦
١٩٩٦	١٦	*٠,٣٣٧	١٢	١٦	**٠,٣٥٧	١٦	١٥	**٠,٣٢٤	١٩	١٤	١٤	١٤
١٩٩٧	١٥	**٠,٣١١	١٦	١٤	*٠,٣٤٢	١٦	١٣	**٠,٣٢٩	١٣	١٤	١٤	١٤
١٩٩٨	١٤	**٠,٣١٨	١٥	١٤	**٠,٣٤٥	١٥	١٣	**٠,٣٣١	١٣	١٥	١٥	١٥
١٩٩٩	١٧	**٠,٣٠٣	١٦	١٥	*٠,٣٣٥	١٦	١٧	**٠,٣١٨	١٧	١٣	١٣	١٣
٢٠٠٠	١٩	*٠,٢٩٦	١٥	١٣	**٠,٣٣٨	١٥						

* عن مستوى دلالة ٥٪.

** عن مستوى دلالة ١٠٪.

الاستنتاجات والتوصيات

الاستنتاجات

أسفرت نتائج اختبار فرضيتي الدراسة عن مجموعة من الاستنتاجات يمكن إجمالها بالنقاط الآتية:
 (١) على الرغم من عدم توفر الأدلة الكافية على اكتراث المستثمر الأردني بالمعلومات المحاسبية عند اتخاذ قراراته الاستثمارية، إلا أن نتائج الدراسة تشير وبقوة إلى اهتمامه بالأرباح السنوية المنشورة في التقارير المالية السنوية للشركات. أما بالنسبة للمستثمر العراقي فإن المؤثر الأساسي على قراراته الاستثمارية، هو الظرف السياسي الذي يلقي بظله على الحالة الاقتصادية للبلد.

(٢) إن قوة العلاقة بين توزيعات الأرباح والعوائد السوقية غير العادية للأسهم يمكن أن تقود إلى استنتاج يفيد بأن المستثمرين في كلا السوقين هم من ذلك الصنف الذي لا يفضل احتجاز الأرباح بقدر تفضيله للتوزيع.

(٣) لا يجد الباحث تفسيراً لتعارض نتائج هذه الدراسة مع نتائج الدراسات السابقة التي أجريت على أثر حجم الشركة على العلاقة بين توزيعات الأرباح والعوائد السوقية غير العادية للأسهم في كلا السوقين، سوى اختلاف حجم العينة، مما يؤدي إلى استنتاج مفاده أن لكبر حجم العينة في مثل هذه الدراسات يؤثر على نتائجها، وعليه ينبغي التعامل بحذر مع نتائج الدراسات السابقة وخاصة التي أجريت في العراق وذلك لصغر حجم عينتها، لأنه يبدو من نتائج هذه الدراسة أن حجم الشركة، ممثلاً بمجموع موجوداتها، يعد محددًا قويا للأسعار السوقية على الأسهم ومن ثم عوائدها.

التوصيات

في ضوء نتائج الدراسة والاستنتاجات التي بنيت عليها يوصي الباحث بما يلي:

(١) إعادة إجراء هذه الدراسة على عينة أخرى وإضافة متغيرات جديدة مثل متغير بيتا السوق ونوع النشاط الذي تنتمي إليه الشركة ... إلخ (مع المحافظة على نفس المتغيرات التي اعتمدها هذه الدراسة).

(٢) زيادة دور الجامعات في تنشيط السوق المالي في كل من العراق والأردن وذلك من خلال إقامة الدورات التدريبية للمستثمرين لزيادة نطاق اعتمادهم على المعلومات المالية وغير المالية في ترشيد قراراتهم والارتقاء بقوة بالسوق.

المراجع

أولاً : باللغة العربية

- التميمي، فؤاد رشيد، "استجابة أسعار الأسهم السوقية لمقسوم الأرباح ومدى انعكاس ذلك على كفاءة سوق الأوراق المالية"، *مجلة العلوم الإدارية والاقتصادية*، جامعة بغداد، العدد ٢١، ٢٠٠٠، ص ص ٣١٥-٣٢٣.
- الحسناوي، سالم صلال، "أثر مقسوم الأرباح على العوائد غير العادية للأسهم: بحث ميداني في سوق بغداد للأوراق المالية"، رسالة ماجستير غير منشورة مقدمة إلى كلية الإدارة والاقتصاد-جامعة القادسية، ٢٠٠١.
- الفضل، مؤيد محمد علي، "أثر الأرباح المحاسبية على العوائد السوقية للأسهم: دراسة ميدانية في العراق"، *المجلة العربية للمحاسبة*، المجلد الرابع، العدد الأول، مايو، ٢٠٠١، ص ص ٧٨-١٠١.
- الفضل، مؤيد محمد علي، "أثر الإعلان عن الإصدار الجديد للأسهم: دراسة ميدانية في العراق"، *المجلة العلمية لكلية الإدارة والاقتصاد*، جامعة قطر، العدد ١٠، ١٩٩٩.
- عبد الله، عبد القادر، "العوامل المحددة لأسعار أسهم الشركات المساهمة في المملكة العربية السعودية"، *مجلة أبحاث اليرموك*، المجلد ١١، العدد الأول، ١٩٩٥، ص ص ١٣٥ - ١٥٥.
- غرايبة، فوزي وجعفر، داود محمد، "مضمون الأرقام المحاسبية من المعلومات في الشركات المساهمة الأردنية"، *مجلة أبحاث اليرموك*، المجلد الرابع، العدد ١، ١٩٨٨، ص ص ٢٠١-٢٣٣.
- محسن، حاكم، "أثر مقسوم الأرباح في القيمة السوقية للأسهم: دراسة تطبيقية في شركات القطاع المختلط للسنوات ٩٢-١٩٩٤"، *مجلة جامعة بابل، العلوم الإدارية والقانونية*، المجلد الثالث، العدد ٦، ١٩٩٨، ص ص ٨٤٧-٨٥٨.
- يوسف، محمد محمود، "العائد المحاسبي والمحتوى الإعلامي للإعلان عن التوزيعات"، *مجلة المحاسبة والإدارة والتمويل*، ١٩٩٤، ص ١-٣٥.

ثانياً : باللغة الإنجليزية

- Altman, E. I., "Financial Ratios Discriminate Analysis and Prediction of Corporate Bankruptcy", *Journal of Finance*, Sep., 1968, pp. 589-609.
- Ball, R. and Brown, P., "An Empirical Evaluation of Accounting Income Numbers", *Journal of Accounting Research*, Aug, 1968, pp. 159-177.
- Ball R. and Kothari, S. P., "Security Returns Around Earnings Announcements", *The Accounting Review*, Oct. 1991, pp. 718-738.
- Collinst, Daniel W. et. al, "Firm Size and the Information Content of Prices with Respect to Earnings", *Journal of Accounting and Economics*, No. 9, 1987, pp. 111-138.
- Easton, P. D. et.al, "Aggregate Accounting Earnings Can Explain Most of Security Return: The Case of Long Run Intervals", *Journal of Accounting and Economics*, 1992, pp. 119-142.
- 7-Elton, E. J. and Gruber, M. J., "Marginal Stock Holders Tax Effect and the Clientele Effects", *Review of Economics and Statistics*, Vol. 52, Feb., 1970, pp. 68-74.
- El. Khouri, Ritab and Al-Mwalla, Mora, "Basic Divided Distribution Decisions in Jordanian Corporations Listed Amman Financial Market: A Field Study", *Journal of Dirasat*, Vol. 25, No. 2, July, 1998, pp. 87-92.
- Gordon, M. J., "The Savings, Investment and Valuation of the Corporation", *Review of Economics and Statistics*, Feb. 1962, pp. 37-51.

- Healy, P. and Paleph, K.**, "Earnings Information Conveyed by Divided Initiation and Omissions", *Journal of Financial Economics*, 1988, pp. 149-175.
- Homa, Kenneth and Jaffee, D.**, "The Supply of Money and Common Stock Price", *The Journal of Financial*, No. 5, 1971, pp. 1045-1063.
- Jose, M. L. and Stevens, J. L.**, "Capital Market Valuation of Divided Policy", *Journal of Business Finance and Accounting*, Vol. 16, No. 5, winter, 1989, pp. 651-661.
- Lev, V.**, "On the Useful of Earnings: Lessons and Directions from Two Decades of Empirical Research", *Journal of Accounting Research*, Vol. 27, 1989, pp. 153-192.
- Libe, Robert**, "The Relationship Between Stock Returns and Accounting Earnings Given Alternative Information", *The Accounting Review*, Vol. 65, No.1, Jan., 1990, pp. 47-71.
- McMenamin, Jim**, "Financial Management an Introduction", First Published, 1999, p. 494.
- Miller, M. H. and Modigliani, F.**, "Dividend Policy, Growth and Evaluation of Shares", *Journal of Business*, Oct. 1961.
- Partington, G.**, "Variable Influencing Divided Policy in Australia: Survey Results", *Journal of Business Finance and Accounting*, Vol. 16, No. 2, Spring 1985, pp. 521-542.
- Pfaffenberger, Roger, and Patterson, J. H.**, "Statistical Methods for Business and Economics", Homewood, Illinois: Richard D. Irwin, Inc., 1977, p. 687.
- 20-Rappaport, Alfred**, "Selecting Strategies that Create Shareholder Value", *Management Business Review*, May-June, 1981, pp. 139-149.

Copy Rights

Relationship between Dividends and abnormal market returns for shares and its profitability volume and degree of non-systematic Risk.

“A comparative study between Iraqi and Jordanian Corporations”

ABDUL NASER I. NOUR
Associate Professor
Accounting Department
Al-Isra University, Amman, Jordan

ABSTRACT. This study aims to measure the relationship between dividends and unusual market returns for shares traded in the market; its volume and profitability of the company and its degree of non-systematic risk. To achieve the target of this study, 69 corporations listed in both Amman and Baghdad stock market divided over the two markets. The three chosen sectors, Industrial, Agricultural and Services sectors, depending on T test for statistic variables and Kandel's Correlation Coefficient which measure the relation between two variables converted to degrees.

The result of the study illustrated the acceptance of the first hypothesis since Kandel's Correlation Coefficient showed significant correlation between the two variables and to all years of study. This means that shares prices in both stock markets do not relate to shares volume in the market, but are defined on basis of groups of factors like dividends. Also as a result of examining the degree of non-systematic risk impact on the relation between dividends and the abnormal market returns for shares in both stock markets, it shows impact for this variable on the relation.

Many Recommendation given upon this study as to restudy over other sample with addition of new variables like beta variables and kind of activity to which the company belongs.