

قياس تأثير قيم أسهم المصارف وفاقاً لأسلوب الوسط الهندسي على تطبيق العوائد غير العادية دراسة تحليلية لأسهم القطاع المصرفي في سوق العراق للأوراق المالية للمدة 2009-2013

أ.م.د. هشام طلعت عبد الحكيم*

صلاح ساجت مجرن**

المستخلص

اختبرت هذه الدراسة قياس تأثير قيم أسهم المصارف على تحقيق الأرباح غير العادية بتطبيقها على البيانات السنوية لأسهم القطاع المصرفي في سوق العراق للأوراق المالية للمدة الزمنية (2009-2013)، وقسم البحث المصارف إلى محفظتين، الأولى تمثل أسهم المصارف كبيرة الحجم والثانية تمثل أسهم المصارف صغيرة الحجم باستخدام أسلوب الوسط الهندسي للتفريق بين الأسهم كبيرة الحجم والأسهم صغيرة الحجم وفاقاً للقيمة السوقية للأسهم عينة البحث، وأستخدم الباحث الأساليب للإحصائية المعلمية واللامعلمية لاختبار فرضية البحث. وكانت الفرضية هي: لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية بين متوسطي عوائد المحفظة لأسهم المصارف صغيرة الحجم وعوائد المحفظة لأسهم المصارف كبيرة الحجم، وجاءت نتائج البحث بتثبيت فرضية العدم، كما توصلت الدراسة لمجموع من الاستنتاجات والتوصيات.

Abstract

This study measured the impact of tested values of banks to achieve extraordinary profits apply to annual data contributed to the banking sector in Iraq market for securities for the period of time (2009-2013) and Department of banks two briefcases, first representing banks large and small banks are using the geometric mean to differentiate between large stock and small stock size correspond to the market value of the Stock sample search, use the Finder methods for parametric and non-parametric statistical test of the hypothesis.

The hypothesis is: there is no statistically significant effect between Mediterranean banks equity portfolio returns and returns the wallet to large banks, the results of the search, install the null hypothesis, the study also found a total of conclusions and recommendations.

المقدمة

سادت نظرية كفاءة الأسواق المالية في نهاية عقد الستينيات وبداية عقد السبعينيات، هي لافتراضات Fama (1965) حول كفاءة السوق فإن أسعار الأسهم تتبع المسار العشوائي Random Walk أي عدم امكان الاعتماد على تحركات الأسعار التاريخية للأسهم للتنبؤ بالأسعار المستقبلية لها، لأنها تتمتع بقدر كبير من الاستقلالية داخل السلسلة الزمنية، وإن كان هناك قدر قليل من الارتباط بين أسعار الأسهم داخل السلسلة الزمنية فهو ضئيل جداً لا يمكن ان يؤخذ في الاعتبار.

* الجامعة المستنصرية / كلية الادارة والاقتصاد .

** باحث

بحث مستل من رسالة ماجستير

مقبول للنشر بتاريخ 2014/7/13

ومن الأهمية بمكان الإشارة الى ان الباحثين والمحللين تناولوا موضوع كفاءة الأسواق المالية بالعديد من الدراسات بعد ان تناول فاما (1970) Fama فروض كفاءة أسواق الأوراق المالية، التي قسمها الى ثلاثة مستويات وهي، الشكل الضعيف والمتوسط والعالي لكفاءة السوق.

وقد أجريت العديد من الدراسات العملية لفحص نظرية كفاءة السوق حيث اشارت بعض الدراسات الى وجود عدد من الانحرافات في سلوك أسعار الأسهم، مثل انحراف إثر حجم الشركة Firm Size Effect على عائد الأسهم مثل دراسة دراسة كرولينكو وباتن (2006) (Korolenko and Baten) ودراسة كروسل وتوبر (2006) Kraussl and Topper و دراسة موهانتي وميشرا (Mohanty and Mishra (2006، وأثر اليوم في الأسبوع Day of the Week Effects، وأثر شهر كانون الثاني January Effect مثل دراسة دافسون (2006) Davidsson ودراسة شيكوجر وندو (2006) Chukwuogor-Ndu ودراسة لوك (2006) Loc دراسة غرايبة وحماي Gharaibeh and Hammadi (2013) ودراسة سرينيفاسان وكاليفاني Srinivasan P. and Kalaivani (2013) M، وغيرها من الانحرافات.

وتعنى هذه الدراسة باختبار أحد الانحرافات وهو تأثير حجم المصارف وفقا لأسلوب الوسط الهندسي على تحقيق العوائد غير العادية في سوق العراق للأوراق المالية خلال المدة (2009-2013).

المبحث الأول

منهجية البحث

Research Methodology

أولاً : المشكلة The Problem

من خلال الاطلاع على إسهامات الدراسات السابقة ذات العلاقة بالموضوع محل الدراسة فقد تجسدت مشكلة الدراسة بالتساؤلات الآتية:

- 1- ما هو وضع سوق العراق للأوراق المالية من حيث وجود أو عدم وجود الحالات الشاذة.
- 2- هل يمكن تأكيد معنوية الحالات الشاذة المتمثلة بحجم المصارف لتحقيق الأرباح غير العادية في القطاع المصرفي بسوق العراق للأوراق المالية.
- 3- كيف يؤثر حجم المصارف على عوائد الأسهم في سوق العراق للأوراق المالية.
- 4- كيف يمكن أن يؤثر وجود الحالات الشاذة المتمثلة بحجم المصارف في القرار الاستثماري.
- 5- هل يمكن تحديد سلوك أو نمط معين تتبعه أسعار الأسهم في سوق العراق للأوراق المالية للتنبؤ باتجاه أسعار الأسهم في ظل تأثير الحالات الشاذة إن وجدت.

ثانياً : الأهمية The Importance

- ان أهمية الدراسة يمكن بيانها من خلال تسليط الضوء على ما يأتي:
- 1- تكتسب الدراسة أهميتها من خلال محاولة توظيف الحالات الشاذة لتحقيق أهداف المستثمرين في العوائد غير العادية.
 - 2- محاولة ايجاد نمط للتنبؤ بحركة أسعار الأسهم من خلال محاولة بيان مستوى كفاءة السوق ورصد وجود أو عدم وجود الحالات الشاذة في سوق العراق للأوراق المالية.
 - 3- امكن صياغة استراتيجية تفيد المتعاملين لتحقيق الأرباح غير العادية كبديل عن استراتيجية التحليل الأخرى مثل التحليل الأساسي والتحليل الفني، وتأثيرها المباشر على القرار الاستثماري.
 - 4- مدى امكانية تحقيق العوائد غير العادية من خلال تسليط الضوء على استراتيجية من استراتيجيات الاستثمار في الأوراق المالية، وهي استراتيجية الشراء والبيع وفق العوامل ذات الطبيعة الخاصة بالمصارف، وأثرها في القرار الاستثماري للمستثمرين من الأفراد والشركات والذين يحتفظون بمحافظ استثمارية تكون الاسهم فيها هي الأهم والأكثر وزناً مقابل الأوراق المالية الأخرى، باعتبارها من أدوات الملكية.
 - 5- ان تأكيد وجود الحالات الشاذة غير المرتبطة بتفسير معين في سوق العراق للأوراق المالية، سوف يكون من الأهمية بمكان للمستثمرين في السوق، من خلال ملاحقة الحالات الشاذة للسعر حسب الطبيعة الخاصة بالمصارف، لتحقيق الأرباح غير العادية من قبل المستثمرين والاستفادة منها في الواقع العملي.
 - 6- المساهمة بشكل متواضع لإفادة المستثمرين في فهم سلوك أسعار الأسهم للمصارف المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية، وللمساعدة قدر الإمكان في رسم سياساتهم الاستثمارية.

ثالثاً: الأهداف The Objectives

- تهدف الدراسة إلى تحقيق الآتي:
- 1- التحقق من وجود الحالات الشاذة في سوق العراق للأوراق المالية، ومدى إمكان استفادة المستثمرين في السوق منها لتحقيق العوائد غير العادية.
 - 2- محاولة رصد وجود الحالات الشاذة المؤثرة في أسعار الأسهم المتداولة في سوق العراق للأوراق المالية، من خلال تحديد مدى معنوية العلاقة بين تحقيق الأرباح غير عادية وبين العوامل ذات الطبيعة الخاصة بالمصارف.
 - 3- محاولة التأكد إحصائياً من إمكان تحقيق العائد غير العادي إذا تم اتباع استراتيجية في تكوين محفظة استثمارية تعتمد على العوامل ذات الطبيعة الخاصة بالمصارف.
 - 4- محاولة التعرف على أسباب ظهور الحالات الشاذة في سوق الأوراق المالية، ومحاولة تفسيرها.

رابعاً: فرضيات الدراسة The Hypothesis

يتبين من أهداف الدراسة أنها لبين أثر عامل حجم المصرف لتحديد إمكان تحقيق عوائد غير عادية من خلال رصد حركة أسعار الأسهم بالعوامل ذات الطبيعة الخاصة بالمصارف واتخاذ القرار الاستثماري، وبالتالي تأكيد أو نفي فرضيات الدراسة، ويمكن صياغة الفرضية الرئيسة للدراسة على النحو الآتي:

- H_0 لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية بين متوسطي عوائد المحفظة لأسهم المصارف صغيرة الحجم وعوائد المحفظة لأسهم المصارف كبيرة الحجم.

خامساً: مجتمع الدراسة Field of Study

ان المجال التطبيقي للدراسة هو القطاع المصرفي في سوق العراق للأوراق المالية للمدة (2009-2013) وفقاً للمعايير الآتية:

- 1- ان هذه المصارف مدرجة في سوق العراق للأوراق المالية ويتم تداول اسهمها فيه لمدة لا تقل عن 36 شهراً.
- 2- ان هذه المصارف لم يتم إيقاف التداول في اسهمها بقرار من مجلس ادارة السوق خلال المدة من كانون الثاني لعام (2009) وهي أول سنة اعتمدت لإجراء التحليل التطبيقي للدراسة ولغاية شهر كانون الاول عام (2013) وهي آخر سنة شملها التحليل، ولمدة امدها خمس سنوات.
- 3- ان هذه المصارف لم تنقطع عن التداول في اسهمها ولم يتم تحويل نوعية ملكيتها او دمجها خلال نافذة الحدث الممتدة ولمدة زمنية امدها خمسة سنوات، ويوضح الجدول الآتي القيم السوقية للمصارف عينة الدراسة.

جدول (1)

ت	اسم المصرف	2008	2009	2010	2011	2012	2013
1	الأهلي العراقي	22500	43500	40500	85000	84000	124640
2	الاتحاد العراقي	16250	45000	45000	52500	103000	205200
3	المصرف الإسلامي	0	0	46073	51192	125932	260580
4	سومر التجاري	22613	49500	56700	82000	118320	187300
5	الموصل	26250	55500	45500	67500	171700	175740
6	الخليج التجاري	36250	60000	51291	57560	113305	287500
7	الاستثمار العراقي	39375	61992	62496	95000	101000	150350
8	بابل	34500	65000	43500	81000	78000	105000
9	اشور الدولي	52500	71875	58690	66033	139500	155400
10	كوردستان	80000	92500	142000	250000	630000	675000
11	التجاري العراقي	69000	93000	83400	100000	127000	138000
12	المنصور للاستثمار	71500	97500	105000	129000	290280	435000
13	الشرق الأوسط	90300	105600	72600	192000	219000	240000
14	الاقتصاد	50000	129500	98800	149000	113000	120000
15	بغداد	154000	163200	179000	112900	203220	360500
16	الائتمان العراقي	199500	199750	245000	36000	235000	361500
17	الشمال	280000	200000	200000	351750	433400	548550
18	دار السلام	325000	462300	439200	449650	317000	168000
19	المتحد	0	166000	264000	538000	460000	354000

سادساً: المنهج الاحصائي Statistical Method

فيما يلي توضيح الأساليب والمعادلات الإحصائية المستخدمة في أعداد البيانات لاختبار تحقق فرضيات الدراسة، إذ تم اختبار وجود تأثير الحجم من خلال إيجاد معنوية الاختلاف بين متوسط العوائد غير العادية لمحفظه أسهم المصارف الصغيرة الحجم، ومتوسط العوائد غير العادية لمحفظه أسهم المصارف الكبيرة الحجم، وذلك خلال مدة الدراسة وكان لابد من تقسيم الاسهم عينة الدراسة الى أسهم شركات كبيره الحجم، وأسهم شركات صغيره الحجم، وكذلك إيجاد متوسطات العوائد.

وفي هذه الدراسة تم تصنيف الاسهم وفقاً لمدخل المتغير الوحيد المستخدم في دراسة تأثير الحجم، باعتماد على القيمة السوقية لرأس المال، وتم تكوين محفظتين، واحدة تضم أسهم المصارف الصغيرة الحجم والثانية تضم أسهم المصارف كبيرة الحجم، وذلك وفقاً للوسط الهندسي للقيمة السوقية لرأس المال، وتم حساب القيم السوقية لرأس المال في نهاية كل عام، بتكوين محفظتين استثماريتين في العام اللاحق واحدة تضم اسهم المصارف الصغيرة الحجم، والأخرى تضم أسهم المصارف كبيرة الحجم، فمثلاً تم حساب القيمة السوقية لرأس مال أسهم المصارف في (31/كانون الأول/2008) لتكوين محفظتين في (1/كانون الثاني/2009) واحدة تضم أسهم المصارف الصغيرة الحجم والأخرى تضم أسهم المصارف كبيرة الحجم، وتم إعادة تكوين المحفظتين في بداية كل عام من اعوام الدراسة الخمسة، وقد تم ترتيب هذه المصارف تنازلياً حسب طريقة الوسط الهندسي لقيمتها السوقية، وتم اختبار النصف الأول الأقل من الوسط الهندسي في القائمة لتمثل المصارف الصغيرة الحجم من حيث القيمة السوقية، والنصف الثاني الأعلى من الوسط الهندسي في القائمة لتمثل المصارف كبيرة الحجم من حيث القيمة السوقية.

وتم استخدام تحليل التباين في اتجاه واحد **One Way ANOVA Test**، كأحد الأساليب المعلمية، وللتأكد من سلامة استخدام اختبار تحليل التباين في اتجاه واحد كأحد أساليب الاختبارات المعلمية المستخدمة لاختبار وجود تأثير الحجم تم التأكد من ان شكل انتشار بيانات العوائد تتبع التوزيع الطبيعي من خلال استخدام اختبار كولموجوروف-سميرنوف لعينة واحدة **One-Sample Kolmogorove Smirnov test**. وكذلك تم استخدام اختبار ليفن **Levene's Test** للتأكد من تساوي تباين المجموعات، كما تم استخدام أسلوب اختبار مان ويتني **Mann-Whitney** كأحد الأساليب اللامعلمية في اختبار وجود تأثير الحجم.

المبحث الثاني الإطار المعرفي للدراسة

Cognitive framework for Search

أولاً: مفهوم الحالات الشاذة The Concept Anomalies

الحالات الشاذة هو سلوك غير مفسر للورقة المالية، إذ يؤثر على عوائد الأوراق المالية مثل تأثير شهر كانون الثاني وتأثير يوم من الأسبوع أو تأثير عطلة نهاية الأسبوع وتأثير الحجم، وجود السلوك الشاذ يمثل إنكار للنموذج الضعيف لفرضية كفاءة السوق المالية، (Rahman:2009) إذ أنه على وفق صيغة كفاءة سوق الأوراق المالية لا يمكن لأي مستثمر تحقيق أرباح غير عادية، وفقاً لنوع المعلومات التي يمتلكه سواء أكانت هذه المعلومات سعرية أم غير سعرية أو معلومات عامة أو غير عامة اتساقاً مع مستوى كفاءة السوق الذي يتعامل فيه المستثمر، فإذا كانت أسعار الأسهم تتبع المسار العشوائي غالباً ثم تتحول عنه في أوقات أخرى ليتمكن المستثمر من تحقيق أرباح غير عادية فهذا يُعد سلوكاً غير مفسر أو شاذاً يطلق عليه الحالات الشاذة **Anomalies**، وبالتالي فهو سلوك يحتاج الى تفسير.

إذ على وفقاً افتراضات كفاءة السوق لا يمكن تحقيق أرباح غير عادية، لأن أسعار الأسهم تتبع المسار العشوائي **Random Walk** في التصرف، حيث أوضح فاما (1965) **Fama** عدم إمكان الاعتماد على تحركات الأسعار التاريخية للأسهم للتنبؤ بالتحركات المستقبلية لها. حيث تتمتع حركة أسعار الأسهم بقدر كبير من الاستقلالية داخل السلسلة الزمنية.

لكن واقع الحال اثبت أن هناك العديد من الدراسات التي تتناقض مع افتراضات فاما بخصوص كفاءة السوق، مثل دراسة باسو (1972) **Basu** التي بينت تأثير نسبة السعر الى الربح **P / E**، ودراسة بيل (1978) **Ball** التي بينت الإعلان عن تحقيق الأرباح المرتفعة وتأثيرها في المتعاملين، ودراسة بانز (1981) **Banz** عن تأثير حجم الشركات الصغيرة في تحقيق العائد المعدل حسب المخاطرة، ودراسة دي بونت وثالر (1985) **DeBondt and Thaler** والتي بينت المبالغة أو ما يسمى الزخم في تأثير ردة فعل المتعاملين حول الأحداث الدراماتيكية في السوق وتأثيرها في أسعار الأسهم، وهناك العديد من الدراسات

الشهيرة التي أكدت وجود الحالات الشاذة في السوق والتي تتناقض مع فرضية فاما حول كفاءة السوق المالية.

ان حقيقة وجود الحالات الشاذة يعني أن المستثمر يمكن أن يحقق أرباحاً غير عادية عن طريق شراء الأسهم بالاستناد الى التوقعات الزمنية أو خصائص الشركات (Chinzara and slyper: 2010:2) وهذا ما دفع فاما (1991) Fama الى إعادة تقسيم الدراسات الخاصة بفروض الكفاءة، حيث شملت هذه الدراسات تلك المعلومات الأخرى التي يمكن من خلالها تحقيق أرباح غير عادية.

ثانياً: الحالات الشاذة المرتبطة بخصائص الشركات Anomalies Based On Firm Characteristics

ويشتمل هذا النوع من الحالات الشاذة على ثلاثة أنواع، هي:

أ- تأثير الحجم The Size Effect

1- مفهوم تأثير الحجم The Size Effect Concept

يطلق على هذا التأثير تأثير الشركات الصغيرة The Small Firm Effect أيضاً ويرى Andrew (2006) أن أول من أشار الى هذه الظاهرة الشاذة هي دراسة باترسون (1976) Paterson حيث أكد ان الشركات صغيرة الحجم تحقق عائداً أكبر من المتوقع مقارنة بالشركات كبيرة الحجم. كما أظهرت دراسة بانز (1981) Banz ودراسة رينجنم (1982) Reinganum التين تناولتا البيانات اليومية للمدة (1963-1977) حيث ذهبت إلى أن الشركات ذات رأس المال الصغير في سوق نيويورك للأوراق المالية (NYSE) تحصل على متوسط عوائد أعلى مما هو متوقع من قبل نموذج شارب لينتنر – (1964) Sharpe (1965) Lintner لتسعير الأصول الرأسمالية (CAPM) للمدة (1936-1975) وهذا ما يسمى بتأثير الشركة الصغيرة، والتي ولدت فيما بعد العديد من الدراسات اللاحقة التي حاولت توضيح تأثير الحجم في الورقة المالية (Schwert: 2002:4) ويرى هاريز وستولز (2003) Harries and Stulz أن تأثير الشركات الصغيرة أو تأثير الحجم ناتج من أن الشركات ذات رأس المال الصغير تحقق عائداً مرتفعاً مقارنة بالمخاطرة التي تتحملها الشركة أي تحقق عائد غير عادي، وهذا العائد هو أعلى من العائد المتنبئ به بواسطة نموذج تسعير الأصول الرأسمالية (CAPM).

ويرى العديد من الباحثين أن ظاهرة شذوذ الحجم لا يمكن تفسيرها ضمن انموذج تسعير الموجودات الرأسمالية (CAPM) عندما يتم تشكيل المحفظة على أساس بيتا (β) التاريخية (Andrew: 2006:21).

ويرى فوستر (1986) Foster أن أثر الحجم كإحرف على فرضية كفاءة السوق يعود إلى أن عوائد أسهم الشركات صغيرة الحجم أعلى من عوائد أسهم الشركات كبيرة الحجم مع أخذ المخاطرة بنظر الحسبان. وفسر كرولينكو وباتن (2006) Korolenko and Baten تأثير الحجم الى احتمال ارتفاع مخاطرة الشركات صغيرة الحجم حتى إنها تقارب مخاطرة الشركات كبيرة الحجم، لكن عند الدراسة العملية وجد أن مقياس المخاطرة المنتظمة بيتا (β) في انموذج تسعير الأصول الرأسمالية (CAPM) الخاص بأسهم الشركات الصغيرة لا يتعدى البيت (β) الخاص بأسهم الشركات الكبيرة، ومع تعديل المقياس الخاص بالمخاطرة بيتا (β) واستبداله بألفا (α) المعدل بالعوائد غير العادية لا يتم التقليل من أثر تأثير الحجم بالنسبة لأسهم الشركات الصغيرة والكبيرة الحجم.

2- مداخل تصنيف حجم الشركات The Size of the Entrances Classification com

وفاً لما ذكره فان ديجيك (2006) Van Dijk فإن الدراسات التي تناولت تأثير الحجم اتخذت ثلاثة مداخل في هذا الشأن، هي:

المدخل الأول:

يتمثل باستخدام متغير واحد فريد في تصنيف الأسهم الى أسهم الشركات كبيرة الحجم وأخرى الى أسهم الشركات صغيرة الحجم وذلك وفقاً للقيمة السوقية لرأس المال فقط في وقت محدد t ، وبعد ذلك يتم حساب عائد المحفظة الاستثمارية صغيرة الحجم وعائد المحفظة الاستثمارية كبيرة الحجم، وهو العائد المرجح المتساوي للمحفظة Equally-Weighted Return في الوقت t ، وذلك حتى وقت إعادة تعديلها مرة أخرى في الوقت $t+1$. ويتم ذلك كل عام من أعوام الدراسة، ومن ثم يظهر تأثير الحجم من خلال المقارنة بين متوسط عائد المحفظتين صغيره الحجم وكبيره الحجم خلال مدة الدراسة، وبعض الدراسات أضافت إلى ذلك حساب المخاطرة المعدلة لعوائد المحفظة Risk-Adjusted portfolio Returns وذلك من خلال حساب بيتا β لكل محفظة.

المدخل الثاني:

فيتضمن متغيرين لتصنيف الأسهم إلى أسهم الشركات صغيرة الحجم وأسهم الشركات كبيرة الحجم وأول من استخدم هذا المدخل هو فاما وفرنش (Fama and French (1992) وفاقا لما ذكره هو فان ديجك (Van Dijk (2006 حيث قاما بأخذ كل من الحجم والمخاطرة في الحسبان عند تصنيف أسهم الشركات الى كبيره الحجم وصغيره الحجم. والذي دعا فاما وفرنش Fama and French الى استخدام هذا المدخل هو إنه في الواقع العملي ليس لاختبارات تسعير الأصول القدرة على فصل تأثير الحجم في متوسط العوائد عن تأثير المخاطرة في متوسط العوائد.

وقد قام كل من فاما وفرنش Fama and French بتكوين عشرة محافظ وفاقا للحجم، ثم بعد ذلك تم تقدير المخاطرة بيتا β للأسهم الفردية داخل كل محفظة من المحافظ العشر، وقسمت الأسهم داخل محفظة الحجم إلى عشر محافظ فرعية وفاقا للمخاطرة الفردية للأسهم وذلك من خلال تقدير بيتا لكل سهم في مدة تسبق مدة الدراسة بنحو 24 الى 50 شهراً بحسب توافر البيانات، وبعد ذلك تم حساب العوائد المرجحة المتساوية Equally-Weighted Returns لكل محفظة من الـ 100 محفظة المكونة على وفق الحجم والمخاطرة، وكذلك تم تقدير مخاطر كل محفظة، ومن ثم دراسة تأثير الحجم المتضمن داخلياً دراسة العلاقة بين المخاطرة والعوائد.

المدخل الثالث:

أو الأخير الذي سلكته الدراسات لدراسة تأثير الحجم هو دراسة آثار تسعير الأصول على العلاقة العكسية بين الحجم والعائد واستخدم في ذلك أسلوب الاختبار المقطعي Cross-Sectional Test، وفيه تم دراسة التداخل في العوائد من خلال تقدير العلاقة بين العوائد والمخاطرة ولو غار يتم القيمة السوقية ومتغيرات أخرى على سبيل المثال القيمة الدفترية الى القيمة السوقية لرأس المال، وهذا الأسلوب يختبر بشكل واضح الفرض القائل بأن المخاطرة والحجم يفسران تداخل العوائد قطاعياً Cross-Section of Stock Return من خلال حساب متوسط السلاسل الزمنية لمعاملات بيتا β والحجم.

وبعد بيان عرض المداخل الثلاثة التي سلكتها الدراسات لدراسة تأثير الحجم، يتبين أن الدراسات اختلفت فيما بينها في الطريقة التي استخدمتها في التفرقة بين أسهم الشركات اعتماداً على القيمة السوقية لرأس المال. حيث قام كل من كرولينكو وباتن (Korolenko and Baten (2006 بتكوين عشر محافظ استثمارية، الأولى تضم أسهم الشركات كبيرة الحجم والأخيرة من المحافظ العشرة تضم أسهم الشركات صغيرة الحجم والثمانية محافظ المتبقية شكلت المحافظ متوسطة الحجم.

وتم ذلك من خلال إعطاء الأسهم داخل العينة رتباً وفاقاً للقيمة السوقية لرأس المال، ثم تم ترتيب الأسهم وفاقاً لترتيب الرتب وذلك في نهاية كل عام من أعوام الدراسة، استخدم الترتيب في نهاية العام السابق لتحديد الأسهم في المحافظ الاستثمارية في العام اللاحق، وذلك اتباعاً للمنهج نفسه المتخذ من جانب كل من فاما وفرنش (Fama and French (1992، وتضمنت محفظة الأسهم كبيرة الحجم الأسهم التي شكلت نسبة 10% الأولى من هذا الترتيب وعلى العكس تضمنت محفظة الأسهم صغيرة الحجم الأسهم التي شكلت نسبة 10% الأخيرة من هذا الترتيب، أما باقي الأسهم فقد تضمنتها المحافظ الثمانية متوسطة الحجم. وكان السبب وراء اختيار هذا الأسلوب هو التذبذب الشديد للعوائد الذي يؤدي الى صعوبة في تحديد التحرك المنتظم العشوائي للعوائد، ومن ثم يمكن أن تكون هناك محافظ بها عدد منخفض من الأسهم.

أما في دراسة كروسل و توبر (Kraussl and Topper (2006 فقد فرّق بين أسهم الشركات كبيرة الحجم وصغيرة الحجم وفاقاً للقيمة السوقية لرأس المال، ولكن تم تكوين محافظتين فقط. واحدة تضم الأسهم كبيرة الحجم وهي أسهم الشركات التي وردت ضمن نسبة 10% التي تمثل أكبر الشركات المدرجة في سوق الأوراق المالية عينة البحث وفاقاً للقيمة السوقية لرأس المال، والمحفظة الأخرى تضمنت أسهم الشركات صغيرة الحجم وهي الشركات التي لم ترد ضمن تلك النسبة، ولم يراعي تساوي عدد الشركات في المحافظتين.

ب- تأثير نسبة السعر للربح Price-Earnings Ratios Effect

وتسمى بتأثير القيمة The Value Effect أيضاً، وتعد نسبة سعر السهم إلى الربحية من المؤشرات المهمة في الأسواق المالية لغرض تقييم الاستثمار بالأسهم العادية (Francis:1983: 43) ومحتوى هذه النسبة يعبر عن عدد المرات التي يتسلم بها المستثمر الربح لتبرير السعر المدفوع للسهم (Amling:1974:541) أي السعر الذي يرغب المستثمر دفعه في شراء دينار واحد من ربحية السهم، والتي تشير إلى العلاقة الإيجابية بين نسبة الربح الى العوائد غير العادية، واستراتيجيات الاستثمار استناداً إلى تأثير القيمة لها باع طويل في مجال التمويل، ويمكن أن تعزى الى مساهمات جراهام ودود (Graham and Dodd (1940 كما بين بول (Ball (1978 أن متغيرات مثل نسبة السعر الى الربحية (P/E) هي تفسير للعوائد المتوقعة ومن ثم، إذا كانت أحد افتراضات نموذج (CAPM) غير دقيقة في تقييم التعويض عن ثمن تحمل المخاطر، فمن المعقول أن نتوقع أن (P/E) قد يفسر جزءاً من العائد المتوقع وهذا هو

التعويض عن المخاطر المتغيرة التي حذفت من الاختبارات. وكان باسو (1977) Basu أول من تنبه إلى فكرة أن المتغيرات متصلة القيمة قد تفسر التناقض مع نموذج (CAPM)، إذ وجد علاقة إيجابية ذات دلالة إحصائية بين نسبة (P/E) ومتوسط العوائد على الأسهم الأمريكية التي لا يمكن تفسيرها من قبل نموذج (CAPM) كما أكدها رينجمن (1981) Reinganum في دراسته للنتائج التي ذهب إليها باسو (2013:2) Damodaran (2002) إلى أن هذا التأثير يظهر في الأسواق العالمية الأخرى وليس في السوق الأمريكية فقط، والمستثمر يدفع أكثر للدولار الحالي من الأرباح عندما يتوقع بأن الأرباح تزيد بشكل جوهري في المستقبل ولهذا فإن السهم الذي يتوقع نمو أرباحه سوف يباع بنسبة (P/E) عالية، والسهم متدهور الأرباح سوف يباع بنسبة (P/E) واطنة، إلا إن هذه العلاقة ليست ثابتة، لأن الشركة نفسها ربما تتغير أحوالها (العامري، 1999، 139).

وتحسب هذه النسبة من قسمة آخر سعر إغلاق للسهم في السوق المالية على ربحية السهم وعلى وفق الصيغة الآتية: (Levy and Sarnat:1988: 72)

$$P/E = \frac{P}{E} \text{----- (29)}$$

إذ إن:

P/E : نسبة السعر إلى الربح

P : آخر سعر إغلاق للسهم في السوق المالية

E : ربحية السهم الواحد

ووفقاً لهذا المضمون فإن نسبة السعر إلى الربحية مؤشراً لتقلبات الأسعار السوقية للأسهم، فهي تعكس ضمناً حالة التفاؤل أو التشاؤم في سلوك المستثمرين بشأن ظروف السوق وأنماط النمو المستقبلية للجهة المصدرة للسهم (Elton and Gruber:1981: 408) وعلى الرغم من بساطة حساب نسبة السعر إلى الربحية الفعلية إلا أن مضمون نسبة السعر إلى الربحية الاعتيادية يشكل قضية بالفكر المالي المعاصر. (Sharpe and Alexander: 1990:476)

وتستخدم هذه النسبة أيضاً في تحديد القيمة الحقيقية للسهم وعلى وفق الصيغة الآتية: (Jim: 1999:271)

$$P_0 = EPS_1 * \frac{P}{EPS_0} \text{----- (30)}$$

إذ إن:

EPS_1 : ربحية السهم الواحد المتوقعة.

EPS_0 : ربحية السهم الواحد الحالية.

P : سعر السهم الحالي.

إذ يفترض أن تكون القيمة الحقيقية للسهم على وفق هذا النموذج تعتمد بالدرجة الأساس في حسابها على الأرباح الدائمة للشركة والتي من المرجح تكرارها في المستقبل. إلا إن ظهور الأرباح الوقتية والتي من غير المرجح تكرارها في المستقبل، يجعل من نسبة السعر إلى الربحية تتقلب عبر الزمن، لأن سعر السهم في السوق يرتبط بالتغيرات التي تحصل بالأرباح الدائمة وليس بالتغيرات بالأرباح المؤقتة. فإذا كانت الأرباح المؤقتة موجبة فإن نسبة السعر إلى الربحية تنخفض نسبياً نسبة إلى ارتفاع مقدار الأرباح في النموذج وعلى العكس من ذلك إذا كانت الأرباح المؤقتة سالبة فإن نسبة السعر إلى الربحية ترتفع نسبياً نسبة إلى الانخفاض في مقدار الأرباح في النموذج (Sharpe and Alexander: 1990:510).

وتبعاً لهذا التحليل فإن التغيرات الكبيرة في الأرباح المؤقتة سوف تترك أثراً كبيراً في نسبة السعر إلى الربحية لأن هذه الأرباح تكون موجبة أو سالبة في بعض الأحيان، الأمر الذي يجعل من نسبة السعر إلى الربحية متغيرة عبر الزمن (Penman: 2001:526)، ويمكن الحكم عليه فيما إذا كان سعر السهم مسعراً تسعيراً مرتفعاً أو منخفضاً وذلك عن طريق مقارنة نسبة السعر إلى الربحية الفعلية مع نسبة السعر إلى الربحية الاعتيادية (Francis: 1983:383)، والتي تمثل ما ينبغي أن تكون عليه نسبة السعر إلى الربحية فيما يخص الأسهم المسعرة تسعيراً عادلاً (Sharpe and Alexander: 1990:475) والنسبة السائدة في السوق المالية في أثناء لحظة زمنية معينة (Amling: 1974:457). وتتغير نسبة سعر السهم إلى الربحية الاعتيادية بصورة بطيئة ولكنها قد تبقى ثابتة لمدة طويلة مادامت لا توجد تغيرات هامة لأعمال الشركة أو أرباحها ويكون السهم مسعراً تسعيراً منخفضاً فيما إذا كانت نسبة السعر إلى الربحية الاعتيادية أكبر من نسبة السعر إلى الربحية الفعلية، وبالعكس يكون السهم مسعراً تسعيراً مرتفعاً إذا كانت نسبة السعر إلى الربحية الاعتيادية أقل من النسبة الفعلية (Francis: 1983:383).

ت- تأثير نسبة السعر للقيمة الدفترية Price-Book value Ratios Effect
وجد روسنبرج وآخرون (Rosenberg and Lanstein 1985) في دراسة إلى ان الشركات ذات نسبة السعر الى القيمة الدفترية المنخفضة تحقق عوائد غير عادية وهذا ما يطلق عليه تأثير السعر الى الربح وجاءت دراسة دين وثالر (DeBondt and Thaler 1985) وغيرها كثير من الدراسات التي وثقت العلاقة بين القيمة الدفترية والسعر (B/P)، وقد حدد الباحثون أيضا العلاقة بين عوائد الأسهم ونسب القيمة التي تستخدم التدفق النقدي. وكان تأثير القيمة في العديد من أشكاله المستنسخة من قبل العديد من الباحثين لكثير من فترات المختلفة ولمعظم أسواق الأوراق المالية الرئيسية حول العالم (Keim: 62013:3).

المبحث الثالث عرض وتحليل البيانات ومناقشتها

تم اختبار وجود تأثير الحجم للمصارف في تحقيق العوائد غير العادية، بالاعتماد على عوائد أسهم المصارف عينة الدراسة، وتم اختبار تأثير الحجم من خلال اختبار معنوية الاختلاف بين متوسط عوائد محفظة أسهم المصارف صغيرة الحجم ومتوسط عوائد أسهم محفظة المصارف كبيرة الحجم وتم الجمع بين أساليب الاختبار المعلمي واللامعلمي، في اختبار وجود تأثير الحجم، حيث تم استخدام اختبار تحليل التباين في اتجاه واحد One Way ANOVA Test كأحد الأساليب المعلمية، واستخدام اختبار مان-ويتني Mann-Whitney كأحد الأساليب اللامعلمية المستخدمة في اختبار وجود تأثير الحجم.

وتم تقسيم عينة الدراسة وفقا لاستخدام الوسط الهندسي Geometric Mean للقيم السوقية لرأس مال أسهم المصارف عينة الدراسة كمييار للتفرقة بين أسهم المصارف صغيرة الحجم وأسهم المصارف كبيرة الحجم، إذ تم تكوين محفظتين، واحدة تضم الأسهم صغيرة الحجم والأخرى تضم الأسهم كبيرة الحجم، وتم حساب القيمة السوقية لرأس المال في نهاية كل سنة لتكوين محفظتين استثماريتين في العام للاحق، فمثلا تم حساب القيمة السوقية لرأس مال أسهم الشركات في نهاية عام 2008 لتكوين محفظتين في عام 2009، واحدة تضم أسهم المصارف صغيرة الحجم والأخرى تضم أسهم المصارف كبيرة الحجم، وتم إعادة تكوين المحفظتين في كل عام من أعوام الدراسة، ونتجت عن ذلك المحافظ التالية، بحسب الجدول (2).

1- وتبين أن متوسط العائد الرأسمالي للمصارف صغيرة الحجم خلال مدة الدراسة ككل للمدة (2013-2009) هو (-1.29%)، فيما كان متوسط العائد الرأسمالي للمصارف كبيرة الحجم خلال مدة الدراسة ككل هو 0.023%، وكانت فرضية الدراسة على النحو الآتي:

- H_0 لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية بين متوسطي عوائد المحفظة لأسهم المصارف صغيرة الحجم وعوائد المحفظة لأسهم المصارف كبيرة الحجم.

الجدول (2)											
محافظ أسهم المصارف صغيرة الحجم وكبيرة الحجم بحسب معيار القيمة السوقية واستخدام الوسط الهندسي لعينة الدراسة للمدة (2013-2009)											
حافظات سنة 2009						حافظات سنة 2010					
الوسط الهندسي للقيمة السوقية = 11791						الوسط الهندسي للقيمة السوقية = 12594					
ت	المصرف	القيمة السوقية	العائد الرأسمالي	ت	المصرف	القيمة السوقية	العائد الرأسمالي	ت	المصرف	القيمة السوقية	العائد الرأسمالي
1	الاتحاد العام	11250	0.385	1	التجاري العام	11250	0.385	1	الاتحاد العام	11250	0.385
2	الأهلي العام	11250	0.385	2	التجاري العام	11250	0.385	2	الأهلي العام	11250	0.385
3	سوق التجار	11250	0.385	3	سوق التجار	11250	0.385	3	سوق التجار	11250	0.385
4	الموصل	11250	0.385	4	الموصل	11250	0.385	4	الموصل	11250	0.385
5	الخليج التجاري	11250	0.385	5	الخليج التجاري	11250	0.385	5	الخليج التجاري	11250	0.385
6	البنك	11250	0.385	6	البنك	11250	0.385	6	البنك	11250	0.385
7	البنك التجاري	11250	0.385	7	البنك التجاري	11250	0.385	7	البنك التجاري	11250	0.385
8	البنك العام	11250	0.385	8	البنك العام	11250	0.385	8	البنك العام	11250	0.385
9	البنك الدولي	11250	0.385	9	البنك الدولي	11250	0.385	9	البنك الدولي	11250	0.385
10	بنك	11250	0.385	10	بنك	11250	0.385	10	بنك	11250	0.385
11	بنك	11250	0.385	11	بنك	11250	0.385	11	بنك	11250	0.385
12	بنك	11250	0.385	12	بنك	11250	0.385	12	بنك	11250	0.385
متوسط عائد السوق لسنة 2009 = 0.385						متوسط عائد السوق لسنة 2010 = 0.385					
حافظات سنة 2011						حافظات سنة 2012					
الوسط الهندسي للقيمة السوقية = 11791						الوسط الهندسي للقيمة السوقية = 11791					
ت	المصرف	القيمة السوقية	العائد الرأسمالي	ت	المصرف	القيمة السوقية	العائد الرأسمالي	ت	المصرف	القيمة السوقية	العائد الرأسمالي
1	الاتحاد العام	11250	0.385	1	الاتحاد العام	11250	0.385	1	الاتحاد العام	11250	0.385
2	الأهلي العام	11250	0.385	2	الأهلي العام	11250	0.385	2	الأهلي العام	11250	0.385
3	سوق التجار	11250	0.385	3	سوق التجار	11250	0.385	3	سوق التجار	11250	0.385
4	الموصل	11250	0.385	4	الموصل	11250	0.385	4	الموصل	11250	0.385
5	الخليج التجاري	11250	0.385	5	الخليج التجاري	11250	0.385	5	الخليج التجاري	11250	0.385
6	البنك	11250	0.385	6	البنك	11250	0.385	6	البنك	11250	0.385
7	البنك التجاري	11250	0.385	7	البنك التجاري	11250	0.385	7	البنك التجاري	11250	0.385
8	البنك العام	11250	0.385	8	البنك العام	11250	0.385	8	البنك العام	11250	0.385
9	البنك الدولي	11250	0.385	9	البنك الدولي	11250	0.385	9	البنك الدولي	11250	0.385
10	بنك	11250	0.385	10	بنك	11250	0.385	10	بنك	11250	0.385
11	بنك	11250	0.385	11	بنك	11250	0.385	11	بنك	11250	0.385
12	بنك	11250	0.385	12	بنك	11250	0.385	12	بنك	11250	0.385
متوسط عائد السوق لسنة 2011 = 0.385						متوسط عائد السوق لسنة 2012 = 0.385					

أ- اختبار تحليل التباين في اتجاه واحد **One Way ANOVA Test**.
للتأكد من صلاحية البيانات للاختبار وجود تأثير الحجم باستخدام تحليل التباين في اتجاه واحد **One Way ANOVA Test** تم التأكد من أن البيانات تتبع التوزيع الطبيعي بواسطة استخدام اختبار كولمجوروف-سميرنوف لعينة واحدة **One-Sample Kolmogorov-Smirnov Test** وكذلك تم التأكد من أن تباين المجموعات من خلال استخدام اختبار ليفين **Levene's Test**.
وجاءت نتائج التوزيع الطبيعي لاختبار كولمجوروف-سميرنوف **Kolmogorov-Smirnov Test** للبيانات عينة الدراسة وفقاً لتصنيف الوسط الهندسي للمصارف صغيرة الحجم وعلى النحو الآتي:

جدول (3)

نتائج اختبار كولمجوروف-سميرنوف لبيانات المصارف صغيرة الحجم

عائد أسهم المصارف صغيرة الحجم عينة الدراسة للمدة (2009-2013)		
N		53
Normal Parameters ^{a,b}	Mean	-.002
	Std. Deviation	.218
Kolmogorov-Smirnov Z		.602
Asymp. Sig. (2-tailed)		.862
a. Test distribution is Normal.		
b. Calculated from data.		

يتبين من نتائج الاختبار
يتبين من نتائج الاختبار أن حجم العينة 53 مشاهدة وهي عدد المصارف عينة الدراسة (المصارف صغيرة الحجم) خلال المدة الزمنية للدراسة الممتدة لخمس سنوات، وأن متوسط البيانات للعينة هو (0.002)، وقيمة الانحراف المعياري للبيانات هو 0.218، وأن قيمة اختبار Kolmogorov-Smirnov Test أو جودة المطابقة هو 0.602، وجاءت قيمة مستوى دلالة الاختبار لتساوي (2- Asymp. Sig. = 0.862) وهي أكبر من مستوى $\alpha = 0.05$ ، وبالتالي فإن البيانات تتبع التوزيع الطبيعي، بحسب اختبار كولمجوروف-سميرنوف.
وجاءت نتائج التوزيع الطبيعي لاختبار كولمجوروف-سميرنوف للبيانات عينة الدراسة وفقاً لتصنيف الوسط الهندسي للمصارف كبيرة الحجم وعلى النحو الآتي:

جدول (4)

نتائج اختبار كولمجوروف-سميرنوف لبيانات المصارف كبيرة الحجم

عائد أسهم المصارف كبيرة الحجم عينة الدراسة للمدة (2009-2013)		
N		40
Normal Parameters ^{a,b}	Mean	.002
	Std. Deviation	.314
Kolmogorov-Smirnov Z		.867
Asymp. Sig. (2-tailed)		.440
a. Test distribution is Normal.		
b. Calculated from data.		

يتبين من نتائج الاختبار أن حجم العينة هي 40 مشاهدة وهي عدد المصارف عينة الدراسة (المصارف كبيرة الحجم) خلال المدة الزمنية للدراسة الممتدة لخمس سنوات، ومتوسط البيانات للعينة هو 0.002، وأن الانحراف المعياري للبيانات هو 0.314، وجاءت قيمة Kolmogorov-Smirnov Test أو جودة المطابقة هو 0.867، وجاءت قيمة مستوى دلالة الاختبار لتساوي (2- Asymp. Sig. = 0.44) وهي أكبر من مستوى $\alpha = 0.05$ ، وبالتالي فإن البيانات تتبع التوزيع الطبيعي، بحسب اختبار كولمجوروف-سميرنوف.
وجاءت نتائج اختبار ليفين على النحو الآتي:

جدول (5)

اختبار ليفن لبيانات الأسهم عينة الدراسة (المجموعة الإحصائية)

	النوع	N	Mean	Std. Deviation	Std. Error Mean
الحجم	المصارف صغيرة الحجم	53	.08	.142	.020
	المصارف كبيرة الحجم	40	.00	.314	.050

يتبين من نتائج الاختبار في الصف الأول أن عدد المشاهدات هو 53 مشاهدة وهو ما يمثل حجم عينة المصارف صغيرة الحجم، وبمتوسط حسابي مقداره 0.08% وانحراف معياري مقداره 0.142، والخطأ المعياري للوسط مقداره 0.02.

وبين الصف الثاني أن عدد المشاهدات هو 40 مشاهدة وهو ما يمثل حجم عينة المصارف كبيرة الحجم، وبمتوسط حسابي مقداره 0.00% وانحراف معياري مقداره 0.314، والخطأ المعياري للوسط قدره 0.05. إن من أهم شروط تطبيق اختبار تحليل التباين الأحادي هو تجانس العينات (أن يكون تباين العينات متساوياً احصائياً) وهو ما يتبين في الجدول الآتي:

جدول (6)

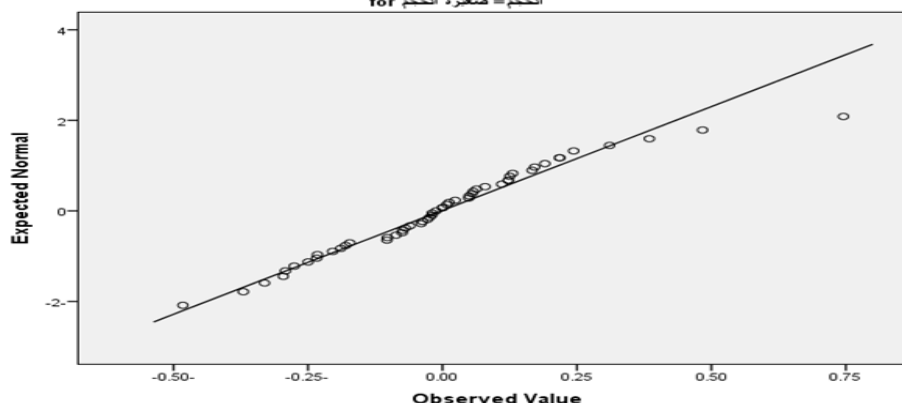
اختبار ليفن لتجانس بيانات العائد السنوي

Levene Statistic	df1	df2	Sig.
3.528	1	91	.064

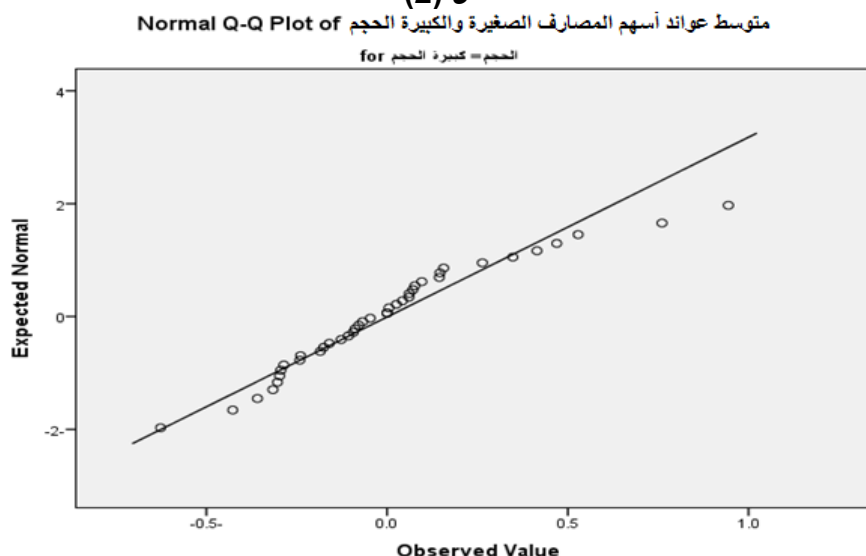
يبين من جدول النتائج في أعلاه أن قيمة اختبار ليفني هو 3.528، ودرجة الحرية الأولى تساوي 1، ودرجة الحرية الثانية تساوي 91، وجاءت قيمة مستوى دلالة الاختبار لتساوي (2- Asymp. Sig. = 0.064) وهي أكبر من مستوى $\alpha = 0.05$ ، وهذا بدوره يبين إمكانية الافتراض بأن تباين المجتمعين عينة المصارف صغيرة الحجم وعينة المصارف كبيرة الحجم Equal Variance Assumed هو تباين متساو.

وبالنظر إلى متوسط عوائد المحفظتين يتضح أن تفاوت (تشنت) العوائد أكبر في المحفظة كبيرة الحجم من تشنت العوائد في المحفظة الصغيرة الحجم، وذلك يشير إلى تحمل محفظة المصارف الكبيرة الحجم مخاطرة أكبر من محفظة المصارف صغيرة الحجم ويظهر ذلك من خلال الشكل الآتي:

شكل (1)

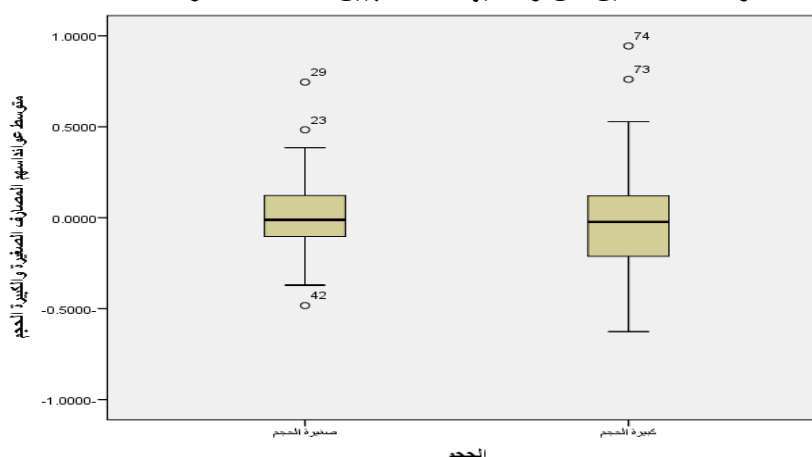
متوسط عوائد أسهم المصارف الصغيرة والكبيرة الحجم
for صغرة الحجم = الحجم

شكل (2)



شكل (3)

تشتمل عوائد المحفظتين عن وسطيهما الحسابيين خلال مدة الدراسة



وللتأكد من معنوية هذه النتائج تم استخدام اختبار التباين في اتجاه واحد One Way ANOVA Test كأحد الأساليب المعملية المستخدمة في اختبار وجود تأثير الحجم وجاءت نتائج الاختبار كما يأتي:

جدول (7)

نتائج اختبار تحليل التباين للبيانات عينة الدراسة

	df	Mean Square	F	Sig.
Between Groups	1	.000	.007	.933
Within Groups	91	.069		
Total	92			

تبين نتائج الاختبار أن درجة حرية طرائق المعالجة هي 1 وأن درجة حرية الخطأ هي 91 ومجموع درجات الحرية هي 92 وأن معدل مربعات طرائق المعالجة والخطأ على التوالي هو 0.007 و0.069، وأن قيمة اختبار تحليل التباين الأحادي هو 0.007، وجاءت قيمة مستوى دلالة الاختبار لتساوي Asymp. Sig. (2-tailed) = 0.933 وهي أكبر من مستوى دلالة الفرضية وهي أكبر من مستوى $\alpha = 0.05$ ، وبالتالي نقبل فرضية العدم، ونستنتج أنه ليس هناك فروق ذات دلالة إحصائية، أي لا يوجد اختلاف معنوي بين متوسط عوائد الأسهم صغيرة الحجم ومتوسط عوائد محفظة الأسهم كبيرة الحجم وذلك عند مستوى معنوية 5% وهذا ما يؤكد عدم وجود تأثير الحجم في سوق العراق للأوراق المالية خلال مدة الدراسة (2009-2013) وذلك وفقاً لنتائج الاختبار المعلمي المستخدم.

ب- اختبار مان ويتني

جاءت نتائج اختبار مان ويتني Mann-Whitney كأحد الأساليب اللامعلمية المستخدمة في اختبار وجود تأثير الحجم لتؤكد أنه لا يوجد اختلاف جوهري ذو دلالة إحصائية بين متوسطي عوائد المحفظة أسهم المصارف صغيرة الحجم وعوائد أسهم المصارف كبيرة الحجم وذلك عند مستوى معنوية 5% وجاءت نتائج الاختبار في جدولين وكما يأتي:

جدول (8)

نتائج اختبار مان ويتني للبيانات (جدول الصفوف)

	الحجم	N	Mean Rank	Sum of Ranks
متوسط عوائد أسهم المصارف الصغيرة الحجم	صغيرة الحجم	53	48.08	2548.00
الصغيرة والكبيرة الحجم خلال مدة الدراسة (2009-2013)	كبيرة الحجم	40	45.58	1823.00
	Total	93		

يصف الجدول الأول العينتين إذ يتبين أن حجم عينة في الصف الأول هي 53 مشاهدة وهو عدد المصارف صغيرة الحجم خلال مدة الدراسة البالغة خمس سنوات ومتوسط رتبهم هو 48.08 ومجموع هذه الرتب 2548، أما بالنسبة للمجموعة الثانية فحجم العينة هو 40 مشاهدة وهو عدد المصارف كبيرة الحجم، ومتوسط رتبهم هو 45.58 وبمجموع قدره 1823 وأن العينة الكلية هي 93 مشاهدة أو مصرفاً.

جدول (9)

نتائج اختبار مان ويتني للبيانات (الاختبار الاحصائي)

	متوسط عوائد أسهم المصارف الصغيرة والكبيرة الحجم لعينة البحث خلال مدة الدراسة (2009-2013)
Mann-Whitney U	1003.000
Z	-.442-
Asymp. Sig. (2-tailed)	.658
a. Grouping Variable: حجم المصرف	

تبين نتيجة الاختبار أن قيمة اختبار مان ويتني تساوي 1003، وأن قيمة جودة المطابقة تساوي (-0.442)، وجاءت قيمة مستوى دلالة الاختبار لتساوي $Asymp. Sig. (2-tailed) = 0.658$ ، وهي أكبر من مستوى دلالة الفرضية أي أكبر من مستوى $\alpha = 0.05$ ، وبالتالي نقبل فرضية العدم، ونستنتج أنه ليس هناك فروق ذات دلالة إحصائية، أي لا يوجد اختلاف معنوي بين متوسط عوائد الأسهم صغيرة الحجم ومتوسط عوائد محفظة الأسهم كبيرة الحجم وذلك عند مستوى معنوية 5% وهذا ما يؤكد عدم وجود تأثير الحجم في سوق العراق للأوراق المالية خلال مدة الدراسة (2009-2013) وذلك على وفق نتائج الاختبار اللامعلمي المستخدم. ومن خلال ما سبق يتضح أنه لا يوجد تأثير الحجم في سوق العراق للأوراق المالية خلال مدة الدراسة (2009-2013)، واتفقت في ذلك نتائج الاختبارات الإحصائية سواء أكانت المعلمية منها أو اللامعلمية، وذلك وفقاً لتصنيف أسهم العينة إلى صغيرة وكبيرة الحجم واعتماداً على الوسط الهندسي للقيم السوقية لرأس مال أسهم مصارف العينة.

المبحث الرابع الاستنتاجات والتوصيات

أولاً: الاستنتاجات

تمثلت استنتاجات اختبار فرضية هذا البحث، في نتائج اختبار وجود تأثير قيم أسهم للمصارف في تحقيق الأرباح غير العادية، وجاءت الاستنتاجات كما يأتي:

- 1- أظهرت النتائج أنه لا يوجد تأثير قيم الأسهم في للقطاع المصرفي بسوق العراق للأوراق المالية خلال مدة الدراسة، من خلال تقسيم المصارف عينة البحث على محفظتين، الأولى محفظة للمصارف صغيرة الحجم والثانية إلى محفظة للمصارف كبيرة الحجم واعتماداً على الوسط الهندسي للقيم السوقية لرأس المال واتفقت في ذلك نتائج تحليل الانحدار ونتائج الاختبارات المعلمية والاختبارات اللامعلمية.
- 2- بينت نتائج الاختبارات، عدم إمكان التنبؤ باتجاه تقلبات الأسعار في المستقبل وتحقيق أرباح غير عادية من قبل المستثمرين من خلال اتباع استراتيجية الموصفات الخاصة بالمصارف.
- 3- بينت نتائج الاختبار أن التباين في العوائد (التشتت) في محفظة أسهم المصارف كبيرة الحجم أكبر من التباين في عوائد محفظة أسهم المصارف صغيرة الحجم، وهذا يعني أن محفظة أسهم المصارف كبيرة الحجم تتحمل مخاطرة أكبر من مخاطرة محفظة الأسهم صغيرة الحجم، وهذا يتناقض مع ما توصلت إليه العديد من الدراسات السابقة التي بينت أن عوائد أسهم المصارف صغيرة الحجم تتعرض لتباين أعلى من تباين عوائد أسهم المصارف كبيرة الحجم.

- 4- بينت نتائج الاختبار أن عوائد محفظة أسهم المصارف كبيرة الحجم أعلى من عوائد محفظة المصارف صغيرة الحجم، وهذا يتناقض مع العديد من الدراسات السابقة التي ذهبت باتجاه أن عوائد أسهم مصارف الصغيرة الحجم تحقق عوائد أعلى من أسهم المصارف الكبيرة.
- 5- يتبين أن هناك علاقة موجبة بين ارتفاع عوائد أسهم المصارف كبيرة الحجم مع ارتفاع مستوى التباين في عوائدها، مقابل انخفاض عوائد محفظة الأسهم صغيرة الحجم مع انخفاض مستوى التباين في عوائدها.

ثانياً: التوصيات

- جاءت توصيات الدراسة في إطار ما توصلت إليه من نتائج، حيث يمكن بيان هذه التوصيات بالآتي:
- 1- دعوة المستثمرين إلى اتخاذ استراتيجية للتداول مبنية على عدم وجود تأثير قيم الأسهم كحالة شاذة في سوق العراق للأوراق المالية، أي الاتجاه نحو الاستراتيجيات البديلة مثل استراتيجية التحليل الأساسي أو الفني، لعدم جدوى استراتيجية الحالات الشاذة متمثلة بقيم الأسهم لتحقيق الأرباح غير العادية.
 - 2- لا يوجد تأثير لطريقة اختيار الأسلوب الإحصائي المستخدم في اختبار وجود الحالات الشاذة على ظهور أو اختفاء ذلك التأثير، سواء أكانت الطرائق الإحصائية معلمية أو اللامعلمية.
 - 3- أجريت هذه الدراسة بأسلوب المحافظ الاستثمارية بالنسبة لتأثير قيم الأسهم وبالتالي هناك حاجة لاستخدام أسلوب المصارف المفردة للتحقق من وجود تأثير الحجم.
 - 4- استخدام معايير أخرى لتعبر عن تقسيم القيمة السوقية لرأس مال المصرف غير طريقة الوسط الهندسي، مثل طريقة المربعات الصغرى أو تقسيم المحفظة عن طريق اختيار المصارف الأعلى تطرفاً في القيمة السوقية للتعبير عن محفظة أسهم المصارف كبيرة الحجم واختيار أسهم المصارف الأقل تطرفاً في القيمة للتعبير عن محفظة أسهم المصارف صغيرة الحجم.
 - 5- استخدام معايير أخرى لتعبر عن قيم أسهم المصرف غير القيمة السوقية لرأس المال مثل إجمالي الأصول، وإجمالي المبيعات، وعدد العاملين، والقيمة الدفترية وذلك لتأكيد أو نفي تأثير الحجم.
 - 6- تطبيق هذه الدراسة على قطاعات أخرى غير قطاع المصارف مثل القطاع الصناعي أو القطاع الزراعي أو تطبيقها على السوق كاملاً.
 - 7- استخدام بيانات العوائد اليومية أو الأسبوعية أو الشهرية في الوصول إلى النتائج لتكون أكثر دقة بدلاً من استخدام البيانات السنوية.
 - 8- دعوة المستثمرين المتحفزين الذين لا يرغبون بتحمل مستوى مرتفع لمخاطرة تباين العوائد للاتجاه نحو الاستثمار في محفظة أسهم المصارف صغيرة الحجم، لأن ذلك سوف يخفف من المخاطرة التي قد يتحملونها، حيث بينت الدراسة أن التشتت في عوائد محفظة المصارف كبيرة الحجم أعلى من التشتت في عوائد محفظة المصارف صغيرة الحجم.
 - 9- دعوة المستثمرين المجازفين الراغبين بتحقيق عوائد مرتفعة للاتجاه نحو الاستثمار في محفظة أسهم المصارف كبيرة الحجم، غير أن ذلك يعني تحمل مستوى أعلى من مخاطرة التباين في العوائد، حيث بينت الدراسة أن التشتت في عوائد محفظة المصارف كبيرة الحجم أعلى من التشتت في عوائد محفظة المصارف صغيرة الحجم.
 - 10- ينصح بعدم اتباع استراتيجيات استثمارية طويلة الأجل عند الاستثمار في سوق العراق للأوراق المالية، لعدم جدوى هذه الاستراتيجية في تحقيق الأرباح غير العادية التي قد تظهر في بعض الأسواق العالمية نتيجة ظهور الحالات الشاذة.
 - 11- ضرورة تهيئة المناخ الاقتصادي والاستثماري الملائم لعمل السوق بشكل كفوء عن طريق القيام بالإصلاحات السياسية والاقتصادية لتشجيع المستثمرين الأجانب للدخول والاستثمار في سوق العراق للأوراق المالية.

ثبت المصادر

أولاً: المصادر العربية

أ- النشرات الرسمية

- 1- سوق العراق للأوراق المالية، النشرات السنوية لأسعار الأسهم للمدة 2009-2013.

ب- الكتب

- 2- العامري، محمد علي (1996) "استخدام مضاعف الأرباح P/E Ratio في تقييم الاستثمار بالأسهم العادية" مجلة العلوم الاقتصادية والإدارية، العدد 20، جامعة بغداد.

ثانياً: المصادر الأجنبية

A- Book

- 3- Amling, Frederick. (1974) "Investment an Introduction to Analysis and Management"^{3ed}, Englewood clots, Prentice Hall, Inc.
- 4- Elton, Edwin J. Gruber, Martin J. (1981) "Modern Portfolio" Theory and Investments Analysis, John Wiley& Sons, Inc.
- 5- Francis, Jack. (1983) "Management of Investment" Irwin, McGraw-Hill, Inc. Tokyo Japan.
- 6- Harris, M. Stulz, R. (2003) "the Economics of Finance" Handbook, Edited by G.M. Constantinides, Elsevier Science B. V.

- 7- Jim, Mc Menamin. (1999) "Financial Management" An Introduction Rout Ledge", London and New York.
- 8- Levy, Haim. Sarnat, Marshall. (1988) "Principles of Financial Management", Prentice Hall, America.
- 9- Sharpe, William F. Alexander, Gordon J. (1990) "Investments"^{4^{ed}}, Prentice-Hall, Englewood Cliffs.
- 10- Sharpe, William F. Alexander, Gordon J. (1990) "Investments"^{4^{ed}}, Prentice-Hall, Englewood Cliffs.
- B- Journal and Periodicals
- 11- Banz, R. (1981). "The Relationship between Return and Market Value of Common Stocks", Journal of Financial Economics, 9, pp. 3-18.
- 12- Basu, Sanjoy. (1977) "The Investment Performance of Common Stocks in Relation to Their Price-Earnings Ratios" A Test of the Efficient Market Hypothesis, Journal of Finance, 32, June, p663-82.
- 13- Chinzara, Ziv. Slyper, Stuart. (2010) "Volatility and Anomalies in the Johannesburg Securities Exchange Daily Returns".
- 14- Davidsson, M. (2006) "Stock Market Anomalies" Working Paper, Jonkoping University.
- 15- DeBondt, Werner, Richard, Thaler. (1985) "Does the Stock Market Overreact?" Journal of Finance, Vol. 40, pp.793-805
- 16- Fama, Eugene F. (1991) "Efficient capital markets" II, Journal of Finance, Vol 46, no. 5, p.1575-1617.
- 17- Fama, Eugene F. (1965) "Random walks in stock market prices" Financial Analysis Journal, January-February, p.75-78.
- 18- Fama, Eugene F. French, Kenneth R. (1992) "The Cross Section of Expected Stock Returns" Journal of Finance, 47, p 427-465.
- 19- Fama, Eugene F. French, Kenneth R. (1995). Size and Book-to-Market Factors in Earnings and Returns. The Journal of Finance. 50 (1), 131-155.
- 20- Gharaibeh, Ahmad M. O. Hammadi, Fatima Ismail. (2013) "The Day of the Week Anomaly in Bahrain's Stock Market" International Management Review, Vol. 9 Issue 2, p60.
- 21- Keim, Donald B. (2013) "Financial Market Anomalies" New Palgrave Anomalies, (May302006).
- 22- Korolenko, Margaryta. Batten, Joerg. (2006) "War, Crisis, and the Capital Market" The Anomaly of the Size Effect In Germany, 1872-1990, International Economic History Congress, XIV, Session 20.
- 23- Kraussl, Roman. Topper, Michel. "Size Does Matter Firm Size and the Gains" from Acquisitions on the Dutch Market, SSRN, Working Paper Series, 2006.
- 24- Loc, T, D. (2006) "Equalization and Stock Market Development" The Case of Vietnam, S.I.S.N, University of Groningen
- 25- Penman, Stephen H. (2001) "Financial Statement Analysis Security Valuation" McGraw – Hill, Singapore.
- 26- Rahman, Lutfur. (2009) "Stock Market Anomaly: Day of the Week Effect in Dhaka Stock Exchange" East West University, Dhaka, Bangladesh.
- 27- Reinganum, R. Marc. 1982. A direct test of roll's conjecture on the firm size effect, journal of finance, P.P. 27-35
- 28- Rosenberg, Reid. Lanstein. (1985) "Persuasive Evidence of Market Inefficiency" Journal of Portfolio Management, 11, 9-17.
- 29- Schwert, G. William. (2002) "Anomalies and Market Efficiency" Chapter 17, University of Rochester and National Bureau of Economic Research.
- 30- Srinivasan P. and Kalaivani M. (2013) "Day-of-the-Week Effects in the Indian stock market" MPRA Paper No. 46805, posted seven. May.
- 31- Van Dijk, Mathijs A. (2006) "Is Size Dead? A Review of the Size Effect in Equity Returns. SSRN Working Paper Series.