

تشكيل محافظ استثمارية بإطار نظرية الإشارة (دراسة تطبيقية)

(أ.م.و. شذى عبد الحسين) جبر

(الطالبة: زينب عبد الكريم) جبر

المستخلص :

هدفت هذه الدراسة الى تحديد قيمة المنشأة بإطار نظرية الإشارة ، والدور الذي تلعبه أوجه التمويل المستخدمة من قبل المنشأة عينة الدراسة . وكيف نقيم السوق لنوع الإشارة المستخدمة من خلال مساهمة هذه النظرية في تخفيض عدم التماثل المعلوماتي وتوفير المعلومات الهامة لمساعدة المستثمرين باتخاذ قرارات أكثر دقة. فاستخدام الرفاعة المالية تعد وسيلة هامة للإشارة الى قيمة المنشأة حسب الباحثين (Ross Pyle & Leland)، فالمنشأة الجيدة تتبنى نسبة اقتراض اعلى من المنشأة الضعيفة ، وتم استخدام نظريتين من نظريات الهيكل المالي ، وهما النظرية التقليدية ونظرية الإشارة للباحثين (Leland & Pyle) ، وذلك بتقييم نسبة الاسهم المملوكة من قبل الادارة الداخلية ، كإشارة الى قيمة المنشأة للمستثمرين الخارجيين .

وتكونت عينة الدراسة من (8) من المنشآت المساهمة والمدرجة في سوق العراق للأوراق المالية وتتكون من قطاعين هما (صناعي ، مصرفي) والتي تلبى المعايير الموضوعية للاختيار للمدة من (2015-2011).

وتوصلت الدراسة الى عدد من الاستنتاجات لعل من اهمها: ان نظرية الإشارة تأخذ تفضيلات المدراء في تحديد هيكل رأس ماله ، نتيجة لتفاوت نشاط المنشآت عينة الدراسة (صناعية ، مصرفية) إذ تبين ان قيمة المصارف ذات الرسطة الكبيرة هي الافضل وفق النظرية التقليدية والإشارة ، وبالتالي ينظر المستثمرين اليها وبثقة كبيرة على ان الاعلان عن زيادة رأس المال على انه إشارة جيدة وليست سيئة ولم يقلل من جودتها وهذا ما تضمنه نظرية الإشارة وفق نموذج LELAND & PYLE بالاعتماد على تقييم السوق للأسهم ونسبة امتلاك المديرين من الاسهم دليلاً للثقة في ربحية المنشأة. وبينت نتائج التحليل الى أن محفظة القيمة للمنشآت الممولة بالملكية ضمن محافظ نموذج الإشارة هي الافضل مقارنة بالمحافظ المشككة وفق نموذج معدل العائد المطلوب مما يدل على دور الوساطة المالية في تقييم القيمة السوقية للسهم ، بموجب نموذج الإشارة (هو نموذج تقييم ثابت تكون فيه القيمة السوقية لمنشأة ما دالة على جزء من حقوق الملكية التي يحتفظ بها صاحب المشروع) ، مما يؤدي الى تحديد القيمة السوقية للمنشأة .

Abstract :

The aim of this study is to determine the value of the establishment under the theory of signal, and the role played by funding aspects used by the establishment the study sample, And how we evaluate the market for the type of signal used by the contribution of this theory in reducing information asymmetry and provide important information to help investors to make more accurate decisions. The use of financial willingness is an important means of indicating the value of an enterprise According to researchers (Ross, Pyle & Leland), the good establishment adopts a higher borrowing ratio than the weak establishment, and used Two theories of financial structure, traditional theory and Pyle & Leland, were used to assess the proportion of shares held by Before the internal administration as a reference to the value of the establishment to the external investors.

The study sample consisted of (8) of the participating establishment listed in the Iraqi Stock Exchange and consists of two sectors (Industrial, Banker) that meet the criteria set for the selection period (2011-2015).

And the study reached a number of conclusions, perhaps the most important:

The theory of signal takes the preferences of managers in determining the structure of their capital: , As a result of the variable activity of the sample establishments (industrial, banking). The value of large capitalized banks is the best according to the traditional theory and the signal, so investors look at it with great confidence that the announcement of capital increase as a good signal and not bad and did not reduce the quality The results of the analysis indicate that the value portfolio of the property-financed enterprises within the model of the reference model is better than that of the portfolio formed according to the model of LELAND & PYLE. DI is required which shows the role of financial intermediation in assessing the market value of shares, under the reference model yield (is a constant evaluation of model which is the market value of the facility as a function on the part of the property rights held by the owner of the project), which leads to determine the market value of the facility.

المقدمة :

يتناول هذا البحث قياس تأثير وقدرة إحدى نظريات الهيكل المالي (وهي نظرية الإشارة) في تفسير أسعار الأسهم وتحديد قيمة المنشآت، وتشكيل المحافظ الافضل وفق قيمة المنشآت ، فنظرية الإشارة تبحث في التأثير الذي يحدثه محتوى المعلومات في قرارات تمويل المنشآت وسلوك المستثمرين، لأن المعلومات التي يمتلكها من هم داخل المنشأة ليست متماثلة مع من هم خارجها وخاصة المعلومات المتعلقة بالتمويل (الدين أو اصدار الأسهم)، ومن خلال توفير هذه المعلومات لجميع الأطراف يمكن أن نصل للقيمة الحقيقية للأسهم وبالتالي إلى قيمة المنشأة.

وتعتمد نظرية الإشارة على عدم تماثل المعلومات المصرح بها من قبل الإدارة إلى السوق المالي وتفسيراتها من قبل المستثمرين، وتتمثل هذه الإشارات في القرارات الهامة: مثل زيادة رأس المال، سواء كان دين أو حق ملكية، فهذه الإشارة تعطي دلالة عن مستوى كفاءة المنشأة، ولا سيما إذا تعلق الأمر بمستوى الديون، مما يظهر أن المنشأة تتمتع بهامش أمان وبإمكانها الاعتماد على الدين والمناورة من أجل تحقيق الأرباح، لكن الإشكال يكمن في مصداقية المعلومات والإشارات المصرح بها، الأمر الذي أدى إلى تعارض أهداف المساهمين مع مصالح الإدارة، مما يشكك في تصريحات الإدارة بشأن مصير ملكية المساهمين.

ويكتسب تناول نظرية الإشارة في البيئة العراقية أهمية خاصة بسبب الممارسات العشوائية لتطبيقات هيكل رأس مال المنشآت والتي انعكست في تخطيط المنشأة عند استخدامها مصادر تمويلها، واجهت الدراسة في الجزء التطبيقي منها مجموعة من القيود والمحددات تمثلت أهمها في صعوبة قياس بعض الآثار الجانبية للنظرية لغرض تحديد قيمة المنشآت المبحوثة بإطارها وكذلك فإن مؤشرات المنشآت لا تدعم كثيراً توجهات الدراسة لغرض التوصل إلى نتائج واقعية وموضوعية يضاف إلى ذلك عدم وضوح نظم الإفصاح المالي والمعلوماتي .

المبحث الأول / منهجية البحث

خصص هذا المبحث لعرض ومناقشة منهجية البحث عبر المحاور الآتية :

أولاً : مشكلة البحث :

إن العلاقة بين قيمة المنشآت وبين بياناتها المالية تكتسب أهمية كبيرة من قبل جهات عديدة مثل الإدارة التي تقوم بإعداد القوائم المالية، والمستثمرين الذين يقومون بشراء وبيع الأوراق المالية، والمنافسين، وكل الجهات الأخرى المستفيدة من هذه المعلومات، إن كل طرف من هذه الأطراف يهتم بأسعار الأسهم لأسباب مختلفة ويتأثر بها المجتمع، على هذه الأسعار، إذ ترتبط أسعار الأسهم بالنتائج الاقتصادية التي يتأثر بها المجتمع، كما إن التغيرات في أسعار الأسهم تؤثر على القيمة السوقية لثروة المستثمر مما يغير قراراته للمفاضلة بين فرص الاستثمار، أما بالنسبة للشركة فإن تغير أسعار الأوراق المالية يؤثر على تكلفة مصادر التمويل المتاحة.

إن غياب المعلومات يفسح المجال لاستغلالها من قبل عدد محدود من المتعاملين في إنجاز معاملات غير عادلة، لأنها تقوم على استغلال معلومات لا يملكها غيرهم، وبالتالي فحصول بعض المتعاملين على معلومات مهمة غير منشورة قبل غيرهم، يمكنهم من تحقيق أرباح مميزة، كما أن تسريب المعلومات وتداولها وسط فئة محدودة من المتعاملين، ينطوي على تعامل مبني على الغش والخداع، فضلاً عن كونه يضر بمصالح حملة الأوراق المالية، ويسيء إلى المناخ الاستثماري العام.

تأسيساً على ما تقدم فقد أثار البحث مجموعة من التساؤلات بشكل أكثر تفصيلاً لصياغة مشكلة البحث ومعالجتها وهي :

١. هل يستطيع نموذج نظرية الإشارة للتمويل تفسير قيمة المنشأة بشكل أفضل من النموذج التقليدي المتمثل بمعدل العائد المطلوب؟
٢. هل ان العوائد المتحققة لمحفظه الأسهم المشكلة بموجب نموذج الإشارة أفضل من العوائد المتحققة لمحفظه الأسهم المشكلة بموجب النموذج التقليدي المتمثل بمعدل العائد المطلوب؟

ثانياً : أهداف البحث :

في ضوء مشكلة البحث فإن هذا البحث يسعى الى تحقيق الاهداف الاتية :-

١. تقييم المنشآت باستخدام نموذج الإشارة الخاص بالتمويل، وفيما اذا كان ينطبق عليها مضمون النظرية أم لا.
٢. تقسيم المنشآت وفقاً للقيمة إلى محفظتين، محفظة تتضمن قيمة المنشآت ذات التمويل الممتلك، ومحفظة لقيمة المنشآت ذات التمويل المقترض.
٣. تقسيم المنشآت وفقاً لكل قيمة محسوبة إلى محفظتين، محفظة تتضمن المنشآت الجيدة وهي ذات المستوى المرتفع للقيمة، ومحفظة غير جيدة وهي ذات القيمة المنخفضة.

ثالثاً : أهمية البحث : تأتي أهمية البحث من خلال الآتي:-

١. الولوج في أحد المواضيع الحديثة من مواضيع الهيكل المالي وهي نظرية الإشارة التي تعتمد أساساً عدم تماثل المعلومات بين الإدارة والمساهمين.
2. تمثل القرارات المتعلقة بهيكل التمويل أعقد القرارات التي تمارسها إدارة المنشأة كونها تهدف إلى اختيار المزيج الأمثل من مصادر التمويل لغرض تعظيم القيمة السوقية للسهم، وبالتالي تعظيم القيمة السوقية للمنشأة ككل.
٣. تهتم نظرية إشارة للتمويل بتوافر المعلومات التي تعد جوهرية للمستثمرين عن توقعات الإدارة بشأن مستقبل المنشأة، أي ان اصدار الدين أو الأسهم العادية هو بمثابة الإعلان عن معلومات تشير إلى النظرة العامة للإدارة عن مستقبل المنشأة.

4. يمكن نقل المعلومات بواسطة إشارة هيكل التمويل من خلال قيام المديرين في المنشآت ذات القيمة العالية، بالإشارة بهذه المعلومات إلى المستثمرين باتخاذ سياسة مالية ما قد تكون مكلفة بشكل يعجز تقليدها من قبل المنشآت الأقل قيمة.

رابعاً : فرضيات البحث :

في ضوء مشكلة البحث تتنبق الفرضيات الرئيسية الآتية:

١. الفرضية الرئيسية الأولى :

"يستطيع نموذج نظرية الإشارة للتمويل تفسير قيمة المنشأة بشكل أفضل من النموذج التقليدي المتمثل بمعدل العائد المطلوب؟".

٢. الفرضية الرئيسية الثانية :

" إن العوائد المتحققة لمحفظه الأسهم المشكلة بموجب القيمة المحسوبة وفق نموذج الإشارة أفضل من العوائد المتحققة لمحفظه الأسهم المشكلة بموجب القيمة المحسوبة وفق النموذج التقليدي؟"

خامساً : حدود البحث :

حُدِّدَ البحث بحدود - مكانية وزمانية - وكالاتي :

١- **الحدود المكانية** :- تتمثل الحدود المكانية للدراسة في سوق العراق للأوراق المالية.

٢- **الحدود الزمانية** :- تتمثل الحدود الزمانية للبحث بالمدة من ٢٠١١ إلى ٢٠١٥ ، وقد اختيرت هذه المدة لأنها حديثة نسبياً لتعكس الواقع الحالي للشركات المساهمة العراقية ولتوفر البيانات المطلوبة.

سابعاً : مجتمع وعينة البحث :

مجتمع البحث هو المنشآت المساهمة المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية للمدة ٢٠١١ - ٢٠١٥ ، اما عينة البحث فتمثلت بالمنشآت وهي (العراقية لصناعة الكارتون ، الصناعات الخفيفة ، الهلال الصناعية ، مصرف المنصور للاستثمار ، مصرف المتحد ، مصرف الخليج ، مصرف بغداد ، مصرف بابل) .

المبحث الثالث :نظرية الإشارة للهيكال المالي

في نهاية السبعينات تناول (Ross.1977) وباحثين آخرين أسس نظرية لهيكل رأس المال كإشارة للمستثمر الخارجي، استناداً إلى مشاكل المعلومات غير المتماثلة بين المديرين والمستثمرين. وهذا النموذج يعتمد على فكرة أن كبار المسؤولين التنفيذيين للمنشأة يملكون معلومات داخلية، ولديهم دافع لنقل هذه المعرفة إلى المستثمرين الخارجيين، إلى أن يرتفع سعر السهم. ومع ذلك، لا يمكن الإفصاح بسهولة عن الأخبار الجيدة إلى المستثمرين لأنهم سوف يواجهون الخبر بعين الريبة والشك (Papadopoulos & Markopoulou, 2008 : 75). وتستند نظرية الإشارة إلى أنه كيف يتم تقليل التباين في المعلومات بين طرفين، ويحدث عدم التماثل عندما يمتلك طرف واحد أو أكثر معلومات أفضل من الآخر، فإن (المرسل أو الإشارة) يمكن أن يرسل اشارات إلى المرسل إليه لتقليل عدم التماثل في المعلومات (Nair, et. al., 2017 : 25)، وبموجب ذلك يمكن للمنشأة الجيدة أن تميز نفسها عن المنشأة غير الجيدة من خلال إرسال إشارات تنسم بالمصادقية حول نوعيتها في الأسواق المالية (Zhao, et.al., 2004 : 3).

أولاً: مفهوم نظرية الإشارة:

يشير مصطلح نظرية الإشارة العديد من المفاهيم فقد اعتبره الباحثان (Brigham & Houston, 2015 : 470) الإشارة هي فعل أو إجراء تتخذه إدارة المنشأة

ليعطي للمستثمرين أدلة حول التوجهات المستقبلية للمنشأة حيث أن امتلاك المدراء لمعلومات دقيقة يترتب عليها اتخاذ قرارات مالية مهمة ترتبط باستخدام المديونية أو اصدار الإسهام أي قرارات التمويل، وبالتالي يمكن نقل هذه المعلومات إلى المستثمرين الخارجيين.

بينما أعتبره (Afzal. Z , 2012:6) أداة للفت الانتباه إلى التباين في الخصائص الجوهرية للمنشأة بين الجمهور والمطلعين وكيف يسهم هذا التباين في سلوك التمويل . في حين (بورقة ، 2010 : 136) أعتبره أداة مهمة لرفع من كفاءة الأسواق المالية حيث تساهم بشكل مباشر في تخفيض حدة عدم تماثل المعلومات بين المديرين والمستثمرين من خلال توفير المعلومات أو تصحيح بعض تفسيرات السلبية لبعض المعلومات الموجودة في السوق المالي.

ويمكن نقل المعلومات بواسطة إشارة هيكل رأس المال من خلال قيام المديرين في المنشآت العالية القيمة (المنشأة التي تنقل الأخبار الجيدة) بالإشارة بهذه المعلومات إلى المستثمرين باتخاذ إجراء ما أو اتخاذ سياسة مالية ما تلك التي تكون مكلفة بشكل يعجز تقليدها من قبل المنشآت الأقل قيمة (Smart, et.al., 2004 : 461). إذ تم دراسة مفهوم الإشارة أولاً في سياق العمل والإنتاج في الأسواق بواسطة (Akerlof) وأسهم في تطوير نظرية الإشارة من قبل Spence (1973)، حيث تبين Akerlof (1970) إن عدم تناظر المعلومات تولد مشكلتين أساسيتين هما المخاطرة المعنوية والاختيار المضاد (محمد، 2010 : 76).

ثانياً: المعلومات ونظرية الإشارة:

المعلومات سلعة ذات قيمة في الاقتصاد فإن هناك بعض المزايا تتحقق عندما تمتلك شركة أو فرد التحكم الاحتكاري لهذه المعلومات بدلاً من عرضها أو نشرها، كما هو الحال في المعلومات السرية والخاصة والتي تحتكرها المنشآت من أجل زيادة الأرباح المستقبلية أو لحجب المعلومات عن المنافسين للضغط عليهم أو منعهم من معرفة ما تحوي البيئة الاستثمارية المستقبلية من فرص ليتنافسوا مع المنشأة عليها، لذلك فإن امتلاك المعلومات يعطي قيمة مضافة لمالكها تتمثل في تأثير استعمال المعلومات على سلوك المستفيد، أو تأثير المعلومات على الأداء واتخاذ القرارات، ووضوح المشكلة، وتتصل القيمة المضافة للمعلومات بالعائد الذي يحصل عليه الفرد كنتيجة لاستعمال المعلومات (الزبيدي، 2009 : 61).

١- المعلومات المتماثلة Symmetric Information :

افترض كلُّ من مودكلياني وميلر أن المستثمرين يمتلكون المعلومات نفسها التي يمتلكها المدراء بشأن توقعات مستقبل المنشأة، وهذا ما تم تسميته بالمعلومات المتماثلة، أي أن المدراء والموظفين (الداخليين) والمستثمرين (الخارجين) يمتلكون معلومات متماثلة.

بحيث يكون لدى كل المستثمرين نفس المعلومات التي لدى الإدارة بخصوص قيم الأصل الموجود. ففي ظل هذه الظروف فإن السهم سيزداد عند قبول المشروع وإن كلاً من أصحاب الإسهام القدماء والجدد سوف يستفيدون ويتم حساب سعر السهم وفق المعادلة التالية (Brigham, 2002 : 684):

$$\text{Net stock price} = \frac{\text{Original market value} + \text{New money raised} + \text{NPV}}{\text{Original shares} + \text{new shares}} \dots (13)$$

سعر السهم الجديد = (صافي القيمة الحالية + الزيادة بالمال الجديد + القيمة السوقية الجديدة / الإسهام الجديدة + الإسهام الأصلية)

٢- المعلومات اللامتماثلة Asymmetric Information :

إنّ المدراء في الواقع العملي غالباً ما يمتلكون معلومات أفضل عن منشآتهم مما يمتلكها المستثمرون، وهذا ما تم تسميته بالمعلومات اللامتماثلة، والتي لها تأثير كبير على مفهوم هيكل رأس المال، إذ تؤدي إلى حدوث تغيير في قيمة المنشأة (Pinches, 426 : 1992) ويشير Myers إلى أن المعلومات اللامتماثلة يمكن أن تجعل من نظرية الالتقاط مفضلاً من قبل المدراء باستخدام هيكل رأس مال هرمي يبدأ باحتجاز الأرباح وينتهي بإصدار الإسهام العادية عند الحاجة : Gitman, 2000 (515).

إنّ إصدار الإسهام العادية يحمل إشارات مالية في ظل عدم تماثل المعلومات فعندما تكون الإدارة غير قادرة على اطلاع المستثمرين بالقيمة الفعلية للسهم من أجل الاحتفاظ بالحد التنافسي Competitive Edge ، أو ربما تشريعات (قوانين) البورصة SEC Regulations تجعل الإدارة تمتنع من الترويج (Touting) للسهم من قبل الاصدار الجديد، فإن اصحاب الإسهام الجدد قد يقاضون المدراء الذين قدموا توقعات متفائلة ففي هذا الوضع لن تكون هنالك أسهم جديدة مباعة. وإن بيع الإسهام سوف يؤدي إلى خسارة لأصحاب الإسهام القدماء ويكون ربح لأصحاب الإسهام الجدد (: Brigham, 2002 684). إن المستثمرين الجدد يدركون أن إدارة المنشأة تعمل لصالح المالكين القدماء، وبذلك يكون اصدار الإسهام إشارة مالية على قيمة الإسهام مقيمة بأعلى من قيمتها.

ثالثاً : المحتوى المعلوماتي للإشارة:

إقترح المحتوى المعلوماتي مودكلياني وميلر منذ عام (1961) للمقسوم، كانت هناك العديد من الدراسات التجريبية في الاتجاه التجريبية وتصنف الدراسات تحت هذا القسم الفرعي بشكل عام إلى اثنين من وجهات نظر مختلفة كما رأي بهاتشاريا (1979) أن الأرباح يمكن أن تستخدم كمستقبل التدفقات النقدية إشارة، وعرض ميلر وروك (1985)، الذين يعتبرون إنّ الأرباح يمكن أن توفير المعلومات المتعلقة بالإيرادات والإمكانات المستقبلية. وإنّ المعلومات التي تنشرها المنشآت هي ليست قيمة

مطلقة بل أنها تعبر أن قرارات المنشأة الاستثمارية والتمويلية لذلك فهي تنقل في طياتها محتوى يساهم في اتخاذ القرار من قبل المستثمرين.

وقد تناولت العديد من الدراسات العلاقة بين المعلومات المحاسبية المنشورة والتغيرات في أسعار الإسهام في سوق الأوراق المالية والذي يطلق عليها دراسة المحتوى المعلوماتي مثل الدراسة الرائدة (Ball and Brown, 1968) ودراسة (Beaver, 1968)، وقد ركزت غالبية الدراسات خاصة في الأسواق العربية على اختبار تأثير المعلومات المحاسبية الواردة في التقارير المالية المنشورة على أسعار الإسهام من خلال نماذج الانحدار، حيث تكون أسعار الإسهام هي المتغير التابع والذي يتم تفسيره بعدة متغيرات مستقلة تمثل مجموعة النسب المالية والتي تعكس المعلومات المحاسبية المنشورة وهذا يطلق عليه المرض التقليدي لدراسة المحتوى المعلوماتي، إلا إن الفكر المالي الحديث استخدم أسلوب علمي آخر يطلق عليه دراسة الحدث. لاختبار تأثير حدث معين مثل الإعلان عن الأحداث المالية للشركات على الأداء السوقي للإسهام (الميهي، 2007 : 5).

والمسألة الأساسية في تقييم ربحية السهم الواحد وإمكانية التنبؤ بها، تعتمد بالدرجة الأساس على المقارنة بين القيم المتنبأ بها والقيم الفعلية المتحققة، إذ أن ربحية السهم الواحد المعلن عنها تحتوي ضمناً الأرباح المتوقعة والتي تعكس معلومات تم استخدامها من قبل المشاركين في السوق لتحديد توقعاتهم بشأن القيمة الحقيقية لأسعار الإسهام مضافاً إليها أخطاء التنبؤ لتشكل مفاجئة* Surprise للمشاركين (Ross, et: al, 2002, 283).

وتوجد عدة عوامل تؤثر في المحتوى المعلوماتي منها (7 : Osei, 2002):

- توقعات السعر بشأن محتوى وتوقيت الإعلان.
- انعكاس الإعلانات على مقسوم الأرباح المستقبلي.
- مصداقية مصدر المعلومات.

وفي إطار نظرية الإشارة فإن المحتوى المعلوماتي ينقل إشارة عن الآفاق المستقبلية للشركة، ويستخدم المستثمرون هذه المعلومات لتحسين توقعاتهم المستقبلية الخاصة بالتدفقات النقدية للشركة والذي يؤدي إلى تغيير في سعر السهم للشركة في تاريخ الإعلان، فإذا اختلفت الإشارة عن توقعات المستثمرين فسوف تعدل الأسعار لشراء أو بيع الإسهام وفقاً لهذه التوقعات (Parrino, et:al., 2012 : 549). ويكمن مضمون المحتوى المعلوماتي للإعلان في إمكانية تجنب السعر لمشكلة تباين المعلومات بين الأطراف المتعانة فيها والتي تعني إمكانية تحقيق بعض الأطراف العوائد غير عادية على حساب الأطراف الأخرى التي لا تمتلك هذه المعلومات الأمر الذي يؤدي إلى الاضرار بالسوق، إذ يترتب عليه انسحاب بعض المتعاملين منها تحسباً من الخسائر مما سيؤدي إلى انكماش السوق وانخفاض السيولة وارتفاع تكلفة المعاملات وبالتالي التأثير السلبي في الاقتصاد القومي (خضير، 2009 : 77).

رابعاً : أنواع الإشارة Signal Types

1 : من حيث الكلفة

أ- الإشارة المكلفة

إنّ المنشأة الجيدة يمكن ان تميز نفسها عن المنشآت غير الجيدة عن طريق ارسال اشارات مكلفة , إذ إنّ التمييز سوف يتطلب ان تتحمل المنشآت الغير جيدة تكلفة اكبر من المنشآت الجيدة (Kivi,2006:8) ، والمشكلة إنّ المنشآت الغير جيدة بإمكانها ان تقلد المنشآت الجيدة ، وتعلن عن برامج الإشارة (كتوزيع مقسوم ارباح او اعادة شراء الإسهام او قروض) ولكن سوف تتمتع بذلك ليوم واحد وبعد ذلك تعود الى ماكانت عليه، لان كل هذه الاجراءات التي تتخذها المنشآت الغير جيدة يزيد من تكلفتها وبذلك فإن عملية التقليد ستحملها كلفة بدلا من ان تعود عليها بالنفع (Oded ,2005:271) .
ويعد تطوير التكنولوجيا الجديدة هي عملية مكلفة وغير مؤكدة وتتطلب رؤوس أموال مالية ومساعدة من أطراف اخرى ، عندها يكون من الصعب على المستثمرين أن يصنفوا المشاريع الجيدة من غير الجيدة ، فان الدعم المالي سيكون اكثر تكلفة ، او صعوبة في تأمينه (Leland and Pyle 1977).

احياناً المدراء يرسلون اشارات مضللة وخاطئة الى السوق ، من خلال الاعلان لغرض رفع الاسعار نتيجة الإستخدام السيء لعدم التماثل في المعلومات فهذا السلوك السيء يفرضي الى عدم ثقة المستثمرين لاحقا بهذه الاشارات الخاطئة مما ينعكس سلبا على سعر السهم في المستقبل (Baker,et:al,2011:112) وتعد هذه الاشارات الخاطئة فعلا لا اخلاقيا يمكن من خلاله تضليل السوق (Hun&Song , 2013:1).

ب- الإشارة غير المكلفة

هذا النوع من الإشارة بدون كلفة يشير إلى توازن الإشارة والتي اقترحها Bhattacharya and Heinkel1981 تسمح هذه الإشارة للمستثمر ملاحظة خصائص المنشأة وتقييم نوعيتها، وتكون الإشارة صحيحة وشفافة في حالة تماثل المعلومات بين المستثمرين والادارة .مما يقع على الادارة ترجمة كل المعلومات في الهيكل المالي وفي حالة عدم التطابق ستكون الإشارة مكلفة .

في ظل الإشارة الغير مكلفة ان المنشأة المقيمة باقل من قيمتها الحقيقية ، يمكن ان تميز نفسها عن المنشأة المبالغ في قيمتها الحقيقية من خلال جذب انتباه المضاربين (Thanatawee,2009,35) ، ومن ثم فانه يمكن للمنشأة المقومة بأقل من قيمتها عزل نفسها عن المنشأة المبالغ في قيمتها بسبب الكلفة الاكثر التي تتحملها المنشأة المبالغ في قيمتها حينما تقوم بعملية التقليد ، وبالتالي ، فمن الواضح ان المنشأة المقيمة بأقل من قيمتها ترغب في عزل نفسها عن طريق استخدام إشارة غير مكلفة بدلا من الإشارة المكلفة (Bhattacharya& Dittmar,2004:2-3)، ومن الجدير بالذكر ان تكلفة الإشارة للمعلومات ليست متشابهة في جميع المنشآت نظرا لاختلاف هذه المعلومات من منشأة اخرى.

٢ : الإشارات المالية الأخرى من حيث القرار وهي (Papadopoulos & Markopoulou, 2008:76

- أ- إشارة مقسوم الأرباح.
- ب- إشارة عادة شراء الإسهام.
- ت- إشارة الإعلان عن الاندماج أو الاستحواذ.
- ث- إشارة الإعلان عن عرض المناقصة.
- ج- إشارة الإعلان عن الانفصال.
- ح- إشارة الإعلان عن تلف الملفات والبرامج.

خامساً : نماذج الإشارة

تكون الإشارة المستعملة بأشكال عديدة، إذ يمكن أن تكون صورة أو وصفا لتكلفة رأس المال، او سياسة توزيع الأرباح، أو كذلك اللجوء إلى اصدار أوراق مالية معقدة (مركبة Complex) أو إلى شروط خاصة في مختلف أشكال الهيكل المالي (دادن، 2004، 112) . وتنقسم نماذج الإشارات إلى قسمين، حيث يمكن الإشارة إما عن طريق مستوى الدين و إما بواسطة نسبة الملكية من طرف المديرين .

١. الإشارة بواسطة مستوى الدين

يشكل الدين حسب Ross، Leland & Pyle وسيلة هامة للإشارة إلى قيمة المنشأة، لقد أوضح Ross ان زيادة الرافعة يمكن ان تكون إشارة مكلفة للمنشأة ، فالمنشأة الجيدة سوف تتبنى نسبة اقتراض اعلى من المنشأة الضعيفة حيث ان ادارة المنشأة الجيدة سوف تكون واثقة بالفرص المستقبلية للمنشأة الجيدة نتيجة للمعلومات الداخلية العارفة بان مستقبل المنشأة واعد (Naidu, 2011: 18) وفي ضوء مدخل الإشارة فان التمويل بالاقتراض Debt Financing يمثل :

- أ- هو إشارة إيجابية توحى بأن الإدارة تؤمن بأن السهم Stock مقيم بأقل من قيمته Undervalued ولذلك تساوم حوله (Gitman, 2012, 526) .
- ب- إن إصدارات الاقتراض يمكن أن توفر إلى الثقة بسوق رأس المال بأن المنشأة هي فعلاً مؤسسة ممتازة وأن الإدارة غير خائفة من اقتراض الأموال (Frentzel, 2013:8).

إذ يفترض نموذج الإشارة بأن المدراء يعملون لصالح منفعة المساهمين ولا يستفيدون من المعلومات المطلعين عليها من أجل تحقيق منافع ذات ، فقد بينوا أن الاقتراض يعتبر أداة أكثر فعالية لرقابة ومساءلة المدراء ولتقليل كلف الوكالة مقارنة بكلف اصدار الإسهام لأن الالتزام الضمني بدفع الفوائد يعتبر أكثر إلزاماً من التعهد بدفع أرباح للسهم (2013:28, Frentzel).

وتفترض هذه النظرية نمودجا لمحاولة التعبير عن جودة المنشأة من خلال هيكلها المالي، فميز المستثمرون بين كل المنشآت المتواجدة في السوق ويصنفونها إلى نوعين هما ، فالمنشآت الجيدة وتمثل النوع (A) والتي يكون اداءها افضل من المنشآت ذات النوع B ,

ومن أجل التصنيف يحدد المستثمرون في السوق مستوى حرجا (Critical) للدين D* فترى هذه النظرية أن المنشآت من النوع الجيد A لها القدرة على الدين والعكس بالعكس (دادن، ٢٠١٠ : ٣١٩). كما ان المنشأة المؤمنة ماليا قد يكون لديها مستوى مرتفع من الاقتراض فعندما تصدر المنشأة اقتراضاً اكبر فان المستثمرين يدركون ان ذلك إشارة جيدة مما يعني التعهد بالالتزامات لدفع الفائدة على مبلغ المستندات والذي هو التزام قانوني ، لأنه من المفترض ان وضع المنشأة مستقر ماليا للقيام بهذه الالتزامات (Sakhi, 2011:21). ولقد انتقد (Tsai, 2008:243) نموذج Ross من خلال توضيح ان السبب الرئيسي للتقييم باقل من القيمة Under evaluation ينشأ عندما يكون تقييم السوق للفرص المستقبلية اقل من القيمة الحقيقية وليس الإشارة بإصدار السهم مثلما اقترح من قبل Ross ، ايضا يوجد دوافع لمدراء المنشآت الكبرى بنقل اشارات بأن قيمة المنشأة سوف تزداد لكن هؤلاء المدراء لا ينقلون الاخبار الصحيحة للسوق بشأن مستقبل المنشأة ، ولكن بدلا من ذلك فأنهم يقومون بنقل الاخبار من أجل مصلحتهم ومنفعتهم ، فهذا النمو عبر الإشارة سوف يمكنهم من زيادة اسهمهم بقيمة اعلى (Gwatidzo, 2008:80).

وقد يستنتج المستثمرين العقلانيون بان المنشأة ذات الاقتراض الاعلى هي التي تكون قيمتها جيدة ، وبالتالي فإن هؤلاء المستثمرين من المحتمل ان يرفعوا سعر السهم بعد ان تصدر المنشأة الاقتراض حيث أن المستثمرون ينظرون الى الاقتراض على انه إشارة الى قيمة المنشأة (Hillier, 2011, 469). وبالتالي يستطيع المستثمرين التعامل مع الاقتراض على انه اشار له لقيمة المنشأة وبكلام اخر يمكن ان ينظر المستثمرين الى الاعلان على الاقتراض على انه إشارة ايجابية للمنشأة .

2- الإشارة بنسبة الإسهام الممتلئة

طور كل من الباحثان (Leland & Pyle, 1977) نموذج الإشارة يعتمد على الهيكل المالي وذلك باستخدام نسبة الإسهام الممتلئة من قبل الإدارة كأداة للإشارة إلى قيمة المنشأة للمستثمرين الخارجيين، يفترض النموذج أن المدير إذا كان مساهما فانه يقوم باختيار هيكل أمثل لتمويل المشروع ، كما افترض أنه قبل اتخاذ قرار التمويل والاستثمار فإن جميع الأطراف تجهل عائد المشروع فيما عدا المدير الذي يعلم فقط أن العائد يكون مقرب لمتوسط عائد السوق. وهذه الفرضية تختلف عن نموذج Ross الذي افترض أنه عند التوازن تكون حالة تماثل المعلومات مكلفة (ياسين ، 2011 : 61)

يشير (Leland & Pyle, 1977) في نمودجه للإشارة إلى الآتي (Dementis,) 6 : 2013 :-

- أ- إن الأسواق المالية يمكن أن تميز المنشآت غير الجيدة من الجيدة من خلال جودة إشارة معلوماتها.
- ب- لا يمكن للمنشآت الرديئة محاكاة إشارة المنشآت الكبيرة، لأن سهولة استنساخ الإشارة لا يجعل لها قيمة.

بالإضافة تفسير تجنب اصدار الإسهام في المنشآت الكبرى يتمثل من كون الاعلان عن اصدار الإسهام سيتم استقباله بانخفاض حاد في اسعارها ، فضلا عندما تكون الظروف سيئة (غير متوقعة) فان هامش الربحية يكون تحت ضغط كبير للانخفاض ،وستقل التدفقات النقدية، ويكون لدى المنشأة صعوبة في مقابلة ديونها . ولمواجهة الظروف السيئة على الادارة تخفيض قيمة الإسهام الاصلية من اجل تسديد الديون او دعم لميزانية رأس المال . ان هذا التصرف قد يزيد من القيمة الحقيقية للسهم عن القيمة السوقية ،كما أن اصحاب الإسهام القداماء سيعانون من الخسارة عندما تكون الاخبار السيئة معروفة، لذلك فإن الادارة تشير من خلال نشرة الاصدار الجديدة الى المشاكل المحتملة وكذلك فأنها تحمل في طياتها لغة تحذيرية للمستثمرين ، لذلك يكون لدى المستثمر صعوبة في ادراك ما يتوقعه المدراء فعلا (Brigham , 2002,685) .

وان المنشأة قد تدرس التمويل بالإسهام على انه الخيار الاكثر جدوى اقتصاديا بسبب زيادة عدد الأشخاص الذين سوف يتقاسمون الخسائر كما ان الاسواق قد تقرأ ذلك على انه إشارة من الادارة على ان الإسهام مقدره بأعلى من قيمتها ، ونتيجة لذلك فأن سعر السهم ينخفض (Naidu,2011:18).

كما يفترض Leland & Pyle في مقالتهما عام 1977 أن أصحاب المنشآت عندما يقومون بتعظيم الفائدة المتوقعة من الاستثمار بحق الملكية ،فيجب عليهم ان تحديد ما يلي (Leland & Pyle, 1977,373):

- أ- الهيكل المالي للمنشأة .
- ب- نسبة امتلاكهم للأسهم في المنشأة .
- ت- أمتلاكهم لمحفظة أسهم مثلى لكل (α) ، بدلالة μ وموجودات منخفضة المخاطرة . ففي هذه الحالة ستكون ثروة المالكين (W_0) في بداية المدة وفق المعادلة الصفرية الآتية :

$$=W_0 + D + (1 - \alpha)\{V(\alpha) - D\} - K - BV_M - Y = 0 \quad \dots (17)$$

وهنا يجب على المدراء الاهتمام بمحددات معادلة التوازن بنسبة الإسهام المملوكة لاي استثمار في رأس المال والذي يولد العائد على حق الملكية $(\mu + x)$. ويمكن الترويج لحق المطالبة بالعائد على انه إشارة بعد دفع الالتزامات المترتبة على الدين $\{(\mu + x) - (1 + r)D\}$ ، مع قيمة $\{v(\alpha) - D\}$. إذا كان صاحب المنشأة يبيع نسبة $(1 - \alpha)$ من حق ملكيته (مع الاحتفاظ بنسبة α) ، فانه سوف يستلم $\{(1 - \alpha)[v(\alpha) - D]\}$ وسيكون الفائض الاولي للثروة وفق المعادلة الآتية :

$$W_0 + D + (1 - \alpha)\{V(\alpha) - D\} - K \dots \dots \dots (18)$$

حيث W_0 تمثل الثروة الابتدائية للمستثمر وفي حال قبول الاستثمار، فإن الثروة النهائية W^1 تمثل بالمعادلة الآتية (ياسين، 2011، 62) :

$$W^1 = \alpha\{x + \mu - (1 - r)\bar{D}\} + BM + (1 + r)Y \quad \dots\dots\dots (19)$$

ولغرض تطبيق هدف الدراسة والمتضمن تحديد قيمة المنشأة بإطار نظرية الإشارة يمكن احتساب القيمة السوقية للسهم وبالتالي تحديد قيمة المنشأة من خلال المعادلة الآتية : (Leland&Pyle, 1977, 373)

$$V(\alpha) = \frac{1}{1+i}(\mu(\alpha) - \lambda) \quad \dots\dots\dots (20)$$

إذ إن:

$v(\alpha)$ = قيمة اسهم المنشأة

I = العائد الخالي من المخاطرة

$\mu(\alpha)$ = تقييم السوق للعائد المتوقع وتمثل جزء من حق الملكية

λ = مخاطرة السوق التي تتحملها المنشأة

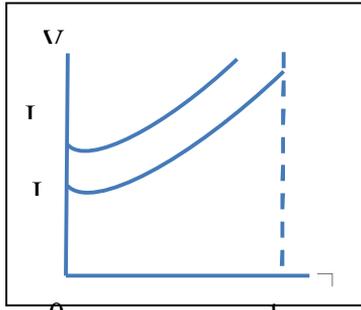
ويمكن حساب متغيرات نموذج الإشارة وفق المعادلات المبينه في منهجية البحث .

وبتعويض قيمة $V(\alpha)$ في معادلة الثروة فان الثروة النهائية للمشروع ستكون وفق المعادلة الآتية :

$$W_1 =$$

$$\alpha\{x + \mu - (\alpha) + \lambda\} + B\{M - (1 - r)\bar{V}M\} + (W_c - K)(1 + r) + \dots\dots\dots (21)$$

ويتولد توازن الإشارة (Signaling Equilibrium) عندما يتم تأكيد معتقدات اصحاب العمل من خلال الإشارة التي يحدثها جدول الأجر المعروض، وتوازن الإشارة هي حالة مستقرة يميز فيها البائعين (العمال المحتملين) انفسهم في السوق من خلال الإشارة، وبالتالي يقل لا تماثل المعلومات فيما بينهم وبين المشتري (صاحب العمل)، وبذلك فإن إنموذج اللا تماثل الخالي من الإشارة يؤدي إلى تخفيض حجم السوق إلى الصفر، في حين الإشارة تؤدي إلى توليد توازن مع حجم السوق أكبر من الصفر (الزبيدي، 2009 : 58).



الشكل (1-1) مخطط تقييم الإسهام (التوازن) وفق نموذج الإشارة

Source: Leland E., Hayne & Pyle, David H. " Informational Asymmetries, Financial Structure, and Financial Intermediation": Journal of Finance, Vol. 32, 1977: 378.

تقدم نظرية الإشارة مبررا منطقيا ايجابيا (عملي) للعلاقة بين الحيازة الداخلية للاسهم وقيمة المنشأة المرتقبة نلاحظ تفسير للارتباط (تأثير الثروة) يعتمد على حقيقة رفع جمع مبلغ مفترض من السيولة للمساهمين الاولين يجب ان تتبع الحصة الاصغر من الاسهم في المنشأة كلما زادت القيمة السوقية للمنشأة .

ويظهر الرسم البياني إشارة جدول التوازن لمستويين مختلفين من الاستثمار (I₁, I₂) والنسبة لنموذج (Leland & Pyle) للإشارة الى الحيازة الداخلية (الملكية) الى قيمة المنشأة وقد يكون اثر من النوع الاخر اذ اصحاب المنشآت الناجحة تختار اصدار أسهم بكميات كبيرة لغرض الاستثمار من الاموال (كدافع اولي) او نتيجة لتتويج (كدافع ثانوي) .

سادساً: طبيعة الإشارات الصحيحة والخاطئة :

إنّ المعلومات التي تبثها المنشآت ليست بالضرورة حقيقية وصادقة ، ومن ثم فإن هذه نظرية الإشارة تعبر عن امكانية المديرين في المنشآت ذات الأداء الجيد بإصدار إشارات خاصة وفعالة ، تميزها عن المنشآت الأخرى ذات المستوى الاقل أداء ، وخاصة هذه الإشارات سيكون من الصعب تقليدها من قبل المنشآت الضعيفة (هاشم ، 2015: 69) .

ومن أحد الحلول للمنشآت الاقل قيمة هو ان ترسل ادارة المنشأة إشارة الى المستثمرين تحتوي على معلومات مفيدة من خلال تبني سياسة مالية معينة وذلك لأفئاع جمهور المستثمرين بانها تحتوي على معلومات صادقة وأكثر موثوقية ، والإشارة بهذه الحالة تكون عملا مكلفا على المنشآت الاقل قيمة . مما يجعل الإشارة الاكثر مصداقية هو تكلفتها ، والمنشأة هي المسؤولة عن كون الإشارة مكلفة من عدمها ، لذلك نرى المدراء الذين لم يفصحوا عن الاخبار السارة التي بحوزتهم الى جمهور المستثمرين ، يرسلون اشارات تكون غير صحيحة وهذا من الممكن ان يزيد من تكلفتها (Papadopoulos & Markopoulou , 2008: 76).

إذ يمكن القول انه في حالة عدم محاولة المدراء خداع المستثمرين فإن المنشآت ذات القيمة الاكبر هي التي تصدر اقتراضا اكبر من المنشآت الاقل قيمة ، اما عندما يحاول المدراء خداع المستثمرين فإن المنشآت الكبيرة ما تزال ترغب بإصدار اقتراض اكثر من المنشآت المنخفضة القيمة ، أي انه عندما ترفع المنشآت من مستوى الاقتراض بدرجة معينة لخداع المستثمرين فإن كلف الاقتراض الإضافي تمنع المنشآت ذات القيمة الاقل من اصدار اقتراض اكثر من المنشآت ذات القيمة الاكثر (Hillier, 2011: 470). وبالرغم من إنّ المنشأة قد تصدر إشارات خاطئة تحقق من خلالها عوائد، إلا أن العقوبات و المخاطر المحتملة تكون أكبر من العوائد، وقد يصل الخطر إلى التصفية

وعليه إن استخدام مستوى الدين كأداة للإشارة ،لا يستخدم إلا من طرف المنشآت ذات النوعية الجيدة ويرمز لها بالرمز (A) وللمنشآت ذات النوعية الأقل جودة من (B). اي أن هناك علاقة ارتباط موجبة بين نوعية مشروع المنشأة ومستوى الدين، كما أن مديري المنشآت إذا قام كل واحد منهم بإصدار إشارات عن كفاءة مشروعه فهنا المساهمين قد يشككون في كل تلك المعلومات المحصلة على شكل إشارات(ياسين ، 2011، 57).

وفي بعض الاحيان تصدر الإشارة من قبل طرف ثالث للتأكيد على جودة ومصداقية المعلومة كتأييد على موثوقية الإشارة من قبل جهة بارزة، ويمكن أن يكون التأييد ذات قيمة في الحالات التالية (9-8:2016, Li, Yong) :

١. الكشف عن معلومات مميزة عن موجودات المنشأة أو الخصائص الفريدة للمنتج، كتقارير المحللين الصناعيين في الاسواق المالية.
٢. استعراض المنتجات عبر الانترنت من قبل المستهلكين تساعد في خفض تكاليف البحث للمستثمرين المحتملين والعملاء .
٣. شهادات الجودة iso للمنتجات .

٤. وتكون الإشارة غير فعالة عندما يكون الطرف الثالث كيان غير بارز، الامر الذي يجعل الإشارة مكلفة لتحملها تكاليف الطرف الثالث .

وهناك عدة اسباب تحفز المدراء لنقل المعلومات إلى السوق منها (Dementis, 2013:9)-:

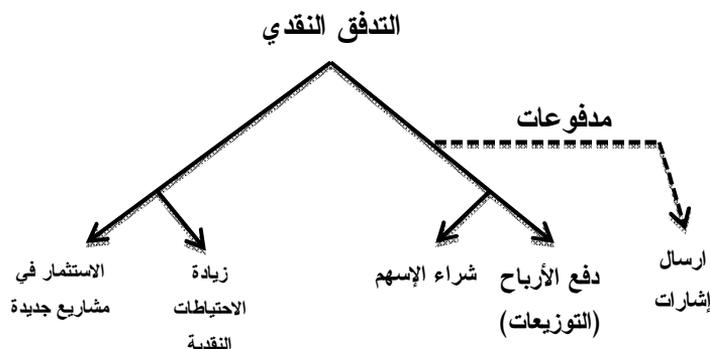
- أ- إنّ السعر الأعلى للسهم مفضل لأنه يشير إلى قيمة سوقية أعلى لذلك عندما يمتلك المدراء معلومات تؤدي إلى زيادة السعر فإنه سيكون لديهم حافز لإعلان تلك المعلومات.
- ب- إنّ السعر الأعلى للسهم يجعل من الصعب الاستحواذ على المنشأة. فمن الصعوبة ان تقوم المنشآت ذات السلوك العدائي للمنشأة بعمليات الاستحواذ عليها لأن في حالة الاستحواذ فإن المدير يكون في موقف ضعيف وقد يواجه نقداً من سيطرته او مركزه لذلك فإن امتلاكه لأي معلومات تؤدي إلى زيادة السعر فإنه يتحفز لإعلانها.
- ج- إنّ عدم قيام المدير بممارسات تؤدي إلى رفع السعر في المدى القريب فإنها تشكل تهديد له أو فصل وهو يمثل حافز مهم للمدير لإرسال الإشارة إلى السوق وذلك بسبب الضغوطات التي يمارسها المساهمون لرفع قيمة المنشأة خصوصاً إذا كانت أجور المدير مرتبطة بأدائه أو أداء المنشأة، لذلك فمن مصلحة المدير الحفاظ على سعر مرتفع للسهم تجنباً للعواقب التي تنشأ من السلطة التي يمتلكها حملة الإسهام على الإدارة.
- د- إنّ أداء المنشأة الجيد قد يكون أسهل في جذب مستثمرين جدد والتي من شأنها أن تؤدي إلى تحسين الأداء لاحقاً.

سابعاً : نظرية الإشارة ومقسوم الأرباح

إنّ اعلان التوزيع يعد من اكثر اعلانات المنشأة اهمية ، ولها مغزى من قبل كبار المستثمرين (Laabs & Bacon, 2013, 664) حيث أن إعلانات الأرباح يمكن أن تحوي معلومات عن الأداء المستقبلي، في ظل افتراض أن المديرين يمتلكون معلومات داخلية عن أداء شركاتهم في المستقبل، فإنها قد تستخدم أجهزة الإشارات المختلفة لنقل المعلومات إلى السوق. وتعد نظرية توزيعات الأرباح هي واحدة من الأدوات المستخدمة للإشارة (Demontis, 1 : 2013) ويعتبر ايضاً احد اهم القرارات التي تتخذها المنشأة لانه يحدد رؤوس الأموال المتدفقة للمستثمرين ورؤوس الأموال التي تحتفظ بها المنشأة لإعادة الاستثمار (Ross, 2002; 495) ، و تنظر نظرية الإشارة ، إلى سياسة التوزيع والاحتجاز بوصفها وسيلة لملء فجوة المعلومات بين الإدارة والمستثمرين. فمن غير الواقعي أن نعتقد أن المستثمرين والمنشآت لديهم مقدار متساوٍ من البيانات والمعرفة بالقوة المالية للمنشأة، وبسبب هذه الحقيقة، فإن المنشآت تختار سياسة التوزيع والاحتجاز لإرسال إشارة للمستثمرين بأن منشاتهم مستقرة مالياً وستبقى مربحة (Kyle and Frank, 2013: 221).

ففي ظل هذه النظرية نجد ان هناك تداخل بشأن المفاضلة بين توزيع الأرباح على الملاك وبين احتجاز هذه الأرباح بغرض إعادة استثمارها من منطلق مبدأ تعظيم المنفعة فإن المدراء عليهم القيام بالاستثمار في المشاريع التي تكون القيمة الحالية الصافية فيها موجبة ، بعبارة اخرى الاستثمارات التي يكون معدل العائد المتوقع فيها يفوق معدل العائد المطلوب . (الزبيدي، 2005، 85). ففي هذه الحالة على المنشأة ان تحتجز ماتحتاجه من ارباح لتغطية الاحتياجات الناجمة عن الاقتراحات الاستثمارية ، وما تبقى بعد ذلك فيمكن توزيعه، أمّا إذا لم يبقى شيء فلن تجري التوزيعات (Roos, 2008 : 444).

ويوضح الشكل (2-12) أن التغيرات في توزيع الأرباح تمثل إشارة الى سياسة الاستثمار . اذ يرتبط توزيع الأرباح الى المساهمين مع التدفق النقدي الحر للإشارة يؤثر في سعر السهم بالزيادة او الانخفاض على وفق حجم التوزيعات (Demontis ; 2013 : 5).



الشكل (٢-١) التغيرات في توزيع الأرباح

Source: Demontis , Marco Daniel Bech" A study of the Dividend Signaling theory on the Scandinavian market" Master thesis , Aarhus university Business and Social Sciences, 2013 : 4 .

كذلك يمكن استخدامها كإشارة للقوة في ما يتعلق بسيولة المنشأة واعتبارها توزيعات الأرباح تكلفة رأس المال إلى حقوق المساهمين ويمكن النظر إلى الإعلان عن توزيع الأرباح من منظورين؛ إذا كانت توزيعات الأرباح المعلنة أعلى من توقعات المستثمرين . فان القيمة السوقية للسهم سوف تتأثر إيجابيا . اما اذا كانت التوزيعات المعلنة لا ترتقي إلى توقعات المستثمرين في السهم . فالقيمة السوقية للسهم تتأثر سلباً (Laabs&Bacon,2013:664)

وبهذا المعنى ينظر المستثمرون للتغيرات في توزيعات الأرباح والاحتجاز كإشارات إلى افاق المنشأة. ففي حالة زيادة الإدارة لدفعات التوزيع، ينظر إليها على أنها أخبار جيدة وأن سوق الأوراق المالية تتفاعل بشكل إيجابي مع هذه الإشارة. في حين، أن انخفاض التوزيعات يشير إلى أخبار سيئة، وأن سوق الأوراق المالية قد تتفاعل بشكل سلبي (Naser, et al, 2013 :2) . إذ عندما تعمل المنشأة على تخفيض توزيعات الأرباح يكون هذا الانخفاض أشارة إلى وجود مشاكل تواجه المنشأة . حيث لا يعتبر ذلك تغيير في سياسة التوزيع المخططة . لكن لغرض الحفاظ على سياسة التوزيع الحاليه من قبل المدراء ونتيجة لذلك تتراجع توقعات السوق لتوزيعات الأرباح المستقبلية مما يؤدي إلى انخفاض سعر السهم (Roos,et;al,2008:603).

فعندما تكون المنشأة متفائلة بشأن المستقبل، فانها سوف تدفع المزيد من مقسوم للإشارة إلى هذا التفاؤل لمساهميها (Pelt,2013:10). وهذا يدفع سعر السهم للتحرك في نفس اتجاه المقسوم (Longinidis and Symeonidis,2013:113) وبالتالي، فإن ارتفاع المقسوم وانخفاض الاحتجاز، بحسب هذه النظرية ، يعد إشارة إلى الجمهور على الصحة المالية للشركة (Naser, et al, 2013 :2) .

المبحث الثالث: قيمة المنشآت وفق معدل العائد المطلوب وفق نظرية الإشارة وتشكيل محافظ

سُحْتَسَبُ في هذا المبحث قيمة المنشآت بموجب نظرية الإشارة ومقارنتها بالقيمة السوقية للمنشآت ، وتشكيل محافظ على أساس المنشآت الأعلى والأدنى قيمة وكذلك على نسبة استخدام الدين أو الملكية في تمويلها ، وسيجرى تحليل عائد ومخاطرة كل منشأة وذلك لتمييز المنشآت الجيدة عن غير الجيدة .

١. حساب قيمة المنشأة وفق نظرية الإشارة :

يظهر لنا الجدول (٢-١) قيم المنشآت عينة الدراسة والمحسوبة وفق نظرية الإشارة وبموجب المعادلة التالية : $\{ \mu (\alpha) - \lambda \} / (1+i)$ حيث تمثل (i) العائد الخالي من المخاطرة ، و دالة $\mu (\alpha)$ تمثل نسبة حق الملكية ، و (λ) المخاطرة وفق نظرية الإشارة. فتحقق أعلى قيمة للمنشآت في مصرف المتحد والتي تستخدم الملكية في التمويل وبلغ (44,154,401,920) مرتفعا عن متوسط السوق البالغ (15,548,022,517) بنسبة (184%). وجاء مصرف الخليج بالمرتبة الثانية من حيث الارتفاع بالقيمة فبلغ متوسط القيمة (35,932,558,941) مرتفعا عن متوسط السوق بنسبة (131%) أيضاً ، وكذلك حقق مصرفي (بابل ، بغداد) متوسط قيمة بلغ (20,038,835,075 _ 17,182,422,819) مرتفعا عن المتوسط بنسبة (29%) ، 11%) على التوالي.

اما أدنى قيمة تحققت للمنشآت المحسوبة وفق نظرية الإشارة في شركة الصناعات الخفيفة وبلغ متوسط القيمة (1,085,945,713) منخفضا عن المتوسط بنسبة (93%) ، وتتطابق نسبة الانخفاض مع الشركة العراقية والتي حققت متوسط قيمة بلغ (1,156,751,698) .

يظهر التحليل ان المنشآت المبحوثة والتي استخدمت الدين في تمويلها لم تحقق قيم مرتفعة والسبب في ذلك يعود الى عدم استغلال القروض واستثمارها بالصورة الجيدة ، اضافة الى صعوبة حصول تلك المنشآت على زيادة نسبة القروض والاستثمارات التي بدورها تغطي العجز الحاصل وتولد عوائد من الاستثمار .

جدول (2-1)

تحليل قيمة المنشآت المحسوبة وفق نموذج (Pyle & Leland) $V = 1 / (1+i)$ $\{ \mu (\alpha) - \lambda \}$

ت	المنشآت	2011	2012	2013	2014	2015	AVERAGE
1	العراقية	4547835019	637631272	215282217	259381562	123628420	1156751698
2	الخفيفة	4233385373	283638421	435069959	282115948	195518862	1085945713
3	الهلال	3887188942	1984976851	580007945	305617117	342290416	1420016254
4	المنصور للاستثمار	11290436363	1698254309	1903141671	1473054759	701351468	3413247714
5	المتحد	169367167796	10565464436	15521240199	1939415167	23378722001	44154401920
6	الخليج	17720775148	17601493978	19704617033	91168488198	33467420349	35932558941
7	بغداد	10933941859	11450551478	21144108765	23564113392	18819398602	17182422819
8	بابل	3404694259	39985239540	49853272379	3661823456	3289145742	20038835075
	المتوسط	28173178095	10525906286	13669592521	15331751200	10039684483	15548022517

المصدر: من إعداد الباحثة اعتمادا على تقارير سوق العراق للأوراق المالية.

٢. فرق القيمة المحسوبة بموجب نظرية الإشارة والقيمة السوقية :

يُبين الجدول رقم (٢-٢) نتائج تحليل الفرق بين القيمة المحسوبة بموجب نظرية الإشارة والقيمة السوقية، وبيان فيما إذا كانت اسهم المنشآت قد سعت تسعيراً مضخماً او مخفضاً فتبعاً لنتائج التحليل يلاحظ منه ان مصرف المتحد حقق أعلى قيمة فبلغ (44,154,401,920) مقارنة بالقيمة السوقية البالغة (107,101,519,227) دينار فبلغ الفرق بين القيمتين (62,947,117,308) مشيراً الى التسعير المضخم لاسهم المصرف وبنسبة تضخيم بلغت (59%) ، كذلك حقق مصرف المنصور للاستثمار أعلى نسبة تضخيم وبلغت (66%) متمثلة بقيمة الفرق بين القيمة السوقية للمصرف والبالغة (12,728,926,845) والقيمة المحسوبة وفق نظرية الإشارة والبالغة (4,298,271,706) اي مضخمة لأكثر من ضعف القيمة .

أمّا أدنى فرق بالقيمة تحقق في (الشركة العراقية) فبلغت القيمة السوقية للشركة (834,743,136) التي وجدت انها مخفضة بنسبة (39 %) إذ بلغت القيمة وفق الإشارة (1,156,751,698) وتشير النتائج الواردة في الجدول الى ان المنشآت التي سعت اسهمها تسعيراً مضخماً محققة بذلك قيمة سوقية للسهم أعلى من القيمة المحسوبة وفق نظرية الإشارة متمثلة بالاتي (الخفيفة ، الهلال ، الخليج ، بغداد ، بابل) إذ بلغت نسبة التضخيم في كل منها (22%, 57%, 35%, 56%, 44 %) على التوالي .

جدول (٢-٢)

مقارنة القيمة المحسوبة وفق نظرية الإشارة والقيمة السوقية

ت	المنشآت	قيمة المنشأة السوقية	قيمة المنشأة وفق نظرية الإشارة	الفرق بين القيمتين	التسعير	نسبة التضخيم او التخفيض
1	العراقية	834,743,136	1,156,751,698	-322,008,562	مخفض	72%
2	الخفيفة	1,937,947,755	1,085,945,713	852,002,042	مضخم	178%
3	الهلال	3,251,885,178	1,420,016,254	1,831,868,924	مضخم	229%
4	المنصور للاستثمار	12,728,926,845	3,413,247,714	9,315,679,131	مضخم	373%
5	المتحد	107,101,519,227	44,154,401,920	62,947,117,308	مضخم	243%
6	الخليج	55,275,253,108	35,932,558,941	19,342,694,166	مضخم	154%
7	بغداد	40,404,927,723	17,182,422,819	23,222,504,904	مضخم	235%
8	بابل	25,792,769,734	20,038,835,075	5,753,934,659	مضخم	129%
	المتوسط	48,260,679,328	15,548,022,517	24,116,386,034		

المصدر: من إعداد الباحثة اعتماداً على تقارير سوق العراق للأوراق المالية.

ثانياً : تشكيل محافظ وفق نظرية الإشارة

١- محفظة القيمة الأعلى وفق نظرية الإشارة :

يعرضُ الجدول (٢-٣) محفظة القيمة الأعلى والمشكلة على وفق قيمة المنشآت بموجب نظرية الإشارة والتي بلغت عدد المنشآت فيها (٤) وهي (المتحد ، الخليج ، بابل ، بغداد) إذ كانت قيمة هذه المصارف أعلى من متوسط السوق، كما يبين لنا التحليل تباين أوزان القيم ضمن المحفظة نتيجة تباين القيم السوقية للأسهم المنتقاة ، فبلغ أعلى وزن في المحفظة (38%) لمصرف المتحد ليؤشر بذلك ان أسهم المصرف هي الأعلى

وبالتالي ارتفاع قيمة المصرف مقارنة بعينة الدراسة والمحسوبة وفق نظرية الإشارة، اما أدنى وزن نسبي (15%) وذلك لقيمة مصرف بغداد مؤشرا بذلك ان قيمة الأسهم السوقية هي الأدنى مقارنة بالسهم المنتقاة ضمن المحفظة. وعلى أساس الوزن النسبي وعائد كل سهم ضمن المحفظة فبلغ عائد المحفظة (0.0077 -) الذي يمثل العائد الموزون لعوائد الأسهم ، ذات القيمة الأعلى والتي تم اختيارها ضمن المحفظة لقيم المنشآت الأعلى وفق نظرية الإشارة ، وكان أعلى معدل للعائد تحقق في مصرف بغداد (0.0004) ، أمّا أدنى معدل للعائد في مصرف المتحد وبلغ (0.0056 -) ، فيما بلغ معامل بيتا (0.0351) الذي يعد أيضاً المعدل الموزون لمعامل بيتا للمنشآت التي جرى اختيارها لتمثل المحفظة ، فكان أعلى معامل بيتا موزون بلغ (0.0139) وذلك في مصرف بغداد الذي حقق أعلى عائد موزون ، وأدناه في مصرف بابل فبلغ معامل بيتا موزون (0.0049) .

جدول (٢-٣)
يبين محفظة القيمة الأعلى وفق نظرية الإشارة للمنشآت

ت	المنشآت	متوسط القيمة	متوسط العائد	وزن القيمة في المحفظة%	العائد الموزون	معامل بيتا الموزون
1	المتحد	44154401920	0.0148-	38%	-0.0056	0.0054
2	الخليج	35932558941	0.0005-	31%	-0.0002	0.0109
3	بابل	20,038,835,075	0.0146-	17%	-0.0025	0.0049
4	بغداد	17182422819	0.0030	15%	0.0004	0.0139
	المجموع	117308218755	-0.0269	100%	-0.0078	0.0351

المصدر: من إعداد الباحثة اعتمادا على تقارير سوق العراق للأوراق المالية.

٢- محفظة القيمة المنخفضة وفق نظرية الإشارة :

يعرض الجدول (٢-٤) محفظة قيمة المنشأة المنخفضة والمشكلة وفق نظرية الإشارة والتي بلغ عدد المنشآت فيها اربعة وهي (المنصور للاستثمار ، الهلال ، العراقية، الخفيفة) إذ كانت القيمة السوقية لهذه الشركات اقل من متوسط السوق ، ويظهر الجدول اختلاف أوزان الأسهم ضمن المحفظة نتيجة لاختلاف القيم السوقية للأسهم الشركات عينة الدراسة . وبلغ أعلى وزن نسبي لاسهم مصرف المنصور وبلغ (48%) بعائد موزون بلغ (-0.0022) ، فيما بلغ أدنى وزن نسبي (15%) وذلك لاسهم شركة الصناعات الخفيفة مؤشرا ان قيمة الأسهم السوقية هي الأدنى مقارنة بالسهم المنتقاة، حيث حققت أعلى معدل للعائد وبلغ (0.0003-ضمن المحفظة، وتبين ان عائد المحفظة الكلية (-0.0086) الذي يمثل العائد الموزون لعوائد الأسهم ذات

القيمة المنخفضة ، وكما اظهر الجدول تطابق أدنى معدل للعائد الموزون في شركتي (الهلال، العراقية) وبلغ (-0.0030) على الرغم من اختلاف أوزانها النسبية فبلغت (20%,16%) ومتوسط عوائدها السنوية .

فيما بلغ معامل بيتا المحفظة (0.0170) الذي يعد أيضاً المعدل الموزون لمعامل بيتا للاسهم التي جرى اختيارها لتمثل المحفظة ، وكان أعلى معامل بيتا موزون قد بلغ (0.0103) وذلك في شركة الصناعات الخفيفة، وادناه في الشركة العراقية وبلغ (0.0006) ، اما معامل بيتا مصرف المنصور والهلال (0.0042_ 0.0019) على التوالي.

جدول (٢-٤)

يبين محفظة القيمة المنخفضة وفق نظرية الإشارة للمنشآت

ت	المنشآت	متوسط القيمة	متوسط العائد	وزن القيمة في المحفظة %	العائد الموزون	معامل بيتا الموزون
1	المنصور للاستثمار	3,413,247,714	0.0046-	48%	-0.0022	0.0042
2	الهلال	1420016254	0.0150-	20%	-0.0030	0.0019
3	العراقية	1156751698	0.0189-	16%	-0.0031	0.0006
4	الخفيفة	1085945713	0.0021-	15%	-0.0003	0.0103
	المجموع	7075961379	-0.0406	100%	-0.0086	0.0170

المصدر: من إعداد الباحثة اعتماداً على تقارير سوق العراق للأوراق المالية.

من خلال نتائج الجدولين (٢-٣) و(٢-٤) والذي يمثل المحفظتين المشكلة وفق القيمة الأعلى للمنشآت عينة الدراسة والمحسوبة بموجب نظرية الإشارة يتبين ان عوائد المحفظة ذات القيمة الأعلى وبلغت (-0.0077) أفضل من عوائد المحفظة ذات القيمة المنخفضة البالغة (-0.0086) وهذا ما تشير إليه نظرية الإشارة بالمنشآت الجيدة ذات العائد الاكثر والغير جيدة ذات العوائد الاقل .

٣- محفظة القيمة وفق نظرية الإشارة للمنشآت الممولة بالدين :

يعرض الجدول (٢-٥) المنشآت التي جرى اختيارها لتشكيل المحفظة القيمة المنشآت المشكلة استناداً الى نوع التمويل (الدين) ووفق نظرية الإشارة والتي بلغ عدد الشركات فيها ثلاثة وهي (الهلال، العراقية، الخفيفة) إذ كانت هذه الشركات تستخدم الدين في تمويلها، وبيين لنا التحليل تباين أوزان الأسهم ضمن المحفظة نتيجة تباين القيم السوقية للأسهم المنتقاة . وبلغ أعلى وزن لشركة الهلال وبلغ (39%) فيما بلغ أدنى وزن نسبي 30% وذلك في شركة الصناعات الخفيفة وكذلك الشركة العراقية بلغ وزنها النسبي (31%). وعلى وفق النتائج الموضحة في الجدول فبلغ عائد المحفظة (-0.0123) الذي يمثل العائد الموزون لعوائد الأسهم للمنشآت المنتقاة وكان أعلى معدل للعائد تحقق في الخفيفة وبلغ (-0.0006) وأدنى معدل عائد تحقق في شركة الهلال وبلغ(-0.0058) فيما بلغ معامل بيتا المحفظة (0.0238) الذي يعد أيضاً

المعدل الموزون لمعامل بيتا للاسهم التي جرى اختيارها لتمثل المحفظة ، وكان أعلى معامل بيتا موزون قد بلغ (0.0208) وذلك في الشركة العراقية ، وأدنى معامل بيتا للمحفظة وبلغ (0.0001) .

جدول (٥-٢)

يبين محافظة القيمة وفق نظرية الإشارة للمنشآت الممولة بالدين

ت	المنشآت	متوسط القيمة	متوسط العائد	وزن القيمة في المحفظة %	العائد الموزون	معامل بيتا الموزون
1	الهلال	1420016254	0.0150-	39%	-0.0058	0.0001
2	العراقية	1156751698	0.0189-	31%	-0.0059	0.0208
3	الخفيفة	1085945713	0.0021-	30%	-0.0006	0.0028
	المجموع	3662713665	-0.0360	100%	-0.0123	0.0238

المصدر: من إعداد الباحثة اعتمادا على تقارير سوق العراق للأوراق المالية.

٤- محافظة القيمة وفق نظرية الإشارة للمنشآت الممولة بالملكية :

يعرض الجدول (٦-٢) المنشآت التي جرى اختيارها لتشكّل محفظة القيمة للمنشآت المشكلة استناداً الى نوع التمويل (الملكية) ووفق نظرية الإشارة والتي بلغ عدد الشركات فيها خمسة مصارف وهي (المتحد، الخليج ، بابل، بغداد ، المنصور) إذ كانت هذه الشركات تعمل على إصدار الأسهم في تمويلها، ويبين لنا التحليل تباين أوزان الأسهم ضمن المحفظة نتيجة تباين القيم السوقية للأسهم المنتقاة. وبلغ أعلى وزن لمصرف المتحد وبلغ (37%) فيما بلغ أدنى وزن نسبي 3% وذلك في مصرف المنصور للاستثمار، وكانت نسب المصارف (الخليج، بابل، بغداد) فبلغ وزنها النسبي (30%, 17%, 14%) على التوالي. وعلى وفق النتائج الموضحة في الجدول فبلغ عائد المحفظة (-0.0072) الذي يمثل العائد الموزون لعوائد الأسهم للمنشآت المنتقاة وكان أعلى معدل للعائد تحقق في مصرف بابل وبلغ (0.0005) وأدنى معدل عائد تحقق في مصرف المتحد وبلغ (-0.0054)، ونلاحظ من نتائج المحفظة تطابق معدل العائد الموزون لمصرفي (الخليج، المنصور) بمعدل (-0.0001) على الرغم تفاوت الوزن النسبي لهما في كل محفظة، وبلغ معامل بيتا المحفظة (0.0344) الذي يعد أيضاً المعدل الموزون لمعامل بيتا للاسهم التي جرى اختيارها لتمثل المحفظة ، وكان أعلى معامل بيتا موزون قد بلغ (0.0136) وذلك في مصرف بغداد ، وأدنى معامل بيتا للمحفظة وبلغ (0.0002) لدى مصرف المنصور .

جدول (٢-٦)

يبين محافظة القيمة وفق نظرية الإشارة للمنشآت الممولة بالملكية

ت	المنشآت	متوسط القيمة	متوسط العائد	وزن القيمة في المحفظة %	العائد الموزون	معامل بيتا الموزون
1	المتحد	44154401920	0.0148-	37%	-0.0054	0.0053
2	الخليج	35932558941	0.0005-	30%	-0.0001	0.0105
3	بابل	20038835075	0.0146-	17%	-0.0024	0.0048
4	بغداد	17182422819	0.0030	14%	0.0004	0.0136
5	المنصور للاستثمار	3413247714	0.0046-	3%	-0.0001	0.0002
	المجموع	120721466469	-0.0315	100%	-0.0077	0.0344

المصدر: من إعداد الباحثة اعتماداً على تقارير سوق العراق للأوراق المالية.

يلاحظ من نتائج الجدولين (٢-٥) و(٢-٦) والذي يمثل المحفظتين المشكلة وفق القيمة بموجب نظرية الإشارة للمنشآت الممولة بلدين والملكية للمنشآت عينة البحث ، حيث يتبين ان عوائد المحفظة ذات التمويل الخارجي وبلغت (-0.0123) أقل من عوائد المحفظة ذات التمويل الداخلي البالغة (-0.0072) وهذا يدل على عدم استفادة الشركات الممولة بالدين من الإشارة الجيدة وهي (الدين) أو بسبب عدم تقييم السوق المالية للإشارة وتمييز المنشآت الجيدة عن غير الجيدة ، واستقبال فقط الإشارة المكلفة والمتمثلة بالملكية حيث ان المنشأة الجيدة يمكن ان تميز نفسها عن المنشآت الغير جيدة عن طريق ارسال اشارات مكلفة. إذ ان التمييز سوف يتطلب ان تتحمل الشركات الغير جيدة تكلفة اكبر من المنشآت الجيدة والمشكلة ان المنشآت الغير جيدة بإمكانها ان تقلد المنشآت الجيدة ، وتعلن عن برامج الإشارة كتوزيع مقسوم ارباح او اعادة شراء الأسهم او قروض) ولكن تتمتع بذلك ليوم واحد وبعد ذلك تمتنع عن ذلك ، لان كل هذه الاجراءات التي تتخذها المنشآت الغير جيدة يزيد من تكلفتها وبذلك فان عملية التقليد ستحملها كلفة بدلا من ان تعود عليها بالنفع .

ثانياً : تحليل الفروقات بين المحافظ

يعرض الجدول (٢-٧) نتائج الفرق بين المحافظ المشكلة وفق القيمة الأعلى المحسوبة بموجب نظرية الإشارة وبموجب النظرية التقليدية، وذلك لتمييز المنشآت الجيدة من غير الجيدة ، إذا بلغت عوائد محافظة القيمة الأعلى وفق نظرية الإشارة (- 0.0077) بينما بلغت نسبة عوائد محافظة القيمة الأعلى المشكلة ووفق معدل العائد المطلوب (- 0.0053) وبلغ الفرق بينهما (- 0.0024) ، ويتضح منه ان عوائد محافظة القيمة الأعلى وفق معدل العائد المطلوب هي اكثر من عوائد محافظة القيمة الأعلى المشكلة وفق نموذج الإشارة ، وبلغ الفرق بينهما (- 0.0024) فيما بلغت عوائد محافظة القيمة الأدنى وفق نظرية الإشارة (- 0.0082) بينما بلغت نسبة عوائد محافظة القيمة الأدنى لمشكلة ووفق معدل العائد المطلوب (-

0.0112) وبلغ الفرق بينهما (0.0030). مما يدل على ان عوائد المحفظة ذات القيمة المنخفضة هي الافضل وفق معدل العائد المطلوب . ويتضح منه ان عوائد محفظة القيمة المنخفضة المحتسبة وفق نموذج الإشارة هي اكبر من عوائد محفظة القيمة المنخفضة والمحتسبة وفق معدل العائد المطلوب وبلغ الفرق بينهما (0.003) .

واظهر التحليل أيضاً ان عوائد محفظة القيمة للمنشآت الممولة بالدين وفق نظرية الإشارة (-0.0123) بينما بلغت نسبة عوائد محفظة القيمة للمنشآت الممولة بالدين وفق معدل العائد المطلوب (-0.0093) وبلغ الفرق بينهما (0.003) إذ يتبين ان عوائد محفظة الدين المحسوبة وفق الإشارة افضل (الدين اشارة أعلى من الدين عائد) وهذا ما تشير إليه نظرية الإشارة ، حيث يشكل الدين حسب Ross ، Leland ، Pyle& وسيلة هامة للإشارة إلى قيمة المنشأة، لقد أوضح Ross ان زيادة الرفاعة يمكن ان تكون اشارة مكلفة للمنشأة ، فالمنشأة الجيدة سوف تتبنى نسبة اقتراض أعلى من المنشأة الضعيفة ، وان ادارة المنشأة الجيدة سوف تكون واثقة بالفرص المستقبلية للمنشأة الجيدة نتيجة للمعلومات الداخلية العارفة بان مستقبل المنشأة واعد .

فيما بلغت عوائد محفظة القيمة للمنشآت الممولة بالملكية وفق نظرية الإشارة (- 0.0072) بينما بلغت نسبة عوائد محفظة القيمة للمنشآت الممولة بالملكية المشكلة ووفق معدل العائد المطلوب (-0.0056) وبلغ الفرق بينهما (0.0016) . مما يدل على ان عوائد محفظة القيمة وفق معدل العائد المطلوب هي الافضل .

وأظهر لنا التحليل ان محفظة القيمة للمنشآت الممولة بالملكية ضمن محافظ نموذج الإشارة هي الافضل مقارنة بالمحافظ المشكلة وفق نموذج معدل العائد المطلوب مما يدل على دور الوساطة المالية في تقييم القيمة السوقية للسهم ، بموجب نموذج الإشارة (هو نموذج تقييم ثابت تكون فيه القيمة السوقية لمنشأة ما دالة على جزء من حقوق الملكية التي يحتفظ بها صاحب المشروع) ، مما يؤدي الى تحديد القيمة السوقية للمنشأة .
جدول (٧-٢)

ملخص لمحافظ قيم المنشآت المحسوبة وفق نظرية الإشارة ووفق معدل العائد المطلوب

الفرق بين المحفظتين	محافظ معدل العائد			محافظ الإشارة			نوع المحفظة
	المخاطرة	العائد	عدد الشركات	المخاطرة	العائد	عدد الشركات	
-0.0024	1.0924	-0.0053	4	0.0351	-0.0077	4	الاعلى
0.0030	1.0839	-0.0112	4	0.0161	-0.0082	4	الادنى
-0.0030	1.4118	-0.0093	3	0.0238	-0.0123	3	الدين
-0.0015	1.0617	-0.0057	5	0.0342	-0.0072	5	الملكية

الاستنتاجات و التوصيات

الاستنتاجات

١. تستجيب اسواق رأس المال لإشاره المنشآت وبدرجة متفاوتة وتميزها الى منشآت ذات النوعية الجيدة وتكون أشارتها مكلفة لغرض إرسال إشارات حقيقية وصادقة (signals correct) حتى تستطيع إن تميز نفسها عن المنشآت ذات النوعية غير الجيدة والتي تكون اشارتها اقل تكلفة اذ ترسل إشارات خاطئة (signals valid) بدون تكلفة ويمكن تقليدها من باقي المنشآت ، وهذا يعني إن المنشأة حينما ترسل اشارة حقيقية وصادقة ينبغي إن تكون مكلفة ، لكي تكسب ثقة المستثمرين وتحافظ على ارتفاع أسهمها .
٢. لا تؤكد نتائج التحليل التطبيقي أستعمال نظرية الإشارة في سوق العراق للأوراق المالية ، اذ إن التغييرات التي طرأت على هيكل رأس المال أغلبها غير مرتبطة (Non-Related) بنظرية الاشارة . فقد أظهرت النتائج تعظيم قيمة أربع شركات من بين ثمانية شركات عينة الدراسة وأن الشركات لديها عدد قليل من المستثمرين الذين يحتفظون بأسهمهم عند وصول القرار المالي للسوق .
٣. نتيجة لتفاوت نشاط المنشآت عينة الدراسة (صناعي ، مصرفي) أذ تبين إن قيمة المصارف ذات الرسملة الكبيرة هي الافضل وفق النظرية التقليدية والاشارة ، وبالتالي ينظر المستثمرين اليها وبنقطة كبيرة على ان الاعلان عن زيادة رأس المال على انه اشارة جيدة وليست سيئة ولم يقلل من جودتها وهذا ما تضمنه نظرية الاشارة وفق نموذج LELAND & PYLE بالاعتماد على تقييم السوق لإسهم ونسبة امتلاك المديرين من الاسهم دليلا للثقة في ربحية المنشأة .
٤. لقد أشار تحليل الى أن محفظة القيمة للمنشآت الممولة بالملكية ضمن محافظ نموذج الاشارة هي الافضل مقارنة بالمحافظ المشكلة وفق نموذج معدل العائد المطلوب مما يدل على دور الوساطة المالية في تقييم القيمة السوقية للسهم ، بموجب نموذج الاشارة (هو نموذج تقييم ثابت تكون فيه القيمة السوقية لمنشأة ما دالة على جزء من حقوق الملكية التي يحتفظ بها صاحب المشروع) ، مما يؤدي الى تحديد القيمة السوقية للمنشأة .
٥. إن سوق العراق للأوراق المالية غير كفوء بالشكل نصف القوي فيما يخص الاستجابة للتغيرات في هيكل رأس المال .

التوصيات

في ضوء الاستنتاجات التي تم التوصل اليها ، تم وضع جملة من التوصيات التي يمكن ان تساعد ادارات المنشآت عينة الدراسة من الاستفادة منها ، والتي تعمل على تعزيز مكانة وقيمة المنشأة في السوق ، فضلا عن اتاحة الفرصة للمستثمرين والمساهمين للاستثمار الرشيد في اسهم المنشأة، ومن ثم تحقيق الاستفادة لجميع ،وتتمثل هذه التوصيات بالاتي :

١. ضرورة التمييز بين الإشارة الصادقة والخاطئة من قبل المنشآت ، للتمييز بين المنشآت الجيدة والتي ترسل اشارات صادقة فأن اشارتها ينبغي ان تكون مكلفة ، لكي تكسب ثقة المستثمرين وحافظ على ارتفاع اسهمها مدة اطول ،ولا يمكن تقليدها من قبل المنشآت الغير جيدة والتي تتحمل بدورها تكلفة غير مباشرة وهي خسارة سمعتها في السوق .
٢. ينبغي على المنشآت الاستفادة من التمويل المقترض لكي تكون الرافعة ذات جدوى اقتصادية لإكتساب التأثير الإيجابي للرافعة بنسبة كبيرة .
٣. مراعاة توقيت اصدار الاسهم بالاعتماد على النظريات المالية وانعكاس ذلك في تعظيم قيمة المنشأة ، وحث المنشآت المالية على التوسع بالفرص الاستثمارية ذات القيمة والتي بدورها تؤثر في اختيار هيكل راس المال.
٤. ضرورة الاعتماد على نظرية الإشارة خصوصا في سوق العراق للأوراق المالية لتقليل من مشكلة عدم التماثل المعلوماتي بين المطلعين الداخليين والمستثمرين الخارجيين للتخلص من مشكلة الوكالة وتعديل هيكل رأس المال المنشآت ، لان هذه النظرية تعد من الادوات التي تسهم في رفع كفاءة السوق المالية من خلال توفر المعلومات للمستثمرين وتقليل فجوة عدم التماثل المعلوماتي ، لمساعدة المستثمرين باتخاذ القرارات افضل .
٥. ضرورة إخضاع المتعاملين في سوق العراق للأوراق المالية لدورات علمية في الادارة المالية وخصوصا في تفسير التغيرات التي تطرأ على اسعار الاسهم للإرتقاء بحرفية ومهنية المشتركين في السوق .

المصادر :

1. Afzal Z. ;"The Determinants of Capital Structure: A Comparative Study of Public and Private Firms" Master Thesis Tilburg University ,2012 .
2. Brigham , F. Augene & Houston, F. Joel, " Fundamentals of Corporate Finance", Cengage Learning, 2015 .
3. Brigham Eugene, Ehrhardt Michael,;"Financial Management Theory and Practice" Tenth Edition,2002 .
4. Dittmar , A .& Dittmar , R ." The Timing of Financing Decisions:An Business " , Vol .77,No (1) , 2004 .
5. Frenzel, Bennet "Capital Structure Theory since Modigliani – Miller Development in the search for the optimal leverage of the firm"; Berlin School of Economics and laww, 2013.
6. Gitman , Lawrence J. ," Principles of Managerial Finance" 9th ed Usa ; RR Donnelly and Sons Co. , 2000.
7. Gwatidzo, Tendai; "The Determinants of Capital Structure among Select Sub-Saharan African Countries" School of Economic and Business Sciences ,Witwatersrand University, 2008 .
8. Hiller,David,Clacher,Lain, Roos, Stephen, Westerfield, Randolph, and Jordon,Bradford; "Fundamentals of Corporate Finance" European Edition ,2011.

9. Hun , Seung Hone & Song ,Minji , "**Stock Repurchases & Corporate Governance : Evidence from Korea** ", 2013.
10. Kivi & Heidi , "**Share Repurchase Practices in Finland** " Lappeenranta University of Technology ,2006 .
11. Kyle ,Profflet, A., and Frank ,Bacon, W., "**Dividend policy and stock price volatility** ", ASBBS Annual Conference: Las Vegas, Vol. 20 ,No. 1; 2013.
12. Laabs, Douglas S.& Bacon, Frank W.; "**THE IMPACT OF INCREASED DIVIDEND ANNOUNCEMENTS ON STOCK PRICE: A TEST OF ASBBS**" Annual Conference: Las Vegas ,2013.
13. Leland E.,Hayne& Pyle,David H. "**Informational Asymmetries, Financial Structure, and Financial Intermediation**": Journal of Finance, Vol. 32, No. 2,1977.
14. Li, Yong, Dutta, Supradeep, Courtney, Christopher, "**Resolving Information Asymmetry: Signaling, Endorsement, and Crowdfunding Success**" School of Management State University of New York , 2016.
15. NAIDU, WESLE , "**THE IMPLICATIONS OF CAPITAL STRUCTURE THEORY AND REGULATION FOR SOUTH AFRICAN BANKING INSTITUTIONS**" UNIVERSITY OF PRETORIA, 2011.
16. Nair, Anil, Tupper, Christina. & Guldiken ,Orhun;" **The impact of media coverage on IPO stock performance**" Article in Journal of Business Research , 2017.
17. Naser,Kamal., Nuseibeh,Rana., and Rashed, Wojoud ., Managers' perception of dividend policy," **Issues in Business Management and Economics**" Vol. 1,No.1; 2013.
18. Oded , Jacob "**Why Firms Announce Open-Market Repurchase Programs?"the Review of Financial Studies** ", Vol . 18, 2005.
19. Osei ,K.A ; "**Asset pricing and information efficiency of the Ghana Stock Market** "African Economic Research Consortium , Vol.115,2002.
20. Papadopoulos, Demetrios L. Markopoulou, ,Maria K.; "**THE CAPITAL STRUCTURE OF COMPANIES LISTED IN THE GREEK STOCK EXCHANGE**" University of Macedonia Thessaloniki, GREECE,2008 .
21. Parrion ,Robert; Kidwall Davids, and Bates,Thomas w; "**Fundamentals of Corporate Finance**"2th edition,John Wiley & Sons, Inc ,2012 .
22. Pinches, George E. "**Essentials of Financial Management**", 4th . ed., N.Y. Harper Collins publishers, 1992.
23. Ross, S.A. , Westerfield , R.W. & Jaffe , A., B.D.," **Corporate Finance**" 6th ed, 2002 .
24. Ross, Stephen A.; Westerfield, Randolph; Jordan, Bradford D." **Fundamentals of corporate finance**" Tata McGraw-Hill Education 6th, 2008.
25. Sakhi, Reshad. "**Testing leverage patterns of Dutch non-financial firms across time: convergence & persistence.**" Master Thesis, University Twente , 2011.
26. Smart, Scott B., Megginson , William., & Gitman , Lawrence J. "**Corporate Finance** ", South -Western a division of Thomson Learning, 2004.
27. Thanatawee , Yordying , "**The Informat Content of Dividends and Open market Share Repurchases: Theory & Evidence** " A thesis submitted to the degree of Doctor of Philosophy , University of Bath , 2009.
28. Zhao, Jianmei, Katchova, Ani L. & Barry, Peter J. , "**Testing the Pecking Order Theory and the Signaling Theory for Farm Businesses**" , University of Illinois at Urbana-Champaign, 2004.

المصادر العربية :

١. بورقية ، شوقي "دور نظرية الإشارة في الرفع من كفاءة الأسواق المالية " مجلة العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير ، عدد ١٠ / ٢٠١٠ .

٢. خضير، بشرى فاضل، "الافصاح عن المعلومات المحاسبية ودورها في حوكمة الشركات وآلياتها الداخلية" اطروحة دكتوراه غير منشورة، جامعة بغداد - كلية الادارة والاقتصاد - قسم المحاسبة، ٢٠٠٩.
٣. دادن، عبد الوهاب؛ مقالة بعنوان "تحليل المقاربات النظرية حول أمثلية الهيكل المالي- الإسهامات النظرية" - جامعة ورقلة ٢٠٠٤.
٤. دادن، عبد الوهاب، "الجدل القائم حول هيكل تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة"؛ مجلة الباحث العدد ٧/٢٠٠٩-٢٠١٠.
٥. الزبيدي، شذى عبد الحسين، "العلاقة بين هيكل رأس المال ومقسوم الأرباح وأثرهما في لا تماثل المعلومات" اطروحة دكتوراه غير منشورة، جامعة بغداد ٢٠٠٩.
٦. محمد، شعبان، "نحو اختيار هيكل تمويلي أمثل للمؤسسة الاقتصادية" رسالة ماجستير منشورة، جامعة الجزائر، ٢٠١٠.
٧. الميهي، عادل عبد الفتاح "المحتوى الاعلامي للمعلومات المحاسبية الاولية بالتطبيق على سوق الاسهم السعودي" دراسة اختبارية وحديثة، جامعة الملك فهد، ٢٠٠٧.
٨. هاشم، صبيحة قاسم " نظريات هيكل التمويل الحديثة : تطبيق عملي لنظرية الالتقاط ودورة حياة الشركة" مجلة العلوم الاقتصادية والادارية: العدد(٢١) مجلد (٨٣) ٢٠١٥.
٩. ياسين، العايب، " إشكالية تمويل المؤسسات الاقتصادية دراسة حالة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر"؛ أطروحة دكتوراه منشورة، جامعة منتوري قسنطينة كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، ٢٠١١.