تقلبات العوائد الخاصة وعمر الشركة والمعتقدات غير المتجانسة في تداول السعودية

محمود فتحي شلقامي *

الملخص

اختبرت الدراسة أثر عمر الشركة على تقلبات العوائد الخاصة في شركات تداول السعودية خلال الفترة (2018 – 2022)، وجاءت النتائج بوجود تأثير سلبي لعمر الشركة على تقلبات العوائد الخاصة، ووجود اختلاف في تأثير عمر الشركة على تقلبات العوائد الخاصة باختلاف المعتقدات غير المتجانسة.

الكلمات المفتاحية: تقلبات العوائد الخاصة، عمر الشركة، المعتقدات غير المتجانسة، تداول السعودية.

* أستاذ مساعد بقسم إدارة الأعمال- أكاديمية السادات للعلوم الإدارية

Idiosyncratic return volatility and Firm age and Heterogeneous beliefs In the Saudi Exchange

Abstract

This study examines whether Firm age affects Idiosyncratic return volatility, using data of Saudi Exchange from 2018 to 2022, results indicated that Firm age has significant impact on Idiosyncratic return volatility, while shows evidence of Firm age influencing the Idiosyncratic return volatility according to Heterogeneous beliefs.

Keywords: Idiosyncratic return volatility, Firm age, Heterogeneous beliefs, Saudi Exchange.

1. المقدمة

جذب تحديد محددات لسلوك التقلبات الخاصة بمرور الوقت اهتمام الباحثين بشكل متزايد، منذ ان وثقت دراسة (Campbell et al., 2001)، وعلي مستوي الشركة زيادة في تقلبات العوائد الخاصة في حين أن تقلبات السوق لم تتغير بشكل كبير، وقد تم توثيق تلك الزيادة خلال فترة 4 عقود من أوائل الستينيات وحتى نهاية التسعينيات، وهو ما اكدته دراسات كلا من (Xu & Malkiel, 2003; Fama & French, 2004) وكذلك دراسات كلا من (Wei & Zhang, 2006; Jin & Myers, 2006) ، وقد تم توثيق هذا التأثير بالنسبة لأسهم الولايات المتحدة والأسواق المتقدمة والناشئة (Li et al., 2004 ؛ Morck et al., 2000).

وقد أصبح هذا الارتفاع الواضح في التقلبات الخاصة أحد أكثر ألغاز تسعير الأصول جذبا لاهتمام الباحثين، حيث انه من الضروري فهم سلوكها ومحدداتها determinants لتطوير نماذج أفضل لتسعير الأصول. بالإضافة إلى ذلك فإن تعظم حجم التقلبات الخاصة في التقلبات الكلية، تسبب في حدوث تأثيرات على تقدير الخيارات estimation of options وقيمة المشتقات derivates value، حيث ان أرباح من يقومون بالتداول في الخيارات تعتمد على التقلبات الإجمالية للسهم، والتي تشمل التقلبات الشخصية والتقلبات على مستوى الصناعة وتقلبات السوق. وبالنسبة لمن يقوم بعمليات المراجحة (Dennis & Strickland, 2009)، فنظرًا لأن النشاط الرئيسي هو الاستفادة من الأوراق المالية التي تم تسعيرها بشكل خاطئ، فهم لا يتعرضون فقط لمخاطر السوق، ولكن أيضًا للمخاطر الخاصة.

لذلك فهم يفضلون الأسهم ذات التقلبات الخاصة الأقل، حيث لا يمكن القيام بالتحوط ولأنها ليست متنوعة. لذلك فان المخاطر الخاصة لا تشجع اجراء عمليات المراجحة للأسهم التي لا يتم تسعيرها بشكل منطقي، (Shleifer & Vishny,

(1997. علاوة على ذلك فان التقلبات الخاصة العالية تتطلب مزيدًا من التنويع، مما يعني عددًا أكبر من الأسهم للحفاظ على تباين المحفظة عند المستوى المطلوب. وبالتالي فإن المستوى المناسب من التنويع بحيث يتم التخلص من المخاطر الخاصة يعتمد على مستوى التقلبات الخاصة. بالإضافة الي ذلك يجب الانتباه الي أن هناك مستثمرين لديهم محافظ تتكون من العديد من الأسهم الفردية ويمكن أن يواجهوا مشاكل مثل عدم القدرة على تنويع المحفظة، ومن ثم فإنها تتأثر بالتغيرات على مستوى الشركة أو الصناعة، بقدر ما تتأثر بالتغيرات على مستوى السوق.

وقد حددت دراسة (Cao et al., 2008) تبعات هذا الارتفاع في التقلبات الخاصة الي عدد من العناصر ومنها ان تلك الزيادة متعلقة بمستوى الربحية وتباينها (Wei & Zhang, 2006)، ومن تلك العناصر أيضا ان تلك الزيادة ترتبط بشكل إيجابي بالملكية المؤسسية ونمو الأرباح المتوقعة (Malkiel & Xu, 2003)، وكذلك تكون تلك الزيادة مرتبطة بدورات الاعمال (Brown & Ferreira, 2003)، كما ترتبط تلك الزيادة سلبًا بعمر الشركة(Pastor & Veronesi, 2003) .

يمكن فهم الآلية التي من خلالها قد يؤثر عمر الشركة على التقلبات الخاصة، بملاحظة أنه عندما يواجه المستثمرون حالة من عدم اليقين، فإنهم يجدون صعوبة في تقييم التدفقات النقدية للشركة والأرباح والعوائد المتوقعة (Healy et al., 1999)، وبالتالي يصلون إلى معتقدات غير متجانسة حول الشركة (Easley & O'hara, 2004). ومع وجود عدم تجانس معتقدات المستثمرين حول الربحية المستقبلية (P´astor & Veronesi, 2003)، تميل التقلبات الخاصة الي الزيادة. لذلك فقد تم استخدام المعتقدات غير المتجانسة لتفسير العلاقة بين عمر الشركة والتقلبات الخاصة، حيث تؤدي المستويات الأعلى من المعتقدات غير المتجانسة

إلى تداول أكثر نشاطًا وزيادة عدم اليقين في الأسعار وبالتالي إلى تقلبات عوائد أعلى (Liu & Zhang, 2021). وقد اختبرت الدراسة الحالية أثر عمر الشركة على تقلبات العوائد الخاصة، وكذلك استخدام المعتقدات غير المتجانسة لتفسير العلاقة بين المتغيرين وبالتطبيق على إحدى الاسواق المالية العربية الا وهو السوق السعودي.

2. مشكلة الدراسة

يمكن عرض مشكلة الدراسة كالتالي:

"التحقق من أثر عمر الشركة على تقلبات العوائد الخاصة في تداول السعودية".

ولذلك يمكن عرض التساؤلات كالتالي:

1/2. هل يؤثر عمر الشركة على تقلبات العوائد الخاصة؟

2/2. هل يختلف تأثير عمر الشركة على تقلبات العوائد الخاصة باختلاف المعتقدات غير المتجانسة؟

3. أهمية وهدف الدراسة

تكتسب دراسة العلاقة بين عمر الشركة وتقلبات العوائد الخاصة أهمية كبيرة، وذلك ليس فقط لندرة الدراسات العربية التي تناولتها، ولكن أيضا لقلة الدراسات التطبيقية على مستوي أسواق الأسهم الناشئة. كما أوضحت الدراسة دور المعتقدات غير المتجانسة في تفسير تلك العلاقة. وكذلك مساعدة المديرين والمستثمرين أثناء إدارة المحافظ الاستثمارية. وايضا المهتمين باستراتيجية التنويع.

ولذلك واتساقا مع التساؤلات، تم صياغة هدف الدراسة كالتالي:

"دراسة أثر عمر الشركة على تقلبات العوائد الخاصة في شركات تداول السعودية".

ولتحقيق هدف الدراسة يمكن عرض الأهداف الفرعية كالتالي:

1/3. التحقق من تأثير عمر الشركة على تقلبات العوائد الخاصة.

2/3. التحقق من تأثير عمر الشركة على تقلبات العوائد الخاصة باختلاف المعتقدات غير المتجانسة.

4. الدراسات السابقة

توصلت دراسة (Campbell et al., 2001) الي أن التقلبات الخاصة تشكل النسبة الأكبر من إجمالي التقلبات في الشركات وهي أعلى من 70٪ من متوسط الشركات الأمريكية. علاوة على ذلك أوضحت الدراسة أن التقلبات الخاصة للأسهم الأمريكية قد زادت بصورة ملحوظة بالفترة من يوليو 1962 حتى ديسمبر 1997، يُعزى هذا التقلب المتزايد الذي لوحظ في السوق إلى مستوى تقلب الشركة بدلاً من مستويات الصناعة أو السوق. واستنادا الي تلك الدراسة قام كلا من (Lebedinsky & Wilmes, 2018) عبر فترة زمنية تتضمن Dot-com Bubble والأزمة المالية 2007–2008، وهما من الأحداث الرئيسية في سوق الأسهم. وقد أظهرت النتائج ارتفاعات كبيرة في التقلبات الخاصة خلال فترة الأزمة. ولكن نتائج الدراسات خارج الولايات المتحدة كانت مختلفة، حيث اوضح كلا من (Bekaert, et al., 2012) أن 22 من أصل 23 سوقًا من أسواق الأسهم المتقدمة المستخدمة في دراستهم (بما في ذلك الولايات المتحدة وكندا وأستراليا ونيوزيلندا واليابان وهونغ كونغ وسنغافورة والدول الأوروبية) لا يوجد بهم أي اتجاه تصاعدي في التقلبات الخاصة. في حين انه تم التوصل الي وجود اتجاه تصاعدي في التقلبات الخاصة فما يتعلق بسوق المملكة المتحدة (Angelidis &

Tessaromatis, 2008)، وذلك بالفترة (1979 – 2003). لقد أظهروا أن التقلبات الخاصة تمثل من 75٪ إلى 95٪ للتقلبات الكلية من متوسط الشركات.

اهتمت الدراسات بتفسير تلك الزيادة في التقلبات الخاصة والتي وثقتها دراسة (Campbell et al., 2001) حيث فسرت تلك الزيادة على انها تمثل زيادة الملكية المؤسسية وهذا ما اظهرته دراسات كلا من (Bennet et al. 2003; Xu & Malkiel, 2003) ، حيث اكدت تلك الدراسات بأن الزيادة في الملكية المؤسسية مرتبطة بتوجه تصاعدي في التقلبات الخاصة. حيث انه في ظل حالة الملكية المؤسسية من المرجح أن يتم تنسيق البيع والشراء عبر المؤسسات، مما قد يتسبب في أن تصبح أسعار الأسهم أكثر تقلبًا وأكثر استجابة لتغيرات السوق وتدفق المعلومات. حيث أوضحت دراسة (Brandt et al., 2010) ان التحولات العرضية في التقلبات الخاصة تنسب إلى سلوك المضاربة، حيث أن تجارة التجزئة قد ارتفعت بسبب انخفاض الحواجز أمام مستثمري التجزئة. وبذلك فقد شكل تداول التجزئة جزءًا كبيرًا من التقلبات الخاصة. واضافت دراسة (Brandt et al., 2010) أن تلك الزيادة في التقلبات الخاصة خلال التسعينات نتيجة للشركات ذات أسعار الأسهم المنخفضة والملكية المؤسسية المحدودة. حيث اضافت الدراسة ان هذه الزيادة في التقلبات الخاصة خلال التسعينيات لم تكن اتجاهًا زمنيًا، بل بالأحرى ظاهرة عرضية، مرتبطة جزئيًا على الأقل بمستثمري التجزئة.

فهناك دراسات فسرت تلك الزيادة بانها متعلقة بمستوى الربحية وتباينها، حيث أظهرت دراسة (P´astor & Veronesi, 2003) أن الشركات التي لديها متوسط عدم يقين أكبر فيما يتعلق بالربحية تميل إلى أن يكون لديها تقلبات عوائد خاصة أعلى، وأن متوسط عدم اليقين في الربحية يتناقص مع زيادة عمر الشركة. كما

اكدت دراسة (Wei & Zhang, 2006) ان هذا الاتجاه التصاعدي في التقلبات الخاصة يرجع الي أرباح الشركات. حيث أن الأرباح تعكس مزيدًا من المعلومات حول الربحية المستقبلية للشركة وتخضع لشكل أقل من التلاعب. فانه يمكن فهم هذا الاتجاه التصاعدي للتقلبات الخاصة من خلال ان الاتجاه التنازلي في العائد على حقوق الملكية يكون مصحوبا باتجاه تصاعدي في تقلب العائد على حقوق الملكية. ويدعم هذا التفسير دراسة (Kryzanowski, L & Mohsni, 2015) ، والتي أظهرت علاقة إيجابية بين التقلبات الشخصية والعائد علي حقوق الملكية، كما اظهرت دراسة (Pae et al., 2018) وجود علاقة بين تقلبات العوائد الخاصة وتقلبات التدفقات النقدية.

ويوجد تفسير اخر يتمثل فيما أوضحته دراسة (Fink et al., 2005) أن الزيادة في التقلبات الخاصة مدفوعة بالميل المتزايد للشركات للطرح العام للاسهم في مرحلة مبكرة من دورة حياتها عندما تكون أكثر خطورة. وقد تم التأكيد علي هذا التفسير في فترة أواخر التسعينيات خلال طفرة الإنترنت من خلال دراسة (Fink et al., 2010)، وقد توصلت دراسة (Brown & Kapadia, 2007) أن تلك الزيادة ناتجة بالفعل عن الشركات الأكثر خطورة التي أصبحت مدرجة في البورصات الأمريكية.

وقد فسرت الزيادة في التقلبات الخاصة علي انها نتيجة لزيادة المنافسة، حيث اشارت دراسة (Irvine & Pontiff, 2009) الي ان صدمات التدفقات النقدية بسبب المنافسة المتزايدة على مستوى الاقتصاد تسببت في الاتجاه التصاعدي في التقلبات الخاصة، وهو التفسير الذي اشارت اليه دراسات كلا من (Comin & Philippon, 2006; Gaspar & Massa, 2006) ، والتي اكدت على أن الزيادة في المنافسة على المنتجات على مستوى الاقتصاد تؤدي إلى زيادة المخاطر

الخاصة بالشركة. حيث إن امتلاك قدر كبير من القوة السوقية يمكن أن يعمل كتحوط طبيعي يخفف من تقلبات التدفقات النقدية. في حين أن الشركة في صناعة شديدة التنافسية ستواجه صعوبة أكبر في القيام بذلك. كما إن امتلاك القوة السوقية يزيل أيضًا جزءًا من عدم اليقين بشأن النتائج المستقبلية للشركة. وبالتالي فإن زيادة المنافسة تخلق المزيد من عدم اليقين تجاه المستثمرين.

وقد اقترح عمر الشركة كتفسير محتمل لتقلبات العوائد الخاصة في كل من الأدبيات النظرية والتطبيقية. حيث قدمت الدراسات نتائج مختلفة حول العلاقة بين عمر الشركة وتقلبات العوائد الخاصة، حيث لم تتوصل بعض الدراسات الي وجود علاقة بين المتغيرين مثل دراسة (Tan & Liu, 2016)، في حين توصلت دراسة (Ferreira & Laux, 2007) ، الي وجود علاقة إيجابية بين عمر الشركة والتقلبات الخاصة. وقد فسرت تلك العلاقة بان الشركات الأقدم أكثر تعقيدًا وأن مستوى وجودة المعلومات التي يحتاجها المستثمرون للتقييم أعلى. وقد ايدت تلك النتائج دراسة (Luo & Bhattacharya, 2009). وفي المقابل توصلت دراسات اخري لوجود علاقة سالبية بين المتغيرين ومنها دراسة (Fink et al., 2010; Hasan & Habib, 2017) حيث ان عمر الشركة يرتبط ارتباطًا وثيقًا بكمية المعلومات الخاصة بالشركة المتوفرة في السوق، حيث أن الشركات الأقدم تميل إلى الكشف عن مزيد من المعلومات للسوق، مما يؤدي إلى انخفاض التقلبات الخاصة. وذلك ما دعمته نتائج دراسة (Zhang, 2006)، ودراسة (Liu & Zhang, 2021) التي اجريت في سوق الأسهم الصينية، وذلك من عام 2001 إلى عام 2019، وقد ايدت نتائجها التأثير السلبي لعمر الشركة على تقلبات العوائد الخاصة. وقد أختبر عدد من الدراسات تفسير التأثير السلبي لعمر الشركة على تقلبات العوائد الخاصة، حيث تناولت دراسة (Anderson et al., 2005) علاقة المعتقدات غير

المتجانسة والتقلبات الخاصة، حيث أوضحت أن المستويات الأعلى من المعتقدات غير المتجانسة من شأنها أن تؤدي إلى تقلبات عوائد أعلى. وهو ما يتسق مع دراسة (Atmaz & Basak, 2018)، فعندما يتم إدراج شركة ما لأول مرة، يكون لدى المستثمرين معلومات محدودة عنها بسبب الافتقار الأولي للشفافية، وستكون هناك خلافات كبيرة بشأن أرباح الشركة المستقبلية أو السعر المستقبلي. ولكن بمرور الوقت ستستمر الشركة في إصدار البيانات المالية وغيرها من المعلومات، ومن ناحية أخرى سيحصل المستثمرون على معلومات حول الشركة التي كانت خاصة في السابق، بذلك تصبح المعتقدات غير المتجانسة أو الآراء المتباينة حول الشركة أقل، وبالتالي تنخفض التقلبات الخاصة للشركة وهو ما تؤكده دراسة (Banerjee & Kremer, 2010). لذلك فقد استخدمت دراسة (Liu & Zhang, 2021) ، المعتقدات غير المتجانسة في تفسير العلاقة بين عمر الشركة والتقلبات الخاصة، وتوصلت الي ان عدم تجانس معتقدات المستثمرين هو الآلية الأكثر ترجيحًا التي تقود العلاقة السلبية.

يتضح من العرض السابق قلة الدراسات التطبيقية على مستوي أسواق الأسهم الناشئة التي تناولت العلاقة بين عمر الشركة وتقلبات العوائد الخاصة، وكذلك تفسير هذه العلاقة، وأيضا اتضح ندرة الدراسات العربية التي أجريت لاختبار هذه العلاقة، وذلك ما تسهم به الدراسة الحالية.

5. فروض الدراسة

الفرض الأول:

يوجد تأثير سلبي لعمر الشركة على تقلبات العوائد الخاصة.

الفرض الثاني:

يختلف تأثير عمر الشركة على تقلبات العوائد الخاصة باختلاف المعتقدات غير المتجانسة.

6. مجتمع الدراسة

تحقيقا لهدف الدراسة فقد تم تحديد جميع شركات تداول السعودية لتمثل مجتمع الدراسة، وذلك بالفترة (2018 – 2022)، حيث بلغ 160 شركة وذلك بعد اجراء عملية استبعاد للمؤسسات المالية ويرجع السبب وراء ذلك لاختلاف خصائص تلك الشركات، وقد شكلت تداول السعودية https://www.saudiexchange.sa مصدر بيانات الدراسة.

7. متغيرات الدراسة وأساليب قياسها:

1/7. متغيرات الدراسة:

1/1/7: المتغير التابع:

التقلبات الخاصة $IVOL_{it}$ **:**

استندت الدراسة في الحصول على قيم متغير تقلبات العوائد الخاصة على دراسة (Fama & French, 1993)، حيث تم الاستعانة بنموذج 3-factor model لكلا من فاما وفرنش كالتالي:

$$R_{i,t} - R_{f,t} = \alpha_{i,t} + \beta_{i,t}\left(R_{m,t} - R_{f,t}\right) + s_{i,t}SMB_t + h_{i,t}HML_t + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

حيث تشير $R_{i,t}$	للعائد الشهري للسهم (i).
$R_{f,t}$ (Risk Free Rate)	حيث تم استخدام أذون الخزانة أذونات (ساما) وحساب متوسط معدل العائد عليها للشهر (t).
$R_{m,t}$ (Market return)	تم الحصول عليه باستخدام عائد مؤشر السوق الرئيسية (تاسي)، للشهر (t).
SMB_t	تم حساب المتغير باستخدام الخطوات التالية: 1. استنادا للقيمة السوقية تم ترتيب أسهم المؤشر (تاسي). 2. تحديد كلا من (اعلي 30%) و(اقل 30%) من الأسهم. لنحصل على محفظتين متساويتين الاوزان كما يلي: • تشكل الاولي (الاسهم الكبيرة). • تشكل الثانية (الاسهم الصغيرة). 3. حساب الفرق بين المحفظتين.
HML_t	1. تم حساب المتغير باستخدام الخطوات التالية: استنادا لمعدل لقيمة الدفترية للسوقية تم ترتيب أسهم المؤشر (تاسي). 2. تحديد كلا من (اعلي 30%) و(اقل 30%) من الأسهم. لنحصل على محفظتين متساويتين الاوزان كما يلي: • تشكل الاولي (مرتفعة المعدل). • تشكل الثانية (منخفضة المعدل).

3. حساب الفرق بين المحفظتين.

واما بالنسبة لحساب قيم المتغير $IVOL_{it}$ والذي يعبر عن تقلبات العوائد الخاصة فتم الحصول عليه من خلال الانحراف المعياري لقيم $\varepsilon_{i,t}$ (Ang et al. 2009). وذلك استنادا دراسة (Liu & Zhang, 2021) والتي توصلت الي أن تقلبات العوائد الخاصة تنخفض مع زيادة عمر الشركة. وقد اقترحت دراسة (Hasan & Habib, 2017) علاقة سلبية قوية بين عمر الشركة والتقلبات الخاصة للتحكم في متغيرات دورة حياة الشركة.

2/1/7: المتغيرات المستقلة:

يمكن عرض المتغيرات المستقلة بالجدول التالي:

جدول (1)

المتغيرات المستقلة

المتغير	الرمز	القياس
عمر الشركة	Age_{it}	اللوغاريتم الطبيعي لعمر الشركة حيث اقترحت العديد من الدراسات ان العلاقة سلبية بين عمر الشركة والتقلبات الخاصة (Brown & Kapadia, 2007; Habib et al., 2020; P´astor & Veronesi, 2003; Liu & Zhang, 2021)
المعتقدات غير	HB_{it}	الأسهم = (حجم التداول) trading volume

المتجانسة

المتداولة / Outstanding Shares (الأسهم المصدرة).

تميل المعتقدات غير المتجانسة إلى زيادة الخلاف في تقييم الأسهم من قبل المستثمرين. حيث يمكن استخدام حجم التداول للتعبير عن عدم تجانس معتقدات المستثمرين. حيث أوضحت دراسة (Varian, 1989) أن حجم التداول هو دالة متزايدة لمعتقدات المستثمرين غير المتجانسة. واقترحت دراسة (Barinov, 2014) أن الخلاف disagreement المرتفع يزيد من التجارة المدفوعة بالتحوط، وتشتت الآراء تجاه الأسهم يزيد التجارة المدفوعة بالمعلومات، مما يساهم في زيادة حجم التداول. وأظهرت دراسة (Kandel & Pearson, 1995) أن حجم التداول يزداد في حالة تنوع آراء المستثمرين حول أحداث الأرباح earnings events. وقد استخدمت دراسات كلا من (Boehme et al., 2006; Chen et al., 2001; Harris & Raviv, 1993; Kandel & Pearson, 1995; Liu & Zhang, 2021) ، لذلك تم استخدام حجم التداول للتعبير عن المعتقدات المستثمرين غير المتجانسة في هذه الدراسة.

3/1/7: متغيرات رقابية:

يمكن عرض المتغيرات الرقابية بالجدول التالي:

جدول (2)

المتغيرات الرقابية

المتغير	الرمز	القياس
حجم الشركة	$Size_{it}$	لوغاريتم اجمالي الأصول. حيث توصلت دراسة (Xu & Malkiel, 2003) الي علاقة سلبية بين حجم الشركة والتقلبات الخاصة، وهو متغير رقابي في دراسة (Liu & Zhang, 2021) لاختبار العلاقة بين عمر الشركة والتقلبات الخاصة.
الرافعة المالية	Lev_{it}	(إجمالي الدين / إجمالي الأصول). حيث تم توثيق علاقة إيجابية بين الرافعة المالية والتقلبات الخاصة بواسطة دراسة (Rajgopal & Venkatachalam, 2011) . وقد استخدام في دراسات (Liu & Zhang, 2021 ;Shahzad et al., 2019) كمتغير رقابي.
معدل العائد على حقوق	ROE_{it}	صافي الربح بعد الضرائب / حقوق الملكية. وقد استخدام في دراسة (Hasan & Habib,

الملكية		(2017 كمتغير رقابي.
التوزيعات – متغير وهمي	DIV_dummy_{it}	القيمة= 1 عند دفع التوزيعات، القيمة= صفر خلاف ذلك. حيث أوضح كلا (Brandt et al., 2010) ان التقلبات الخاصة تكون مرتفعة في حالة عدم دفع التوزيعات. لذلك استخدمت في دراسة (Brandt et al., 2010) كمتغير رقابي، ولاختبار دراسة (Liu & Zhang, 2021) العلاقة بين عمر الشركة والتقلبات الخاصة، استخدام كمتغير رقابي.
عوائد السهم	Ret_{it}	عوائد السهم (i) الشهرية للشهر (t). . وقد استخدام في دراسات (Hasan & Habib, 2017 ; Liu & Zhang, 2021) كمتغير رقابي.

7-2: الإحصاءات الوصفية لمتغيرات النموذج

جدول (3)

الإحصاءات الوصفية لمتغيرات النموذج

بيان	الوسط الحسابي	الوسيط	الانحراف المعياري
$IVOL_{it}$	0,021	0,029	0,018
Age_{it}	2,02	2,12	0,72
HB_{it}	0.025	0.023	0.39
$Size_{it}$	8,43	8,42	1,25
Lev_{it}	0,031	0,29	0,030
ROE_{it}	0,031	0,016	0,034
$\mathrm{DIV_dummy}_{it}$	0,024	0,022	0,31
Ret_{it}	0,021	0,022	0,022

3/7. اختبار صحة البيانات:

يمكن عرض نتائج اختبار صحة البيانات بالجدول التالي:

جدول (4)

نتائج اختبار صحة البيانات

عناصر اختبار صحة البيانات	الاختبار المستخدم	النتائج
Normality	اختبار كولموجوروف – سميرنوف	أظهرت نتائج الاختبار لمتغيرات الدراسة ان (P- Value > 0,05)، وبذلك يمكن القول انها تتبع التوزيع الطبيعي.
heteroskedasticity	اختبار white	وتوصلت النتائج الاختبار الي (11,89 > 0,05)، حيث تعتبر 11,89 هي القيمة الاحتمالية للاختبار، مما يدل على ثبات تباين (ε).
Autocorrelation	اختبار Durbin-Watson	وبفحص نماذج الدراسة باستخدام برنامج SPSS أظهرت النتائج عدم وجود مشكلة الارتباط الذاتي.

Multicollinearity	• معامل تضخم التباين (VIF). • حدود التسامح (Tolerance)	• أظهرت نتائج (VIF) ان (قيم VIF< 10). • أظهرت نتائج (Tolerance) ان (قيم Tolerance > 0,20). مما يدل على استقلالية متغيرات الدراسة.

8. تأثير عمر الشركة على تقلبات العوائد الخاصة

يمكن عرض نموذج الانحدار المستخدم لاختبار العلاقة بين عمر الشركة وتقلبات العوائد الخاصة كالتالي:

$$IVOL_{it} = \gamma_0 + \gamma_1 Age_{it} + \gamma_2 Size_{it} + \gamma_3 Lev_{it} + \gamma_4 ROE_{it} + \gamma_5 \text{DIV_dummy}_{it} + \gamma_6 \text{Ret}_{it} + \varepsilon_{it} \quad (2)$$

1/8. نتائج اختبار النموذج

الجدول التالي يوضح معامل التحديد للنموذج:

جدول (5)

معامل التحديد للنموذج

قيمة R	قيمة R تربيع	قيمة R المعدلة	خطاء التقدير R
0,954	0,910	0,909	0,045

يلاحظ ان المتغيرات المستقلة Age_{it}، $Size_{it}$، Lev_{it}، ROE_{it}، DIV_dummy_{it}، Ret_{it}، قادرة على تفسير 91% من تغيرات تقلبات العوائد الخاصة.

جدول (6)

اختبار معنوية معاملات الانحدار

	قيم Beta	قيمة إحصائي الاختبار (T)	P. Value
(constant)		2,742	0,002
Age_{it}	−0,128	−2,225	0,003
$Size_{it}$	−0,052	−1,275	0,001
Lev_{it}	0,064	1,472	0,000
ROE_{it}	−0,134	−2,341	0,002
DIV_dummy_{it}	0,161	2,672	0,003
Ret_{it}	0,035	1,546	0,002

يتضح معنوية تأثير عمر الشركة بالجدول السابق على تقلبات العوائد الخاصة حيث ان:

- (P. Value) = (0,003). وذلك لمستوي المعنوية 5%.
- قيمة المعامل سالبة للمتغير (Age_{it}).

2/8. اختبار معنوية الانحدار

باستخدام تحليل ANOVA، يعرض الجدول التالي نتائج لفحص معنوية الانحدار:

جدول (7)

نتائج تحليل ANOVA

قيمة Sig	قيمة F
0,000	81,713

يظهر الجدول السابق ان:

- قيمة معنوية الانحدار= (0.000). وذلك لمستوي المعنوية 5%.

9. اختبار أثر المعتقدات غير المتجانسة على العلاقة بين عمر الشركة وتقلبات العوائد الخاصة

يمكن عرض نموذج الانحدار المستخدم لاختبار أثر المعتقدات غير المتجانسة على العلاقة بين عمر الشركة وتقلبات العوائد الخاصة كالتالي:

$$IVOL_{it} = \gamma_0 + \gamma_1 HB_{it} + \gamma_2 Age_{it} + \gamma_3 Size_{it} + \gamma_4 Lev_{it} + \gamma_5 ROE_{it} + \gamma_6 \text{DIV_dummy}_{it} + \gamma_7 \text{Ret}_{it} + \varepsilon_{it} \quad (3)$$

1/9. نتائج اختبار النموذج

الجدول التالي يوضح معامل التحديد للنموذج:

جدول (8)

معامل التحديد للنموذج

قيمة R	قيمة R تربيع	قيمة R المعدلة	خطاء التقدير
0,924	0,853	0,852	0,043

يلاحظ ان المتغيرات المستقلة HB_{it}، Age_{it}، $Size_{it}$، Lev_{it}، ROE_{it}، DIV_dummy_{it}، Ret_{it}، قادرة على تفسير 85,3 % من تغيرات تقلبات العوائد الخاصة.

جدول (9)

اختبار معنوية معاملات الانحدار

	قيم Beta	قيمة إحصائي الاختبار (T)	P. Value
(constant)		2,154	0,001
$HB_{i,m}$	0,041	1,337	0,002
Age_{it}	−0,164	−1,351	0,003

$Size_{it}$	−0,137	−1,752	0,004
Lev_{it}	0,141	1,382	0,002
ROE_{it}	−0,034	−1,436	0,000
DIV_dummy_{it}	0,040	1,514	0,002
Ret_{it}	0,061	1,581	0,001

تظهر معنوية التأثير للمتغير (HB_{it}) بالجدول السابق حيث ان:

- (P. Value) = (0,002). وذلك لمستوي المعنوية 5%.

2/9. اختبار معنوية الانحدار

باستخدام تحليل ANOVA، يعرض الجدول التالي نتائج لفحص معنوية الانحدار:

جدول (10)

نتائج تحليل ANOVA

قيمة Sig	قيمة F
0,000	82,451

يظهر الجدول السابق ان:

- قيمة معنوية الانحدار= (0.000). وذلك لمستوي المعنوية 5%.

10. الخلاصة والدراسات المستقبلية

اختبرت الدراسة أثر عمر الشركة على تقلبات العوائد الخاصة، بالفترة (2018 – 2022) لشركات تداول السعودية، والاستعانة بنموذج 3-factor model لكلا من فاما وفرنش للحصول على الانحراف المعياري لقيم $\varepsilon_{i,t}$والتعويض بها للتعبير عن متغير تقلبات العوائد الخاصة. ام متغير المعتقدات غير المتجانسة فتم التعبير عنه بمعدل دوران الأسهم، واظهرت النتائج تأثير معنوي لمتغير عمر الشركة على

التقلبات الخاصة لمستوي المعنوية 5%. حيث جاءت قيم (P. Value) = (0,003). كما ان قيمة المعامل سالبة للمتغير عمر الشركة. بما يتسق بنتائج دراسة (Liu & Zhang, 2021). وتوصلت كذلك الي اختلاف في تأثير عمر الشركة على تقلبات العوائد الخاصة باختلاف المعتقدات غير المتجانسة. حيث اظهرت معنوية التأثير للمتغير (HB_{it}) وذلك لمستوي المعنوية 5%. حيث ان (P. Value) = (0,002). بما يتسق بنتائج دراسة (Liu & Zhang, 2021).

يتطلب موضوع أثر عمر الشركة على تقلبات العوائد الخاصة المزيد من الدراسات، وذلك بتغطية فترة زمنية اطول، وكذلك متغيرات رقابية أكثر. والبحث في دور المعتقدات غير المتجانسة لتفسير العلاقة بين المتغيرين للبورصات العربية.

قائمة المراجع.

المراجع الاجنبية

1. Anderson, E., Ghysels, E., & Juergens, J. (2005). Do heterogeneous beliefs matter for asset pricing? Review of Financial Studies, 18(3): 875–924.
2. Ang, A., Hodrick, R., Xing, Y., & Zhang, X. (2009). High idiosyncratic volatility and low returns: international and further US evidence. *Journal of Financial Economics*, 91(1): 1-23.
3. Angelidis, T., & Tessaromatis, N. (2008). 'Idiosyncratic volatility and equity returns: UK evidence', International Review of Financial Analysis, 17(3): 539–556.
4. Atmaz, A., & Basak, S. (2018). Belief dispersion in the stock market. *The Journal of Finance*, 73(3): 1225–1279.
5. Banerjee, S., & Kremer, I. (2010). Disagreement and learning: Dynamic patterns of trade. *The Journal of Finance*, 65(4): 1269–1302.
6. Bekaert, G., Hodrick, R. J., & Zhang, X. (2012) 'Aggregate idiosyncratic volatility', *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 47(6): 1155–1185.
7. Bennett, J., Sias, R., & Stark, L. (2003). "Greener pastures and the impact of dynamic institutional preferences." *Review of Financial Studies*, 16(4): 1203-1238.
8. Brandt, M., Brav, A., Graham, J., & Kumar, A. (2010). The Idiosyncratic Volatility Puzzle: Time Trend or Speculative Episodes?, *The Review of Financial Studies*, 23(2): 863–899. https://doi.org/10.1093/rfs/hhp087
9. Boehme, R., Danielsen, B., & Sorescu, S. (2006). Short-sale constraints, differences of opinion, and overvaluation. *Journal of Financial and Quantitative Analysis, 41*(2): 455–487.
10. Brown, G., & Kapadia, N. (2007). Firm-specific risk and equity market development. *Journal of Financial Economics*, 84(2): 358–388.
11. Brown, D., & Ferreira., M. (2003). Information in the Idiosyncratic Volatility of Small Firms. Working paper, *University of Wisconsin-Madison.*

12. Campbell, J., Lettau, M., Malkiel, B., & Xu, Y. (2001). Have individual stocks become more volatile? An empirical exploration of idiosyncratic risk. *The Journal of Finance*, 56(1): 1–43.
13. Cao, C., Simin, T., & Zhao, J. (2008). Can growth options explain the trend in idiosyncratic risk? *Review of Financial Studies, 21*(6): 2599–2633.
14. Chen, J., Hong, H., & Stein, J. (2001). Forecasting crashes: Trading volume, past returns, and conditional skewness in stock prices, *Journal of Financial Economics*, 61(3): 345-381.
15. Comin, D., & Philippon, T. (2006). "The Rise in Firm-Level Volatility: Causes and Consequences." *NBER Macroeconomics Annual*, 20: 167-201.
16. Dennis, P., & Strickland, D. (2009). "The Determinants of Idiosyncratic Volatility". Working paper, *University of Virginia, McIntire School of Commerce*.
17. Easley, D., & O'hara, M. (2004). Information and the cost of capital. *The Journal of Finance, 59*(4): 1553–1583.
18. Fama, E., & French, K. (1993). Common risk factors in the returns on stocks and bonds. *Journal of Financial Economics, 33*(1): 3–56.
19. Fama, E., & French, K. (2004). "New lists: Fundamentals and survival rates." *Journal of Financial Economics*. 73(2): 229-269.
20. Fink, J., Fink, K., Grullon, G., & Weston, J. (2005) "IPO Vintage and the Rise of Idiosyncratic Risk." *7th Annual Texas Finance Festival Paper*. Available at SSRN: http://ssrn.com/abstract=661321
21. Fink, J., Fink, K., Grullon, G., & Weston, J. (2010). What drove the increase in idiosyncratic volatility during the internet boom?. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 45(5): 1253–1278.
22. Ferreira, M., & Laux, P. (2007). Corporate governance, idiosyncratic risk, and information flow. *The Journal of Finance*, 62(2): 951–989.
23. Gaspar, J., & Massa, M. (2006). "Idiosyncratic volatility and product market competition." *Journal of Business*, 79(6): 3125-3152.
24. Habib, A., Hasan, M., & Al-Hadi, A. (2020). Financial statement comparability and idiosyncratic return volatility. *International Review of Financial Analysis*. 20(2): 383-413.

25. Harris, M., & Raviv, A. (1993). Differences of opinion make a horse race. *Review of Financial Studies*, 6(3): 473-506.
26. Hasan, M., & Habib, A. (2017). Firm life cycle and idiosyncratic volatility. *International Review of Financial Analysis, 50*(C): 164–175.
27. Healy, P., Hutton, A., & Palepu, K. (1999). Stock performance and intermediation changes surrounding sustained increases in disclosure. *Contemporary Accounting Research, 16*(3): 485–520.
28. Irvine, P., & Pontiff, J. (2008). Idiosyncratic return volatility, cash flows, and product market competition. *Review of Financial Studies*, 22(3): 1149–1177.
29. Jin, L., & Myers, S. (2006). "R2 around the world: New theory and new tests." *Journal of Financial Economics* 79(2): 257-292.
30. Kandel, E., & Pearson, N. (1995). Differential interpretation of public signals and trade in speculative markets. *Journal of Political Economy, 103*(4): 831–872.
31. Kryzanowski, L., & Mohsni, S. (2015). Earnings forecasts and idiosyncratic volatilities. *International Review of Financial Analysis*, 41 (C): 107–123.
32. Lebedinsky, A., & Wilmes, N. (2018). "A re-examination of firm, industry and market volatilities," *The Quarterly Review of Economics and Finance*, 67(C): 113-120.
33. Li, K., Morck, R., Yang, F., & Yeung, B. (2004). Firm-specific variation and openness in emerging markets. *The Review of Economics and Statistics*, 86 (3): 658-669.
34. Liu, H., & Zhang, Q. (2021). Firm age and realized idiosyncratic return volatility in China: The role of short-sales constraints. *International Review of Financial Analysis*, 75(3): https://doi-org.sdl.idm.oclc.org/10.1016/j.irfa.2021.101745.
35. Luo, X., & Bhattacharya, C. (2009). The debate over doing good: Corporate social performance, strategic marketing levers, and firm-idiosyncratic risk. *Journal of Marketing*, 73(6): 198–213.
36. Morck, R., Yeung, B., & Yu, W. (2000). The information content of stock markets: Why do emerging markets have synchronous stock price movements? Journal of Financial Economics, 58(1–2): 215–260.

37. Pae, Y., Bae, S., & Lee, N. (2018). Idiosyncratic volatility and cash flow volatility: New evidence from S&P 500. *International Review of Financial Analysis*, 56(C): 127–135.
38. P´astor, L., & Veronesi, P. (2003). Stock valuation and learning about profitability. *The Journal of Finance*, 58(5): 1749–1789.
39. Rajgopal, S., & Venkatachalam, M. (2011). Financial reporting quality and idiosyncratic return volatility. *Journal of Accounting and Economics*, 51(1): 1–20.
40. Shahzad, F., Lu, J., & Fareed, Z. (2019). Does firm life cycle impact corporate risk taking and performance?, *Journal of Multinational Financial Management*, 51(C): 3-44.
41. Shleifer, A., & Vishny, R. (1997). "The Limits of Arbitrage". *The Journal of Finance*, 52(1): 35-55.
42. Tan, M., & Liu, B. (2016). CEO's managerial power, board committee memberships and idiosyncratic volatility. *International Review of Financial Analysis*, 48 (C): 21–30.
43. Wei, S., & Zhang, C. (2006). Why did individual stocks become more volatile?. *Journal of Business*, 79(1): 259–292.
44. Xu, Y., & Malkiel, B. (2003). Investigating the behavior of idiosyncratic volatility. *Journal of Business*, 76(4): 613–645.
45. Zhang, X. (2006). Information uncertainty and stock returns. *The Journal of Finance*, 61(1): 105–137.