

أثر الإفصاح عن توزيعات الأرباح على كفاءة سوق دبي المالي

دراسة حديثة خلال سنة 2011

*The impact of the disclosure of dividends announcement policy on share prices**Case study : Dubai stock exchange during 2011*

بخالد عائشة

المعهد التكنولوجي
جامعة قاصدي مرباح ورقلة

مزوزي خيرة

كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير
جامعة قاصدي مرباح ورقلة

ملخص:

تهدف هذه الدراسة إلى قياس تأثير الإفصاح عن توزيعات الأرباح على كفاءة سوق دبي المالي كحدث يتم من خلاله إرسال إشارات حول وضعية المؤسسة ومعالجة آفاقها المستقبلية الأمر الذي سيؤدي إلى تغيير أسعار أسهمها. ولتحقيق هذا الهدف استخدمت الدراسة منهجية دراسة الحدث والتي تطلق على الدراسات التطبيقية في البحث عن العلاقة بين أسعار الأوراق المالية والأحداث المالية، تم تحديد نافذة الحدث تشمل فترة خمسة أيام قبل الإعلان عن توزيعات الأرباح وخمسة أيام بعد الإعلان. اقتصرت عينة الدراسة على ثمانية مؤسسات من بين 22 مؤسسة قامت بتوزيع أرباحها خلال سنة 2011. خلصت النتائج إلى ضعف حجم متوسط العائد غير العادي للفترة بعد الإعلان بمستويات دلالة غير مقبولة إحصائياً وهذا يدل على أن السوق غير قادر على إمتصاص المعلومات الجديدة. تشير النتائج في مجملها إلى عدم وجود تأثير للإفصاح عن توزيعات الأرباح على أسعار أسهم المؤسسات المدرجة، وبالتالي عدم كفاءة سوق دبي المالي. وبالتالي استخدام حدث الإعلان عن التوزيعات كإشارة للتأثير على الأسعار غير محقق بهذه الدراسة.

الكلمات المفتاحية: الإفصاح عن توزيع الأرباح، أسعار الأسهم، عائد غير عادي، كفاءة الأسواق المالية.

Abstract:

The aim of this study is to measure the impact of the disclosure of the dividend policy on the share prices for the listed companies in Dubai Financial Market as an event, which sends signals on the status of the company and its future prospects, hence leading to change their stock prices. In order to achieve this objective, we used the event study methodology as we are dealing with an applied study, which is looking for the relationship between stock prices and financial events. We take five days before and after the event for a limited sample of 22 companies announce dividends during 2011.

The results reveal that the size of the abnormal average return for the periods after the announcement was too small and statistically insignificant. This indicates that the market is unable to absorb new information. Furthermore, the results show the non-existence of the impact of the dividend announcement on the shares prices of the listed companies in Dubai stock exchange market. Thus, in this study the dividend announcement as a signal to influence the share prices did not achieved.

Keywords: Disclosure of dividend announcement policy, stock prices, abnormal return, financial market efficiency

تمهيد:

تقوم المؤسسة الاقتصادية المسعرة في السوق المالي على محاور متعددة، فهي مؤسسة لها نشاط خاص بها، تسعى من خلاله لتعظيم أرباحها، الاستمرار والنمو؛ فالمؤسسة تأخذ دور المستثمر المالي أو المضارب بغية تعظيم العوائد على الاستثمارات المالية و تدنية المخاطر ضمن إستراتيجية تنويع حافظة نشاطها، لتشمل توظيفات مالية من أجل تامين رأس المال ومكافأة المساهمين، حيث يعتبر تعظيم القيمة السوقية للمؤسسة من بين أهم المحاور التي تركز عليها النظرية المالية الحديثة؛ أين تكمن أهمية القيمة السوقية للسهم في كونها مؤشر ومرجع

لإتخاذ القرارات حول إختيار المشاريع الإستثمارية، تمويل تلك المشاريع وتحديد توزيعات الأرباح التي ينبغي منحها للمساهمين، حيث تقوم سياسة توزيع الأرباح بإعطاء إشارات لجمهور المستثمرين الحاليين والمحتملين حول وضعية وأداء المؤسسة، التي تندرج في إطار ما يعرف بنظرية الإشارة أو المحتوى الإعلامي. يتضح مما سبق أن قرار توزيع الأرباح من أهم القرارات التي تؤثر على قيمة المؤسسة، وإنعكاسه على سعر السهم الذي بدوره يتأثر بسياسة توزيع الأرباح التي تتبناها المؤسسة.

على ضوء ما سبق، تتبلور معالم إشكالية هذه الدراسة والتي يمكن صياغتها في السؤال المحوري التالي:

ما مدى تأثير حدث الإفصاح عن توزيعات الأرباح على كفاءة سوق دبي المالي خلال سنة 2011؟

وللإجابة على هذه الإشكالية تم إتباع منهجية دراسة الحدث وهي المنهجية الأساسية لقياس التغيرات في سعر الأوراق المالية استجابة للأحداث المنفصلة ذات الصلة الوثيقة بأسعار الأسهم. مختلف التخصصات ركزت على أنواع مختلفة من الأحداث مثل الصدمات المنظمة أو التكنولوجية، الدمج والشراء، بما فيها سياسة توزيعات الأرباح.

أولاً- أدبيات الدراسة:

1- الإفصاح المحاسبي:

يرتبط الإفصاح بشكل ومحتوى القوائم المالية والمصطلحات المستخدمة فيها، والتي من شأنها أن تؤدي إلى زيادة قيمة وجود المعلومات التي تحتويها تلك القوائم وذلك من وجهة نظر مستخدميها، ويقصد بالإفصاح المحاسبي بشكل أكثر دقة بأنه عملية ومنهجية توفير المعلومات وجعل القرارات المتصلة بالسياسة المتبعة من جانب المؤسسة معروفة ومعلومة من خلال النشر والانفتاح¹.

2- سياسة توزيع الأرباح:

تعرف سياسة توزيع الأرباح على أنها مضمون لاتخاذ القرار بتوزيع الأرباح أو احتجازها لإعادة استثمارها في المؤسسة، وتمثل السياسة المثلى للتوزيعات في تلك التي تعمل على الموازنة بين التوزيعات الحالية والأرباح المستقبلية والتي ينتج عنها تعظيم سعر السهم². كما يمكن تعريفها على أنها: جزء من الأرباح الذي يقوم المسير بتوزيعها على حملة الأسهم بعد موافقة الجمعية العامة في شكل نقدي أو عيني، هذه الأرباح ناتجة عن نشاط الدورة الحالية أو السابقة لتلبية احتياجات الملاك أو إرسال إشارة للسوق عن وضعية معنية وتكون هذه التوزيعات من الموارد الداخلية أو الخارجية للمؤسسة³.

3- محددات سياسة توزيع الأرباح:

التوزيعات هي الصورة العكسية للأرباح المحتجزة، ومن ثم فإن سياسة التوزيعات ما هي إلا المفاضلة بين توزيع الأرباح واحتجازها بغرض إعادة استثمارها. وعادة ما تشير سياسة توزيع الأرباح إلى النسبة التي ينبغي توزيعها من الأرباح المحققة⁴.

4- إجراءات دفع التوزيعات المقررة:

تعتبر سياسة توزيع الأرباح في المؤسسات المدرجة بالبورصة من أهم السياسات التي تؤثر على حركة تداول الأسهم، لذلك اكتسب إجراءات توزيع الأرباح* أهمية قصوى بالنسبة للمؤسسة والمساهمين على حد سواء، كما وارتبطت عملية توزيع الأرباح في مؤسسات المساهمة بالتواريخ المهمة التالية⁵:

- تاريخ الإعلان عن التوزيع: هو ذلك التاريخ التي تتخذ فيه الهيئة العامة للمؤسسة قرارا بإعلان عن توزيع أرباح، أي يوزع الربح الصافي أو جزء منه على الأعضاء حسب أسهمهم أو حصصهم وذلك بعد إستيفاء جميع الاقتطاعات القانونية، ويلاحظ انه وبعد تاريخ الإعلان عن التوزيع يزداد الطلب عن أسهم المؤسسات التي أعلنت عن توزيع الأرباح مما يؤدي الى زيادة القيمة السوقية لهذه الأسهم.

- تاريخ تسجيل حاملي الأسهم: في هذا التاريخ تقوم المؤسسة بإعداد قائمة المساهمين حتى هذا التاريخ والذي يطلق عليه تاريخ السجل **Record Date or Date of Record**، حيث من يملك أسهم المؤسسة في هذا التاريخ يكون له الحق في الحصول على توزيعات الأرباح عند دفعها.
- تاريخ ما بعد الحق في الأرباح الموزعة: ولتفادي التضارب بين البائع والمشتري حول أحقية كل منهما بالتوزيعات فإن التقاليد المتبعة في الأسواق المالية المتقدمة بأن الحق في توزيعات الأرباح يظل مرتبطا بحامل الأسهم حتى قبل أيام قليلة - غالبا المدة تكون ثلاث أيام** من تاريخ السجل.
- تاريخ الدفع: هو التاريخ الذي تقوم به المؤسسة فعليا بإصدار شيكات توزيع الأرباح وإرسالها للمساهمين كل حسب حصته.

5- العوامل المؤثرة على سياسة توزيع الأرباح:

- إن سياسة توزيع الأرباح في المؤسسة تمثل خطة عمل يجب إتباعها عندما يتم اتخاذ قرار توزيعات الأرباح أو استبقائها، لذلك هناك مجموعة من العوامل تؤثر على اتخاذ هذا القرار، وبالتالي يجب أخذها بعين الاعتبار عند وضع السياسة الأكثر ملائمة في هذا المجال.
- رغبات المساهمين: على المؤسسة أن تتبع سياسة توزيعات لها تأثير إيجابي على ثروة المساهمين فيها. ونظرا لتضارب المصالح بين المساهمين، قد يكون من الصعب إتباع سياسة توزيع أرباح تخدم الجميع ويعود التباين في رغبات المساهمين والمستثمرين لعدد من العوامل وهي:⁶

- الموقف الضريبي للمساهم: تتضارب المصالح بين المساهمين نتيجة للاختلاف في التعامل مع الأرباح الموزعة والأرباح الرأسمالية فيما يخص الضريبة المفروضة عليها، وذلك لأنه غالبا تكون الضريبة على الأرباح الموزعة أعلى من الضريبة على الأرباح الرأسمالية، وعليه فالمساهم الذي ينتمي الى شريحة ضريبة عالية يفضل احتجاز الأرباح لا اعتقاده بان ذلك سوف يؤدي الى ارتفاع القيمة السوقية للأسهم أي تحقيق أرباح رأسمالية، بينما المساهم الذي ينتمي الى شريحة ضريبة منخفضة يفضل الريح الموزع.
- حاجة المساهمين لدخل جاري في مقابل حاجتهم لدخل مستقبلي: هناك فئة من المساهمين يفضلون الأرباح الجارية منهم المتقاعدين وذوي الدخل الصغيرة وهم يمثلون صغار المستثمرين الذين يعتبرون التوزيعات مصدر دخل لهم، وبالتالي يعارضون الاحتجاز أو التوزيعات المنخفضة. على خلاف كبار المساهمين الذين يفضلون احتجاز الأرباح على الأرباح الجارية وذلك لتخفيف العبء الضريبي عنهم. وعليه فان قرار المؤسسة يتفق مع فئة بينما يتعارض مع الفئة الأخرى.

- السيطرة: نجد أن بعض المؤسسات تتوسع فقط بالاعتماد على مصادر التمويل الداخلي، وتدافع تلك المؤسسات على إتباع سياسة الأرباح المحتجزة على أساس أن الحصول على الأموال عن طريق إصدار أسهم عادية لتمويل مخططاتها الاستثمارية سوف يضعف من سيطرة المساهمين الحاليين في المؤسسة، بمعنى أن الأرباح الموزعة تكون نسبتها قليلة.⁷
- المرودية: مرودية المؤسسة تعتبر من العوامل المهمة التي تؤثر على توزيعات أرباحها، لان المؤسسة التي لديها مرودية مرتفعة مستعدة لدفع مبالغ أعلى في شكل توزيعات أي العلاقة بين المرودية وتوزيعات الأرباح علاقة إيجابية طردية.⁸

6- كفاءة الأسواق المالية:

- يعد **EUGENE F. FAMA 1970** أول من قام ببناء نظرية السوق الكفؤ، فحسبه تكون السوق كفؤة "إذا عكست أسعار الأوراق المالية بشكل كامل وفوري جميع المعلومات المتاحة عنها والمتعلقة بالأحداث الماضية، الجارية، التوقعات المستقبلية، حيث يكون السعر يعكس القيم الاقتصادية التي تستند إليها قيمة السهم"⁹.

نلاحظ أن تعريف Fama غامض ويحتاج لبلورة لمفاهيمه، فكلمة "بشكل كامل" تعني أنه لا يوجد أي شيء يعرقل تداول الأوراق المالية (بيع وشراء الأوراق المالية) سواء رسوم الوساطة أو الضرائب، فلو وجدت مثل هذه الرسوم فإن الأسعار تعكس المعلومات المهمة لتقييم الأوراق المالية بشكل ناقص، كما تحتاج كلمة "جميع المعلومات المتاحة" إلى توضيح، فهل يقصد بها كل المعلومات الداخلية أو فقط المعلنة (المنشورة)، كما أن كلمة "الأسعار تعكس المعلومات" تفترض ضمناً وجود نموذج تسعير محدد للكيفية التي ينبغي أن تدمج بها معلومات حول العائد والمخاطر في أسعار الأوراق المالية، وقد تم اقتراح عدة نماذج منها: نموذج خصم توزيعات الأرباح (نموذج توزيعات الأرباح المخصومة)، نموذج تسعير الأصول المالية... الخ¹⁰.

ونظراً لهذه النقائص تم انتقاد التعريف الذي قدمه Fama من طرف الكثير من الباحثين، وذلك لعدم إمكانية تطبيق فرضياته في الممارسة العملية، لأن المعلومات غير مجانية، والمعاملات تتطلب دفع ضرائب ورسوم، ولذلك حاول هؤلاء الباحثون تقديم تعريفات أكثر تفصيلاً أو بعبارة أخرى تعريفات مفسرة ومكملة لتعريف Fama، فمنهم من ركز في تعريفه على مدى وجود فرص لتحقيق أرباح غير عادية¹¹ (1978 Jensen)، ومنهم من ركز على مدى اقتراب أسعار الأسهم من القيمة الجوهرية (القيمة الأساسية) وبالتالي توفير إشارات تؤدي إلى التخصيص الأمثل للموارد¹². (1981 Beaver)، ومنهم من ركز على تكلفة الحصول على المعلومة وتحليلها¹³ (1980 Stigle and Grossman).

كما يستخدم مصطلح الكفاءة لبلورة العلاقة بين المعلومات وأسعار الأسهم، حيث تعد المعلومات عاملاً محورياً في تحديد القيمة الحقيقية للأوراق المالية من أجل الوصول لتحقيق تخصيص الموارد بطريقة صحيحة ومنه تحقيق الكفاءة، وتختلف درجة كفاءة السوق باختلاف نوعية المعلومات التي تنعكس في أسعار الأوراق المالية، فكل مستوى مرتبط بنوع معين من المعلومات، ولقد قام Fama سنة 1970 بتقسيم مستويات كفاءة السوق المالي إلى ثلاث مستويات تمثل¹⁴ في فرض الصيغة ضعيفة القوة وفرض الصيغة متوسطة القوة وفرض الصيغة القوية، حيث يختبر المستوى الضعيف مدى القدرة على استعمال العوائد الماضية للتنبؤ بالعوائد المستقبلية، أما المستوى المتوسط فيختبر مدى انعكاس المعلومات المتمثلة في الإعلانات في أسعار الأوراق المالية بسرعة، أما المستوى القوي فيختبر مدى قدرة بعض المستثمرين على تحقيق أرباح غير عادية من خلال امتلاكهم معلومات مميزة دون غيرهم من باقي المستثمرين.

7- فرضيات الكفاءة التامة لأسواق رأس المال:

- بعد تعرفنا على مفاهيم كفاءة أسواق رأس المال، يمكننا ذكر فرضيات الكفاءة التامة لها كما يلي¹⁵:
- المعلومات المتعلقة بالأوراق المالية فيما يخص وضعيتها الحالية أو توقعاتها متاحة للجميع في ذات اللحظة ودون تكلفة تذكر أو بتكلفة زهيدة، وفي ظل ذلك تتماثل توقعات المستثمرين نظراً لتماثل المعلومات المتاحة لهم؛
 - وجود عدد كبير من المستثمرين للأوراق المالية على النحو الذي لا يمكن لدخول أحدهم أو خروجه التأثير أو تغيير أسعار السوق المعلنة والمحددة وفقاً لقوى الطلب والعرض والقبول بها، ومن ثم يفترض أنه ليس باستطاعة أي متعامل أن يؤثر على الأسعار من خلال عمليات البيع والشراء وإن كانت ذات حجم كبير؛
 - تكاليف الصفقات والمعاملات معدومة، مثل: تكاليف السمسرة، الضرائب... الخ، بمعنى عدم وجود أي قيود على التعامل، حيث أن وجود مثل هذه التكاليف لها تأثير على أرباح المستثمر، بل وتقيده حرته في اتخاذ قراراته الاستثمارية إلى حين التأكد من أن الفوائد المحتملة تفوق هذه التكاليف؛
 - اتصاف المستثمرين بالرشادة الاقتصادية: تعني قدرة المستثمر على تفسير المعلومات الواردة إلى السوق بشكل صحيح بشكل يحقق له المنفعة القصوى في ظل مستويات المخاطر، وذلك لاتخاذ قرارات استثمارية صحيحة لاستثمار ثروته، حيث أن العقلانية تعني أن المستثمرين يتصرفون بدقة تجاه المعلومات التي يمتلكونها فعند الإعلان عن معلومات غير متوقعة يتم الاحتفاظ بالأوراق المالية أو بيعها حسب المعلومات المتاحة لهم.

ثانياً- بعض الدراسات السابقة:

يمكننا عرض أربعة دراسات سابقة كما يلي:

- دراسة Thanwarat Suwana (2012) بعنوان **Impacts of Dividend Announcement on Stock Return**¹⁶: هدفت إلى دراسة تأثير الإعلان عن سياسة توزيع الأرباح على أسعار الأسهم، وقد شملت 60 مؤسسة مدرجة ببورصة تايلندا خلال فترة 2005-2010، توظف الدراسة منهجية دراسة الحدث لسلسلة مكونة من أربعين يوماً. بالإضافة إلى ذلك يتم تحديد رد فعل أسعار الأسهم إلى إعلان توزيع أرباح أيضاً. أشارت النتائج إلى أن أسعار الأسهم تتحرك صعوداً بشكل ملحوظ بعد الإعلان عن توزيعات الأرباح وكشفت الإحصائيات إلى وجود عوائد غير عادية (AR) وعوائد غير عادية تراكمية (CAR)، كما أن إعلان المؤسسة عن سياسة توزيع أرباحها تعد إشارة إلى السوق بمعالجة آفاقها المستقبلية، الأمر الذي سيؤدي إلى التغيير في أسعار أسهمها.
- دراسة ارشد فؤاد مجيد التميمي (2011)، المحتوى المعلوماتي للإعلان عن توزيعات أسهم المنحة دراسة تطبيقية على سوق عمان المالي¹⁷: تهدف هذه الدراسة إلى تحديد وتحليل المحتوى المعلوماتي للإعلان عن توزيعات أسهم مجانية تتضمن عينة الدراسة 47 مؤسسات مدرجة في سوق عمان للأوراق المالية تتوزع بنسب متفاوتة حول كل من قطاع البنوك، قطاع التأمين، قطاع الخدمات وكذلك القطاع الصناعي قامت بتوزيع أسهم مجانية في عام 2005، ولغرض تحقيق أهداف البحث تم تصميم استبانة وعرضها على عدد من الخبراء الأكاديميين وخبراء حقل العمل باستخدام أسلوب التحليل العملي إلى جانب استخدام بعض الإحصاءات الوصفية، خلصت الدراسة إلى عدة نتائج أهمها: أن لتوزيعات الأسهم المجانية محتوى معلوماتي يتجسد في بعدين (بعد التمويل وبعد المعلومات) كذلك أظهرت النتائج من خلال عينة البحث بالتركيز على بعد التمويل لتفسير ظاهرة الأسهم المجانية وفسرت حوالي 80% من اغلب الظاهرة بين المؤسسات الأردنية في بورصة عمان للأوراق المالية في حين فسّر بعد المعلومات حوالي 20% من اغلب هذه الظاهرة.
- دراسة حورية بديدة (2011)، تأثير سياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة المسعرة في السوق المالي - دراسة اختبارية وحديثه للمؤشر CAC 40 - خلال الفترة الممتدة ما بين 2007 و 2009¹⁸: تهدف هذه الدراسة إلى التعرف على مدى تأثير سياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة المسعرة في السوق المالي، تتضمن عينة الدراسة من 33 مؤسسة مدرجة في مؤشر CAC40، خلال الفترة الممتدة من 2007 إلى 2009. استخدمت الدراسة نماذج الانحدار الخطي البسيط والمتعدد لمتغيرات إعادة شراء الأسهم وربحية السهم، بالإضافة إلى دراسة المحتوى الإعلامي لسياسة توزيع الأرباح وأثره على قيمة المؤسسة، توصلت الدراسة إلى وجود تأثير لسياسة التوزيعات النقدية على قيمة المؤسسة بينما لا توجد علاقة خطية بين كل من إعادة شراء الأسهم وربحية السهم، كذلك تم التوصل إلى عدم وجود تأثير للمحتوى الإعلامي لهذه السياسة على قيمة المؤسسة لمؤشر CAC40.
- عادل عبد الفتاح الميهي، دور المعلومات المحاسبية الأولية بالتطبيق على سوق الأسهم السعودي، دراسة اختبارية وحديثه¹⁹: تهدف هذه الدراسة إلى قياس المحتوى الإعلامي للمعلومات المحاسبية الواردة في التقارير المالية للشركات السعودية خلال الفترة من 2004 إلى 2005، حيث تضمنت العينة 39 مؤسسة سعودية، وتم استخدام أسلوب الدراسة الاختبارية وأسلوب دراسة الحدث للإجابة على إشكالية هذه الدراسة، وقد أشارت النتائج إلى عدم وجود تأثير للإفصاح عن المعلومات المحاسبية على أسعار الأسهم.

ثالثاً - منهجية الدراسة:

لقياس تأثير الإعلان عن سياسة توزيع الأرباح على أسعار الأسهم السوقية للمؤسسات المدرجة بسوق دبي للأوراق المالية تم استخدام دراسة الحدث التي تطبق على الدراسات التطبيقية، التي تهدف إلى بحث العلاقة بين أسعار الأوراق المالية والأحداث المالية، مثل قياس مدى تأثير أسعار الأسهم بأحداث معينة مثل الأحداث السياسية، الأحداث الاقتصادية؛ كالأزمة المالية، إذ أنه في يوم الحدث يكون هناك معلومات غير عادية هي التي يراد قياس تأثيرها على أسعار الأسهم.

تمر دراسة الحدث بالخطوات التالية:²⁰

- تحديد الحدث موضوع الدراسة: وهو الإعلان عن توزيعات الأرباح للمؤسسات المدرجة بسوق دبي للأوراق المالية لسنة 2011 وهذا الحدث يطلق عليه حدث نوعي **Type of event** حيث يكون تاريخ الحدث مختلف لكل مؤسسة عن الأخرى.
- تحديد نافذة الحدث (**event window**): وفيها يتم تحديد الأيام التي تسبق الحدث، والأيام التي تليه أي الفترة التي تدور حوله. وفي هذا الصدد نشير إلى دراسة (سلامة عناسوة وآخرون) حول أثر الأزمة المالية في العوائد غير العادية لأسهم المصارف الكويتية، إستخدمت منهجية دراسة الحدث حيث تم تحديد 400 يوم تسبق الحدث و400 يوم تليه. أيضا دراسة (**Thanwarat Suwana 2012**) حول **Announcement on Stock Impacts of Dividende Return** وذلك أيضا بإستخدام منهجية دراسة الحدث بواقع نافذة حدث تقدر بـ 20 يوم قبل الحدث و20 يوم بعده. أما في دراستنا هذه تم إستخدام 05 أيام قبل الحدث أي الإعلان عن توزيع الأرباح* و05 أيام بعده. وهي ذاتها الفترة التي تم إختيارها من طرف دراسة (حورية بديدة 2011) حول تأثير سياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة بإعتبار أن ميزة إستخدام نوافذ الحدث القصيرة تعطي قياسات للعائد المتوقع أقل تحيز من القياسات في الأجل الطويل.
- تحديد فترة الإختبار (**Test period**): وهي الفترة التي تشمل يوم الحدث ونافذة الحدث.
- تحديد فترة التقدير (**Estimation period**): وهي فترة تسبق نافذة الحدث، وفيها تكون الأحداث قد سارت بشكل طبيعي. كما يتم من خلالها تقدير معاملات النموذج ($\alpha \beta_i$) وحساب العائد العادي* لكل يوم من أيام فترة الحدث؛ إختلفت هذه الفترة من دراسة إلى أخرى والتي إعتمدت على بيانات يومية، فأخذت دراسة (سلامة عناسوة) 720 يوم كفترة تقدير، ودراسة (حورية بديدة 2011) إعتمدت على 60 يوم قبل بداية فترة الحدث. وفي دراستنا تم إعتداد فترة تقدير قدرها 100 يوم وهي ذات الفترة المستخدمة من قبل دراسة (**Thanwara Suwana 2012**).
- تقدير العائد العادي: تعددت طرق قياس العوائد اليومية للأسهم العادية بتعدد الدراسات ولا يوجد إجماع على أفضلية أي طريقة منها، وفي هذه الدراسة تم قياس (تقدير) عوائد الأسهم اليومية وذلك بإستخدام نموذج السوق إستنادا إلى دراسة (**Thanwara Suwana 2012**).

$$\overline{R_{it}} = \alpha + \beta_1 R_{mit} + \beta_2 R_{it-1}$$

حيث :

- $\overline{R_{it}}$: العائد المتوقع والمقدر للسهم i في الفترة t ؛
- α, β_i : معاملات نموذج السوق للسهم i ؛
- R_{it-1} : عائد السهم i في الفترة $t-1$ ؛
- R_{mit} : عائد السوق m خلال الفترة t وقد تم استخدام مؤشر السوق؛
- ϵ_t : الخطأ العشوائي والذي تعبر قيمته عن تأثير المعلومات الخاصة بالمؤسسة.

- قياس العائد غير العادي: (Abnormal Return) (AR_{it}): هو الفرق بين العائد الفعلي للسهم i خلال فترة الحدث وبين العائد المتوقع للسهم i ، أي العائد السابق حسابه من نموذج السوق لفترة مبطنة وهذا الفرق يعتمد على تحييد عوامل السوق ككل ومعرفة أثر المعلومات الخاصة بالمؤسسة فقط على أسعار الأسهم.

$$\overline{AR}_{it} = R_{it} - R_{it}$$

حيث:

- AR_{it} : العائد غير العادي للسهم i لفترة t ؛

- R_{it} : العائد الفعلي للسهم i في الفترة t ؛

- \overline{R}_{it} : العائد المتوقع للسهم i في الفترة t .

- قياس متوسط العائد غير العادي: ويتم حساب هذا المتوسط لجميع المؤسسات محل الدراسة وعددها N وفي كل يوم من أيام فترة الحدث، وتظم دراستنا ثمانية مؤسسات، ويتم حساب متوسط العائد غير العادي عن طريق المعادلة التالية:

يعكس هذا المتوسط تأثير حدث الإعلان عن توزيع الأرباح على أسعار الأسهم لتحييد العوامل الأخرى المرتبطة بالمؤسسة. إذا كان متوسط العائد غير العادي (AR_{it}) مساوي الصفر فهذا يعني عدم وجود محتوى إعلامي للإعلان عن توزيعات الأرباح. وإذا كان موجبا يعني وجود تأثير إيجابي بمعنى أن التوزيعات تحمل أخبار سارة **Good News**، والعكس إذا كان سالبا، فهذا يعني أن توزيعات الأرباح تحمل أخبار سيئة **Bad News**. ويتم اختبار العلاقة بين العائد غير العادي وتوزيعات الأرباح وذلك خلال فترة الحدث باستعمال **Spss20**، وذلك من أجل اختبار معنوية تأثير الإعلان عن توزيعات الأرباح على أسعار الأسهم.

رابعاً- تحليل وتفسير نتائج دراسة الحدث:

الخطوات المنهجية لدراسة الحدث تتمثل في تحديد الحدث ونافذة الحدث وفترة التقدير، ثم قياس العائد غير العادي، وهو الفرق بين العائد الفعلي للسهم خلال فترة الحدث والعائد العادي له وأخيراً قياس متوسط العائد غير العادي والتأثير التراكمي له. وبتطبيق هذه الخطوات على عينة المؤسسات محل الدراسة المدرجة بسوق دبي للأوراق المالية. تم الاعتماد في دراستنا على أسلوب الانحدار الخطي المتعدد لدراسة العلاقة بين كل متغير من المتغيرات المستقلة (مؤشر السوق، سعر السهم في الفترة السابقة) في تفسير المتغير التابع (سعر السهم الحالي) بمفهوم مبطن للمتغير التابع، والتي تساعد على تقدير الأسعار خلال فترة الحدث بمعلمات النموذج بطريقة المربعات الصغرى. وذلك بالاعتماد على البرنامج الإحصائي **EViews8** لما له من ميزات عدة في تحليل مثل هذه الدراسات من خلال المقاييس والاختبارات التالية:

- إختبار (**F-statistic**): يمكن إختبار مدى قبول النموذج من خلال إختبار المعنوية الإحصائية الكلية له، من خلال مستوى الدلالة المرفقة بإحصائية فيشر حيث قدرت (**Prob(F-statistic)**)، ب: **0.000**، على مستوى جميع المؤسسات محل الدراسة فهي أقل من نسبة المعنوية **0.05 (05%)**، ومنه للنموذج معنوية إحصائية لكل مؤسسة.
- إختبار جودة التوفيق: يقيس إختبار جودة التوفيق القدرة التفسيرية للنموذج. يمكن ملاحظة أن المتغيرات المستقلة للدراسة الحالية سابقة الذكر تفسّر التغير في السعر السوقي للسهم، بواسطة معامل التحديد **R-squared** ومعامل التحديد المعدّل **Adjusted R-squared**، حيث بلغ معامل التحديد لدى مؤسسة كل من : ارامكس: **88.32%**

مؤسسة الإمارات دبي الوطنية: 96.69%، الشركة الوطنية للتبريد المركزي: 94.11%، العربية للطيران: 96.93%، بنك دبي الإسلامي: 97.11%، بنك دبي التجاري: 83.22%، وبالتالي القوة التفسيرية للنموذج لدى كل مؤسسة قوية جداً.

- إختبار الارتباط الذاتي للأخطاء: وذلك من الدرجة الأولى من خلال إحصائية **Durbin-Watson**، تشير إحصائية **Durbin-Watson stat** الى عدم وجود ارتباط ذاتي بين الأخطاء، فهذه الإحصائية تقترب من 02 في جل المؤسسات محل الدراسة وتقع في منطقة قبول H_0 أي فرضية الاستقلالية.

- إختبار تجانس تباين الأخطاء: وذلك بواسطة إختبار **ARCH-LM**، نلاحظ من خلال **Prob(F-statistic)** والتي تقدر ب: 0.61، لمؤسسة ارامكس، 0.052 لمؤسسة الإمارات دبي الوطنية، 0.738 لمؤسسة العربية للطيران، 0.052 لبنك دبي الإسلامي، 0.795 لبنك دبي التجاري، 0.928 لمؤسسة تمويل. جميع القيم أكبر من نسبة المعنوية 0.05 (%)، وبالتالي نقبل H_0 ونرفض H_1 أي يوجد تجانس في التباين.

تم الاعتماد على اختبارات **T-test** حول المتوسطات من أجل معرفة أثر الإعلان عن توزيعات الأرباح على أسعار الأسهم للمؤسسات محل الدراسة. وبالتالي تفسير سياسة توزيع الأرباح من وجهة نظر نظرية الإشارة، وتطبيق خطوات دراسة الحدث السابقة الذكر، تم الحصول على قيمة متوسط العائد غير العادي وذلك خلال فترة الحدث. ويوضح الجدول رقم (1) نتائج دراسة الحدث.

يقيس اختبار **Paired samples t-test** معنوية الفرق بين متوسطي المجتمعين الذين سحبنا منهما العينتين، هذا الاختبار يمكننا من وجود تأثير معنوي للربح غير العادي من عدمه خلال فترة الحدث.

نلاحظ ان متوسط العوائد غير العادية بعد الإعلان عن توزيعات الأرباح للمؤسسات محل الدراسة تتراجع بشكل ملحوظ كما هو مبين اعلاه بعد الفترة (صفر) التي تمثل الإعلان عن الحدث خاصة في الفترتين الموليين بعد الحدث (+1) و (+2) وهذا يفسر أن حدث الإعلان لم يحقق عوائد غير عادية إضافية مقارنة بالأيام قبل الإعلان.

نلاحظ من الجدول رقم (1) ان المعنوية الإحصائية للعائد غير العادي في يوم الإعلان أي الفترة (صفر) **P-Value=0.621**، وهي < 0.05 (قيمة α) لذلك نرفض الفرضية البديلة ونقبل فرضية العدم التي تشير الى عدم وجود تأثير ذو معنوية الإحصائية لحدث الإعلان على العائد غير العادي في يوم الإعلان عن توزيعات الأرباح، أيضاً للفترة قبل الحدث وأخذت هذه الفترة لاختبار مدى تسرب المعلومات. نجد من أكبر القيم للعائد غير العادي قبل الإعلان هي يومي الأول (-1) واليوم الرابع (-4). بمعنوية الإحصائية على التوالي: 0.804، و 0.102 والقيمتين ليست لهما معنوية إحصائية، كليهما أكبر من 0.05 وبالتالي قبول فرضية العدم.

كما ذكرنا سابقاً أن قيم العائد غير العادي معظمها، إن لم نذكر كلها في تراجع ملحوظ بعد حدث الإعلان عن التوزيعات مقارنة بالأيام قبل الحدث إضافة الى ذلك نجد أن المعنوية الإحصائية (**P-Value**) لكل الأيام بعد الحدث كما يبينها الجدول أعلاه أكبر من المعنوية الإحصائية ($\alpha = 0.05$). ما يجعلنا نقبل فرضية العدم التي تشير الى عدم وجود تأثير لحدث الإعلان عن توزيعات الأرباح على العوائد غير العادية كما أخذت الفترة بعد الحدث والمحددة بـ 05 أيام لمعرفة مدى امتصاص المعلومات الجديدة وهذا ما لا تعكسه النتائج المتوصل إليها.

لمزيد من التوضيح سوف نتطرق الى اختبار آخر هو اختبار **The independent samples t-tests** والذي من خلاله يتم التعرف إلى ما إذا كان هناك تأثير معنوي بين متوسط المتوسطات للعائد غير العادي للمؤسسات محل الدراسة قبل تاريخ الحدث وبين متوسط المتوسطات للعائد غير العادي بعد تاريخ الحدث، وذلك كما من الجدول (2) حيث نلاحظ أنه سواء في حالة تجانس التباين أو عدم تجانس التباين، وذلك من خلال اختبار **Levene**، نجد في كلا الحالتين المعنوية الإحصائية لإختبار **T** على

التوالي تساوي إلى: 0,821 و 0,770 والقيمتين ليست لهما معنوية إحصائية فكلًا من القيمتين أكبر من مستوى الدلالة ($\alpha=0.05$) وبالتالي نرفض الفرضية البديلة لنقبل فرضية العدم التي تشير الى عدم وجود تأثير للإعلان عن توزيعات الأرباح على العوائد غير العادية.

تشير النتائج السابقة في مجملها الى عدم وجود تأثير للإعلان عن توزيعات الأرباح على أسعار الأسهم المدرجة بسوق دبي للأوراق المالية.

خلاصة:

وبتطبيق خطوات دراسة الحدث على عينة المؤسسات محل الدراسة المدرجة بسوق دبي المالي تم التوصل إلى عدة نتائج نوجزها في

التالي:

- كشفت النتائج عن وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين سعر السهم وكل من مؤشّر السوق وسعر السهم خلال الفترة السابقة في حل المؤسسات محل الدراسة، وهو ما يدل على أن معامل الارتباط بين التغيرات السعرية المتتالية ذو معنوية إحصائية، أي أن الأسعار لا تسلك حركة عشوائية في مسارها، وهو ما يجعل عملية التنبؤ من أجل تحقيق أرباح غير عادية أمر سهل للغاية، ومنه رفض الحركة العشوائية للسوق وبالتالي عدم كفاءة سوق دبي.
 - تبين مخرجات الدراسة عدم وجود فروق ذات دلالة إحصائية في متوسط العوائد غير العادية للمؤسسات محل الدراسة قبل وبعد الإعلان عن توزيعات الأرباح، أي حدث الإعلان عن توزيعات الأرباح لا يؤثر على الأسعار السوقية لأسهم المؤسسات المدرجة في سوق دبي المالي ويرجع السبب في ذلك إلى:
 - إمكانية تسرب المعلومة المتعلقة بتوزيع الأرباح قبل الإفصاح عنها من طرف المؤسسات المدرجة، وذلك خلال فترة الحدث، لذلك من المحتمل لو تم توسيع نافذة الحدث لوجدنا أن هناك أثر للإفصاح عن توزيع الأرباح على أسعار الأسهم.
 - أو أن هناك فجوة كبيرة بين الإعلان على المعلومات وانعكاسها على أسعار الأسهم، بعد الإفصاح عن توزيعات الأرباح، بمعنى أن السوق غير قادر على امتصاص المعلومات الجديدة بسرعة وبالكامل، وهو ما يعتبر خرقاً لأهم فرضية من فرضيات كفاءة الأسواق المالية، والتي تنص على: تكون سوق المال تتمتع بكفاءة إذا استطاعت تضيق أو تقلص الفجوة بين لحظة دخول المعلومة وانعكاسها في سعر الورقة المالية، بشكل لا يتيح المجال للمستثمرين لتحقيق أرباح غير عادية مبالغ فيها.
 - هناك عوامل أخرى تتحكم في عملية الطلب على الأوراق المالية وبالتالي التأثير على أسعارها، ويظهر ذلك جليا خاصة مع ظهور المالية السلوكية، واكتشافها تأثر المستثمرين بعوامل نفسية كالمزاج أكثر من تأثرهم بالمعلومات المالية والمحاسبية.
 - تبين مخرجات الدراسة وتؤكد على عدم وجود تأثير لحدث الإفصاح عن توزيع الأرباح من خلال قياس متوسط المتوسطات للعائد غير العادي للمؤسسات محل الدراسة قبل وبعد الإعلان عن توزيعات الأرباح.
- وعموماً تشير النتائج في مجملها الى عدم وجود تأثير للإعلان عن توزيعات الأرباح على أسعار أسهم المؤسسات المدرجة بسوق دبي للأوراق المالية، وبالتالي استخدام حدث الإعلان عن التوزيعات كإشارة للتأثير على الأسعار غير محقق بهذه الدراسة.
- تتعارض النتائج المتوصل إليها مع دراسة (Thanwarat Suwana (2012²¹ التي أشارت نتائجها إلى أن أسعار الأسهم تتحرك صعوداً بشكل ملحوظ بعد الإعلان عن توزيعات الأرباح وكشفت الإحصائيات إلى وجود عوائد غير عادية، كما أن

إعلان المؤسسة عن سياسة توزيع أرباحها تعد إشارة إلى السوق بمعالجة آفاقها المستقبلية، الأمر الذي سيؤدي إلى التغيير في أسعار أسهمها.

بينما تتفق نتائج دراستنا مع النتائج التي توصلت إليها دراسة حورية بديدة حول تأثير سياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة 2011؛ دراسة عادل عبد الفتاح الميهي حول المحتوى الإعلامي للمعلومات المحاسبية الأولية على السوق الأسهم السعودي 2005/2004، دراسة ارشد فؤاد مجيد التميمي، التي تناقش المحتوى المعلوماتي للإعلان عن توزيعات أسهم المنحة في سوق عمان المالي والذي تجسّد في بعدين (بعد التمويل وبعد المعلومات) وهذا ما أظهرته النتائج من خلال عينة البحث و ما نسبته 80% مركزة على بعد التمويل لتفسير ظاهرة الأسهم المخفية في الحين ما نسبته 20% تعيد هذا إلى بعد المعلومات.

و عليه و مما سبق و من خلال النتائج المتوصل إليها يمكننا القول أنه يرجع السبب في عدم تأثير الإعلان عن توزيعات الأرباح على أسعار الأسهم إلى عدم كفاءة سوق دبي المالي؛ ذلك انه في ظل الأسواق الكفاءة سعر الورقة المالية المتداولة في تاريخ معين يعكس المعلومات المتاحة عن تلك الورقة حتى هذا التاريخ، وأن أي معلومات جديدة عن هذه الورقة ستعكس وبصورة فورية على السعر فور إتاحة هذه المعلومات للمتعاملين في السوق، وهذا يعني أن أي معلومة جديدة سيتم تحليلها في ضوء القيمة الحالية للسعر وينعكس أثرها على السعر في شكل تغيرات موجبة أو سالبة حسب أثر تلك المعلومة في القيمة الحقيقية للسهم، وتعود أسباب عدم كفاءة سوق دبي المالي إلى الأسباب التالية:

- وجود التداول الفوضوي، حيث يوجد بعض المستثمرين يطلبون الأسهم وفقا لعوامل أخرى من غير عوائدها المتوقعة؛
- الخصائص المشتركة لضعف متطلبات الإفصاح والشفافية، الانقطاعات في التداول، نقص السيولة، ارتفاع تكاليف المعاملات، غياب اللوائح التنظيمية، ضعف تكنولوجيا المعلومات والاتصال التي تؤدي إلى بطء تشكيل الأسعار بسبب عدم انعكاس المعلومات فيها بسرعة.

ملحق الجدول

الجدول (1): نتائج دراسة الحدث من خلال اختبار Paired Samples Test

	Paired Differences					T	df	Sig. (2-tailed)	
	Mean	Std. Deviation	Std. Error Mean	95% Confidence Interval of the Difference					
				Lower	Upper				
Pair 1	t1 - t2	-0,0155230679	0,0233818024	0,0082667155	-0,0350707439	0,0040246081	-1,878	7	0,102
Pair 2	t1 - t3	-0,0151890725	0,0400282540	0,0141521249	-0,0486535303	0,0182753853	-1,073	7	0,319
Pair 3	t1 - t4	-0,0084236550	0,0263228009	0,0093065155	-0,0304300673	0,0135827573	-0,905	7	0,395
Pair 4	t1 - t5	0,0016175367	0,0177935057	0,0062909543	-0,0132582063	0,0164932798	0,257	7	0,804
Pair 5	t1 - t6	-0,0051601474	0,0282274519	0,0099799113	-0,0287588877	0,0184385930	-,0517	7	0,621
Pair 6	t6 - t7	0,0003029591	0,0249033279	0,0088046560	-0,0205167440	0,0211226622	0,034	7	0,974
Pair 7	t6 - t8	-0,0038516330	0,0154873446	0,0054756032	-0,0167993771	0,0090961111	-0,703	7	0,505
Pair 8	t6 - t9	-0,0049592751	0,0113483377	0,0040122433	-0,0144467229	0,0045281726	-1,236	7	0,256
Pair 9	t6 - t10	-0,0058693434	0,0138848401	0,0049090323	-0,0174773602	0,0057386734	-1,196	7	0,271
Pair 10	t6 - t11	0,0037033906	0,0343125922	0,0121313333	-0,0249826544	0,0323894356	0,305	7	0,769

المصدر : مخرجات البرنامج الإحصائي SPSS20 بالاعتماد على معطيات الدراسة.

الجدول (2): نتائج دراسة الحدث من خلال اختبار Independent Samples Test

Independent Samples Test											
		Levene's Test for Equality of Variances		t-test for Equality of Means							
		F	Sig.	t	df	Sig. (2-tailed)	Mean Difference	Std. Error Difference	95% Confidence Interval of the Difference		
										Lower	Upper
Ar	Equal variances assumed	2,739	0,102	-0,227	78	0,821	-0,00085	0,00376	-0,00832	0,00662	
	Equal variances not assumed			-0,293	76,531	0,770	-0,00085	0,0029	-0,00665	0,00495	

المصدر : مخرجات البرنامج الإحصائي SPSS20 بالاعتماد على معطيات الدراسة.

المراجع و الهوامش المعتمدة:

- ¹ - طارق عبد العال حماد، حوكمة الشركات: مفاهيم ومبادئ، تجارب وتطبيقات الحوكمة في المصارف، الدار الجامعية، الاسكندرية، مصر، 2005، ص: 731.
- ² - زقون محمد، أثر الاكتتاب العام على سياسة توزيع الأرباح في المؤسسات الاقتصادية المسعرة في البورصة-دراسة تحليلية مقارنة لمؤسسة تسيير فندق الأوراسي الجزائر- مجلة الباحث، جامعة ورقلة العدد الثامن، 2010، ص85.
- ³ - علي بن ضب، دراسة تأثير الهيكل المالي وسياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة الاقتصادية المدرجة بالبورصة: دراسة حالة عينة من الشركات المدرجة بسوق الكويت للأوراق المالية خلال الفترة 2008-2006، رسالة ماجستير، غير منشورة، جامعة ورقلة، 2008-2009، ص122.
- ⁴ - منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في هيكل تمويل المؤسسات، منشأة المعارف، الإسكندرية - مصر، 2005، ص 307.
- * عادة ما يجري توزيع الأرباح دوريا، سواء كان ذلك على أساس ربع سنوي أو نصف سنوي أو سنوي.
- ⁵ - هاشم حسن حسين، العوامل المؤثرة على سياسة توزيع الأرباح في مؤسسات المساهمة، العدد17، كلية بغداد للعلوم الاقتصادية، 2008، ص 215-216.
- ** عادة ما تمضي فترة زمنية منذ إجراء عملية البيع وحتى إبلاغ المؤسسة، وبالتالي تكون التوزيعات من حق من يملك السهم حتى ثلاث أيام سابقة لتاريخ السجل. أما إذا اشترى السهم قبل أقل من ثلاث أيام من تاريخ السجل، حينئذ يطلق عليه سهم بعد تاريخ التوزيعات Ex- Dividend Stock بما يعني أن لبايعه وليس لمشتريه الحق في التوزيعات. مع الملاحظة أن يوم إبرام الصفقة يدخل ضمن أيام العمل الأربع التي يتحدد على أساسها الحق في التوزيعات (منير إبراهيم هندي ص 389).
- ⁶ - هاشم حسن حسين، مرجع سبق ذكره، ص 217.
- ⁷ - نفس المرجع، ص 217.
- ⁸ - Faris Nasif AL- Shubiri, Determinants of Changes Dividend Behavior Policy: Evidence from the Amman Stock Exchange, Far East Journal of Psychology and Business, Vol.4, No.2, August 2011, p 06.
- ⁹ - Eugene F. Fama, Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work, journal of Finance, Volume 25, Issue 2, December (May 1970), p384.
- ¹⁰ - عائشة بخالدة، اختبار كفاءة سوق نيويورك المالي عند المستوى الضعيف "دراسة حالة مؤشر داو جونز الصناعي خلال الفترة من 1928 إلى 2014"، أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه العلوم المالية، جامعة قاصدي مرباح ورقلة، 2015، ص:10.
- ¹¹ - Jensen, M. (1978). Some anomalous evidence regarding market efficiency. Journal of Financial Economics, vol 6, p.02.
- ¹² - Beaver, W.H., Market Efficiency, the Accounting Review, January 1981, p.28.

- ¹³ - Sanford J.Grossman;Joseph E.Stiglitz, One Impossibility of Informaationally Markets, The American Economic Review, volume70,Issue3,Jun 1980,p.393
- ¹⁴ - Eugene F.Fama, Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work, Journal of Finance, Vol. 25, Issue 2, December 28-30,1969(May,1970), 389-417.
- ¹⁵ - Eugene F. Fama, Reply to Efficient Capital Markets: Comments, journal of Finance, March 1976., p.01
- ¹⁶ - Thanwarat Suwana, Impacts of Dividend Announcement on Stock Return, Procedia - Social and Behavioral Sciences, Vol.40, 2012.
- ¹⁷ - أرشد فؤاد مجيد التميمي، المحتوى المعلوماتي للإعلان عن توزيعات أسهم المنحة دراسة تطبيقية على سوق عمان المالي، نقلا عن الموقع: <http://www.iasj.net/iasj?func=fulltext&aId=50940>
- ¹⁸ - دادن عبد الوهاب، حورية بديدة، تأثير سياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة المسعرة في السوق المالي - دراسة اختبارية وحدثيه للمؤشر CAC 40 - خلال الفترة الممتدة ما بين 2007 و2009، العدد 10 / 2012.
- ¹⁹ - عادل عبد الفتاح الميهي، دور المعلومات المحاسبية الاولية بالتطبيق على سوق الأسهم السعودي، دراسة اختبارية وحدثية، تم نقله بتاريخ: 2013/05/31، عن الموقع: <http://faculty.ksu.edu.sa/hatemrashad/DocLib/pdf>
- ²⁰ - تم الإعتماد بشكل أساسي لإتمام هذا الجزء على المراجع الآتية:
- عادل عبد الفتاح الميهي، مرجع سبق ذكره.
 - محمد سلامة عناسوة، علام محمد حمدان، محمود حسني العتيبي، أثر الازمة المالية العالمية في العوائد غير العادية لاسهم المصارف الكويتية: دراسة حدث، تم نقله بتاريخ: 2011/05/20، عن الموقع: <http://www2.ju.edu.jo/Resources/EconomicObservatory/Lists/Conferences/Attachments/12/04.pdf>
 - دادن عبد الوهاب، حورية بديدة، مرجع سبق ذكره، ص: 225-238.
 - محمد نعيم الحلوة، دور المعلومات المحاسبية في تحقيق عوائد غير عادية ، دراسة ميدانية للشركات المدرجة في سوق فلسطين للاوراق المالية للفترة (2004-2008)، مذكرة ماجستير في المحاسبة والتمويل، غير منشورة، الجامعة الاسلامية - غزة، 2010.
- Thanwarat Suwana, Impacts of Dividend Announcement on Stock Return, Procedia - Social and Behavioral Sciences, Vol.40, 2012, pp 721 – 725.
- * تم أخذ تاريخ الحدث أي تاريخ الإعلان عن توزيع الأرباح لكل مؤسسة على حدى أي الفترة تختلف باختلاف تاريخ إعلان كل مؤسسة، فهناك درجة عالية من الأخطاء عند تجميع تواريخ الحدث ووقوع أحداث متعددة في تاريخ واحد.
- ** سوف يتم توضيح طريقة حساب العائد غير العادي لاحقا.
- ²¹ - Voir: Kanwal Iqbal Khan, Muhammad Aamir, Arslan Qayyum, Adeel Nasir, Maryam Iqbal Khan, Can Dividend Decisions Affect the Stock Prices: A Case of Dividend Paying Companies of KSE, International Research Journal of Finance and Economics, Issue.76, 2011