



جامعة قاصدي مرباح - ورقلة

كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير

قسم العلوم التجارية

مذكرة

مقدمة لاستكمال متطلبات نيل شهادة الماجستير

في العلوم التجارية

تخصص: مالية كمية

إعداد الطالبة: خيرة مزوزي

بعنوان:

أثر الإعلان عن سياسة توزيع الأرباح على أسعار الأسهم المدرجة في سوق دبي المالي دراسة حديثة خلال سنة 2011

نوقشت وأجيزت علنا بتاريخ: 10 مارس 2015

أمام اللجنة المكونة من السادة:

رئيسا	جامعة قاصدي مرباح - ورقلة	أستاذ تعليم عالي	د/ أحمد عزوي
مشرفا ومقررا	جامعة قاصدي مرباح - ورقلة	أستاذ تعليم عالي	د/ عبد الوهاب دادن
عضوا مناقشا	جامعة قاصدي مرباح - ورقلة	أستاذ محاضر	د/ بولرباح غريب
عضوا مناقشا	جامعة قاصدي مرباح - ورقلة	أستاذ محاضر	د/ شريفة رفاع

السنة الجامعية : 2015/2014

إهداء

إلى من لا يمكن للكلمات أن توفي حقهما إلى من
لا يمكن للأرقام أن تحصى فضائلهما إلى والدَيَّا
العزيزين أدامهما الله لي أهدي هذه الثمرة التي
لاتظاهي شيئاً من جميلهما.

إلى صغيرنا الغالي عبود

إلى إخواني وأخواتي كل واحد باسمه متمنية لهم
التألق في حياتهم المهنية والشخصية وإلى كل الأهل
والأقارب.

إلى رفقاء الدرب في الدراسة والعمل الذين كانوا لي
السند طيلة مدة البحث .

إلى كل طلبة الثانية ماجستير تخصص مالية كمية
دفعة 2011.

تشكرات

الحمد لله الذي أماننا على إتمام هذا البحث المتواضع
وأقدم بالشكر الجزيل إلى الأستاذ دادن عبد الوهاب
على توجيهاته الهادفة ونصائحه القيمة وعلى كل الوقت
والجهد المبذول في متابعة هذا البحث والإشراف عليه في
كل مرحلة.

كما أخص بالشكر الأستاذ شعوبي فوزي على توجيهاته
والمساعدة التي قدمها لي، كما أقدم خالص الشكر
للأستاذتين مخرمش حيلة والسايح سميرة .

ولا أنسى طه محمد الذي لطالما سمل من مصمتي .

وأشكر كل من ساهم في هذه الرسالة من قريب أو بعيد.

ملخص

تهدف هذه الدراسة الى قياس تأثير الإعلان عن توزيعات الأرباح على أسعار الأسهم المدرجة في سوق دبي المالي كحدث يتم من خلاله إرسال إشارات حول وضعية المؤسسة ومعالجة آفاقها المستقبلية الأمر الذي سيؤدي الى 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 الى ضعف حجم متوسط العائد غير العادي للفترة بعد الإعلان بمستويات دلالة غير مقبولة إحصائيا وهذا يدل على أن السوق غير قادر على إمتصاص المعلومات الجديدة. تشير النتائج في مجملها الى عدم وجود تأثير للإعلان عن توزيعات الأرباح على أسعار أسهم المؤسسات المدرجة بسوق دبي المالي. وبالتالي إستخدام حدث الإعلان عن التوزيعات كإشارة للتأثير على الأسعار غير محقق بهذه الدراسة.

الكلمات المفتاح: محتوى إعلامي، سياسة توزيع الأرباح، أسعار الأسهم، عائد غير عادي، سوق دبي المالي.

ABSTRACT

The aim of this study is to measure the impact of the announcement 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, the event study methodology has been used as we are dealing with an applied study which is looking for the relationship between stock prices and financial events. We took five day 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 share 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 are not achieved.

Key Words: media content, dividend announcement policy, stock prices, abnormal return, Dubai Financial Market.

قائمة المحتويات

الإهداء

شكر وتقدير

مستخلص البحث

قائمة المحتويات

قائمة الجداول

قائمة الأشكال البيانية

قائمة الملاحق

المقدمة

الفصل الأول: الإطار النظري والدراسات السابقة

المبحث الأول: سياسة توزيع الأرباح وعلاقتها بسعر السهم

المطلب الأول: العوامل المؤثرة على سعر السهم.

المطلب الثاني: النظريات المفسرة لسياسة توزيع الأرباح.

المطلب الثالث: العوامل المحددة لسلوك سياسة توزيع الأرباح.

المبحث الثاني: الدراسات السابقة

المطلب الأول: الدراسات باللغة العربية.

المطلب الثاني: الدراسات باللغة الأجنبية.

المطلب الثالث: ما يميز الدراسة الحالية عن الدراسات السابقة

الفصل الثاني: دراسة حدث الإعلان عن سياسة توزيعات الأرباح

المبحث الأول: منهجية وأدوات الدراسة

المطلب الأول: مجتمع وعينة الدراسة.

المطلب الثاني: منهجية دراسة الحدث.

المطلب الثالث: أدوات الدراسة.

المبحث الثاني: مناقشة نتائج التحليل الإحصائي واختبار الفرضيات

المطلب الأول: تقدير نموذج لقياس العائد غير العادي بالمؤسسات محل الدراسة

المطلب الثاني: تحليل نتائج دراسة الحدث

المطلب الثالث: تفسير نتائج الدراسة

الخاتمة

قائمة المصادر والمراجع

الملاحق

فهرس المحتويات

قائمة الجداول

الصفحة	عنوان الجدول	رقم الجدول
33	نتائج تحليل الانحدار الخطي المتعدد لشركة ارامكس	الجدول (2 - 1)
35	نتائج اختبار Breusch-Godfrey للانحدار الخطي المتعدد لشركة ارامكس	الجدول (2 - 2)
35	نتائج اختبار ARCH-LM للانحدار الخطي المتعدد لشركة ارامكس	الجدول (2 - 3)
37	نتائج تحليل الانحدار الخطي المتعدد لشركة الامارات دبي الوطنية	الجدول (2 - 4)
39	نتائج اختبار Breusch-Godfrey للانحدار الخطي المتعدد لشركة الامارات دبي الوطنية	الجدول (2 - 5)
39	نتائج اختبار ARCH-LM للانحدار الخطي المتعدد لشركة الامارات دبي الوطنية	الجدول (2 - 6)
41	نتائج تحليل الانحدار الخطي المتعدد لشركة الوطنية للتبريد المركزي	الجدول (2 - 7)
43	نتائج اختبار Breusch-Godfrey للانحدار الخطي المتعدد لشركة الوطنية للتبريد المركزي	الجدول (2 - 8)
44	نتائج اختبار ARCH-LM للانحدار الخطي المتعدد لشركة الوطنية للتبريد المركزي	الجدول (2 - 9)
45	نتائج تحليل الانحدار الخطي المتعدد لشركة العربية للطيران	الجدول (2 - 10)
47	نتائج اختبار Breusch-Godfrey للانحدار الخطي المتعدد لشركة العربية للطيران	الجدول (2 - 11)
47	نتائج اختبار ARCH-LM للانحدار الخطي المتعدد لشركة العربية للطيران	الجدول (2 - 12)
49	نتائج تحليل الانحدار الخطي المتعدد لبنك دبي التجاري	الجدول (2 - 13)
51	نتائج اختبار Breusch-Godfrey للانحدار الخطي المتعدد لبنك دبي الاسلامي	الجدول (2 - 14)
51	نتائج اختبار ARCH-LM للانحدار الخطي المتعدد لبنك دبي الاسلامي	الجدول (2 - 15)
53	نتائج تحليل الانحدار الخطي المتعدد لبنك دبي الاسلامي	الجدول (2 - 16)
55	نتائج اختبار Breusch-Godfrey للانحدار الخطي المتعدد لبنك دبي التجاري	الجدول (2 - 17)
55	نتائج اختبار ARCH-LM للانحدار الخطي المتعدد لبنك دبي التجاري	الجدول (2 - 18)
57	نتائج تحليل الانحدار الخطي المتعدد لشركة تمويل	الجدول (2 - 19)
59	نتائج اختبار Breusch-Godfrey للانحدار الخطي المتعدد لشركة تمويل	الجدول (2 - 20)
59	نتائج اختبار ARCH-LM للانحدار الخطي المتعدد لشركة تمويل	الجدول (2 - 21)
61	نتائج تحليل الانحدار الخطي المتعدد لشركة الإمارات للاتصالات المتكاملة	الجدول (2 - 22)
63	نتائج اختبار Breusch-Godfrey للانحدار الخطي المتعدد لشركة الإمارات للاتصالات المتكاملة	الجدول (2 - 23)
63	نتائج اختبار ARCH-LM للانحدار الخطي المتعدد لشركة الإمارات للاتصالات المتكاملة	الجدول (2 - 24)

قائمة الأشكال البيانية

الصفحة	عنوان الشكل	رقم الشكل
34	التمثيل البياني للقيم الحقيقية مع النموذج المقدر لدالة سعر سهم شركة ارامكس	الشكل (2 - 1)
38	التمثيل البياني للقيم الحقيقية مع النموذج المقدر لدالة سعر سهم شركة الامارات دبي الوطنية	الشكل (2 - 2)
42	التمثيل البياني للقيم الحقيقية مع النموذج المقدر لدالة سعر سهم شركة الوطنية للتبريد المركزي	الشكل (2 - 3)
46	التمثيل البياني للقيم الحقيقية مع النموذج المقدر لدالة سعر سهم شركة العربية للطيران	الشكل (2 - 4)
50	التمثيل البياني للقيم الحقيقية مع النموذج المقدر لدالة سعر سهم بنك دبي الاسلامي	الشكل (2 - 5)
54	التمثيل البياني للقيم الحقيقية مع النموذج المقدر لدالة سعر سهم بنك دبي التجاري	الشكل (2 - 6)
58	التمثيل البياني للقيم الحقيقية مع النموذج المقدر لدالة سعر سهم شركة تمويل	الشكل (2 - 7)
62	التمثيل البياني للقيم الحقيقية مع النموذج المقدر لدالة سعر سهم شركة الإمارات للاتصالات المتكاملة	الشكل (2 - 8)

قائمة الملاحق

الصفحة	عنوان الملحق	رقم الملحق
78	Paired Samples Test يوضح نتائج اختبار	الملحق 01
78	Paired Samples Correlations يوضح نتائج اختبار	الملحق 02
79	Independent Samples Tes يوضح نتائج اختبار	الملحق 02

مقدمة

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 تنوع حافظة نشاطها، لتشمل توظيفات مالية من أجل تجميع 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، يضاف لها ما يترتب على قرار توزيع الأرباح من تأثير على الخطط الإستثمارية والتمويلية لتلك المؤسسة، ليجعل هذا القرار أو السياسة تحظى بأهمية بالغة، ليس عند مالكي المؤسسة فقط بل يتعدى ذلك لجمهور المستثمرين والمحللين الماليين.

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 .

أولاً: إشكالية البحث

بناء على ما سبق سنعالج في هذا البحث المعنون بـ " أثر الإعلان عن سياسة توزيع الأرباح على أسعار الأسهم المدرجة في سوق دبي المالي " الإجابة عن الإشكالية التالية:

ما تأثير حدث الإعلان عن سياسة توزيعات الأرباح على الأسعار السوقية لأسهم المؤسسات المدرجة بسوق دبي المالي؟

تندرج تحت هذه الإشكالية التساؤلات الفرعية التالية:

- ما مدى قدرة كل من مؤشر السوق وكذا سعر السهم في الفترة السابقة على تفسير أسعار الأسهم خلال فترة الحدث؟
- وهل يمكن إستخدام المعلومات المتعلقة بالإعلان عن سياسة توزيعات الأرباح في تحقيق أرباح غير عادية؟

ثانيا: فرضيات البحث

نختبر صحة الفرضيات التالية:

- توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين سعر السهم وكل من مؤشر السوق وسعر السهم في الفترة السابقة؛
- توجد فروق ذات دلالة إحصائية في متوسط العوائد غير العادية للمؤسسات محل الدراسة قبل وبعد الإعلان عن سياسة توزيعات الأرباح.

ثالثا: مبررات إختيار الموضوع:

كان إختيار الموضوع نتيجة لعدة إعتبرات، أولها موضوعية تكمن في الأهمية البالغة التي يحظى بها هذا الموضوع خاصة بالنسبة للمتعاملين في الأسواق المالية إذ يعتبر قرار توزيعات الأرباح من ضمن العوامل التي من شأنها أن تؤثر على الهدف الحديث للمؤسسة وهو تعظيم قيمتها، كذلك تفاقم معظم الأزمات الراهنة من خلال بعض السلوكيات العشوائية وغير العقلانية الملاحظة خاصة من خلال سلوك التقليد والإرتكاز على الإشاعات عند إتخاذ القرار، أما ثانيها فهي ذاتية كالميل الطبيعي للبحث والاستطلاع لإثراء المعرفة الذاتية وطبيعة الإختصاص وعلاقته بالموضوع؛ السعي إلى التحكم في التقنيات والطرق القياسية المالية، التحكم أكثر في مفاهيم الأسواق المالية.

رابعا: أهمية الدراسة:

هناك العديد من النقاط التي تبرز أهمية هذه الدراسة ولعل أهمها توجه العديد من الإهتمامات البحثية إلى تناول دراسات حول أحداث معينة وإنعكاسها المباشر على أسعار الأسهم سواء بالإيجاب أو السلب، إذ يعتبر حدث الإعلان عن توزيع الأرباح من أهم القضايا التي من شأنها تحقيق هدف المؤسسة وهو المساهمة في تعظيم قيمتها وإقبال المستثمرين على إقتناء أسهمها.

خامسا: أهداف الدراسة:

تسعى هذه الدراسة إلى تحديد المعلومات التي تهم المستثمرين في سوق دبي المالي، وذلك من خلال إرسال إشارات حول وضعية المؤسسة من خلال توزيع أرباحها. كما تهدف إلى إختبار وجود تأثير للمحتوى الإعلامي عن توزيعات الأرباح على أسعار الأسهم المدرجة بسوق دبي للأوراق المالية.

سادسا: حدود الدراسة:

تكمن الدراسة في تأثير حدث الإعلان عن سياسة توزيع الأرباح على أسعار الأسهم المدرجة في السوق المالي، وبالتالي معرفة مدى رد فعل السوق لهذا الحدث ويقتصر تطبيق هذه الدراسة على أسهم المؤسسات المدرجة في

سوق دبي للأوراق المالية، والتي توفرت بياناتها المالية خلال فترة حدث الإعلان عن سياسة توزيع الأرباح المتعلق بسنة 2011.

سابعاً: منهج البحث والأدوات المستخدمة:

لتحقيق أهداف الدراسة تم اعتماد المنهج الوصفي لعرض الجانب النظري، أما الجانب التطبيقي ولغرض قياس تأثير الإعلان عن سياسة توزيع الأرباح على أسعار الأسهم السوقية للمؤسسات المدرجة بسوق دبي للأوراق المالية تم استخدام منهج دراسة الحالة بإتباع أسلوب دراسة الحدث التي تطلق على الدراسات التطبيقية وتهدف إلى بحث العلاقة بين أسعار الأوراق المالية والأحداث المالية.

تمت معالجة المعطيات، والتي تم الحصول عليها من الموقع الإلكتروني لسوق دبي للأوراق المالية، وكذا مواقع بعض المؤسسات محل الدراسة بالإعتماد على البرنامج الإحصائي Eviews8 لتقدير الأسعار السوقية للأسهم خلال فترة الحدث، وكذا استخدام البرنامج الإحصائي Spss20 لإختبار معنوية العائد غير العادي لفترة حدث الدراسة.

ثامناً: هيكل البحث:

لقد تم تقسيم هذا البحث إلى فصلين، خصص الأول للجانب النظري وذلك للإحاطة الجيدة بالموضوع، بينما خصص الفصل الثاني لدراسة الحالة، أين تم إختبار الفرضيات من خلال دراسة عينة من المؤسسات المدرجة بسوق دبي للأوراق المالية. ويمكن إستعراض هيكل البحث كما يلي:

جاء الفصل الأول تحت عنوان الإطار النظري والدراسات السابقة تم تقسيمه إلى مبحثين؛ الأول تم تخصيصه لسياسة توزيع الأرباح وعلاقتها بسعر السهم، وقد ضم مطلبه الأول العوامل المؤثرة على سعر السهم. أما المطلب الثاني فقد إحتوى على العوامل المحددة لسلوك سياسة توزيع الأرباح، والثالث للنظريات المفسرة لسياسة توزيع الأرباح. بينما خصص المبحث الثاني للدراسات السابقة للموضوع، وقد قسمت بشقيها؛ دراسات باللغة العربية ودراسات باللغة الأجنبية.

خصص الفصل الثاني دراسة حدث الإعلان عن توزيعات الأرباح، والذي تم تقسيمه هو الآخر لمبحثين؛ الأول تم به صياغة منهجية وأدوات الدراسة من حيث مجتمع وعينة الدراسة، منهجية دراسة الحدث، وأدوات الدراسة. أما المبحث الثاني فتم به عرض مناقشة لنتائج التحليل الإحصائي وإختبار الفرضيات وذلك من خلال تقدير نموذج لقياس العائد غير العادي بالمؤسسات محل الدراسة، تحليل وتفسير نتائج دراسة الحدث.

الفصل الأول

الإطار النظري والدراسات

السابقة

تمهيد:

إن المؤسسة إذا ما لجأت الى دفع المزيد من التوزيعات، فإنها لا تضيف المزيد من الاستثمارات والنمو، وبذلك ننظر الى مسألة التوزيعات على أساس أنها اختيار بين توزيعات نقدية حالية ومعدل نمو مستقبلي، مع ذلك ما إذا ركزنا على النمو فقط فإننا نخلص انه كلما زاد معدل النمو زاد سعر السهم السوقى، وفي نفس الوقت نجد أن معدل النمو المرتفع يعني قلة التوزيعات.

نتناول في الشق الأول من هذا الفصل العوامل المؤثرة على سعر السهم، مروراً الى سلوك سياسة توزيع الأرباح لنصل الى مختلف النظريات التي تناقش الحلقة المفقودة لسياسة توزيع الأرباح بين التوزيع والاحتجاز وانعكاسها على سعر السهم. وفي الشق الثاني نتطرق فيه الى ماذهبت إليه مختلف الدراسات السابقة حول هذا الصدد.

المبحث الأول: سياسة توزيع الأرباح وعلاقتها بسعر السهم

لتحديد أسعار الأسهم يجب الأخذ بعين الاعتبار مجموعة من العوامل التي يمكن أن تؤثر على عوائدها بشكل مباشر أو غير مباشر. حيث تتفاوت قوة تأثيرها من عامل إلى آخر. وقد تناولنا في هذا المبحث العوامل المؤثرة على سعر السهم، مروراً إلى سلوك سياسة توزيع الأرباح لنصل إلى مختلف النظريات التي تناقش الحلقة المفقودة لسياسة توزيع الأرباح بين التوزيع والإحتجاز وإنعكاسها على سعر السهم.

المطلب الأول: العوامل المؤثرة على سعر السهم:

أولاً: عوامل متعلقة بالظروف الاقتصادية:

1. **معدل التضخم:** التضخم من أكثر المصطلحات تداولاً في العصر الحديث وهو يمثل حالة مرضية تشكو منها معظم الاقتصاديات. وتتضارب الكثير من النظريات المفسرة لهذه الظاهرة.¹ إذ يعرف على أنه الارتفاع في المستوى العام للأسعار،² مصحوباً بانخفاض القوة الشرائية. والتضخم بالمعنى الاقتصادي هو ضعف القوة الشرائية للعملة³ يعتبر معدل التضخم من المتغيرات الاقتصادية والمالية الهامة ذات التأثير على قيمة المؤسسة، أي تأثير مباشر على القيمة السوقية للسهم، ووفقاً لنموذج جوردن وفي ظل معدل نمو ثابت للتوزيعات المدفوعة نجد أن:

$$\text{قيمة السهم العادي} = \frac{\text{قيمة التوزيعات المتوقعة}}{\text{معدل العائد المطلوب} - \text{معدل النمو المتوقع في التوزيعات}}$$

وأن معدل العائد المطلوب بدوره يتأثر بعوامل موضوعية تتمثل في عاملين:

- معدل العائد الخالي من المخاطر (العائد المؤكد الحصول عليه)؛
- بدل المخاطرة.

إن معدل العائد الخالي من المخاطر يتأثر بعنصر التفضيل الزمني وكذا الفرص الاستثمارية المتاحة في النشاط الاقتصادي. كما أن معدل العائد الخالي من المخاطر يتأثر بالتغيرات في أسعار السلع والخدمات في المجتمع أي يتأثر بمعدل التضخم.⁴ ووفقاً لمعادلة التسعير نجد:

¹ محمد البشير بن عمر، دراسة اثر بعض المتغيرات المالية والاقتصادية على أسعار الأسهم، رسالة ماجستير في علوم التسيير، تخصص مالية مؤسسة، جامعة ورقلة، غير منشورة 2010، ص 31.

² محمد محمود الخطيب، الأداء المالي واثره على عوائد أسهم المؤسسات، دار حامد للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، الطبعة الأولى، 2010، ص 88.

³ دانة بسام محمد يوسف، تحديد العوامل المؤثرة على عوائد الأسهم في سوق عمان المالي، رسالة ماجستير في إدارة الأعمال، جامعة الشرق الأوسط - الأردن، غير منشورة 2008، ص 34.

⁴ أيمن سيد محمد سرحان، اثر المتغيرات المالية على القيمة السوقية للمنشأة بالتطبيق على قطاع الصناعات التحويلية، رسالة ماجستير في إدارة الأعمال، كلية التجارة عين شمس - مصر، 2003، ص 65.

ع أ = ف + ب (ع س - ف)

حيث: ع أ: معدل العائد المطلوب؛

ف: معدل العائد الخالي من المخاطر؛

ع س: معدل العائد السوقي.

زيادة معدل التضخم تؤدي الى زيادة معدل العائد المطلوب مما تؤثر على القيمة السوقية للسهم. وبذلك يتضح أن لمعدل التضخم تأثير مباشر على القيمة السوقية للسهم، أي بزيادة هذا المعدل تنخفض القيمة السوقية للسهم والعكس صحيح.

هذا ما أوضحته دراسة (Nori Mousa & al. 2012) التي هدفت إلى شرح تأثير التضخم على

أسعار الأسهم، وذلك بأخذ عينة عشوائية من المؤسسات المدرجة في سوق عمان للأوراق المالية. توصلت الدراسة الى أنه ليس بإمكان جميع المؤسسات التحوط ضد التضخم. إذ أثبتت أن كل من أسعار مؤسسة

(JOIN, JOEP, NPSC, ZAR, ACDT, ELZA, and DADI) ترتبط سلبيا ضد التضخم. في حين

أن مؤسسات أخرى مختارة مثل (CABK, ARBK, و JOPH) يبين وجود علاقة إيجابية بين المتغيرات.¹

بينما توصلت دراسة (بلجبلية 2010) حول تأثير التضخم على عوائد الأسهم بالتطبيق على أسهم المؤسسات المدرجة بسوق عمان للأوراق المالية الى أن افتراض العلاقة العكسية بين معدل التضخم وعوائد الأسهم لم يتحقق، حيث اظهر كل من قطاع التأمين وقطاع الخدمات علاقة طردية واستجابة موجبة بين المتغيرين رغم أن قطاع الصناعة اوجد علاقة عكسية إلا أن ذلك فسر تحقيق هامش ربح أعلى عند إرتفاع أسعار منتجاتها (بسبب التضخم) وذلك عند بيع مخزونها قبل ارتفاع أسعار المواد الأولية، وبالتالي لا يمكن بناء استراتيجيات للاستثمار خلال فترة التضخم بهذا القطاع.²

وقد أثبتت دراسة (Omran & Pointon 2001) أن هناك علاقة عكسية بين معدل التضخم و كل

من أسعار وعوائد الأسهم. وتوصلت أيضا الى وجود علاقات ذات دلالة إحصائية بين المتغيرات في المدى الطويل والمدى القصير، مما يعني أن معدل التضخم كان لها تأثير على أداء البورصة المصرية بوجه عام.³

¹ Voir : Shukairi Nori Mousa, Waleed Al safi, AbdulBaset Hasoneh & Marwan Mohammad Abo-orabi , **The Relationship Between Inflation And Stock Prices (A Case Of Jordan)**, IJRRAS, Lssue.10, Vol.1, January 2012.

² أنظر: بلجبلية سمية، أثر التضخم على عوائد الاسهم - دراسة تطبيقية لمجموعة من المؤسسات المسعرة في بورصة عمان، رسالة ماجستير في علوم التسويق، غير منشورة، جامعة قسطنطينية، 2010.

³ Voir : Mohammed Omran, John Pointon, **Does The Inflation Rate Affect The Performance Of The Stock Market? The Case Of Egypt**, Emerging Markets Review, Vol.2, 2001, pp 263- 279.

2. **سعر الفائدة:** لاشك أن سعر الفائدة السائد في السوق يعتبر من المتغيرات المالية ذات التأثير الكبير على القيمة السوقية للمؤسسة، حيث أن أي تغير يحدث في أسعار الفائدة على القروض التي تحصل عليها المؤسسة يؤثر مباشرة على أرباحها، أي يؤثر على العائد المحقق على الاستثمار وبالتالي على ربحية السهم ومن ثم على القيمة. كما أن أسعار الفائدة في السوق تلعب دورا حيويا في تحديد الاستثمارات ذات الدخل الثابت (السندات)¹ حيث أن المستثمر يأخذ بعين الاعتبار مستوى الفائدة التي تتسم بنسبة قليلة من المخاطرة، ففي ضوء هذا السعر يكون الاستثمار في الأسهم مبررا فقط عندما يكون سعر السهم يحقق عائدا متوقعا اعلى بدرجة كافية من سعر الفائدة الخالي من المخاطرة. وفي ضوء ما تقدم نجد أن سعر الفائدة يؤثر على كل من قرارات الاستثمار والتمويل بالمؤسسة.

3. **سعر صرف العملة:** قد يؤثر سعر صرف العملة على أسعار الأسهم من خلال عدة اشكال خاصة في الإقتصاديات المتقدمة والمتكاملة ماليا مع السوق العالمي. كما أن استبدال العملة الوطنية بالعملة الاجنبية في اوقات ضعف العملة المحلية يؤدي الى انخفاض أسعار الأسهم، وأيضا قد يدفع انخفاض العملة الوطنية بالأفراد الى التخلص من احتياطياتهم منها واستبدالها بأدوات أخرى منها الأسهم مما يؤدي بدوره الى زيادة الطلب على الأسهم وارتفاع أسعارها.²

ولقد جاءت دراسة (Gulati & Kakhani 2012) للتأكيد على ما إذا كانت هناك علاقة سببية بين أسعار صرف العملات الأجنبية وسوق الأسهم. وقد أشارت النتائج إلى عدم وجود أي علاقة بين أسعار الصرف وسوق الأسهم خلال فترة الدراسة من 2004 الى 2012.³ وقد بينت دراسة (Nath & Samanta 2003) ذلك من خلال عدم توصلها للعلاقة السببية بين سعر الصرف وتحركات أسعار الأسهم باستثناء سنوات عام 1993، 2001 و 2002 أين وجد تأثير أحادي الاتجاه بين مؤشرات الأسهم وعوائد اسعار الصرف.⁴ بينما جاءت دراسة (Richards & al. 2009) معارضة للدراسات السابقة حيث دلت عن وجود علاقة إيجابية قوية بين أسعار الأسهم وأسعار الصرف في أستراليا خلال فترة الدراسة.⁵

4. **معلومات عن القطاعات الاقتصادية:** إن معظم المؤسسات تنتمي الى مجموعات مختلفة من القطاعات، فمنها ما هي مؤسسات صناعية، ومنها ما هي مؤسسات زراعية، ومنها ما هي مؤسسات تجارية، مالية، سياحية..... الخ. بدون شك، أن انتعاش قطاع معين من هذه القطاعات، لايعني بالضرورة انتعاش القطاعات الأخرى والعكس

¹ ايمن سيد محمد سرحان، مرجع سابق ص 60.

² محمد محمود الخطيب مرجع سابق ص 87.

³ Voir: Deepti Gulati, Monika Kakhani, **Relationship Between Stock Market And Foreign Exchange Market In India: An Empirical Study**, *Pacific Business Review International*, Vol.5, Issue. 5, November 2012.

⁴ Voir: Golaka C Nath, G P Samanta, **Relationship Between Exchange Rate and Stock Prices in India – An Empirical Analysis**, January 2003, Retrieved 02/02/2014. Form: <http://unpan1.un.org/intradoc/groups/public/documents/APCITY/UNPAN025797.pdf>

⁵ Voir: Noel Dilrukshan Richards, John Simpson, John Evans, **The Interaction between Exchange Rates and Stock Prices: An Australian Context**, *International Journal of Economics and Finance*, Vol.1, No.1, February 2009.

5. صحيح، وبالتالي تعتبر المعلومات المتعلقة بالقطاع الذي تنتمي إليه المؤسسة المصدرة للأسهم معلومات مهمة لها انعكاسات على تلك المؤسسة، وعلى أسعارها.¹
6. **معلومات عالمية:** إن التطورات التي يشهدها العالم في جميع المجالات منها الاقتصادية، جعلت دول العالم اليوم قريبة جدا من بعضها البعض، بحيث تنعكس آثار الأحداث في أي دولة فيه بشكل مباشر أو غير مباشر على معظم الدول الأخرى. ومن هنا كانت الأحداث العالمية إقتصادية أو مناخية أو حتى سياسية محض اهتمام المستثمرين والمتعاملين بالأوراق المالية بشكل عام، لما لها من انعكاسات على الأنشطة والمجالات الإقتصادية التي هم بصدد التعامل فيها وبالتالي على حركة أسعار الأوراق المالية مثل، الركود والانتعاش الإقتصادي وكذلك التقلبات والأحداث السياسية والحروب وغيرها. إن مصادر الحصول على هذه المعلومات،** تكون من خلال وسائل الإعلام الدولية مثل الفضائيات والصحف والمجلات الدولية المختلفة.²

ثانيا: عوامل متعلقة بظروف المؤسسة:

1. **حجم المؤسسة:** يقصد به تصنيف المؤسسات الى مؤسسات صغيرة أو متوسطة أو كبيرة.³ إن ظروف السوق العالمي في الوقت الراهن تسير في اتجاهات المؤسسات الكبيرة لقدرتها على المنافسة في ظل العولمة، مما أدى الى إتجاه بعض الكيانات الكبيرة على المستوى العالمي إلى الإندماج في مواجهة تحديات السوق ونظرا للأهمية التي تحتلها المؤسسات الكبيرة فان لها من التأثير على أسعار الأسهم وبالتالي على قيمة المؤسسة والعلاقة بين هذين المتغيرين هي علاقة طردية.⁴
2. **ربحية المؤسسة:** تعتبر ربحية المؤسسة من أهم المتغيرات المالية الهامة المؤثرة على قيمة المؤسسة حيث أنه بزيادة ربحية المؤسسة تزيد ربحية السهم مما يؤدي الى زيادة القيمة السوقية للمؤسسة. إن المؤسسات تفضل زيادة رأس المال عن طريق الأرباح المحتجزة أولا ثم إصدار سندات جديدة وأخيرا إصدار أسهم عادية وذلك لعدم وجود مصاريف إصدار للأرباح المحتجزة، وبالتالي العلاقة بين الربحية وبين قيمة السهم علاقة طردية فالمؤسسة التي لديها أرباح مرتفعة من المتوقع ان تكون القيمة السوقية لأسهمها مرتفعة هي ايضا.⁵

* إن معلومات القطاعات يمكن الحصول عليها من: مجلات متخصصة لكل صناعة، تجمعات مهنية لكل صناعة، الإحصاءات والتقارير الحكومية، مراكز التوثيق والمعلومات، مؤسسات سمرة متخصصة.

¹ محمد مبروك أبو زيد، التحليل المالي: مؤسسات وأسواق مالية، دار المريخ للنشر، المملكة العربية السعودية، الطبعة: 2، 2009، ص 276.

** من أهم الصحف والمجلات الإقتصادية الدولية Financial Times اليومية ومجلة الإقتصاد The Economist الأسبوعية وهما تصدران في لندن. كذلك صحيفة The Wall Street Journal التي تصدر كل خمسة ايام، والصحيفة اليوم The New York Times هاتان الصحيفتان تصدران في نيويورك.

² محمد مبروك أبو زيد، مرجع سابق، ص 275.

³ محمد محمود الخطيب، مرجع سابق، ص 83.

⁴ أيمن سيد محمد سرحان، مرجع سابق، ص 70.

⁵ المرجع نفسه ص 44.

جاءت دراسة (Dastgerdi 2012) مؤيدة لذلك من خلال دراستها للعلاقة بين مجموعة من المتغيرات المحاسبية وأسعار الأسهم للمؤسسات المدرجة في سوق طهران للأوراق المالية. وأظهرت نتائجها أن مستوى الربحية تأثير على العلاقة بين الأرباح والقيمة السوقية للسهم.¹

بينما جاءت دراسة (Abadi & al. 2012) معارضة لدراسة (Dastgerdi 2012) من خلال إثباتها بعدم وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين هامش الربح الإجمالي وسعر السهم.²

3. سياسة توزيع الأرباح: والتي نحن بصدد مناقشتها بالموضوع محل الدراسة وسيتم توضيح تأثيرها على مستوى المطلب الثاني بالنظريات المفسرة لسياسة توزيع الأرباح.

ثالثا: عوامل متعلقة بالسوق:

1. الشائعات: تركز النظرية الاقتصادية أساسا على السلوك العقلاني، ويعتقد كثير من الأحيان أن الشائعات أمرا غير عقلاني إلى حد ما.³ إلا أن هذه الظاهرة تنتشر في الأسواق المالية خاصة في الدول النامية، حيث ينتشر ما يعرف بإحتكار المعلومات وفي ظل غياب القوانين والأنظمة واللوائح المنظمة في السوق من جهة ومن جهة أخرى الوعي الاستثماري لدى المستثمرين وعدم وجود منافسة كاملة بالسوق، تحدث حركات مفاجئة غير مبررة بالأسواق المالية⁴

هذا ما أوضحته دراسة (Samina & Murtaza 2013) حيث هدفت الدراسة الى التعرف على العوامل الأساسية في تحديد سعر السوق، وكذا مقارنته بالسعر الحقيقي، طبقت الدراسة على 14 مؤسسة والتي تمثل 70 بالمئة من إجمالي المؤسسات المدرجة ضمن الصناعات الكيماوية للفترة الممتدة (2005-2011) بسوق دكا للأوراق المالية (DSE) بينغلا داس. توصلت في شقها الاول بأنه لا توجد علاقة (كبيرة) قوية بين هذه المتغيرات المتمثلة في (EPS, ROE, PDSk ROA, FA/TA) وسعر السهم السوقي اذ توجد عوامل أخرى مفسرة للتباين المبالغ فيه بين السعر السوقي والسعر الحقيقي، وهذا ما فسّره الشق الثاني من الدراسة مما عزز هذه الحقيقة تأثير المعلومات الغير مصرح بها unauthorised information والإشاعات التي لها تأثير أكبر في تحديد أسعار المستحضرات الصيدلانية والصناعات الكيماوية، مما جعل المستثمرين مشككين جدا

¹ Voir: Parvane Azimi Dastgerdi, **Profitability Levels And The Relation Between Earnings, Equity Value And Equity Book Value**, Interdisciplinary Journal Of Contemporary Research In Business, Vol.4, No. 3, July 2012, Pp 295 – 305.

² Voir: Hossein Rezaei Dolat Abadi, Saeed Fathi, Mahmoud Alikhani, **Analyze The Impact Of Financial Variables On Stock Pricesof Tehran Stock Exchange Companies**, Interdisciplinary Journal Of Contemporary Research In Business, Vol.3, No.11, March 2012, Pp 151-157.

³ Michael Kosfeld, **Rumours and markets**, Journal of Mathematical Economics, Retrieved 12/05/2014. Form: <https://pure.uvt.nl/portal/files/528615/23.pdf>

⁴ صباح أسامة علي الشراب، اثر الإعلان عن توزيعات الأرباح على أسعار الأسهم المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية، رسالة ماجستير في المحاسبة والتمويل، غير منشورة، جامعة فلسطين، 2006، ص ص 60-61.

حول سوق الأوراق المالية (الأسهم) وانها لا تبدأ وأن توضع إجراءات صارمة ومنسقة ضد الشائعات الكاذبة في السوق والتقليل من فرصة زيادة السعر غير المنطقي لاستعادة ثقتهم في هذه السوق.¹

2. عوامل نفسية:

لقد أثبتت دراسة (Hoffmann & al. 2013) أن للعوامل النفسية تأثير على الأسعار مما تساهم في خلق الفقاعات المالية بشكل عام وإلى الأزمات المالية بشكل خاص. بحيث تتقلب تصورات المستثمرين بشكل كبير خلال الأزمة.²

جاءت دراستا (Yang & Li 2013)³ و (Ho & Hung)⁴ حول ما إذا كانت نوعية المعلومات الصادرة ومعنويات المستثمرين تتكيف مع نماذج تسعير الأصول المالية أم لا. ومنه أشارت الأدلة التجريبية للدراستين إلى أن لمعنويات المستثمرين دور هام في تسعير الأصول المالية.

بينما هدفت دراسة (Shan & Gong 2012) إلى توضيح آثار معنويات المستثمرين على عوائد الأسهم جراء وقوع الزلازل. وقد اتفقت نتائجها مع نظريات المالية السلوكية التي تتعلق بتحيزات معنويات المستثمرين وعوائد الأسهم، حيث أثبت أن التحيزات تؤثر على معنويات المستثمرين ومن ثم عوائد الأسهم.⁵ وأضافت دراسة (Schmeling 2009) دليلاً بأن تأثير النفسي على عوائد الأسهم أعلى بالنسبة للبلدان التي لديها قلة نزاهة بالسوق، وأكثر عرضة لسلوك القطيع كرد فعل مبالغ فيه.⁶

المطلب الثاني: النظريات المفسرة لسياسة توزيع الأرباح:

بالنسبة للنظريات التي يستند عليها مسيرؤ المؤسسة في اختيار سياسة التوزيع الأرباح، تتمثل في ثلاث نظريات. الأولى تتمثل في نظرية توزيع الفائض المتبقي، والتي تحدد في مضمونها نسبة الأرباح التي ينبغي توزيعها. ومع تطوّر النظرية المالية خاصة في علاقة المؤسسة المسعرة بمجهور المستثمرين في البورصة، ظهرت نظريتان لا تقلان

¹ Voir : Samina Haque, Murtaza Faruquee, **Impact of Fundamental Factors on Stock Price: A Case Based Approach on Pharmaceutical Companies Listed with Dhaka Stock Exchange**, International Journal of Business and Management Invention, Vol. 2 Issue.9, September 2013, p p 34 – 41.

² Voir : Arvid O.I. Hoffmann, Thomas Post, Joost M.E. Pennings, **Individual investor perceptions and behavior during the financial crisis**, Journal of Banking & Finance, Vol. 37, 2013, pp 60–74.

³ Voir: Chunpeng Yang, Jinfang Li, **Investor sentiment, information and asset pricing model, Economic Modelling**, Vol.35, 2013, pp 436–442.

⁴ Voir : Chienwei Ho, Chi-Hsiou Hung, **Investor Sentiment as Conditioning Information in Asset Pricing**, Retrieved 02/02/2014. Form:

⁵ Voir : Liwei Shan, Stephen X. Gong, **Investor sentiment and stock returns: Wenchuan Earthquake**, Finance Research Letters, Vol.9, 2012, pp 36–47.

⁶ Voir : Maik Schmeling, **Investor sentiment and stock returns: Some international evidence**, Journal of Empirical Finance, Vol.16, 2009, pp 394–408.

أهمية عن السابقة في تفسيرها لسياسة توزيع الأرباح، والمتمثلتان في نظرية التأثير الضريبي ونظرية المحتوى الإعلامي للإعلان عن التوزيعات¹ (نظرية الإشارة). والتي يتم استعراضها كما يلي:

أولاً: نظرية المتبقي من توزيعات الأرباح The Residual Theory of Dividends

نظرية المتبقي من الأرباح هي إحدى مدارس الفكر التي تقترح بأن المؤسسة يجب أن لا تقوم بتوزيع الأرباح على المساهمين إلا بعد أن تكون قد قامت بتمويل كافة المشاريع الاستثمارية المرهجة. أي أن المؤسسة تقوم بتوزيع الأرباح من الأموال التي بقيت فيها بعد اخذ كل المشاريع الجديدة إقتصادياً للمؤسسة. وباستخدام هذه النظرية،² فإن المؤسسة ستتعامل مع قرار توزيع الأرباح عن طريق الثلاث خطوات التالية:

الخطوة الأولى: تحديد المستوى المثالي من المصارف الرأسمالية.

الخطوة الثانية: استخدام نسب الهيكل المالي المثالي لتحديد كمية أموال الملكية التي تحتاجها المؤسسة لدعم المصاريف الرأسمالية التي تم تحديدها بالخطوة الأولى.

الخطوة الثالثة: لأن تكلفة الأرباح المحتجزة أقل من تكلفة الأسهم العادية الجديدة على المؤسسة، يتم استخدام الأرباح المحتجزة لتلبية احتياجات المؤسسة. أما إذا كانت هذه الأرباح أكثر من الاحتياجات المطلوبة، يتم توزيع الباقي **Residual** على المساهمين كتوزيعات أرباح. بناءً على هذه النظرية، أصحابها يجادلون على أن توفر هذه الأموال يجعل إدارة المؤسسة قادرة بشكل كبير وفعال على المنافسة مع المؤسسات الأخرى. بينما إذا كانت غير قادرة على الاستثمار بربحها وتحقيق معدل عائد أكبر من العائد المطلوب، فإن عليها توزيع جميع أرباحها التي حققتها على المساهمين في المؤسسة. هذه النظرية تقترح بأن توزيعات الأرباح تمثل ما تبقى من الأرباح وليس قرار فعال يؤثر على قيمة المؤسسة السوقية*. بإعتبار أن سبب رفع قيمة المؤسسة راجع إلى أساس وجود برامج استثمارية يتولد عنها عائد يفوق العائد المطلوب.³ على كل حال، فإن بعض الدراسات بينت أن تغيير كبير في توزيعات الأرباح يؤثر على سهم المؤسسة في السوق، أين جادل Miller and Modigliani استحباباً لهذا الكلام بأن هذا سببه المحتوى المعلوماتي لتوزيعات الأرباح بالنسبة للأرباح المستقبلية والتي سوف نوضحها بالنقطة الموالية.

1 هوارى سويسى، تقييم المؤسسة ودوره في اتخاذ القرار في إطار التحولات الاقتصادية بالجزائر، اطروحة دكتوراه في علوم التسيير، جامعة الجزائر، غير منشورة، 2008، ص 209.

2 فايز سليم حداد، الإدارة المالية، دار حامد للنشر والتوزيع، الاردن- عمان، الطبعة الثانية، 2009، ص 304.

* هذا الاقتراح يتماشى مع نظرية عدم ملائمة الأرباح التي وضعها Miller and Modigliani، 1961 والتي تنص على أن قيمة المؤسسة تحدد فقط بالأرباح التي تحققها المؤسسة ومخاطر استثماراتها، وأن أسلوب تقسيم الأرباح على شكل توزيعات أرباح أو أرباح محتجزة يتم إعادة استثمارها لا يؤثر على قيمة المؤسسة.³ هوارى سويسى مرجع سابق، ص 209.

ثانياً: نظرية الإشارة او نظرية المحتوى المعلوماتي:

تنص هذه النظرية على أن اهتمام المستثمرين بتقييم التغيرات في توزيعات الأرباح وسعر السهم سواء بالزيادة أو بالنقصان، ليس بالضرورة ترجمة لتفضيل هؤلاء المستثمرين لتوزيعات الأرباح على إحتجازها، بل تغير سعر السهم إنما هو نتيجة لإنعكاس المعلومات المهمة التي يحملها إعلان توزيعات الأرباح.¹ إذ يمكن لإدارة المؤسسة التأثير على سوق الأوراق المالية، وبصفة خاصة في حالة اتّصافه بحالة عدم الكفاءة التامة وذلك من خلال إرسالها لرسائل أو إشارات معينة تؤدي الى ترجمتها على أن المؤسسة تتمتع بأداء جيد مما يؤدي الى ارتفاع القيمة السوقية لأوراقها المتداولة.²

زيادة التوزيعات يعتبر نبأً جيداً من اجل إبلاغ السوق بارتفاع متوسط النتائج المتوقعة مقارنة بالسنة السابقة، فإذا كانت هذه المعلومات غير متوقعة في السوق المالي، فإن الإعلان عنها سوف يؤدي الى ارتفاع الأسعار وهذه النتيجة تشير الى أن تغير السعر لا ينتج عن التوزيعات وإنما المعلومات المرتبطة بأفاق النمو في نتائج المؤسسة بينما انخفاض التوزيعات او تأجيل توزيعها يوحي بأبناء سيئة تؤدي الى انخفاض القيمة البورصية للسهم.³ ماسبق ينجر من عدم إمكانية متابعة حملة الأسهم للنشاط الفعلي للمؤسسة وبالتالي يكون سبب في متابعة سياسة المؤسسة بشأن التوزيعات كمؤشر لكفاءة المسيرين، وفي الواقع العملي تقوم المؤسسات المدرجة في كثير من الحالات بإعلان توقعاتهم بشأن الأرباح، كما تقوم بتصحيح تلك التوقعات للوصول الى إعطاء إشارات للسوق.⁴

ثالثاً: نظرية التمييز الضريبي Tax Differential Theory

تحاول هذه النظرية توضيح اثر الضريبة على تفضيل المستثمر والتي تبناها Lizenberger and Ramaswang⁵ حيث تقضي بأنه طالما أن معدل الضريبة على التوزيعات يفوق معدل الضريبة على الأرباح الرأسمالية،⁶ فإنه من صالح المستثمر أن يحصل على نصيبه من أرباح المؤسسة في صورة أرباح رأسمالية.⁷ تقوم هذه

¹ محمد زرقون، أثر الاكتتاب العام على سياسات توزيع الأرباح في المؤسسات الاقتصادية المسعرة في البورصة - دراسة تحليلية مقارنة لمؤسسة تسيير فندق الأوراسي الجزائر - مجلة الباحث، العدد 08، جامعة ورقلة - الجزائر، 2010، ص 87.

² هوارى سويسي، مرجع سابق، ص 210.

³ حورية بديدة، مرجع سابق، ص 108.

⁴ هوارى سويسي، مرجع سابق، ص 210-211.

⁵ محمد زرقون، مرجع سابق، ص 87.

⁶ منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في هيكل تمويل المؤسسات، منشأة المعارف، الإسكندرية - مصر، 2005، ص 362.

⁷ حورية بديدة، مرجع سابق، ص 106.

النظرية على مبدأ أن المستثمر يفضل الإحتجاز على التوزيعات بسبب التمييز الضريبي، ووفقا لهذا المنظور يجب على المؤسسات أن تدبّي التوزيعات النقدية الى أدنى مستوى إذا كانت راغبة في تعظيم قيمة الأسهم،¹

وهكذا يمكن القول بأنه إذا كان ميلر ومدكلياني يعتقدان في عدم وجود تأثير لسياسة التوزيعات على القيمة السوقية للمؤسسة، وإذا كان فوردون ولتنر يعتقدان في ان توزيع الأرباح من شأنه أن يسهم في تعظيم ثروة الملاك، فإن نظرية التمييز الضريبي تكشف عن إحتجاز الأرباح وليس توزيعها هو الذي يسهم في تعظيم ثروة الملاك*. وبالتالي يترك اثره الايجابي بالتبعية على القيمة السوقية للمؤسسة، وكأننا أمام نظرية عكسية لنظرية عصفور في اليد، ترى أن عصفور على الشجرة وهو ذات قيمة أكبر من نظرية عصفور في اليد.²

غير أن ما سبق قد يطرح إشكالا في حالة تباين معدل الضريبة على التوزيعات والأرباح الرأسمالية، إذ يترتب عن هذا التباين ظاهرة يطلق عليها ضلّة التوزيعات. Dividend Tilt وتعني تلك الظاهرة أن سهم المؤسسة التي تجري توزيعات، يجب أن يحقق عائد قبل الضريبة يزيد عن العائد الذي يحققه سهم مؤسسة أخرى تنتمي الى نفس فئة المخاطر ولكنها تحتجز الأرباح. وهذه الزيادة ينبغي أن تكون كافية للتعويض عن الفرق بين المعدل الفعلي للضريبة على التوزيعات والأرباح الرأسمالية. هذا الاستنتاج يقودنا الى وجهة كل من نظر فارار وسلوين في شأن تأثير النظام الضريبي على سياسة التوزيعات. وذلك في ضل افتراض إختلاف معدل الضريبة على التوزيعات عن معدل الضريبة على الأرباح الرأسمالية وكإمتداد لهذه الدراسة نصل الى وجهة نظر Brennan والتي حاولت بدورها في الكيفية التي تؤثر بها سياسات توزيع الأرباح على القيمة السوقية للسهم.³

¹ محمد زرقون، مرجع سابق ص 87.

* هذا الاقتراح يتماشى مع نظرية عدم ملائمة الأرباح التي وضعها Miller and Modigliani, 1961 والتي تنص على أن قيمة المؤسسة تحدّد فقط بالأرباح التي تحققها المؤسسة ومخاطر استثماراتها، وان أسلوب تقسيم الأرباح على شكل توزيعات أرباح أو أرباح محتجزة يتم إعادة استثمارها لا يؤثر على قيمة المؤسسة.

² منير ابراهيم الهندي، مرجع سابق ص ص 342-343.

³ ولمزيد من التفاصيل انظر: منير ابراهيم الهندي ص ص 344-349. أيضا حورية بديدة 2011 ص ص 106-108، هوارى سويسى 2008 ص ص 209-210.

المطلب الثالث: محددات سياسة توزيع الأرباح

أولاً: مفهوم سياسة توزيع الأرباح: يمكن تعريف سياسة توزيع الأرباح بأنها:

✓ التوزيعات هي الصورة العكسية للأرباح المحتجزة، ومن ثم فإن سياسة التوزيعات ما هي إلا المفاضلة بين توزيع الأرباح وإحتجازها بغرض إعادة استثمارها. وعادة ما تشير سياسة توزيع الأرباح إلى النسبة التي ينبغي توزيعها من الأرباح المحققة؛¹

✓ سياسة توزيع الأرباح تعني نسبة الربح الذي يتم توزيعه على المساهمين، وتعتبر سياسة توزيع الأرباح الحلقة المفقودة بين التوزيعات والنمو، الذي يجعلها كذلك كون أن لها تأثير في ذات الوقت على مستوى كل من التوزيعات ومعدل النمو.²

ثانياً: 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 وإرتبطت عملية توزيع الأرباح في مؤسسات المساهمة بالتواريخ المهمة التالية³:

1. تاريخ الإعلان عن التوزيع: هو ذلك التاريخ التي تتخذ فيه الهيئة العامة للمؤسسة قراراً بإعلان عن توزيع أرباح، أي يوزع الربح الصافي أو جزء منه على الأعضاء حسب أسهمهم أو حصصهم وذلك بعد إستيفاء جميع الإقتطاعات 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.
2. 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.
3. 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 مرتبطاً بحامل الأسهم حتى قبل أيام قليلة - غالباً المدة تكون ثلاث أيام-** من تاريخ السجل.

¹ منير إبراهيم هندي، مرجع سابق، ص 307.

² عبد الغفار حنفي، رسمية قرياقص، أساسيات التمويل والإدارة المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية - مصر، 2004، ص 386.

* عادة ما يجري توزيع الأرباح دورياً، سواء كان ذلك على أساس ربع سنوي أو نصف سنوي أو سنوي.

³ هاشم حسن حسين، العوامل المؤثرة على سياسة توزيع الأرباح في مؤسسات المساهمة، العدد 17، 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 لبائعه وليس لمشتريه الحق في التوزيعات. مع الملاحظة أن يوم إبرام الصفقة يدخل ضمن أيام العمل الأربيع التي يتحدد على أساسها الحق في التوزيعات (منير إبراهيم هندي ص 389).

4. تاريخ الدفع: هو التاريخ الذي تقوم به المؤسسة فعلياً بإصدار شيكات توزيع الأرباح وإرسالها للمساهمين كل حسب حصته.

ثالثاً: بدائل وأشكال الأرباح الموزعة: هناك عدة أشكال من سياسات التوزيعات المتاحة أمام مدراء المؤسسة فإما أن توزع الأرباح نقداً وإما في شكل أسهم.

1. سياسة التوزيعات النقدية: وهي السياسة الطبيعية لتوزيع الأرباح وتأخذ هذه السياسة عدة أشكال، فقد توزع المؤسسة إجمالي أرباح الأسهم انطلاقاً من فكرة تفضيل المساهمين على أكبر قدر ممكن من الأرباح. أو تقوم بإستثمار كل أرباحها، أي غياب التوزيعات واحتجازها.

إلا أنه في الواقع العملي مهما تبلغ مزايا السياستين المذكورتين أنفاً من النادر جداً أن توجد مؤسسات تقوم بالاحتفاظ بجميع أرباحها أو بتوزيعها بالكامل. وهذا ما أدركته سياسة توزيع الباقي من الأرباح أي تغطية المشاريع المرجحة وتوزيع الباقي على حملة الأسهم*. في ضوء ما سبق نجد أن المؤسسات تميل إلى التوزيعات المستقرة، وهنا لا يقتصر وصف الاستقرار على التوزيعات التي تتميز بالثبات من سنة لأخرى. فالتوزيعات التي تزداد من عام إلى آخر أو تنخفض من عام لآخر بانتظام يمكن أن توصف أيضاً بأنها مستقرة. بعبارة أخرى يقصد باستقرار التوزيعات استقرار نمط تلك التوزيعات ويفضل المستثمرون سياسة التوزيعات التي تتصف بالاستقرار لأنها تزيد من التأكد في الأذهان، فمثل هذا النمط يمكن أن يترك آثاراً إيجابية على قدرة المؤسسة على جذب المستثمرين الراغبين في شراء أسهمها و بالتالي رفع قيمتها*. وحتى إذا أخذ نمط الاستقرار ثبات نصيب السهم من التوزيعات، فقد يسهم ذلك في جذب فريق المستثمرين الذين يعتمدون على التوزيعات كمصدر أساسي للدخل.¹ إن مفهوم الإستقرار قد يأخذ ثلاث صور²:

- استقرار نسبة الأرباح الموزعة: يقصد بذلك أن تكون نسبة الأرباح الموزعة (التوزيعات/ الأرباح المتولدة) ثابتة من سنة إلى أخرى غير أن هذا يعني من ناحية أخرى أن يتذبذب نصيب السهم من التوزيعات، نتيجة للتذبذب الذي قد يطرأ على الأرباح المتولدة.
- استقرار نصيب السهم من التوزيعات: يقصد بذلك استقرار المبلغ الذي يحصل عليه حامل السهم من سنة إلى أخرى. وقد يعني ذلك ثبات في القيمة المطلقة لنصيب السهم من التوزيعات.
- استقرار نصيب السهم من التوزيعات مع توزيعات إضافية: يقصد بذلك ثبات المبلغ الذي يحصل عليه حامل السهم من توزيعات، مع إجراء توزيعات إضافية في السنوات التي يتحقق فيها مستوى عالٍ من الأرباح.

* لمزيد من الاطلاع انظر: حورية بديدة، ص 48-49، و علي بن الضب، ص 130-131.

** تقاس قيمة المؤسسة بمدى إقبال المساهمين على شراء أسهمها.

¹ منير إبراهيم هندي، مرجع سابق، ص 328-329.

² المرجع نفسه، ص 332.

وفي الولايات المتحدة الأمريكية، يندر أن تتبع السياسة الأولى، في الوقت الذي تسود فيه السياسة الثانية. إما السياسة الثالثة فيتبعها عدد محدود من المؤسسات، وهي عادة مؤسسات كبيرة، ومن أمثلها مؤسسة جنرال موتورز.

2. التوزيعات في شكل أسهم

— **الأسهم المجانية:** تمثل الأسهم المجانية شكل من أشكال توزيع الربح* الذي تتبناه إدارة المؤسسة ضمن سياسة توزيع الأرباح¹. يقصد بالتوزيعات في صورة أسهم مجانية إعطاء المستثمر عدد من الأسهم بدلا من إعطائه توزيعات نقدية. ويتحدد نصيب كل مستثمر من هذه التوزيعات بنسبة ما يملك من أسهم المؤسسة.²

بناء على ما تقدم نجد أن هذه التوزيعات لا تضيف أي قيمة حقيقية، وإنما الاستجابة والتأثير ترتبط بتوقعات السوق حول قدرة الإدارة بالحفاظ على أرباح مستقبلية كافية لإحداث التغيير في التوزيعات النقدية المتوقعة*. وعليه يمكن تحديد المحتوى المعلوماتي للأسهم المجانية وفق بعدين³:

- بعد التمويل، من خلال منح مرونة أكبر بإحتجاز الأرباح وتوسيع قاعدة رأس المال بعد إقناع حملة الأسهم عبر التوقعات المستقبلية والتوزيعات النقدية.
- بعد المعلومات إذ أن الإعلان عن هذه التوزيعات عبارة عن إشارة الى السوق عن توقعات الإدارة بشأن أداء المؤسسة مستقبلا، وبالتالي الانعكاس الايجابي للمعلومات الجديدة على أسعار الأسهم.

هذا ما أوضحته دراسة (فؤاد ارشد التميمي) إذ نجد أن بعد التمويل فسر حوالي 80% من اغلب الظاهرة بين المؤسسات الأردنية في بورصة عمان، في حين فسر بعد المعلومات 20% من اغلب هذه الظاهرة أي أن عينة الدراسة تميل الى تغليب فرضية الإحتجاز، وإذا ما استمر هذا التفضيل فانه بالتأكيد يؤدي الى إغراق السوق بالمعروض من الأسهم دون أن ترافقه إشارات ايجابية عن أداء المؤسسات مستقبلا، الأمر الذي ينعكس على أسعار الأسهم السوقية.⁴

* هناك من يرى أن توزيع الأرباح في شكل أسهم لا يعتبر توزيعا بمعنى الكلمة بل هو عبارة عن شكل من أشكال إعادة الرملة أو الهيكلة بمعنى إحداث تغير في هيكل رأس المال لإحداث تغيير في حجم الأوراق المالية المصدرة والمتداولة

¹ أرشد فؤاد مجيد التميمي، المحتوى المعلوماتي للإعلان عن توزيعات أسهم المنحة دراسة تطبيقية على سوق عمان المالي، ص 05 نقلا عن الموقع:

<http://www.iasj.net/iasj?func=fulltext&aid=50940>

² منير ابراهيم هندي، مرجع سابق، ص 381.

** إذا تم توزيع أسهم مجانية واستخدام النقد لدفع التزامات وديون قديمة على المؤسسة، فإن ذلك قد يؤدي الى انخفاض في القيمة السوقية للمؤسسة.

³ أرشد فؤاد مجيد التميمي، مرجع سابق، ص 05-07.

⁴ أنظر: أرشد فؤاد مجيد التميمي، مرجع سابق.

— تجزئة أو تقسيم الأسهم: **Stock Splits** تجزئة السهم هي إحدى الطرق التي تستخدمها المؤسسة لتخفيض سعر سهم المؤسسة في السوق وذلك عن طريق زيادة عدد الأسهم التي تعود لكل مساهم.¹ فمثلاً إذا تقرر المؤسسة تجزئة السهم الواحد الى سهمين، فبذلك يحصل من يمتلك سهم واحد على سهمين مقابل ذلك السهم.² إن تجزئة الأسهم لا تبدأ أن تسفر عن انخفاض نصيب السهم في الأرباح والتوزيعات، وهو الأمر الذي يؤدي في النهاية الى انخفاض القيمة السوقية للسهم، بما يحقق له سيولة أفضل.³

هناك ثلاث مبررات أساسية لقرار التوزيعات في صورة أسهم مجانية وقرار تجزئة الأسهم، تتمثل في التأثير على القيمة السوقية للسهم، والتأثير على مقدار التوزيعات، وإزالة الحاجز النفسي لبيع الأسهم.⁴

— إعادة شراء الأسهم: قد تلجأ المؤسسة في بعض الظروف الى إعادة شراء أسهمها العادية التي أصدرتها، ومثل هذه الإجراءات تؤدي الى خلق ما يسمى بالأسهم النقدية Treasury Stock وهي عبارة عن سهم سبق إصداره ثم أعيد شرائه بأحد الطريقتين، فقد يشتري من سوق مفتوحة Open Market حيث يتاح لاي مستثمر شراء الأسهم التي يرغبها، وقد يتم الشراء من خلال ما يسمى بعروض المناقصات Offers Tender لعدد من الأسهم وبسعر محدد وبصفة عامة تحدث عملية إعادة الشراء إذا كان سعر السهم السوقى اقل من قيمته الحقيقية الاقتصادية.⁶

إن استخدام إعادة الشراء لعدم تشجيع الآخرين من الاستيلاء على المؤسسة، يتم بناء على الاعتقاد بأنه كلما قل عدد الأسهم المتداولة كلما قلت الفرصة في تحقيق أهداف الآخرين من الاستيلاء على المؤسسة، ويكون الحافز لهذه السياسة هو توزيع النقد الزائد على المساهمين.

تدعم إعادة شراء الأسهم ثروة المساهمين من خلال تخفيض عدد الأسهم المتداولة في السوق وبالتالي تزيد من صافي الربح للسهم العادي الواحد من الأرباح المحققة. وتبعث بإشارة إيجابية للمستثمرين في السوق بأن المؤسسة تعتقد أن سعر سهمها مقيم بأقل من قيمته الحقيقية. وكذلك تزود سعر السهم بحد أدنى مما يؤدي الى وقف انخفاضه إذا كان السهم متوجهاً نحو الانخفاض.⁷

¹ فايز سليم حداد، مرجع سابق ص 319.

² عبد الغفار حنفي، رممية قرياقص، مرجع سابق، ص 399.

³ منير ابراهيم الهندي، مرجع سابق، ص 373.

⁴ لمزيد من التفصيل انظر: منير ابراهيم الهندي، ص 375-382.

⁵ لمزيد من التفصيل حول كيفية إعادة الشراء انظر: منير ابراهيم الهندي، حورية بديدة .

⁶ عبد الغفار حنفي، رممية قرياقص، مرجع سابق، ص 401.

⁷ فايز سليم حداد، مرجع سابق، ص 321.

— **تجميع الأسهم:** تمثل هذه السياسة العملية المقابلة لتجزئة الأسهم، ويقصد بها تجميع عدد من الأسهم في سهم واحد جديد، أي تخفيض عدد الأسهم، مما يؤدي الى زيادة القيمة السوقية للسهم.¹ تلجأ المؤسسة إلى تخفيض عدد الأسهم عندما تنخفض القيمة السوقية للسهم الى درجة كبيرة، بسبب مشكلات خاصة تعاني منها، أو بسبب كساد عصف بالصناعة التي تنتمي إليها، ومن ثم فقد تلجأ الى هذا الإجراء رغبة في زيادة القيمة السوقية للسهم. وهكذا فإن قرار تخفيض عدد الأسهم ربما انطوى على محتوى معلومات **Informational Content** أو إشارات مالية **Financial Signal** عن مشكلات تعاني منها المؤسسة. لذلك عادة تتجنب اللجوء الى مثل هذا الإجراء، إلا في ظل ظروف قاهرة.²

رابعاً: 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.

1. رغبات المساهمين: على المؤسسة أن تتبع سياسة توزيعات لها تأثير إيجابي على ثروة المساهمين فيها. ونظراً لتضارب المصالح بين المساهمين، قد يكون من الصعب إتباع سياسة توزيع أرباح تخدم الجميع ويعود التباين في رغبات المساهمين والمستثمرين لعدد من العوامل وهي:³

— **الموقف الضريبي للمساهم:** تتضارب المصالح بين المساهمين نتيجة للاختلاف في التعامل مع الأرباح الموزعة والأرباح الرأسمالية فيما يخص الضريبة المفروضة عليها، وذلك لأنه غالباً تكون الضريبة على الأرباح الموزعة أعلى من الضريبة على الأرباح الرأسمالية، وعليه فالمساهم الذي ينتمي الى شريحة ضريبة عالية يفضل إحتجاز 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 الربح الموزع.

— **حاجة المساهمين لدخل جاري في مقابل حاجتهم لدخل مستقبلي:** هناك فئة من المساهمين يفضلون الأرباح الجارية منهم المتقاعدون وذوي الدخول الصغيرة وهم يمثلون صغار المستثمرين الذين يعتبرون التوزيعات مصدر دخل لهم، وبالتالي يعارضون الإحتجاز أو التوزيعات المنخفضة. على خلاف كبار المساهمين الذين يفضلون إحتجاز الأرباح على الأرباح الجارية وذلك لتخفيف العبء الضريبي عنهم. وعليه فان قرار المؤسسة يتفق مع فئة بينما يتعارض مع الفئة الأخرى.

1 حورية بديدة، تأثير سياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة المسعرة في السوق المالي - دراسة اختيارية وحدثه للمؤشر CAC 40 - خلال الفترة الممتدة ما بين

2007 و 2009، مذكرة ماجستير في علوم التسيير، تخصص مالية أسواق، غير منشورة، جامعة ورقلة، 2011، ص 56.

² منير ابراهيم الهندي مرجع سابق، ص 379.

³ هاشم حسن حسين، مرجع سابق، ص 217

2. **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.¹
3. **المردودية Profitability** مردودية المؤسسة تعتبر من العوامل المهمة التي تؤثر على توزيعات أرباحها، لان المؤسسة التي لديها مردودية مرتفعة مستعدة لدفع مبالغ أعلى في شكل توزيعات أي العلاقة بين المردودية وتوزيعات الأرباح علاقة إيجابية طردية.²

المبحث الثاني: الدراسات السابقة:

المطلب الأول: الدراسات باللغة العربية:

1- دراسة ارشد فؤاد مجيد التميمي (بدون تاريخ) ³ بعنوان:

المحتوى المعلوماتي للإعلان عن توزيعات أسهم المنحة دراسة تطبيقية على سوق عمان المالي، هدفت هذه الدراسة الى تحديد وتحليل المحتوى المعلوماتي للإعلان عن توزيعات أسهم مجانية من خلال البحث في الرؤية المعرفية لمحتوى الإعلان عن توزيعات الأسهم المجانية بوصفه شكل من أشكال سياسة توزيع الأرباح وكذا استطلاع وجهات نظر إدارة مؤسسات البحث حول الأغراض التي تسعى إليها من الإعلان عن توزيع أسهم مجانية ولإنجاز ذلك قام الباحث بإجراء دراسة حول المؤسسات المدرجة في سوق عمان للأوراق المالية التي قامت بتوزيع أسهم مجانية البالغ عددها 47 مؤسسة تتوزع بنسب متفاوتة حول كل من قطاع البنوك، قطاع التأمين، قطاع الخدمات وكذلك القطاع الصناعي في عام 2005 ولغرض تحقيق أهداف البحث تم تصميم استبانة وعرضها على عدد من الخبراء الأكاديميين وخبراء حقل العمل بإستخدام أسلوب التحليل العملي factoranalysis الى جانب استخدام بعض الإحصاءات الوصفية بالإضافة الى إستخدام baird samle test خلصت الدراسة الى 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 أي أن عينة الدراسة تميل الى تغليب فرضية الإحتجاز على توزيع أسهم مجانية وان مثل هذا التفضيل لفرضية الإحتجاز قد تعزّر بمعنوية

¹ المرجع نفسه ص 217.

² 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.

³ أنظر: ارشد فؤاد مجيد التميمي، مرجع سابق.

الفروقات الإحصائية بين السعرين وإذا ما استمر هذا التفضيل فإنه بالتأكيد يؤدي الى إغراق السوق بالمعروض من الأسهم دون أن يرافقه إشارات إيجابية عن أداء المؤسسات مستقبلا الأمر الذي ينعكس على أسعار الأسهم السوقية.

2- دراسة أمجد إبراهيم البراجنة (2009) ¹ بعنوان:

اختبار العلاقة بين توزيعات الأرباح وكل من القيمة السوقية والدفترية للأسهم المتداولة في سوق فلسطين للأوراق المالية.

هدفت هذه الدراسة الى قياس اثر التوزيعات على كل من اتجاهات أسعار الأسهم العادية (القيمة السوقية) و القيمة الدفترية للأسهم العادية كذلك قياس مدى تأثير سياسة الإحتجاز الأرباح على القيمتين والتعرف الى ما إذا كان الإقبال على تداول الأسهم يؤثر على القيمتين، تم تطبيق هذه الدراسة على مجمل المؤسسات المدرجة بسوق فلسطين للأوراق المالية والبالغ عددها 35 مؤسسة تتدرج تحت خمس قطاعات والمتمثلة في الاستثمار والصناعة، الخدمات، التأمين والبنوك خلال الفترة الممتدة 1997 - 2007 باستخدام المنهج التحليلي للقوائم المالية للمؤسسات العاملة في سوق فلسطين للأوراق المالية وقد تم استخدام تحليل الانحدار البسيط بين المتغير التابع والمتغير المستقل من اجل اختبار العلاقة بين المتغيرين وتحديد نوع العلاقة إن وجدت. وأسفرت النتائج بأنه توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين كل من معدل توزيع الأرباح وصافي التدفقات النقدية وكمية الأسهم المتداولة من جهة والقيمة السوقية للأسهم المتداولة من جهة أخرى، كذلك لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين كل من معدل توزيع القيمة الدفترية للأسهم المتداولة في سوق فلسطين للأوراق المالية.

3- دراسة إياد ظاهر محمد الجبوري (بدون تاريخ) ² بعنوان:

تأثير سياسة إعادة الشراء في تداول الأسهم في الأسواق المالية دراسة حالة بسوق دبي للوراق المالية كانت هذه الدراسة تهدف الى محاولة تحليل تأثير سياسة إعادة الشراء على أسعار الأسهم وإمكانية تحقيق عوائد من قبل المستثمرين المرتقبين ومقارنته بعائد القطاع وعائد السوق. تم تطبيق الدراسة على أسهم شركة إعمار العقارية في سوق دبي للأوراق المالية اخدا فترة قيام المؤسسة بتنفيذ سياسة إعادة الشراء والتي تم تنفيذها في جلسة تداول بتاريخ 2008/09/14 حيث تم مراقبة سعر إغلاق السهم خلال 10 جلسات تداول قبل وأثناء وبعد عملية تنفيذ السياسة. خلصت النتائج الى عدم وجود اختلاف ذا دلالة إحصائية بين متوسط عائد السهم قبل وبعد عملية تنفيذ سياسة إعادة الشراء التي تم الإعلان عنها هذا من جهة ومن جهة أخرى الى التوقيتات غير

¹ أنظر: أمجد إبراهيم البراجنة ، اختبار العلاقة بين توزيعات الأرباح وكل من القيمة السوقية و الدفترية للأسهم المتداولة في سوق فلسطين للأوراق المالية، رسالة ماجستير في المحاسبة والتمويل بكلية التجارة بالجامعة الإسلامية غزة - فلسطين، 2009.

² أنظر: إياد ظاهر محمد الجبوري، تأثير سياسة إعادة الشراء في تداول الاسهم في الاسواق المالية - دراسة حالة- كلية الإدارة والاقتصاد- جامعة بغداد، العراق، تم نقله بتاريخ: 2013/12/02، عن الموقع:

<http://www.iasj.net/iasj?func=fulltext&aid=3274>

المناسبة لتنفيذ سياسة إعادة الشراء والتي نفذت في ظل تأثير سوق دبي بالأزمة المالية. كما أشارت النتائج كذلك الى وجود معنوية قوية بين عائد سهم شركة إعمار والمؤسسات المماثلة في نفس القطاع كل على انفراد، وهذا ما يثبت أن عائد مؤسسة إعمار لم يتأثر بسياسة إعادة الشراء التي نفذت من قبل المؤسسة، إذ أن اتجاه سعر السهم كان بنفس اتجاه أسعار أسهم مؤسسات القطاع العقاري لجلسات التداول قبل وبعد تنفيذ هذه السياسة.

4- دراسة حورية بديدة (2011) ¹ بعنوان:

تأثير سياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة المسعرة في السوق المالي - دراسة اختباريه وحدثيه للمؤشر CAC 40 - خلال الفترة الممتدة ما بين 2007 و 2009

سعت الدراسة الى التعرف على مدى تأثير سياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة المسعرة في السوق المالي، ومن اجل القيام بالدراسة تم اخذ عينة تتكون من 33 مؤسسة مدرجة في مؤشر CAC40، حيث خلال الفترة الممتدة من 2007 الى غاية 2009. تم تقسيم البحث الى محورين، دراسة تأثير سياسة توزيع الأرباح (التوزيعات النقدية، إعادة شراء الأسهم، ربحية السهم) عن طريق الدراسة الاختبارية باستخدام نماذج الانحدار الخطي البسيط والمتعدد للكشف عن وجود تأثير. الى جانب دراسة تأثير المحتوى المعلوماتي لهذه السياسة على قيمة المؤسسة من خلال دراسة الحدث.

تم التوصل الى أن هناك تأثير لسياسة التوزيعات النقدية على قيمة المؤسسة بينما لا توجد علاقة خطية بين كل من إعادة شراء الأسهم وربحية السهم، كذلك تم التوصل الى عدم وجود تأثير للمحتوى الإعلامي لهذه السياسة على قيمة المؤسسة لمؤشر CAC40 .

5- دراسة محمد سلامة عناسوة وآخرون (2011) ² بعنوان:

أثر الأزمة المالية العالمية في العوائد غير العادية لأسهم المصارف الكويتية: دراسة حدث،

هدفت الى دراسة تأثير الأزمة المالية العالمية على العوائد غير العادية لأسهم المصارف الكويتية، ولتحقيق هذا الهدف استخدمت الدراسة منهجية دراسة الحدث، أي قياس تأثير حدث معين على عوائد الأسهم، وقد شملت عينة الدراسة جميع المصارف المدرجة بالسوق المالية الكويتية وعددها ثمانية مصارف. للفترة 2004-2008. أشارت النتائج الى عدم وجود تأثير ذي دلالة إحصائية للأزمة المالية العالمية على العوائد غير العادية لأسهم المصارف الكويتية. وبالتالي تعافى القطاع المصرفي الكويتي من التداعيات الحادة للأزمة المالية نتيجة للجهود التي بذلتها الجهات الحكومية في ضخ السيولة ودعم جانب الأصول والالتزامات للقطاع المصرفي، إذ ساعدت كل الجهود في زيادة الثقة في القطاع المصرفي بشكل خاص والسوق المالية الكويتية بشكل عام.

¹ أنظر: حورية بديدة، مرجع سابق.

² أنظر: محمد سلامة عناسوة، علام محمد حمدان، محمود حسني العتيبي، أثر الأزمة المالية العالمية في العوائد غير العادية لأسهم 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>

6- دراسة صباح أسامة علي الشراب (2006) ¹ بعنوان:

أثر الإعلان عن توزيعات الأرباح على أسعار أسهم المؤسسات المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية.

حاولت هذه الدراسة أن تقف وراء تغيرات الأسعار السوقية للأوراق المالية وكذا كمية وقيمة الأسهم المتداولة في السوق من خلال اثر الإعلان عن الأرباح الموزعة والمحتجزة في السوق، كما هدفت الى معرفة تأثير كل من صافي الأرباح، الأرباح النقدية الموزعة، الأرباح المحتجزة، وتاريخ الإعلان عن توزيع الأرباح النقدية على إقبال المستثمرين في سوق فلسطين الى شراء أسهم المؤسسات المدرجة به. طبقت هذه الدراسة على مع المؤسسات المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية البالغ عددها 28 مؤسسة خلال الفترة الممتدة من 1997 الى غاية سنة 2005. بإستخدام المنهج الوصفي التحليلي، أي تم إستعمال نموذج الانحدار المتعدد بين المتغيرات المستقلة والمتغير التابع. ولقد توصلت الدراسة الى انه توجد علاقة بين نصيب السهم من الأرباح وسعر السهم السوقى، حيث أن تأثير نصيب السهم من الأرباح النقدية اكبر تأثير من نصيب السهم من الأرباح المحتجزة على كل من سعر وقيمة تداول السهم السوقى.

المطلب الثاني: الدراسات باللغة الأجنبية:1- دراسة (Kanwal Iqbal Khan & al. (2011) ² بعنوان:**Can Dividend Decisions Affect the Stock Prices: A Case of Dividend Paying Companies of KSE**

هدفت الدراسة الى قياس تأثير سياسة توزيع الأرباح على أسعار الأسهم، من خلال اخذ كل من: ربحية السهم، الربح بعد الضرائب والعائد على حقوق المساهمين كمتغيرات مستقلة للدراسة. تم اختيار عينة من 55 مؤسسة مدرجة في مؤشر KSE-100 في بورصة كراتشي - باكستان للفترة من 2001-2010. بإستخدام نماذج تحليل الانحدار الخطي المتعدد لتحديد العلاقة بين سياسة توزيع الأرباح وأسعار الأسهم. وتشير النتائج إلى أن الربح الموزع إلى السعر، ربحية السهم، العائد على حقوق المساهمين والأرباح بعد الضرائب ترتبط بشكل إيجابي مع أسعار الأسهم في حين أن نسبة الاحتفاظ لديها علاقة سلبية مع أسعار الأسهم. هذا ما يفسر أن المستثمرين يفضلون الأرباح، لتوفيرها إشارة عن مدى نجاح المؤسسة وهو ما يفسر التغيرات في أسعار الأسهم.

¹ أنظر: صباح أسامة علي الشراب، مرجع سابق.

² 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.

على الرغم من أن هذه النتائج تعكس الإقتصاديات الناشئة مثل باكستان إلا انه لا يمكن الاعتماد عليها في حالة إقتصاد متطور.

2- دراسة (Thanwarat Suwana (2012) ¹ بعنوان

Impacts of Dividend Announcement on Stock Return

هدفت الى 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 يوما. بالإضافة إلى ذلك، يتم تحديد رد فعل أسعار الأسهم إلى إعلان توزيع أرباح أيضا. أشارت النتائج إلى أن أسعار الأسهم تتحرك صعودا بشكل ملحوظ بعد الإعلان عن توزيعات الأرباح وكشفت الإحصائيات الى وجود عوائد غير طبيعية (AR) وعوائد غير طبيعية تراكمية (CAR)، كما أن إعلان المؤسسة عن سياسة توزيع أرباحها تعد إشارة الى السوق بمعالجة آفاقها المستقبلية، الأمر الذي سيؤدي الى التغيير في أسعار أسهمها دراسة (Petros Jecheche (n.d) ² بعنوان:

Dividend policy and stock price volatility: a case of the Zimbabwe stock exchange

تحاول هذه الدراسة تحديد أثر سياسة توزيع الأرباح على تقلبات أسعار الأسهم وقد اشتملت على عينة مكونة من 60 مؤسسة مدرجة في بورصة زيمبابوي خلال الفترة 2001 - 2011. باستخدام نماذج تحليل الانحدار المتعدد لتحليل العلاقة بين تقلب سعر السهم وسياسة توزيع الأرباح، إستخدمت الدراسة حجم الشركة، تقلبات الأرباح، الرافعة المالية، ونمو الأصول لمقارنتها مع تقلبات سعر السهم وأشارت النتائج إلى أن كل متغيرات سياسة توزيع الأرباح (توزيعات الأرباح ونسبة توزيع) لديها تأثير كبير على تقلبات سعر السهم. وقد تم تقسيم نتائج الدراسة الى فترتين 2001 - 2008 فترة ما قبل العملات المتعددة و 2009 - 2011 فترة العملات المتعددة، حيث تم العثور على علاقة سلبية وكبيرة بين تقلبات الأسعار وتوزيعات الأرباح في فترة ما قبل العملات المتعددة، بينما وجود استجابة بين توزيعات الأرباح وتقلب سعر السهم خلال الفترة العملات متعددة (2009-2011). وإجمالا تشير النتائج إلى أن سياسة توزيع الأرباح تؤثر سلبا على تقلبات أسعار الأسهم.

¹ Voir : Thanwarat Suwana, Op.Cit.

² Voir: Petros Jecheche, **Dividend policy and stock price volatility: a case of the Zimbabwe stock exchange**, Journal of Comprehensive Research – Accounting & Finance, N.D
<http://connection.ebscohost.com/c/articles/78392038/>

المطلب الثالث: ما يميز الدراسة عن الدراسات السابقة

من خلال العرض السابق لنتائج الدراسات السابقة نجد منها من تناول سياسة توزيع الأرباح وإنعكاسها على أسعار أسهم المؤسسات المدرجة في سوق دبي للأوراق المالية من خلال الدراسات الإختبارية؛ تأثير متغيرات سياسة توزيع الأرباح ومدى تفسيرها للتغير في سعر السهم السوقي، وتوصلت في مجملها الى وجود علاقة في الاتجاه السلبي او الايجابي من خلال استخدام نماذج الانحدار الخطي المتعدد. ومنها من توجه نحو الدراسات الحديثة؛ التي تطلق على الدراسات التطبيقية في البحث عن العلاقة بين أسعار الأوراق المالية والأحداث المالية حيث تناولت دراسة سلامة عناسوة وآخرون (بدون تاريخ) اثر الأزمة المالية كحدث تتأثر به أسعار الأسهم ودراسة عادل عبد الفتاح الميهي حول الإعلان عن المعلومات المحاسبية وانعكاسها على سعر السهم بتطبيق خطوات دراسة الحدث.

بينما تميزت الدراسة الحالية عن ما سبق في كونها عاجلت سياسة توزيع الأرباح ولكن كحدث يتم من خلاله إرسال إشارات حول وضعية المؤسسة ودراسة حساسية سعر السهم باستخدام اختبارات t- test التي تعالج الفروقات في متوسط العوائد غير العادية قبل وبعد الإعلان.

اتفقت الدراسة الحالية مع دراسة (حورية بديدة 2011) ودراسة (Thanwarat Suwanna 2012) اللتان طبقتا على أسواق أوروبية من حيث الهدف، بينما اختلفت من حيث الفترة والعينة، اذ تعتبر دراسة حديثة تتناول موضوع المحتوى الإعلامي لتوزيعات الأرباح وأثره على سعر السهم تُطبق على سوق عربي وهو سوق دبي المالي.

خلاصة الفصل:

مما سبق قمنا بتسليط الضوء على سياسة توزيع الأرباح وعلاقتها بسعر السهم وذلك من خلال أشكال توزيعها كذلك النظريات المفسرة لهذه السياسة، وتم استنتاج أن للمؤسسة مصدرين تمويل عن طريق توزيعات الأرباح فإدا تم الاعتماد على المصدر الداخلي (التمويل الذاتي) فيشير قرار توزيع الأرباح الى انه قرار استثماري، أما إذا تم الاعتماد على المصدر الخارجي (إصدار أسهم أو سندات) يكون قرار توزيع الأرباح قرار تمويلي وفي كلا الحالتين انعكاس مباشر على سعر السهم أي تحديد السياسة من شأنه أن يعظم من قيمة السهم.

ولمعرفة أكثر ركّزنا في الشق الثاني من الفصل الى مجموعة من الدراسات ذات الصلة بالموضوع لعل ما ذهب إليه اهتمامنا كان صوب المحتوى الإعلامي لتوزيعات الأرباح كحدث تتأثر به الأسعار. هذا ما سنتطرق إليه بالفصل الموالي بإتباع أسلوب دراسة الحدث.

الفصل الثاني

دراسة حدث الإعلان عن

سياسة توزيعات الأرباح

تمهيد:

بعد التطرق في الفصل السابق الى الإطار النظري وكذا الدراسات السابقة، والتي لها صلة بموضوع بحثنا بصفة مباشرة، سنحاول في هذا الفصل دراسة الحدث حول الإعلان عن توزيعات الأرباح وانعكاسه على أسعار الأسهم السوقية للمؤسسات محل الدراسة والمدرجة بسوق دبي للأوراق المالية. تطبق دراسة الحدث على الدراسات التطبيقية، التي تهدف إلى بحث العلاقة بين أسعار الأوراق المالية والأحداث المالية.

ولتحقيق ذلك واختبار صحة فرضيات الدراسة تم تقسيم الفصل الى مبحثين، حيث يتم التطرق بالبحث الأول الى منهجية الدراسة والأدوات المستخدمة لمعالجة المعطيات، أما المبحث الثاني الى مناقشة نتائج الدراسة التطبيقية.

المبحث الأول: منهجية وأدوات الدراسة:

تتمثل البيانات والمعلومات المستخدمة في الدراسة لأسهم المؤسسات المدرجة في سوق دبي المالي؛ في القيم اليومية للأسهم وقيم مؤشر السوق، تم جمعها من المواقع الإلكترونية لسوق دبي للأوراق المالية* وللمؤسسات محل الدراسة، وكذا النشرات الشهرية والسنوية المنشورة على موقع سوق دبي للأوراق المالية التي تتمتع بمصادقية مقبولة. وقد تم التطرق في هذا المبحث إلى: الأسلوب المتبع في الدراسة ومصادر جمع البيانات، مجتمع الدراسة وعينتها، وكذا متغيرات الدراسة والأساليب الإحصائية المستخدمة لدراسة الحدث محل الدراسة.

المطلب الأول: مجتمع وعينة الدراسة:

يضم مجتمع الدراسة كافة المؤسسات المدرجة في سوق دبي للأوراق المالية أما عينة الدراسة فإقتصرت على المؤسسات التي قامت بتوزيع أرباحها خلال سنة 2011 والبالغ عددها 22 مؤسسة. وتم الاعتماد في الدراسة على 08 مؤسسات، ويرجع تقلص العينة أثناء عملية جمع المعطيات وفق للإعتبارات التالية:

- عدم توفر البيانات خلال فترة الحدث المتمثل في الإعلان عن توزيعات الأرباح؛
- عدم تداول الأسهم خلال فترة التقدير المتمثلة في 100 يوم قبل فترة الحدث وبالتالي يصعب تقدير الأسعار خلال فترة الحدث؛
- عدم توفر تواريخ الإعلان عن توزيعات الأرباح.

المطلب الثاني: منهجية الدراسة:

لقياس تأثير الإعلان عن سياسة توزيع الأرباح على أسعار الأسهم السوقية للمؤسسات المدرجة بسوق دبي للأوراق المالية تم استخدام دراسة الحدث event study methodology 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 (event day) يكون هناك معلومات غير عادية (unexpected information) هي التي يراد قياس تأثيرها على أسعار الأسهم.

* <http://www.dfm.ae>

تمر دراسة الحدث بالخطوات التالية:¹

أولاً: 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.

ثانياً: 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. أيضاً دراسة (Thanwarat Suwana 2012) حول Impacts of Announcment on Stock Return Dividende وذلك أيضاً بإستخدام منهجية دراسة الحدث بواقع نافذة حدث تقدر بـ 20 يوم قبل الحدث و20 يوم بعده. أمّا 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.

ثالثاً: تحديد فترة الإختبار (Test period): وهي الفترة التي تشمل يوم الحدث ونافذة الحدث.

رابعاً: تحديد فترة التقدير (Estimation period): وهي فترة تسبق نافذة الحدث، وفيها تكون الأحداث قد سارت بشكل طبيعي. كما يتم من خلالها تقدير معالم النموذج $(\alpha_i \beta_i)$ 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).

¹ تم الإعتداد بشكل أساسي لإتمام هذا الجزء على المراجع الآتية:

محمد نعيم الحلو 2010؛ حورية بديدة 2011؛ عادل عبد الفتاح الميهي (بدون تاريخ)؛ محمد سلامة عناسوة وآخرون (بدون تاريخ)، Thanwarat Suwana 2012 .

* تم أخذ تاريخ الحدث أي تاريخ الإعلان عن توزيع الأرباح لكل مؤسسة على حدى أي الفترة تختلف بإختلاف 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 لاحقاً.

خامسا: 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 باستخدام نموذج السوق إستنادا إلى دراسة (Thanwara Suwana 2012).

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

R_{it} : العائد المتوقع والمقدر للسهم i في الفترة t ؛

α_i, β_i : معلمات 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.

سادسا: قياس العائد غير العادي: (Anormal 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 مبطئة وهذا الفرق يعتمد على تحييد عوامل السوق ككل ومعرفة أثر المعلومات الخاصة بالمؤسسة فقط على أسعار الأسهم.

$$AR_{it} = R_{it} - \overline{R_{it}}$$

AR_{it} : العائد غير العادي للسهم i في الفترة t ؛

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

$\overline{R_{it}}$: العائد المتوقع للسهم i في الفترة t .

سابعا: 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:

$$AR_t = \frac{1}{N} \sum_{t=1}^n AR_t$$

يعكس هذا المتوسط تأثير حدث الإعلان عن توزيع الأرباح على أسعار الأسهم لتحديد العوامل الأخرى المرتبطة بالمؤسسة. إذا كان متوسط العائد غير العادي (AR_t) مساوي الصفر فهذا يعني عدم وجود محتوى إعلامي للإعلان عن توزيعات الأرباح. وإذا كان موجبا يعني وجود تأثير ايجابي بمعنى أن التوزيعات تحمل أخبار

سارة Good News، والعكس إذا كان سالبا، فهذا يعني أن توزيعات الأرباح تحمل أخبار سيئة Bad News. ويتم إختبار العلاقة بين العائد غير العادي وتوزيعات الأرباح وذلك خلال فترة الحدث باستعمال Spss20، وذلك من أجل إختبار معنوية تأثير الإعلان عن توزيعات الأرباح على أسعار الأسهم.

ثامنا: قياس التأثير التراكمي (Cumulative Abnormal Return (CAR_t) العائد غير العادي التراكمي (المجمع) هو مجموع العوائد غير العادية اللاحقة، ويتم قياس التأثير التراكمي من خلال حساب المتوسط التراكمي للعائد غير العادي، لمعرفة تأثير حدث الإعلان عن توزيعات الأرباح على أسعار الأسهم خلال فترة الحدث، ويتم حسابه كما يلي:

$$CAR_t = \sum_{t=-5}^t ART$$

المطلب الثالث: أدوات الدراسة:

تسعى الدراسة الحالية إلى إختبار الفروض التالية:

- توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين سعر السهم وكل من مؤشر السوق وسعر السهم في الفترة السابقة؛
 - توجد فروق ذات دلالة إحصائية في متوسط العائد غير العادي خلال فترة الحدث.
- ولتحقيق ذلك تم الاعتماد على الأدوات التالية:

بالنسبة للفرضية الأولى:

من بين الأساليب الكمية المستخدمة في عملية التنبؤ بالأسعار نماذج الإنحدار الخطي ويقصد بنموذج الإنحدار الخطي صياغة العلاقة بين ظاهرة معينة تابعة وعامل مفسر أو مجموعة من العوامل المفسرة لها وتصوير هذه العلاقة في شكل نموذج خطي إحصائي، ويمكننا أن نميز بين نوعين من هذه النماذج: نماذج الإنحدار الخطي البسيط، نماذج الإنحدار الخطي المتعدد.

يعتبر نموذج الإنحدار الخطي البسيط من أكثر النماذج شيوعا في الدراسة القياسية وذلك لسهولة إستخدامه وحساب معلماته وتطبيقاته، حيث يستخدم لتكوين العلاقة بين المتغير التابع بواسطة المتغير المستقل ويأخذ الشكل الجبري التالي:

$$Y_i = \beta_0 + \beta_1 X_1 + \epsilon_1$$

لكن مشكلات هذا النموذج انه لا يمكن إستخدامه في التنبؤ إلا في حالة إستخدام عامل مستقل واحد، ولكن إذا كان هناك أكثر من عامل في هذه الحالة يمكننا إستخدام نموذج الإنحدار الخطي المتعدد، فهذا الأخير هو

نموذج قياسي يعبر عن وجود علاقة خطية بين متغير تابع وأكثر من متغير مستقل وتكتب معادلته على الشكل التالي:

$$Y_i = \beta_0 + \beta_1 X_{i1} + \beta_2 X_{i2} + \dots + \beta_k X_{ki} + e_i$$

وفي كلا النموذجين نتبع نفس المراحل للقيام بالتنبؤ، حيث يجب أن تقوم بـ:

- 1- التحديد الدقيق للمتغيرات.
- 2- جمع البيانات الإحصائية للمتغيرات.
- 3- إختبار شكل المعادلة المناسبة: ويتم ذلك على أساس التحليل المنطقي لطبيعة الظواهر المدروسة والعلاقة الموضوعية بينهم.
- 4- تقدير معادلة الإنحدار.
- 5- وفي الأخير يجب إجراء الإختبارات اللازمة للتأكد من جودة النموذج وإمكانية إستخدامه قبل القيام بعملية التنبؤ، وعمليا يتم ذلك عن طريق إختبار جودة التوفيق بحساب عامل التحديد R^2 ومعامل الارتباط r ، كما يتم إختبار المعنوية الجزئية والكلية بإستخدام إختباري Student, ficher على التوالي.¹

تم الاعتماد في دراستنا على أسلوب الإنحدار الخطي المتعدد لإختبار الفرضية الأولى، ودراسة 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 والإختبارات التالية:

- إختبار (T-statistic): وهو إختبار معنوية معاملات كل متغير من المتغيرات المستقلة لمعرفة مدى معنويتها وأهميتها في النموذج.

¹ حنان بن عوالي، التنبؤ بالطلب لجزء مكمل من التخطيط الاستراتيجي، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة الشلف، الاكاديمية للدراسات الاجتماعية والسياسة والقانونية العدد 12، 2014، مقلا عن:

- إختبار (F-statistic): ويساعد في إختبار معنوية النموذج ككل، والذي تم التوصل إليه بأسلوب الإنحدار المتعدد.
- إختبار جودة التوفيق: لقياس القدرة التفسيرية للنموذج المعتمد، إذ يستخدم لذلك معامل التحديد المصحح (R^2) الذي يوضح نسبة المتغير التابع التي يمكن تفسيرها عن طريق المتغيرات المستقلة.
- إختبار الارتباط الذاتي للأخطاء: وذلك من الدرجة الأولى من خلال إحصائية Durbin-Watson، كذلك الارتباط الذاتي من الدرجة الثانية من خلال إختبار Breusch-Godfrey
- إختبار تجانس تباين الأخطاء: وذلك بواسطة إختبار ARCH-LM
- إختبار التوزيع الطبيعي للبواقي: لإختبار مدى توزيع البواقي طبيعياً توجد عدة إختبارات، نستخدم أشهرها إختبار Jarque-Bera

إما الفرضية الثانية: تم الاعتماد على إختبارات T-test حول المتوسطات وبالتحديد:

إختبار Paired samples t-test: وذلك لإختبار معنوية الفرق Paired samples t-test بين متوسطي المجتمعين الذين سحبنا منهما العينتين، هذا الإختبار يمكننا من وجود تأثير معنوي للعائد غير العادي من عدمه خلال فترة الحدث.

إختبار The independent samples t-tests: نستطيع من خلال هذا الإختبار التعرف إلى ما إذا كان هناك تأثير معنوي بين متوسط المتوسطات للعائد غير العادي قبل تاريخ الحدث وبين متوسط المتوسطات للعائد غير العادي بعد تاريخ الحدث.

تم إستخدام البرنامج الإحصائي Spss20. في تطبيق الأدوات سابقة الذكر.

المبحث الثاني: مناقشة نتائج التحليل الإحصائي واختبار الفرضيات

يتم التطرق في هذا المبحث من الدراسة إلى عرض وتحليل النتائج التي تم التوصل إليها من الإختبارات الإحصائية في كل من البرنامج الإحصائية EViews8، و Spss20 على أسهم المؤسسات محل الدراسة. والتوصل إلى استنتاجات للإجابة على الفرضيات.

المطلب الثاني: تقدير نموذج لقياس العائد غير العادي بالمؤسسات محل الدراسة:

تم تقدير أسعار فترة الحدث من خلال نموذج السوق على أساس أسلوب الإنحدار المتعدد، حيث تم إختبار ثمانية مؤسسات من السوق، تم اختيارها على أساس مؤسسات عينة الدراسة، بحيث قُدّر نموذج لكل مؤسسة على انفراد وذلك لغرض تقدير العائد غير العادي خلال فترة الحدث. ويتم إدراجها كالآتي:

أولاً: تقدير النموذج لمؤسسة ارامكس:

يتم تشخيص النموذج من خلال إجراء الإختبارات الإحصائية لمعرفة مدى صحة فرضيات الدراسة، ومدى تطابق المشاهدات مع القيم المحسوبة، وفي حالة تحقق ذلك يتم إستخدامه في تقدير الأسعار خلال فترة الحدث.

$$Y_i = \beta_0 + \beta_1 X_i + \beta_2 Y_{i-1} + \epsilon_i$$

1. تحليل الإنحدار الخطي المتعدد:

يبين الجدول رقم: (2_1) نتائج الإنحدار المتعدد، من أجل تقدير معالم النموذج وتحديد القدرة التفسيرية للنموذج وكذا المعنوية الكلية للنموذج.

• اختبار معنوية المعالم المقدرة :

الجدول (2 - 1) : نتائج الإنحدار المتعدد للنموذج المعتمد في مؤسسة ارامكس

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.285388	0.091721	3.111490	0.0025
XI	0.000203	6.24E-05	3.244381	0.0017
Y(-1)	0.695583	0.083337	8.346601	0.0000
R-squared	0.883254	Mean dependent var		2.125632
Adjusted R-squared	0.880475	S.D. dependent var		0.092657
S.E. of regression	0.032034	Akaike info criterion		-4.010174
Sum squared resid	0.086198	Schwarz criterion		-3.925143
Log likelihood	177.4426	Hannan-Quinn criter.		-3.975934
F-statistic	317.7565	Durbin-Watson stat		2.148946
Prob(F-statistic)	0.000000			

المصدر: مخرجات البرنامج الإحصائي Eviews8

• معنوية β_i :

$$H_0 : \beta_i = 0$$

$$H_1 : \beta_i \neq 0 / i = 1, 2.$$

H_0 : فرضية العدم: لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين سعر السهم وكلّ من مؤشر السوق وسعر السهم في الفترة السابقة.

H_1 : الفرضية البديلة: توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين سعر السهم وكلّ من مؤشر السوق وسعر السهم في الفترة السابقة.

لدينا من الجدول (2 - 1) أن القيمة الإحصائية للتغير المستقل XI تساوي (0.001) وهي أقل من مستوى المعنوية (0.05)، مما يعني قبول الفرضية البديلة H_1 ورفض فرضية العدم H_0 . أي أن β_1 تختلف معنوياً عن الصفر بمستوى دلالة 5%، وبناء عليه توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين مؤشر السوق وسعر السهم. أما بالنسبة للمعنوية الإحصائية لمقدر Y_1 أي سعر السهم في الفترة السابقة نجد أن القيمة الإحصائية للمقدر تساوي (0.0000) وهي أقل من مستوى المعنوية (0.05)، مما يعني قبول الفرضية البديلة H_1 ورفض فرضية العدم H_0

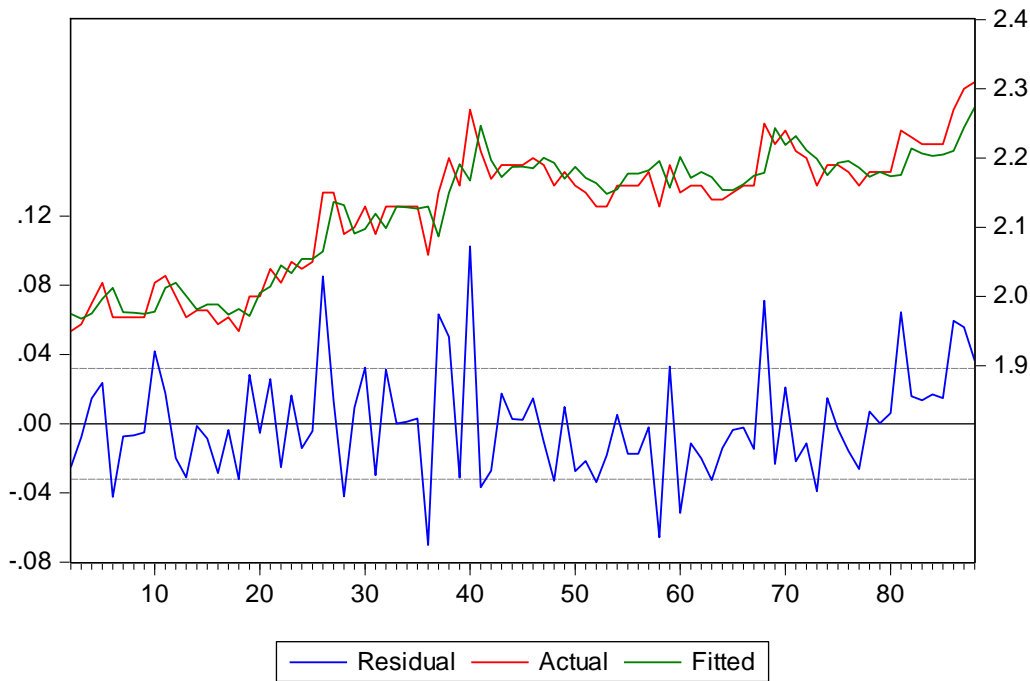
أي أن β_2 يختلف معنويًا عن الصفر بمستوى دلالة 5%، وبناءً عليه توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين السعر في الفترة السابقة للسهم وسعر السهم.

● المعنوية الكلية للنموذج:

يمكن إختبار مدى قبول هذا النموذج إحصائياً، وذلك من خلال إختبار المعنوية الإحصائية الكلية له، من خلال مستوى الدلالة المرفقة بإحصائية فيشر في الجدول (2 - 1) Prob(F-statistic)، والمقدرة بـ: 0.000 فهي أقل من نسبة المعنوية 0.05 (5%)، ومنه للنموذج معنوية إحصائية.

كما يمكن مقارنة السلسلة الأصلية مع السلسلة المقدرة لدالة سعر السهم، وهو ما يبينه الشكل التالي:

الشكل (2 - 1) : التمثيل البياني للقيم الحقيقية مع النموذج المقدر لسعر السهم في مؤسسة ارامكس



المصدر : مخرجات البرنامج الإحصائي Eviews8

● إختبار جودة التوفيق:

يقيس إختبار جودة التوفيق القدرة التفسيرية للنموذج. يمكن ملاحظة أن المتغيرات المستقلة للدراسة الحالية يفسّر 88.32% من التغير في السعر السوقي للسهم، حيث بلغ معامل التحديد R^2 88.32% ومعامل التحديد المعدّل Adjusted R^2 88.04%، وبالتالي القوة التفسيرية للنموذج قوية جداً.

2. إختبار الارتباط الذاتي بين الأخطاء:

هناك إختبارات كثيرة تمكنا من معرفة ما إذا كان هناك ارتباط ذاتي أم لا، لعل أشهر هذه الإختبارات إختبار Durbin-Watson. تشير إحصائية Durbin-Watson stat في الجدول رقم (2 - 1) والتي تساوي 2.14 الى عدم وجود ارتباط ذاتي بين الأخطاء، فهذه الإحصائية تقترب من 02 وتقع في منطقة قبول H_0 أي فرضية الاستقلالية.

3. : إختبار الارتباط الذاتي بين الأخطاء من الدرجة الثانية:

جدول رقم (2 - 2) نتائج إختبار Breusch-Godfrey للإندثار الخطي المتعدد

Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test:			
F-statistic	0.672102	Prob. F(2,82)	0.5134
Obs*R-squared	1.403165	Prob. Chi-Square(2)	0.4958

المصدر: مخرجات البرنامج الإحصائي Eviews8

للكشف عن وجود ارتباط ذاتي للأخطاء من الدرجة الثانية نستعمل إختبار Breusch-Godfrey، نلاحظ من الجدول رقم (2 - 2) أن القيمة الإحتمالية لـ F-statistic تساوي 0.513 وهي < 0.05 أي نقبل فرضية العدم H_0 ونرفض الفرضية البديلة H_1 . وبالتالي لا يوجد ارتباط ذاتي بين الأخطاء من الدرجة الثانية.

4. : إختبار تجانس تباين الأخطاء:

لإختبار مدى تجانس التباين نستخدم إختبار ARCH-LM، والذي يستخدم بكثرة خاصة في الأسواق المالية، حيث أن المتغيرات المالية في السوق تتميز بتقلبات تتغير بتغير الزمن وهذه التقلبات تتمثل في التباين الشرطي والتي تعبر عن المخاطرة في السوق المالي. كشفت نتائج هذا الإختبار على مايلي:

الجدول رقم (2 - 3): نتائج إختبار ARCH-LM للإندثار الخطي المتعدد

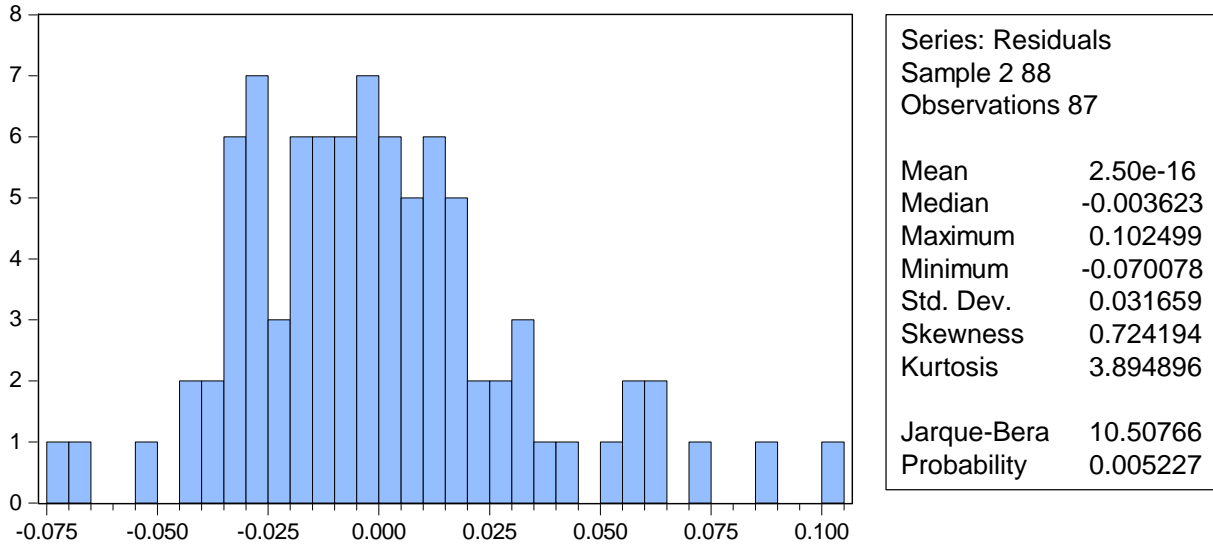
Heteroskedasticity Test: ARCH			
F-statistic	0.256322	Prob. F(1,84)	0.6140
Obs*R-squared	0.261626	Prob. Chi-Square(1)	0.6090

المصدر: مخرجات البرنامج الإحصائي Eviews8

نلاحظ من خلال الجدول (2 - 3) أن Prob(F-statistic) والتي تقدر بـ: 0.6140 أكبر نسبة المعنوية 0.05 (5%)، وبالتالي نقبل H_0 ونرفض H_1 أي يوجد تجانس في التباين .

5. إختبار التوزيع الطبيعي للبواقي:

لإختبار مدى توزيع البواقي طبيعياً توجد عدة إختبارات، نستخدم أشهرها إختبار Jarque-Bera ، والذي نتأجه ملخصة في الشكل التالي:



المصدر : مخرجات البرنامج الإحصائي Eviews8

نجد إحصائية إختبار Jarque-Bera تقدر بـ: 0.0052 وهي أكبر من 0.05 أي نقبل H_0 ونرفض H_1 وبالتالي تتبع التوزيع الطبيعي.

ثانياً: تقدير النموذج لمؤسسة الإمارات دبي الوطنية

$$Y_i = \beta_0 + \beta_1 X_i + \beta_2 Y_{i-1} + \epsilon_i$$

أولاً: تحليل الإنحدار الخطي المتعدد:

يبين الجدول رقم: (2_4) نتائج الإنحدار المتعدد، من أجل تقدير معالم النموذج وتحديد القدرة التفسيرية للنموذج وكذا المعنوية الكلية للنموذج.

• اختبار معنوية المعالم المقدرة:

الجدول رقم (2-4) نتائج تحليل الانحدار الخطي المتعدد في مؤسسة الإمارات دبي الوطنية

Dependent Variable: Y1 Method: Least Squares Date: 09/27/14 Time: 17:53 Sample (adjusted): 2 57 Included observations: 56 after adjustments				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.041115	0.080249	0.512346	0.6105
XI	-1.87E-07	4.63E-07	-0.404312	0.6876
Y1	0.992465	0.024367	40.72910	0.0000
R-squared	0.969507	Mean dependent var		3.273750
Adjusted R-squared	0.968356	S.D. dependent var		0.408410
S.E. of regression	0.072651	Akaike info criterion		-2.354229
Sum squared resid	0.279739	Schwarz criterion		-2.245728
Log likelihood	68.91840	Hannan-Quinn criter.		-2.312163
F-statistic	842.5541	Durbin-Watson stat		1.986978
Prob(F-statistic)	0.000000			

المصدر: مخرجات البرنامج الإحصائي Eviews8

معنوية β_i :

$$H_0 : \beta_i = 0$$

$$H_1 : \beta_i \neq 0 / i = 1,2.$$

H_0 : فرضية العدم: لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين سعر السهم وكلّ من مؤشر السوق وسعر السهم في الفترة السابقة.

H_1 : الفرضية البديلة: توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين سعر السهم وكلّ من مؤشر السوق وسعر السهم في الفترة السابقة.

لدينا من الجدول (2 - 4) أن القيمة الإحصائية للتغير المستقل XI تساوي (0.687) وهي أكبر من مستوى المعنوية (0.05)، مما يعني قبول فرضية العدم H_0 ورفض الفرضية البديلة H_1 . أي أن β_1 لا تختلف معنويًا عن الصفر بمستوى دلالة 5%، وبناء عليه لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين مؤشر السوق وسعر السهم. أما بالنسبة للمعنوية الإحصائية لمقدر (-1) γ أي سعر السهم في الفترة السابقة نجد أن القيمة الإحصائية للمقدر تساوي (0.0000) وهي أقل من مستوى المعنوية (0.05)، مما يعني قبول الفرضية البديلة H_1 ورفض الفرضية العدم H_0 أي أن β_2 يختلف معنويًا عن الصفر بمستوى دلالة 5%، وبناء عليه توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين السعر في الفترة السابقة للسهم وسعر السهم.

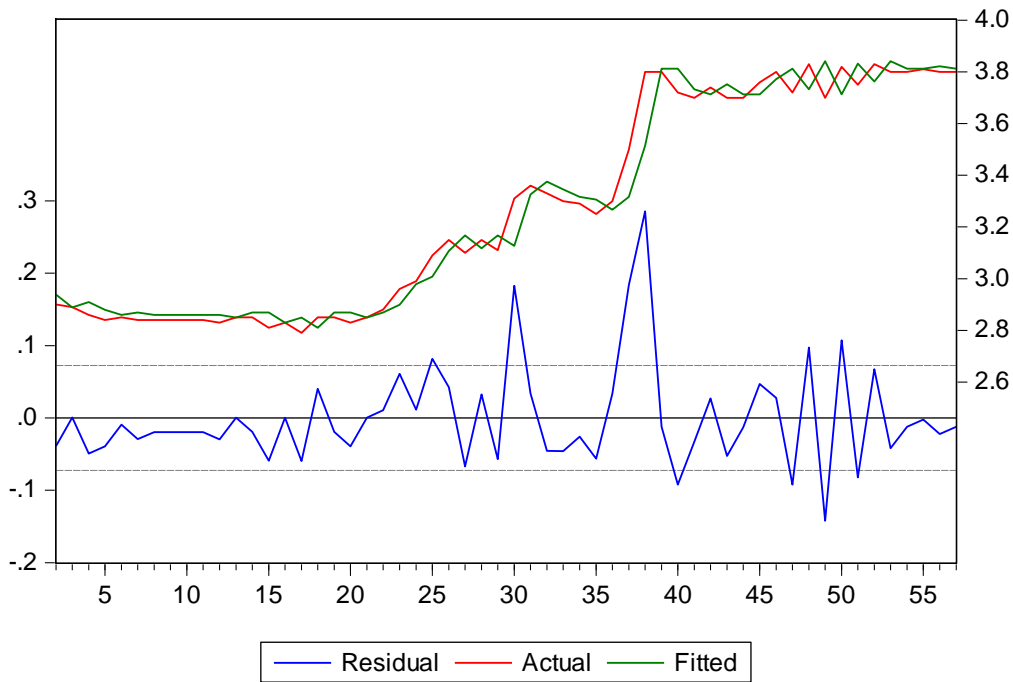
● المعنوية الكلية للنموذج:

يمكن إختبار مدى قبول هذا النموذج إحصائياً، وذلك من خلال اختار المعنوية الإحصائية الكلية له، من خلال مستوى الدلالة المرفقة بإحصائية فيشر في الجدول (2 - 4) Prob(F-statistic)، والمقدرة بـ: 0.000000، فهي أقل من نسبة المعنوية 0.05 (5%)، ومنه للنموذج معنوية إحصائية.

كما يمكن مقارنة السلسلة الأصلية مع السلسلة المقدرة لدالة سعر السهم ، وهو ما يبينه الشكل التالي:

الشكل (2 - 1) : التمثيل البياني للقيم الحقيقية مع النموذج المقدر لسعر السهم في مؤسسة الإمارات

دبي الوطنية



المصدر : مخرجات البرنامج الإحصائي Eviews8

● إختبار جودة التوفيق:

يقيس إختبار جودة التوفيق القدرة التفسيرية للنموذج. يمكن ملاحظة أن المتغيرات المستقلة للدراسة الحالية يفسّر 96.69% من التغير في السعر السوقي للسهم، حيث بلغ معامل التحديد R-squared 96.69% ومعامل التحديد المعدّل Adjusted R-squared 96.83%، وبالتالي القوة التفسيرية للنموذج قوية جدا.

2. إختبار الارتباط الذاتي بين الأخطاء من الدرجة الأولى:

هناك إختبارات كثيرة تمكننا من معرفة ما إذا كان هناك ارتباط ذاتي أم لا، لعل أشهر هذه الإختبارات إختبار Durbin-Watson stat. تشير إحصائية Durbin-Watson stat في الجدول رقم (2 - 4) والتي تساوي

1.98 إلى عدم وجود ارتباط ذاتي بين الأخطاء، فهذه الإحصائية تقترب من 02 وتقع في منطقة قبول H_0 أي فرضية الاستقلالية .

3. إختبار الارتباط الذاتي بين الأخطاء من الدرجة الثانية:

جدول رقم (2- 5) نتائج إختبار Breusch-Godfrey للإتحاد الخطي المتعدد

Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test:			
F-statistic	0.166037	Prob. F(2,51)	0.8475
Obs*R-squared	0.362272	Prob. Chi-Square(2)	0.8343

للكشف عن وجود ارتباط ذاتي للأخطاء من الدرجة الثانية نستعمل إختبار Breusch-Godfrey، نلاحظ من الجدول رقم (2- 5) ان القيمة الإحتمالية لـ F-statistic تساوي 0.8475 وهي $0.05 <$ أي نقبل فرضية العدم H_0 ونرفض الفرضية البديلة H_1 . وبالتالي لا يوجد ارتباط ذاتي من الدرجة الثانية.

4. : إختبار تجانس تباين الأخطاء

لإختبار مدى تجانس التباين نستخدم إختبار ARCH-LM، والذي يستخدم بكثرة خاصة في الأسواق المالية، حيث أن المتغيرات المالية في السوق تتميز بتقلبات تتغير بتغير الزمن وهذه التقلبات تتمثل في التباين الشرطي والتي تعبر عن المخاطرة في السوق المالي. كشفت نتائج هذا الإختبار على مايلي:

الجدول رقم (2 - 6): نتائج إختبار ARCH-LM للإتحاد الخطي المتعدد

Heteroskedasticity Test: ARCH			
F-statistic	3.935686	Prob. F(1,53)	0.0525
Obs*R-squared	3.801882	Prob. Chi-Square(1)	0.0512

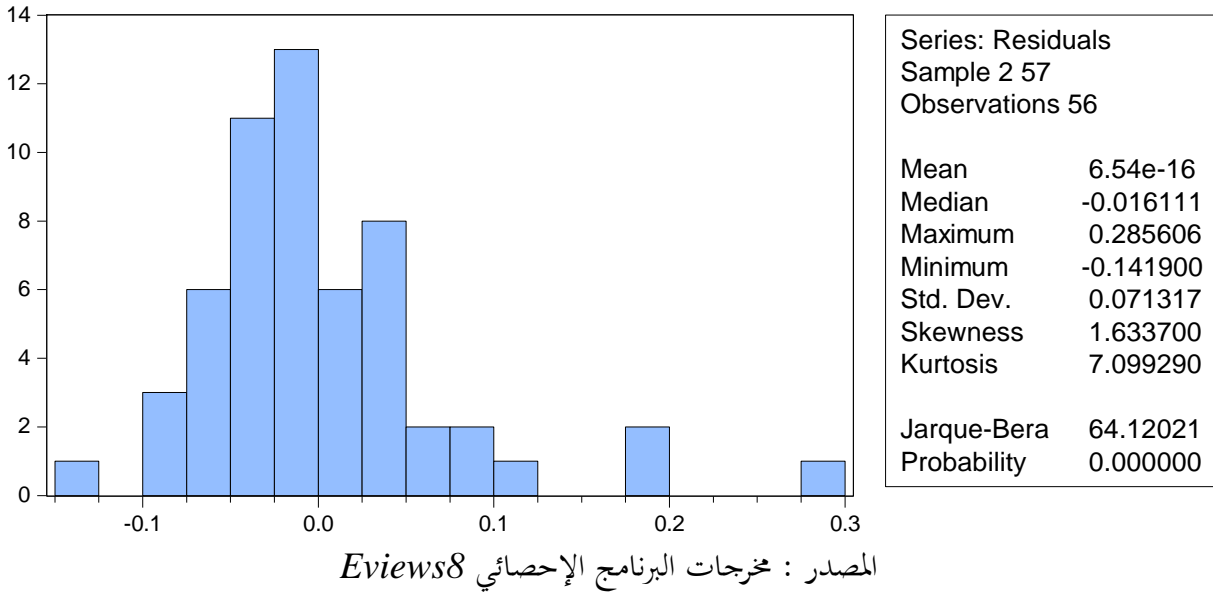
المصدر: مخرجات البرنامج الإحصائي Eviews8

نلاحظ من خلال الجدول (2- 6) أن Prob(F-statistic) والتي تقدر بـ: 0.0525 أكبر نسبة المعنوية 0.05 (5%)، وبالتالي نقبل H_0 ونرفض H_1 أي يوجد تجانس في التباين.

5. : إختبار التوزيع الطبيعي للبواقي:

لإختبار مدى توزيع البواقي طبيعياً توجد عدة إختبارات، حيث نستخدم أشهرها إختبار Jarque-Bera

، حيث نتأجه ملخصة في الشكل التالي:



نجد إحصائية إختبار Jarque-Bera تقدر بـ: 0.00000 وهي أقل من 0.05 أي نقبل H_1

ونرفض H_0 وبالتالي لا تتبع التوزيع الطبيعي.

ثالثاً: الشركة الوطنية للتبريد المركزي (تبريد)

$$Y_i = \beta_0 + \beta_1 X_i + \beta_2 Y_{i-1} + \epsilon_i$$

1. : تحليل الإنحدار الخطي المتعدد:

يبين الجدول رقم: (2_7) نتائج الإنحدار المتعدد، من أجل تقدير معالم النموذج وتحديد القدرة التفسيرية

للمنموذج وكذا المعنوية الكلية للمنموذج.

• إختبار معنوية المعالم المقدرة:

الجدول رقم (2-7) نتائج تحليل الإنحدار الخطي المتعدد في الشركة الوطنية للتبريد المركزي (تبريد)

Dependent Variable: Y1 Method: Least Squares Date: 09/27/14 Time: 18:09 Sample (adjusted): 2 87 Included observations: 86 after adjustments				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.071366	0.038847	1.837100	0.0698
X1	1.88E-07	2.27E-07	0.827998	0.4100
Y1	0.953605	0.026427	36.08475	0.0000
R-squared	0.941193	Mean dependent var		1.468140
Adjusted R-squared	0.939776	S.D. dependent var		0.167834
S.E. of regression	0.041187	Akaike info criterion		-3.507104
Sum squared resid	0.140802	Schwarz criterion		-3.421487
Log likelihood	153.8055	Hannan-Quinn criter.		-3.472647
F-statistic	664.1974	Durbin-Watson stat		1.585039
Prob(F-statistic)	0.000000			

المصدر: مخرجات البرنامج الإحصائي *Eviews8*

• معنوية β_i :

$$H_0 : \beta_i = 0$$

$$H_1 : \beta_i \neq 0 / i = 1,2.$$

H_0 : فرضية العدم: لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين سعر السهم وكلّ من مؤشر السوق وسعر السهم في الفترة السابقة.

H_1 : الفرضية البديلة: توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين سعر السهم وكلّ من مؤشر السوق وسعر السهم في الفترة السابقة.

لدينا من الجدول (2 - 7) أن القيمة الإحتمالية للتغير المستقل X_1 تساوي (0.410) وهي أكبر من مستوى المعنوية (0.05)، مما يعني قبول فرضية العدم H_0 ورفض الفرضية البديلة H_1 . أي أن β_1 لا تختلف معنويًا عن الصفر بمستوى دلالة 5%، وبناء عليه لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين مؤشر السوق وسعر السهم. أمّا بالنسبة للمعنوية للإحصائية لمقدر $(-1)Y$ أي سعر السهم في الفترة السابقة نجد أن القيمة الإحتمالية للمقدر تساوي (0.0000) وهي أقل من مستوى المعنوية (0.05)، مما يعني قبول الفرضية البديلة H_1 ورفض الفرضية العدم H_0 أي أن β_2 يختلف معنويًا عن الصفر بمستوى دلالة 5%، وبناء عليه توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين سعر السهم وسعر السهم في الفترة السابقة.

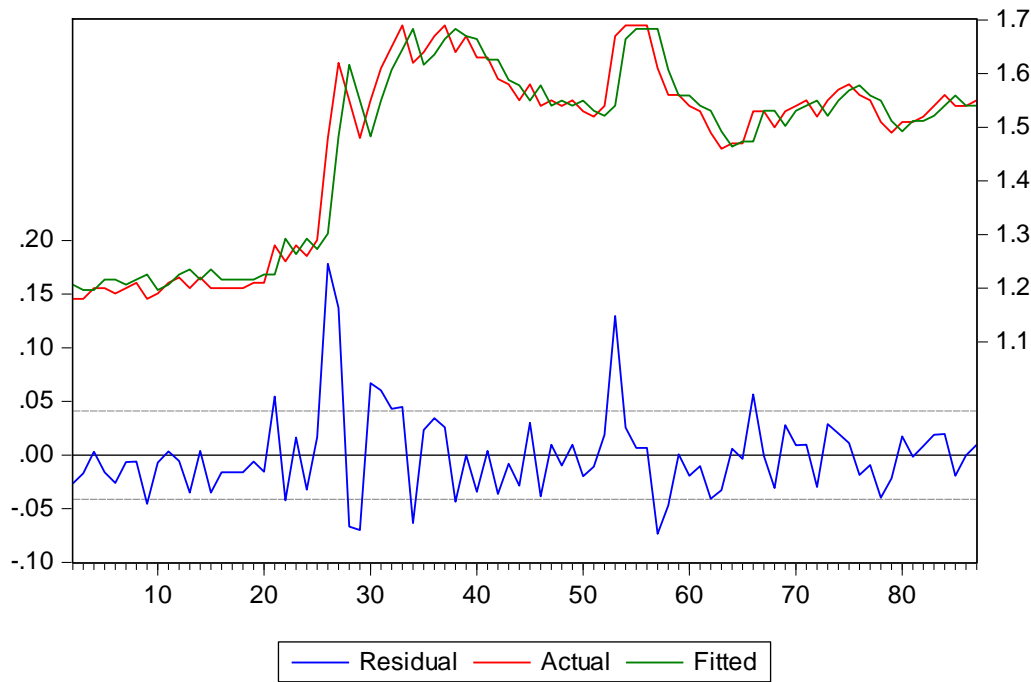
• المعنوية الكلية للنموذج:

يمكن إختبار مدى قبول هذا النموذج إحصائياً، وذلك من خلال اختار المعنوية الإحصائية الكلية له، من خلال مستوى الدلالة المرفقة بإحصائية فيشر في الجدول (2 - 7) $\text{Prob}(F\text{-statistic})$ ، والمقدرة بـ: (0.000) فهي أقل من نسبة المعنوية 0.05 (5%)، ومنه للنموذج معنوية إحصائية.

كما يمكن مقارنة السلسلة الأصلية مع السلسلة المقدرة لدالة سعر السهم، وهو ما يبينه الشكل التالي:

الشكل (2 - 1) : التمثيل البياني للقيم الحقيقية مع النموذج المقدر لسعر السهم في الشركة الوطنية للتبريد

المركزي (تبريد)



المصدر : مخرجات البرنامج الإحصائي Eviews8

● إختبار جودة التوفيق:

يقيس إختبار جودة التوفيق القدرة التفسيرية للنموذج. يمكن ملاحظة أن المتغيرات المستقلة للدراسة الحالية تفسّر 94.11% من التغير في السعر السوقي للسهم، حيث بلغ معامل التحديد $R\text{-squared } 94.11\%$ ومعامل التحديد المعدّل $\text{Adjusted R-squared } 93.97\%$ ، وبالتالي القوة التفسيرية للنموذج قوية جدا.

2. إختبار الارتباط الذاتي بين الأخطاء:

تشير إحصائية Durbin-Watson stat في الجدول رقم (2 - 8) والتي تساوي 1.58 الى عدم وجود ارتباط ذاتي بين الأخطاء، فهذه الإحصائية تقترب من 02 وتقع في منطقة قبول H_0 أي فرضية الاستقلالية.

3. إختبار الارتباط الذاتي للأخطاء من الدرجة الثانية :

جدول رقم (2- 8) نتائج إختبار Breusch-Godfrey للإتحاد الخطي المتعدد

Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test:				
F-statistic	3.906943	Prob. F(2,81)		0.0240
Obs*R-squared	7.566320	Prob. Chi-Square(2)		0.0228
Test Equation:				
Dependent Variable: RESID				
Method: Least Squares				
Date: 10/08/14 Time: 20:42				
Sample: 2 87				
Included observations: 86				
Presample missing value lagged residuals set to zero.				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.002059	0.039827	0.051705	0.9589
X3	9.36E-08	2.23E-07	0.420469	0.6753
Y3(-1)	-0.001655	0.027115	-0.061021	0.9515
RESID(-1)	0.256214	0.111902	2.289629	0.0246
RESID(-2)	-0.217386	0.111822	-1.944043	0.0554
R-squared	0.087980	Mean dependent var		3.46E-16
Adjusted R-squared	0.042942	S.D. dependent var		0.040700
S.E. of regression	0.039817	Akaike info criterion		-3.552686
Sum squared resid	0.128414	Schwarz criterion		-3.409992
Log likelihood	157.7655	Hannan-Quinn criter.		-3.495258
F-statistic	1.953472	Durbin-Watson stat		2.006534
Prob(F-statistic)	0.109506			

المصدر: مخرجات البرنامج الإحصائي *Eviews8*

4. إختبار تجانس تباين الأخطاء:

لإختبار مدى تجانس التباين نستخدم إختبار ARCH-LM، والذي يستخدم بكثرة خاصة في الأسواق المالية، حيث أن المتغيرات المالية في السوق تتميز بتقلبات تتغير بتغير الزمن وهذه التقلبات تتمثل في التباين الشرطي والتي تعبر عن المخاطرة في السوق المالي. كشفت نتائج هذا الإختبار على مايلي:

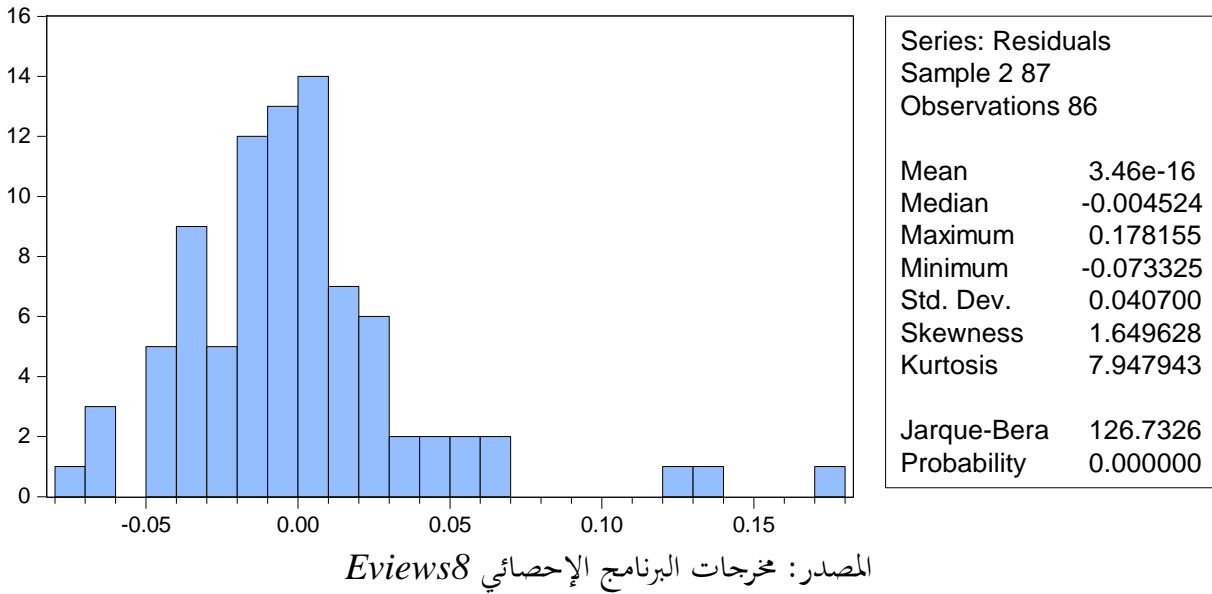
الجدول رقم (2-9): نتائج اختبار ARCH-LM للإنحدار الخطي المتعدد في الشركة الوطنية للتبريد المركزي (تبريد)

Heteroskedasticity Test: ARCH			
F-statistic	12.75575	Prob. F(1,83)	0.0006
Obs*R-squared	11.32296	Prob. Chi-Square(1)	0.0008

المصدر: مخرجات البرنامج الإحصائي Eviews8

5. اختبار التوزيع الطبيعي للبواقي:

نتائج اختبار Jarque-Bera ، ملخصة في الشكل التالي:



نجد احتمالية اختبار Jarque-Bera تقدر بـ 0.0000 وهي أقل من 0.05 أي نقبل H_1 ونرفض H_0 وبالتالي لا تتبع التوزيع الطبيعي.

رابعاً: العربية للطيران

$$Y_i = \beta_0 + \beta_1 X_i + \beta_2 Y_{i-1} + \epsilon_i$$

1. تحليل الإنحدار الخطي المتعدد:

يبين الجدول رقم: (2 _ 10) نتائج الإنحدار المتعدد، من أجل تقدير معالم النموذج وتحديد القدرة التفسيرية للنموذج وكذا المعنوية الكلية للنموذج.

● إختبار معنوية المعالم المقدرة:

الجدول رقم (2-10) نتائج تحليل الإنحدار الخطي المتعدد

Dependent Variable: Y1 Method: Least Squares Date: 09/27/14 Time: 22:09 Sample (adjusted): 2 66 Included observations: 65 after adjustments				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.038198	0.019753	1.933796	0.0577
X1	-1.54E-06	7.05E-06	-0.217832	0.8283
Y1	0.961618	0.025000	38.46443	0.0000
R-squared	0.966399	Mean dependent var		0.854000
Adjusted R-squared	0.965316	S.D. dependent var		0.060565
S.E. of regression	0.011279	Akaike info criterion		-6.086606
Sum squared resid	0.007888	Schwarz criterion		-5.986249
Log likelihood	200.8147	Hannan-Quinn criter.		-6.047009
F-statistic	891.6028	Durbin-Watson stat		1.682251
Prob(F-statistic)	0.000000			

المصدر: مخرجات البرنامج الإحصائي *Eviews8*

معنوية β_i :

$$H_0 : \beta_i = 0$$

$$H_1 : \beta_i \neq 0 / i = 1,2.$$

H_0 : فرضية العدم: لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين سعر السهم وكلّ من مؤشر السوق وسعر السهم في الفترة السابقة.

H_1 : الفرضية البديلة: توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين سعر السهم وكلّ من مؤشر السوق وسعر السهم في الفترة السابقة.

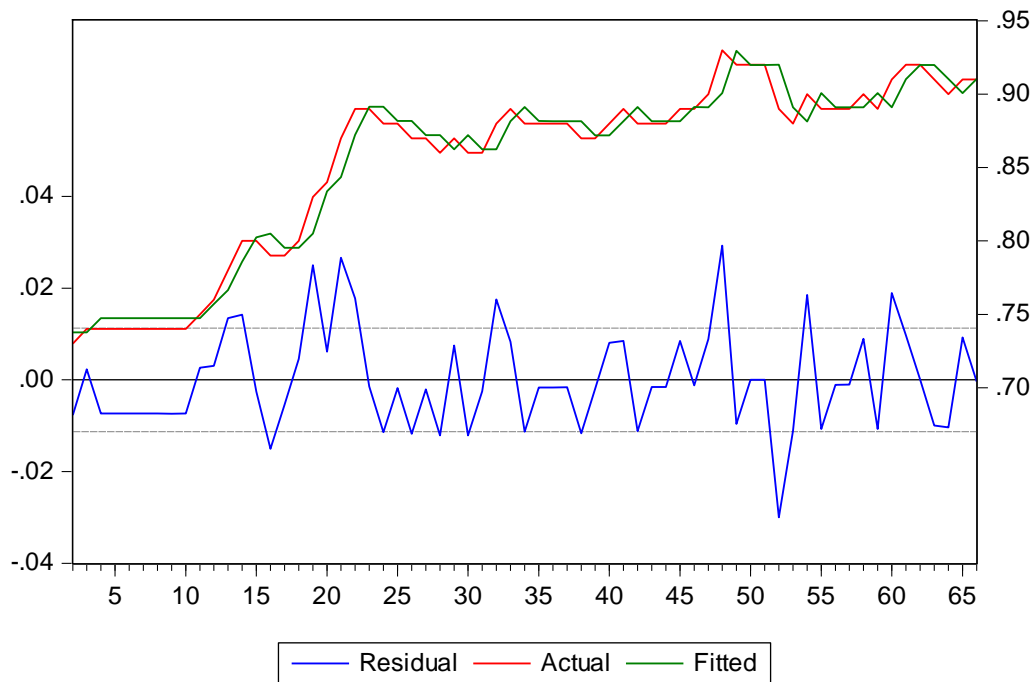
لدينا من الجدول (2 - 10) أن القيمة الإحتمالية للتغير المستقل X_1 تساوي (0.82) وهي أكبر من مستوى المعنوية (0.05)، مما يعني قبول فرضية العدم H_0 ورفض الفرضية البديلة H_1 . أي أن β_1 لا تختلف معنويًا عن الصفر بمستوى دلالة 5%، وبناء عليه لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين مؤشر السوق وسعر السهم. أمّا بالنسبة للمعنوية الإحصائية لمقدر $(-1)Y$ أي سعر السهم في الفترة السابقة نجد أن القيمة الإحتمالية للمقدر تساوي (0.0000) وهي أقل من مستوى المعنوية (0.05)، مما يعني قبول الفرضية البديلة H_1 ورفض الفرضية العدم H_0 أي أن β_2 يختلف معنويًا عن الصفر بمستوى دلالة 5%، وبناء عليه توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين السعر في الفترة السابقة للسهم وسعر السهم.

● المعنوية الكلية للنموذج:

يمكن إختبار مدى قبول هذا النموذج إحصائياً، وذلك من خلال إختبار المعنوية الإحصائية الكلية له، من خلال مستوى الدلالة المرفقة بإحصائية فيشر في الجدول (2 - 10) $\text{Prob}(F\text{-statistic})$ ، والمقدرة بـ: 0.000000، فهي أقل من نسبة المعنوية 0.05 (5%)، ومنه للنموذج معنوية إحصائية

كما يمكن مقارنة السلسلة الأصلية مع السلسلة المقدرة لدالة سعر السهم السوقي، وهو ما يبينه الشكل التالي:

الشكل (2 - 1) : التمثيل البياني للقيم الحقيقية مع النموذج المقدر لسعر السهم في شركة العربية للطيران.



المصدر: مخرجات البرنامج الإحصائي Eviews8

● إختبار جودة التوفيق:

يقيس إختبار جودة التوفيق القدرة التفسيرية للنموذج. يمكن ملاحظة أن المتغيرات المستقلة للدراسة الحالية تفسّر 96.63% من التغير في السعر السوقي للسهم، حيث بلغ معامل التحديد $R\text{-squared}$ 96.63% ومعامل التحديد المعدّل $\text{Adjusted R-squared}$ 96.53%، وبالتالي القوة التفسيرية للنموذج قوية جدا.

2. اختبار الارتباط الذاتي بين الأخطاء:

تشير إحصائية Durbin-Watson stat في الجدول رقم (2 - 10) والتي تساوي 1.68 إلى عدم وجود ارتباط ذاتي بين الأخطاء، فهذه الإحصائية تقترب من 02 وتقع في منطقة قبول H_0 أي فرضية الاستقلالية .

3. اختبار الارتباط الذاتي للأخطاء من الدرجة الثانية:

جدول رقم (2- 11) نتائج اختبار Breusch-Godfrey للإنحدار الخطي المتعدد

Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test:			
F-statistic	0.907602	Prob. F(2,60)	0.4090
Obs*R-squared	1.908726	Prob. Chi-Square(2)	0.3851

المصدر: مخرجات البرنامج الإحصائي Eviews8

للكشف عن وجود ارتباط ذاتي للأخطاء من الدرجة الثانية نستعمل اختبار Breusch-Godfrey، نلاحظ من الجدول رقم (2-11) أن القيمة الإحصائية لـ F-statistic تساوي 0.40 وهي < 0.05 نقبل فرضية عدم H_0 ونرفض الفرضية البديلة H_1 . وبالتالي لا يوجد ارتباط ذاتي من الدرجة الثانية

4. اختبار تجانس تباين الأخطاء:

لإختبار مدى تجانس التباين نستخدم اختبار ARCH-LM، والذي يستخدم بكثرة في الأسواق المالية، حيث أن المتغيرات المالية في السوق تتميز بتقلبات تتغير بتغير الزمن وهذه التقلبات تتمثل في التباين الشرطي والتي تعبر عن المخاطرة في السوق المالي. كشفت نتائج هذا الإختبار على مايلي:

الجدول رقم (2- 12): نتائج اختبار ARCH-LM للإنحدار الخطي المتعدد

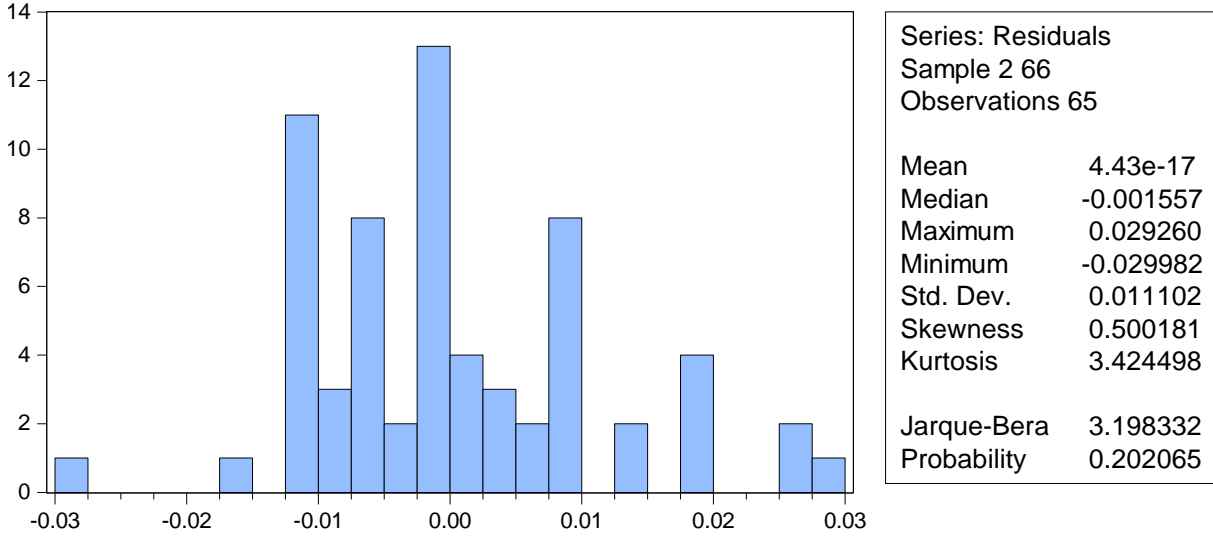
Heteroskedasticity Test: ARCH			
F-statistic	0.112291	Prob. F(1,62)	0.7387
Obs*R-squared	0.115704	Prob. Chi-Square(1)	0.7337

المصدر: مخرجات البرنامج الإحصائي Eviews8

نلاحظ من خلال الجدول (2- 12) أن Prob(F-statistic) والتي تقدر بـ: 0.738 أكبر من نسبة المعنوية 0.05 (5%)، وبالتالي نقبل H_0 ونرفض H_1 أي يوجد تجانس في التباين.

5. اختبار التوزيع الطبيعي للبواقي:

نتائج اختبار Jarque-Bera ، ملخصة في الشكل التالي:



المصدر : مخرجات البرنامج الإحصائي Eviews8

نجد ان احتمالية اختبار Jarque-Bera تقدر بـ 0.202 وهي أكبر من 0.05 أي نقبل H_0 ونرفض

H_1 وبالتالي تتبع التوزيع الطبيعي.

خامسا: بنك دبي الإسلامي

1. تحليل الإنحدار الخطي المتعدد

$$Y_i = \beta_0 + \beta_1 X_i + \beta_2 Y_{i-1} + \epsilon_i$$

يبين الجدول رقم: (2 _ 13) نتائج الإنحدار المتعدد، من أجل تقدير معالم النموذج وتحديد القدرة

التفسيرية للنموذج وكذا المعنوية الكلية للنموذج.

• اختبار معنوية المعالم المقدرة:

الجدول رقم (2-13) نتائج تحليل الإنحدار الخطي المتعدد

Dependent Variable: Y1 Method: Least Squares Date: 09/27/14 Time: 19:28 Sample (adjusted): 2 57 Included observations: 56 after adjustments				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.335012	0.068198	4.912334	0.0000
X1	0.000420	7.26E-05	5.786348	0.0000
Y1	0.492140	0.086744	5.673454	0.0000
R-squared	0.972233	Mean dependent var		2.099107
Adjusted R-squared	0.971185	S.D. dependent var		0.102678
S.E. of regression	0.017430	Akaike info criterion		-5.209213
Sum squared resid	0.016101	Schwarz criterion		-5.100712
Log likelihood	148.8580	Hannan-Quinn criter.		-5.167147
F-statistic	927.8678	Durbin-Watson stat		1.432974
Prob(F-statistic)	0.000000			

المصدر: مخرجات البرنامج الإحصائي Eviews8

• معنوية β_i :

$$H_0 : \beta_i = 0$$

$$H_1 : \beta_i \neq 0 / i = 0.1.2.$$

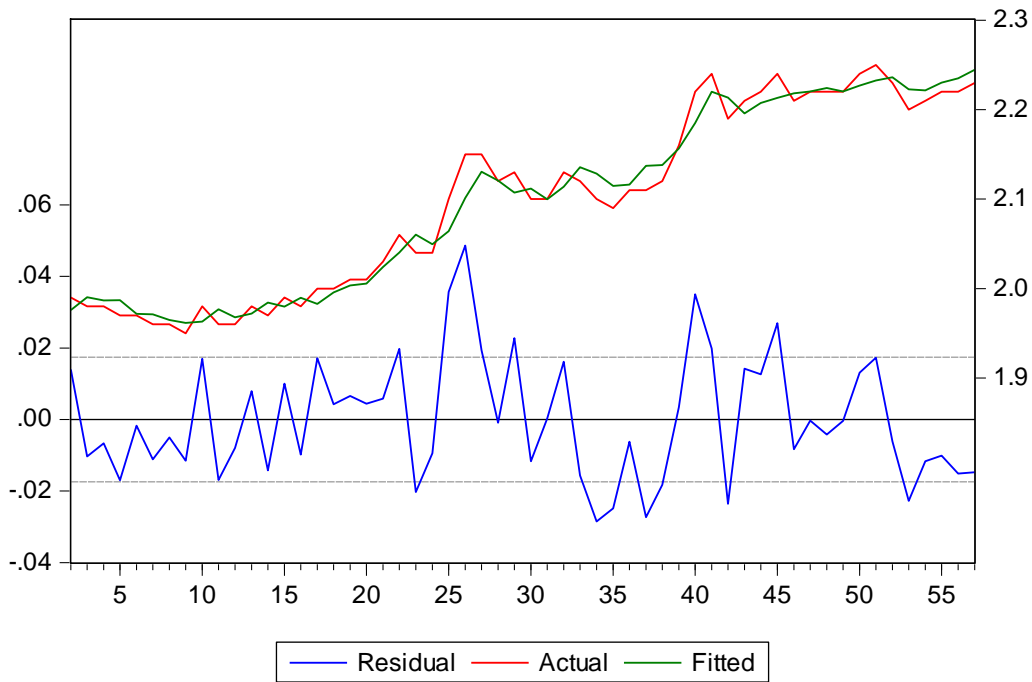
H_0 : فرضية العدم: لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين سعر السهم وكلّ من مؤشر السوق وسعر السهم في الفترة السابقة.

H_1 : الفرضية البديلة: توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين سعر السهم وكلّ من مؤشر السوق وسعر السهم في الفترة السابقة.

لدينا من الجدول (2 - 13) أن القيمة الإحصائية للتغير المستقل X_1 تساوي (0.000) وهي أقل من مستوى المعنوية (0.05)، مما يعني قبول الفرضية البديلة H_1 ورفض فرضية العدم H_0 . أي أن β_1 تختلف معنويًا عن الصفر بمستوى دلالة 5%، وبناء عليه توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين مؤشر السوق وسعر السهم. أمّا بالنسبة للمعنوية الإحصائية لمقدر $(-1)Y$ أي سعر السهم في الفترة السابقة نجد أن القيمة الإحصائية للمقدر تساوي (0.0000) وهي أقل من مستوى المعنوية (0.05)، مما يعني قبول الفرضية البديلة H_1 ورفض الفرضية العدم H_0 أي أن β_2 يختلف معنويًا عن الصفر بمستوى دلالة 5%، وبناء عليه توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين السعر في الفترة السابقة للسهم وسعر السهم.

● المعنوية الكلية للنموذج:

يمكن إختبار مدى قبول هذا النموذج إحصائياً، وذلك من خلال إختبار المعنوية الإحصائية الكلية له، من خلال مستوى الدلالة المرفقة بإحصائية فيشر في الجدول (2 - 13) Prob(F-statistic)، والمقدرة ب: 0.000000، فهي أقل من نسبة المعنوية 0.05 (5%)، ومنه للنموذج معنوية إحصائية. كما يمكن مقارنة السلسلة الأصلية مع السلسلة المقدرة لدالة سعر السهم، وهو ما يبينه الشكل التالي: الشكل (2 - 1) : التمثيل البياني للقيم الحقيقية مع النموذج المقدر لسعر السهم في بنك دبي الإسلامي



المصدر : مخرجات البرنامج الإحصائي Eviews8

● إختبار جودة التوفيق:

يقيس إختبار جودة التوفيق القدرة التفسيرية للنموذج. يمكن ملاحظة إن المتغيرات المستقلة للدراسة الحالية تفسّر 97.22% من التغير في السعر السوقي للسهم، حيث بلغ معامل التحديد R-squared 97.11% ومعامل التحديد المعدّل Adjusted R-squared 97.11%، وبالتالي القوة التفسيرية للنموذج قوية جداً.

2. إختبار الارتباط الذاتي بين الأخطاء:

تشير إحصائية Durbin-Watson stat في الجدول رقم (2 - 13) والتي تساوي 1.87 الى عدم وجود ارتباط ذاتي بين الأخطاء، فهذه الإحصائية تقترب من 02 وتقع في منطقة قبول H_0 أي فرضية الاستقلالية .

3. اختبار الارتباط الذاتي للأخطاء من الدرجة الثانية:

جدول رقم (2- 14) نتائج اختبار Breusch-Godfrey للانحدار الخطي المتعدد

Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test:			
F-statistic	4.728760	Prob. F(2,51)	0.0131
Obs*R-squared	8.760219	Prob. Chi-Square(2)	0.0125

المصدر: مخرجات البرنامج الإحصائي *Eviews8*

للكشف عن وجود ارتباط ذاتي للأخطاء من الدرجة الثانية نستعمل اختبار Breusch-Godfrey، نلاحظ من الجدول رقم (2- 14) ان القيمة الإحصائية لـ F-statistic تساوي 0.013 وهي > 0.05 أي نقبل الفرضية البديلة H_1 ونرفض فرضية العدم H_0 . وبالتالي يوجد ارتباط ذاتي من الدرجة الثانية.

4. اختبار تجانس التباين للأخطاء:

لإختبار مدى تجانس التباين نستخدم اختبار ARCH-LM، والذي يستخدم بكثرة خاصة في الأسواق المالية، حيث أن المتغيرات المالية في السوق تتميز بتقلبات تتغير بتغير الزمن وهذه التقلبات تتمثل في التباين الشرطي والتي تعبر عن المخاطرة في السوق المالي. كشفت نتائج هذا الإختبار على مايلي:

الجدول رقم (2- 15): نتائج اختبار ARCH-LM للانحدار الخطي المتعدد

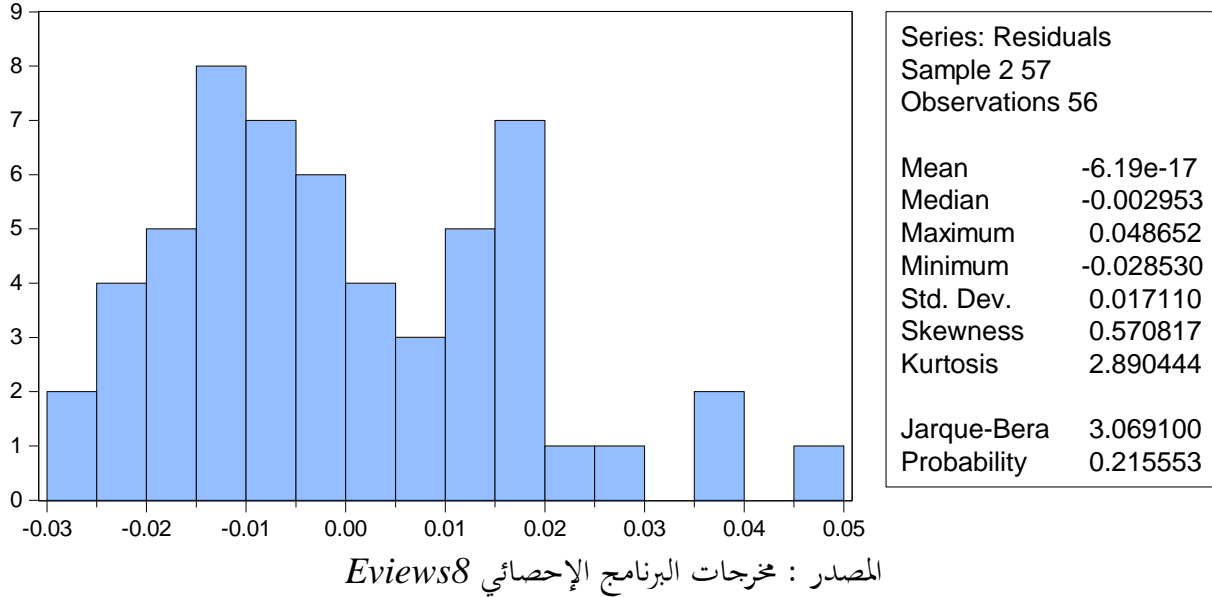
Heteroskedasticity Test: ARCH			
F-statistic	3.940768	Prob. F(1,53)	0.0523
Obs*R-squared	3.806451	Prob. Chi-Square(1)	0.0511

المصدر: مخرجات البرنامج الإحصائي *Eviews8*

نلاحظ من خلال الجدول (2- 15) ان Prob(F-statistic) والتي تقدر بـ: 0.0523 أكبر من نسبة المعنوية 0.05 وبالتالي نقبل H_0 ونرفض H_1 أي يوجد تجانس في التباين.

5. إختبار التوزيع الطبيعي للبواقي:

نتائج إختبار Jarque-Bera ، ملخصة في الشكل التالي:



نجد إن إحصائية إختبار Jarque-Bera تقدر بـ 0.215 وهي أكبر من 0.05 أي نقبل H_1 ونرفض H_0 وبالتالي لا تتبع التوزيع الطبيعي.

سادسا: بنك دبي التجاري

1. تحليل الإنحدار الخطي المتعدد

$$Y_i = \beta_0 + \beta_1 X_i + \beta_2 Y_{i-1} + \epsilon_i$$

يبين الجدول رقم: (2 _ 16) نتائج الإنحدار المتعدد، من أجل تقدير معالم النموذج وتحديد القدرة التفسيرية للنموذج وكذا المعنوية الكلية للنموذج.

• اختبار معنوية المعالم المقدرة

الجدول رقم (2-16) نتائج تحليل الإنحدار الخطي المتعدد

Dependent Variable: Y1 Method: Least Squares Date: 09/27/14 Time: 21:40 Sample (adjusted): 2 26 Included observations: 25 after adjustments				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.293269	0.292442	1.002830	0.3268
X1	3.60E-06	7.09E-06	0.507111	0.6171
Y1	0.912900	0.092785	9.838910	0.0000
R-squared	0.832239	Mean dependent var		3.214000
Adjusted R-squared	0.816988	S.D. dependent var		0.270231
S.E. of regression	0.115605	Akaike info criterion		-1.365111
Sum squared resid	0.294018	Schwarz criterion		-1.218846
Log likelihood	20.06389	Hannan-Quinn criter.		-1.324544
F-statistic	54.56935	Durbin-Watson stat		2.543365
Prob(F-statistic)	0.000000			

المصدر: مخرجات البرنامج الإحصائي *Eviews8*

• معنوية β_i :

$$H_0 : \beta_i = 0$$

$$H_1 : \beta_i \neq 0 / i = 1, 2.$$

H_0 : فرضية العدم: لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين سعر السهم وكلّ من مؤشر السوق وسعر السهم في الفترة السابقة.

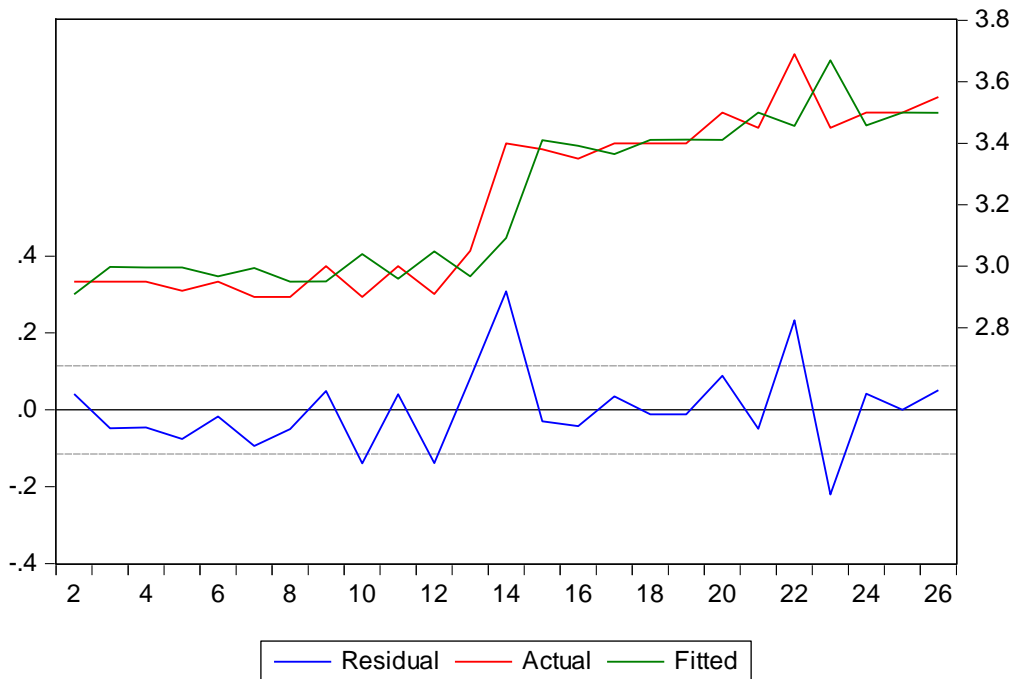
H_1 : الفرضية البديلة: توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين سعر السهم وكلّ من مؤشر السوق وسعر السهم في الفترة السابقة.

لدينا من الجدول (2 - 16) أن القيمة الإحصائية للتغير المستقل X_1 تساوي (0.61) وهي أكبر من مستوى المعنوية (0.05)، مما يعني قبول فرضية العدم H_0 ورفض الفرضية البديلة H_1 . أي أن β_1 لا يختلف معنويًا عن الصفر بمستوى دلالة 5%، وبناءً عليه لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين مؤشر السوق وسعر السهم. أمّا بالنسبة للمعنوية الإحصائية لمقدر $(-1)Y$ أي سعر السهم في الفترة السابقة نجد أن القيمة الإحصائية للمقدر تساوي (0.0000) وهي أقل من مستوى المعنوية (0.05)، مما يعني قبول الفرضية البديلة H_1 ورفض الفرضية العدم H_0 أي أن β_2 يختلف معنويًا عن الصفر بمستوى دلالة 5%، وبناءً عليه توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين السعر في الفترة السابقة للسهم وسعر السهم.

● المعنوية الكلية للنموذج:

يمكن إختبار مدى قبول هذا النموذج إحصائياً، وذلك من خلال إختبار المعنوية الإحصائية الكلية له، من خلال مستوى الدلالة المرفقة بإحصائية فيشر في الجدول (2 - 16) Prob(F-statistic)، والمقدرة بـ: 0.000000، فهي أقل من نسبة المعنوية 0.05 (05%)، ومنه للنموذج معنوية إحصائية. كما يمكن مقارنة السلسلة الأصلية مع السلسلة المقدرة لدالة سعر السهم، وهو ما يبينه الشكل التالي:

الشكل (2 - 1): التمثيل البياني للقيم الحقيقية مع النموذج المقدر لسعر السهم في بنك دبي التجاري



المصدر : مخرجات البرنامج الإحصائي Eviews8

● إختبار جودة التوفيق:

يقيس إختبار جودة التوفيق القدرة التفسيرية للنموذج. يمكن ملاحظة أن المتغيرات المستقلة للدراسة الحالية تفسّر 83.22% من التغير في السعر السوقي للسهم، حيث بلغ معامل التحديد R^2 83.22% ومعامل التحديد المعدّل Adjusted R^2 81.69%، وبالتالي القوة التفسيرية للنموذج قوية جداً.

2. إختبار الارتباط الذاتي بين الأخطاء من الدرجة الأولى :

تشير إحصائية Durbin-Watson stat في الجدول رقم (2 - 16) والتي تساوي 2.54 الى عدم وجود ارتباط ذاتي بين الأخطاء، فهذه الإحصائية تقترب من 02 وتقع في منطقة قبول H_0 أي فرضية الاستقلالية.

3. اختبار الارتباط الذاتي للأخطاء من الدرجة الثانية

جدول رقم (2- 17) نتائج اختبار Breusch-Godfrey للإندثار الخطي المتعدد

Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test:			
F-statistic	1.044233	Prob. F(2,20)	0.3704
Obs*R-squared	2.363752	Prob. Chi-Square(2)	0.3067

المصدر: مخرجات البرنامج الإحصائي *Eviews8*

نلاحظ من خلال الجدول (2- 17) أن Prob(F-statistic) والتي تقدر بـ: 0.37 أكبر من نسبة المعنوية 0.05 (5%)، وبالتالي نقبل H_0 ونرفض H_1 أي يوجد تجانس في التباين.

4. اختبار تجانس تباين الأخطاء من الدرجة الثانية :

لإختبار مدى تجانس التباين نستخدم إختبار ARCH-LM، والذي يستخدم بكثرة خاصة في الاسواق المالية ، حيث ان المتغيرات المالية في السوق تتميز بتقلبات تتغير بتغير الزمن وهذه التقلبات تتمثل في التباين الشرطي والتي تعبر عن المخاطرة في السوق المالي. كشفت نتائج هذا الإختبار على مايلي:
الجدول رقم (2- 18): نتائج إختبار ARCH-LM للإندثار الخطي المتعدد

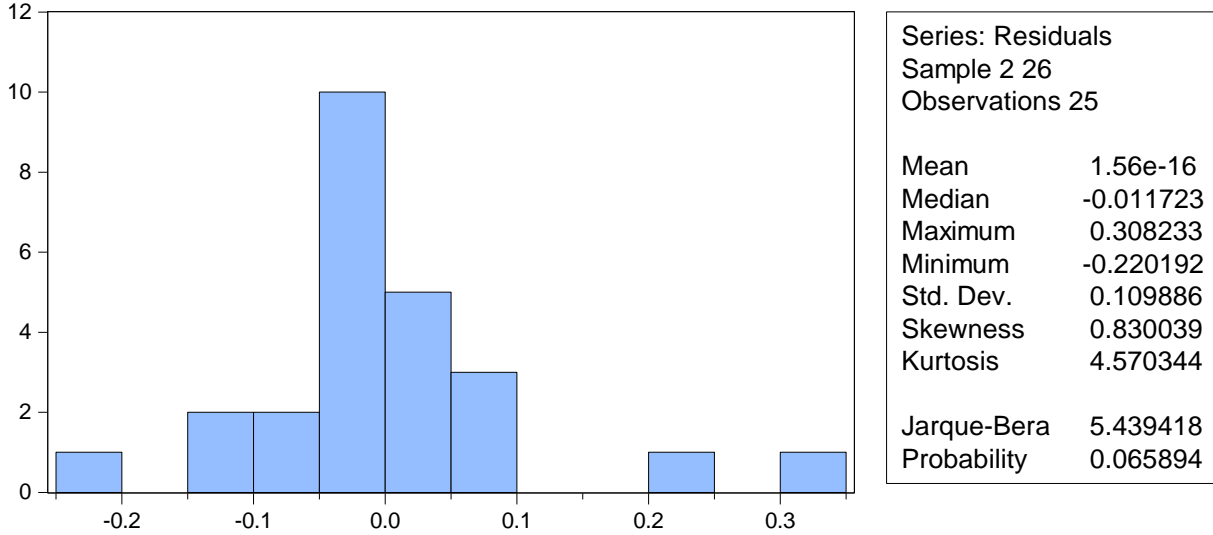
Heteroskedasticity Test: ARCH			
F-statistic	0.069083	Prob. F(1,22)	0.7951
Obs*R-squared	0.075127	Prob. Chi-Square(1)	0.7840

المصدر: مخرجات البرنامج الإحصائي *Eviews8*

نلاحظ من خلال الجدول (2- 18) أن Prob(F-statistic) والتي تقدر بـ 0.795 أكبر من نسبة المعنوية 0.05 (5%)، وبالتالي نقبل H_0 ونرفض H_1 أي يوجد تجانس في التباين .

5. إختبار التوزيع الطبيعي للبقايا:

نتائج إختبار Jarque-Bera ، ملخصة في الشكل التالي:



المصدر: مخرجات البرنامج الإحصائي Eviews8

نجد أن إحصائية إختبار Jarque-Bera تقدر بـ 0.065 وهي أكبر من 0.05 أي نقبل H_0 ونرفض H_1 وبالتالي تتبع التوزيع الطبيعي.

سابعاً: تمويل

1. تحليل الإنحدار الخطي المتعدد:

$$Y_i = \beta_0 + \beta_1 X_i + \beta_2 Y_{i-1} + \epsilon_i$$

يبين الجدول رقم: (2 _ 19) نتائج الإنحدار المتعدد، من أجل تقدير معالم النموذج وتحديد القدرة التفسيرية للنموذج وكذا المعنوية الكلية للنموذج.

• اختبار معنوية المعالم المقدرة

الجدول رقم (2- 19) نتائج تحليل الإنحدار الخطي المتعدد

Dependent Variable: Y1 Method: Least Squares Date: 09/27/14 Time: 21:54 Sample (adjusted): 2 56 Included observations: 55 after adjustments				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.568629	0.133058	4.273542	0.0001
XI	-2.81E-08	9.70E-08	-0.289384	0.7734
Y1	0.505891	0.115411	4.383406	0.0001
R-squared	0.273932	Mean dependent var		1.151455
Adjusted R-squared	0.246006	S.D. dependent var		0.021031
S.E. of regression	0.018262	Akaike info criterion		-5.115038
Sum squared resid	0.017341	Schwarz criterion		-5.005547
Log likelihood	143.6635	Hannan-Quinn criter.		-5.072697
F-statistic	9.809296	Durbin-Watson stat		1.998421
Prob(F-statistic)	0.000243			

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على معطيات الدراسة والبرنامج الإحصائي *Eviews8*

• معنوية β_j :

$$H_0 : \beta_i = 0$$

$$H_1 : \beta_i \neq 0 / i = 1, 2.$$

H_0 : فرضية العدم: لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين سعر السهم وكلّ من مؤشر السوق وسعر السهم في الفترة السابقة.

H_1 : الفرضية البديلة: توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين سعر السهم وكلّ من مؤشر السوق وسعر السهم في الفترة السابقة.

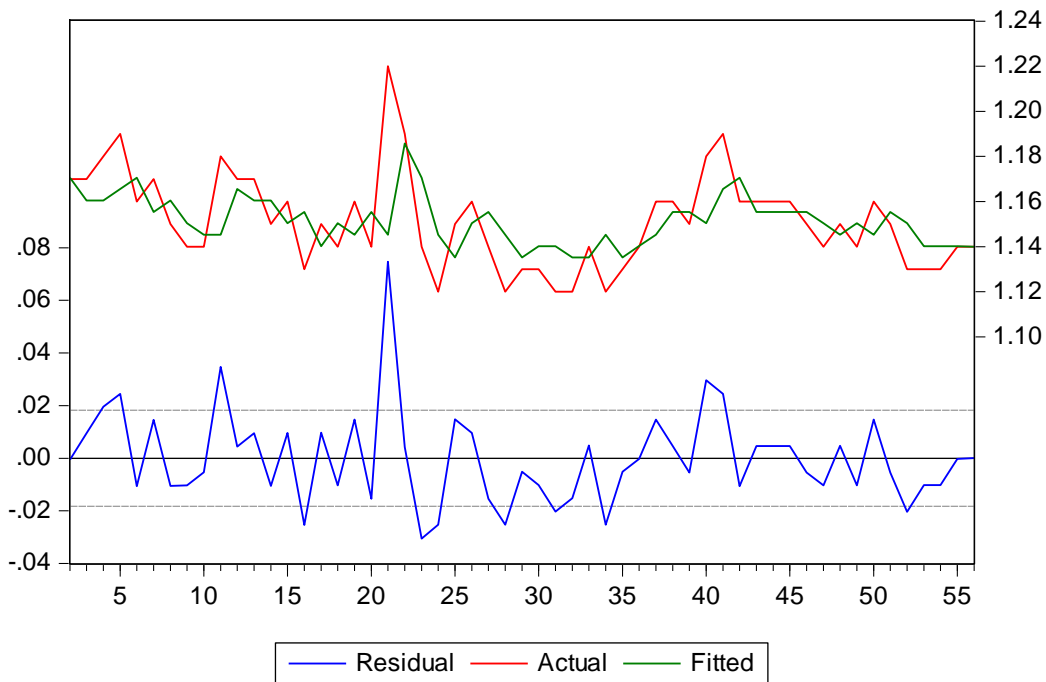
لدينا من الجدول (2 - 19) أن القيمة الإحصائية للتغير المستقل XI تساوي (0.77) وهي أكبر من مستوى المعنوية (0.05)، مما يعني قبول فرضية العدم H_0 ورفض الفرضية البديلة H_1 . أي أن β_1 لا يختلف معنويًا عن الصفر بمستوى دلالة 5%، وبناءً عليه لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين مؤشر السوق وسعر السهم. أمّا بالنسبة للمعنوية الإحصائية لمقدر (-1) γ أي سعر السهم في الفترة السابقة نجد أن القيمة الإحصائية للمقدر تساوي (0.0000) وهي أقل من مستوى المعنوية (0.05)، مما يعني قبول الفرضية البديلة H_1 ورفض الفرضية العدم H_0 أي أن β_2 يختلف معنويًا عن الصفر بمستوى دلالة 5%، وبناءً عليه توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين السعر في الفترة السابقة للسهم وسعر السهم.

● المعنوية الكلية للنموذج:

يمكن إختبار مدى قبول هذا النموذج إحصائياً، وذلك من خلال إختبار المعنوية الإحصائية الكلية له، من خلال مستوى الدلالة المرفقة بإحصائية فيشر في الجدول (2 - 19) Prob(F-statistic)، والمقدرة ب: 0.000043، فهي أقل من نسبة المعنوية 0.05 (5%)، ومنه للنموذج معنوية إحصائية.

كما يمكن مقارنة السلسلة الأصلية مع السلسلة المقدرة لدالة سعر السهم، وهو ما يبينه الشكل التالي:

الشكل (2 - 1) : التمثيل البياني للقيم الحقيقية مع النموذج المقدر لسعر السهم في تمويل



المصدر : مخرجات البرنامج الإحصائي Eviews8

● إختبار جودة التوفيق:

يقيس إختبار جودة التوفيق القدرة التفسيرية للنموذج. يمكن ملاحظة أن المتغيرات المستقلة للدراسة الحالية تفسّر 24.60% من التغير في السعر السوقي للسهم، حيث بلغ معامل التحديد R-squared 27.39 ومعامل التحديد المعدّل Adjusted R-squared 25.90 %، وبالتالي القوة التفسيرية للنموذج ضعيفة جداً.

2. إختبار الارتباط الذاتي بين الأخطاء من الدرجة الأولى:

تشير إحصائية Durbin-Watson stat في الجدول رقم (2 - 19) والتي تساوي 1.98 ، إلى عدم وجود ارتباط ذاتي بين الأخطاء، فهذه الإحصائية تقترب من 02 وتقع في منطقة قبول H_0 أي فرضية الاستقلالية.

3. إختبار الارتباط الذاتي للاخطاء من الدرجة الثانية

جدول رقم (2- 20) نتائج إختبار Breusch-Godfrey للإنحدار الخطي المتعدد

Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test:			
F-statistic	0.074489	Prob. F(2,50)	0.9283
Obs*R-squared	0.163389	Prob. Chi-Square(2)	0.9216

المصدر: مخرجات البرنامج الإحصائي Eviews8

نلاحظ من خلال الجدول (2- 20) أن Prob(F-statistic) والتي تقدر بـ 0.92 أكبر من نسبة المعنوية 0.05 (5%)، وبالتالي نقبل H_0 ونرفض H_1 أي يوجد تجانس في التباين.

4. : إختبار تجانس تباين الاخطاء:

لإختبار مدى تجانس التباين نستخدم إختبار ARCH-LM، والذي يستخدم بكثرة خاصة في الأسواق المالية، حيث أن المتغيرات المالية في السوق تتميز بتقلبات تتغير بتغير الزمن وهذه التقلبات تتمثل في التباين الشرطي والتي تعبر عن المخاطرة في السوق المالي. كشفت نتائج هذا الإختبار على مايلي:

الجدول رقم (2- 21): نتائج إختبار ARCH-LM للإنحدار الخطي المتعدد

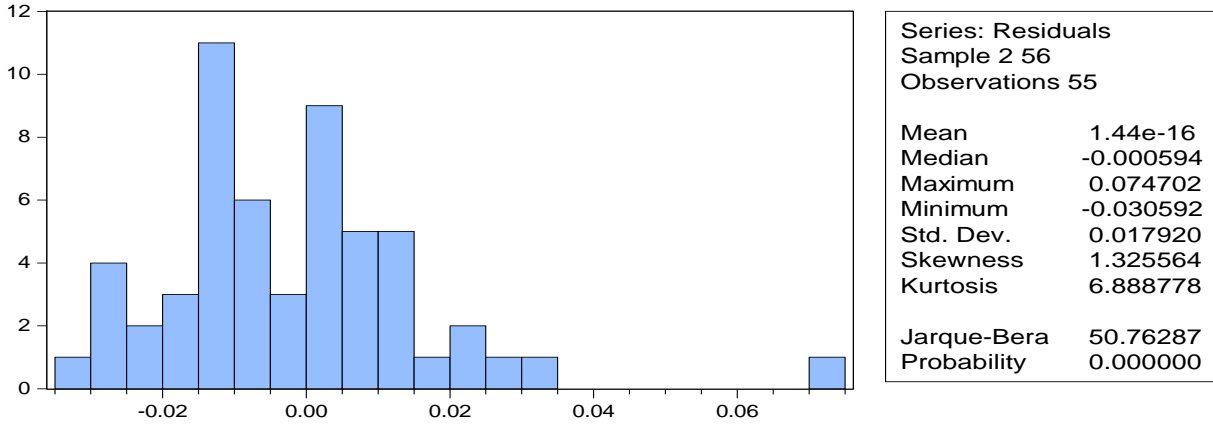
Heteroskedasticity Test: ARCH			
F-statistic	0.127382	Prob. F(1,52)	0.7226
Obs*R-squared	0.131958	Prob. Chi-Square(1)	0.7164

المصدر: مخرجات البرنامج الإحصائي Eviews8

نلاحظ من خلال الجدول (2- 21) أن Prob(F-statistic) والتي تقدر بـ: 0.72 أكبر من نسبة المعنوية 0.05 (5%)، وبالتالي نقبل H_0 ونرفض H_1 أي يوجد تجانس في التباين.

خامسا: إختبار التوزيع الطبيعي للبقايا:

نتائج إختبار Jarque-Bera ، ملخصة في الشكل التالي:



المصدر : مخرجات البرنامج الإحصائي Eviews8

نجد إن احتمالية إختبار Jarque-Bera تقدر بـ: 0.00 وهي أقل من 0.05 أي نقبل H_1 ونرفض H_0 وبالتالي لا تتبع التوزيع الطبيعي.

ثامنا: شركة الإمارات للاتصالات المتكاملة

1. تحليل الإنحدار الخطي المتعدد

$$Y_i = \beta_0 + \beta_1 X_i + \beta_2 Y_{i-1} + \epsilon_i$$

يبين الجدول رقم: (2_22) نتائج الإنحدار المتعدد، من أجل تقدير معالم النموذج وتحديد القدرة التفسيرية للنموذج وكذا المعنوية الكلية للنموذج.

1. إختبار معنوية المعالم المقدرة

الجدول رقم (2- 22) نتائج تحليل الإنحدار الخطي المتعدد

Dependent Variable: Y1 Method: Least Squares Date: 09/27/14 Time: 22:02 Sample (adjusted): 2 71 Included observations: 70 after adjustments				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-0.297581	0.127401	-2.335778	0.0225
XI	0.228425	0.090469	2.524906	0.0139
Y1	0.974514	0.031743	30.70035	0.0000
R-squared	0.962497	Mean dependent var		3.787714
Adjusted R-squared	0.961378	S.D. dependent var		0.387580
S.E. of regression	0.076169	Akaike info criterion		-2.269805
Sum squared resid	0.388718	Schwarz criterion		-2.173441
Log likelihood	82.44319	Hannan-Quinn criter.		-2.231528
F-statistic	859.7665	Durbin-Watson stat		2.015630
Prob(F-statistic)	0.000000			

المصدر: مخرجات البرنامج الإحصائي *Eviews8*

• معنوية β_i :

$$H_0 : \beta_i = 0$$

$$H_1 : \beta_i \neq 0 / i = 0.1.2.$$

H_0 : فرضية العدم: لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين سعر السهم وكلّ من مؤشر السوق وسعر السهم في الفترة السابقة.

H_1 : الفرضية البديلة: توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين سعر السهم وكلّ من مؤشر السوق وسعر السهم في الفترة السابقة.

لدينا من الجدول (2_ 22) أن القيمة الإحصائية للتغير المستقل XI تساوي (0.013) وهي أقل من مستوى المعنوية (0.05)، مما يعني قبول الفرضية البديلة H_1 ورفض فرضية العدم H_0 . أي أن β_1 تختلف معنويًا عن الصفر بمستوى دلالة 5%، وبناء عليه توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين مؤشر السوق وسعر السهم. أمّا بالنسبة للمعنوية الإحصائية لمقدر (-1) y أي سعر السهم في الفترة السابقة نجد أن القيمة الإحصائية للمقدر تساوي (0.0000) وهي أقل من مستوى المعنوية (0.05)، مما يعني قبول الفرضية البديلة H_1 ورفض الفرضية العدم H_0 أي أن β_2 يختلف معنويًا عن الصفر بمستوى دلالة 5%، وبناء عليه توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين السعر في الفترة السابقة للسهم وسعر السهم.

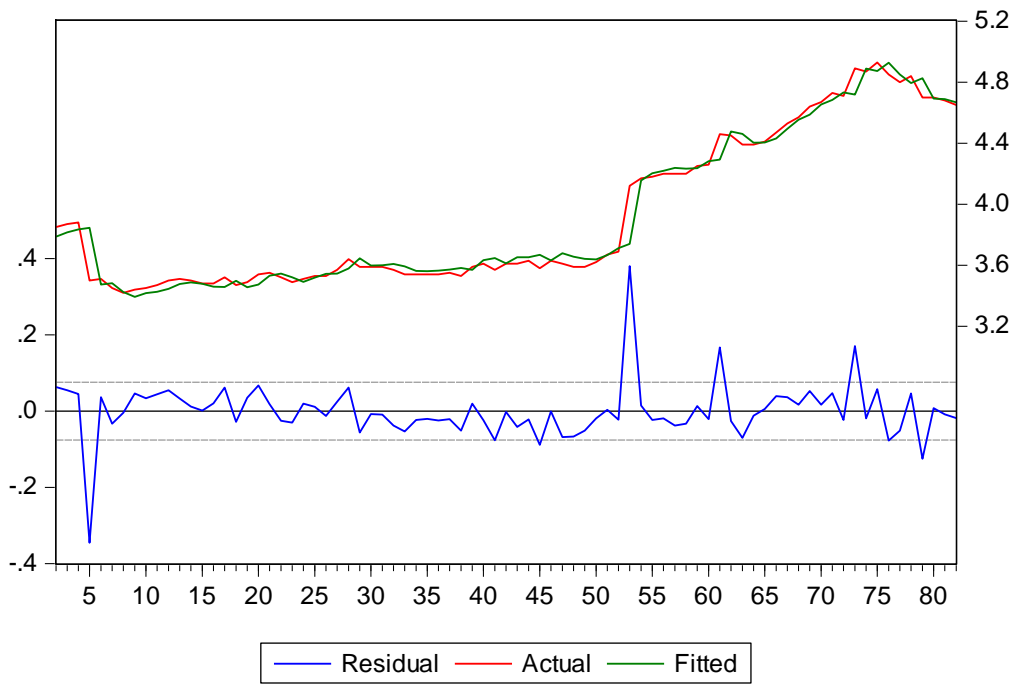
- المعنوية الكلية للنموذج:

يمكن إختبار مدى قبول هذا النموذج إحصائياً، وذلك من خلال إختبار المعنوية الإحصائية الكلية له، من خلال مستوى الدلالة المرفقة بإحصائية فيشر في الجدول (2_22) Prob(F-statistic)، والمقدرة ب: 0.000000، فهي أقل من نسبة المعنوية 0.05 (5%)، ومنه للنموذج معنوية إحصائية.

كما يمكن مقارنة السلسلة الأصلية مع السلسلة المقدرة لدالة سعر السهم، وهو ما يبينه الشكل التالي:

الشكل (2 - 1) : التمثيل البياني للقيم الحقيقية مع النموذج المقدر لسعر السهم في شركة الإمارات للاتصالات

المتكاملة



المصدر : مخرجات البرنامج الإحصائي Eviews8

- إختبار جودة التوفيق:

يقيس إختبار جودة التوفيق القدرة التفسيرية للنموذج. يمكن ملاحظة أن المتغيرات المستقلة للدراسة الحالية تفسّر 96.24% من التغير في السعر السوقي للسهم، حيث بلغ معامل التحديد R^2 96.24 ومعامل التحديد المعدّل Adjusted R-squared 96.13 %، وبالتالي القوة التفسيرية للنموذج قوية جداً.

2. إختبار الارتباط الذاتي بين الأخطاء من الدرجة الأولى:

تشير إحصائية Durbin-Watson في الجدول رقم (2_22) والتي تساوي 2.01 إلى عدم وجود ارتباط ذاتي بين الأخطاء، فهذه الإحصائية تقترب من 02 وتقع في منطقة قبول H_0 أي فرضية الاستقلالية.

3. إختبار الارتباط الذاتي للأخطاء من الدرجة الثانية:

جدول رقم (2-23) نتائج إختبار Breusch-Godfrey للإندثار الخطي المتعدد

Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test:			
F-statistic	0.008286	Prob. F(2,65)	0.9917
Obs*R-squared	0.017841	Prob. Chi-Square(2)	0.9911

المصدر: مخرجات البرنامج الإحصائي Eviews8

نلاحظ من خلال الجدول (2_23) أن Prob(F-statistic) والتي تقدر بـ 0.99 أكبر من نسبة المعنوية 0.05 (05%)، وبالتالي نقبل H_0 ونرفض H_1 أي يوجد تجانس في التباين

4. إختبار تجانس تباين الأخطاء:

لإختبار مدى تجانس التباين نستخدم إختبار ARCH-LM، والذي يستخدم بكثرة خاصة في الأسواق المالية، حيث ان المتغيرات المالية في السوق تتميز بتقلبات تتغير بتغير الزمن وهذه التقلبات تتمثل في التباين الشرطي والتي تعبر عن المخاطرة في السوق المالي. كشفت نتائج هذا الإختبار على مايلي:

الجدول رقم (2-24): نتائج إختبار ARCH-LM للإندثار الخطي المتعدد

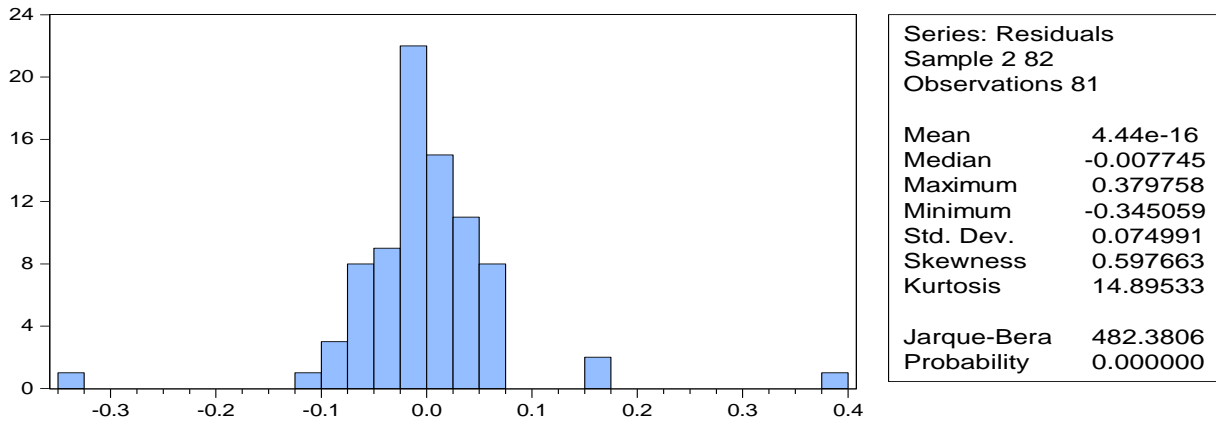
Heteroskedasticity Test: ARCH			
F-statistic	0.135757	Prob. F(1,67)	0.7137
Obs*R-squared	0.139527	Prob. Chi-Square(1)	0.7088

المصدر: مخرجات البرنامج الإحصائي Eviews8

نلاحظ من خلال الجدول (2_24) أن Prob(F-statistic) والتي تقدر بـ: 0.71 أكبر من نسبة المعنوية 0.05 (05%)، وبالتالي نقبل H_0 ونرفض H_1 أي يوجد تجانس في التباين.

5. إختبار التوزيع الطبيعي للبواقي:

نتائج إختبار Jarque-Bera ، ملخصة في الشكل التالي:



المصدر : مخرجات البرنامج الإحصائي Eviews8

نجد أن إحصائية إختبار Jarque-Bera تقدر بـ 0.0000 وهي أقل من 0.05 أي نقبل H_1 ونرفض H_0 وبالتالي لا تتبع التوزيع الطبيعي.

المطلب الثاني: تحليل نتائج دراسة الحدث

من أجل معرفة أثر الإعلان عن توزيعات الأرباح على أسعار الأسهم للمؤسسات محل الدراسة. وبالتالي تفسير سياسة توزيع الأرباح من وجهة نظر نظرية الإشارة، تم تطبيق خطوات منهجية دراسة الحدث السابقة الذكر، وذلك للحصول على قيمة متوسط العائد غير العادي ومعنويته، وقيمة المتوسط التراكمي للعائد غير العادي، وذلك خلال فترة الحدث. ويوضح الجدول التالي نتائج دراسة الحدث.

الجدول رقم (2- 25): 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 *Sps20*

يقيس اختبار Paired samples t-test معنوية الفرق بين متوسطي المجتمعين الذين سحبنا منهما العينتين، هذا الاختبار يمكننا من وجود تأثير معنوي للريح 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 (2- 25) 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.

أيضا: للفترة قبل الحدث واخذت هذه الفترة لإختبار 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 سابقا 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 بينها 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 ب 05 أيام لمعرفة مدى امتصاص المعلومات الجديدة وهذا ما لا تعكسه النتائج المتوصل إليها.

مزيدا من التوضيح سوف نتطرق الى إختبار آخر هو إختبار *t*-The independent samples tests والذي من خلاله يتم التعرف الى 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. كما يوضحه الجدول التالي:

الجدول رقم (2-26): نتائج دراسة الحدث من خلال إختبار 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 *Sps20*

نلاحظ من الجدول أعلاه انه سواء في حالة تجانس التباين أو عدم تجانس التباين من خلال إختبار ليفن، نجد في كلا الحالتين المعنوية الإحصائية لإختبار *T* على التوالي تساوي الى: 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.

المطلب الثالث : تفسير نتائج الدراسة

الخطوات المنهجية لدراسة الحدث تتمثل في تحديد الحدث و نافذة الحدث و فترة 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 اتضح مايلي:

تم الاعتماد في دراستنا على أسلوب الإنحدار الخطي المتعدد لإختبار الفرضية الأولى، ودراسة العلاقة بين كل متغير من المتغيرات المستقلة (مؤشر السوق، سعر السهم في الفترة السابقة) في تفسير المتغير التابع (سعر السهم الحالي) بمفهوم مبسط 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 والإختبارات التالية:

– **إختبار (F-statistic):** يمكن إختبار مدى قبول النموذج من خلال إختبار المعنوية الإحصائية الكلية له، من خلال مستوى الدلالة المرفقة باحصائية فيشر حيث قدرت $Prob(F\text{-statistic})$ ، ب: 0.000، على مستوى جميع المؤسسات محل الدراسة فهي أقل من نسبة المعنوية 0.05 (5%)، ومنه للنموذج معنوية إحصائية بكل مؤسسة.

– **إختبار جودة التوفيق:** يقيس إختبار جودة التوفيق القدرة التفسيرية للنموذج. يمكن ملاحظة أن المتغيرات المستقلة للدراسة الحالية سابقة الذكر تفسر التغير في السعر السوقي للسهم، بواسطة معامل التحديد $R\text{-squared}$ ومعامل التحديد المعدل $Adjusted R\text{-squared}$ ، 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 جدا.

– **إختبار الارتباط الذاتي للأخطاء:** وذلك من الدرجة الأولى من خلال إحصائية $Durbin\text{-}Watson$

تشير إحصائية $Durbin\text{-}Watson\ stat$ 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 $ARCH\text{-}LM$ ، نلاحظ من خلال $Prob(F\text{-}$

$statistic)$ 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 (05%)، وبالتالي نقبل H_0 ونرفض H_1 أي يوجد تجانس في التباين.

أما الفرضية الثانية : تم الاعتماد على إختبارات T - test حول المتوسطات وبالتحديد:

إختبار **Paired samples t-test** : وذلك لإختبار معنوية الفرق بين متوسطي المجتمعين الذين سحبنا منهما العينتين، هذا الإختبار يمكننا من وجود تأثير معنوي للعائد غير العادي من عدمه خلال فترة الحدث.

إختبار **The independent samples t-tests** : نستطيع من خلال هذا الإختبار التعرف إلى ما إذا كان هناك تأثير معنوي بين متوسط المتوسطات للعائد غير العادي قبل وبعد الاعلان عن توزيعات الارباح. تم استخدام البرنامج الإحصائي *Spss20*. في تطبيق الأدوات سابقة الذكر. حيث بلغت **t-tests** الى 0,821 وهي قيمة أكبر من 0.05 أي ليست لها معنوية إحصائية ما يجعلنا نثبت فرضية العدم، لنرفض الفرضية البديلة.

- كشفت النتائج في شقها الأول عن قبول النموذج إحصائيا في جل المؤسسات محل الدراسة، إذ تفسر المتغيرات المستقل كلا من مؤشر السوق، سعر السهم في الفترة السابقة المتغير التابع المتمثل في سعر السهم. وهذا يحقق الهدف المنشود وهو تقدير الأسعار خلال فترة الحدث.

- كشفت النتائج انه بالرغم من أن العائد غير العادي يأخذ أكبر القيم في الفترة قبل الإعلان خاصة في (1-) والفترة (4-). إلا أن ذلك ليس له دلالة إحصائية وهذا يفسر انه حتى في حالة تسرب المعلومات قبل الإعلان عن توزيعات الأرباح . لا يوجد تأثير لنبأ الإعلان عن توزيعات الأرباح على أسعار الأسهم في سوق دبي للأوراق المالية. كذلك ضعف حجم متوسط العائد غير العادي للفترات بعد الإعلان بمستويات دلالة غير مقبولة إحصائيا وهذا يدل على أن السوق غير قادر امتصاص المعلومات الجديدة بسرعة وبالكامل.

- تبين مخرجات الدراسة انه لا توجد فروق ذات دلالة إحصائية في متوسط العوائد غير العادية للمؤسسات محل الدراسة قبل وبعد الإعلان عن توزيعات الأرباح. أي عدم وجود تأثير للمحتوى الإعلامي لتوزيعات الأرباح على الأسعار السوقية لأسهم المؤسسات المدرجة في سوق دبي للأوراق المالية.

تشير النتائج في مجملها الى عدم وجود تأثير للإعلان عن توزيعات الأرباح على أسعار أسهم المؤسسات المدرجة بسوق دبي للوراق المالية. وبالتالي استخدام حدث الإعلان عن التوزيعات كإشارة للتأثير على الأسعار غير محقق بهذه الدراسة وهي نفس النتائج التي توصلت إليها دراسة عادل عبد الفتاح الميهي ، المحتوى الإعلامي للمعلومات المحاسبية الأولية على السوق الأسهم السعودي 2005/2004. ودراسة حورية بديدة حول تأثير سياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة 2011. يمكن أن يرجع السبب في عدم كفاءة سوق دبي للأوراق المالية حسب ما توضحه النتائج المتوصل إليها، كذلك قد يرجع الى أخطاء القياس، أو أخطاء في المعلومات المتحصّل عليها، أو أسباب أخرى.

الختامة

تناولت هذه الدراسة معالجة إشكالية رد فعل أسعار الأسهم السوقية في سوق دبي المالي للإعلان عن توزيعات الأرباح، وهذا من خلال تسليط الضوء على دراسة الحدث التي تطلق على الدراسات التطبيقية في البحث عن العلاقة بين أسعار الأوراق المالية والأحداث المالية؛ بحيث تتجسد في خطوات الدراسة الحديثة في تحديد الحدث، ونافذته؛ المتمثلة في خمسة أيام قبل الإعلان عن توزيعات الأرباح وخمسة أيام بعد الإعلان لقياس حساسية سعر السهم لهذا النبأ، ثم فترة التقدير، ومن ثمة قياس العائد غير العادي من خلال الفرق بين العائد الفعلي والعائد المتوقع.

وبتطبيق هذه الخطوات على عينة المؤسسات محل الدراسة المدرجة بسوق دبي المالي تم التوصل الى عدة نتائج نوجزها في التالي وأخيرا نعرض عن آفاق البحث.

نتائج الدراسة

توصلنا في هذه الدراسة الى عدة نتائج نلخصها فيما يلي:

- كشفت النتائج عن وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين سعر السهم وكل من مؤشر السوق وسعر السهم خلال الفترة السابقة في جل المؤسسات محل الدراسة وبالتالي قبول الفرضية الأولى. وهذا يحقق الهدف المنشود وهو تقدير الأسعار خلال فترة الحدث.
- 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 وهذا من خلال مايلي:
- بالرغم من أن العائد غير العادي يأخذ أكبر القيم في الفترة قبل الإعلان، إلا أن ذلك ليس له دلالة إحصائية وهذا يفسر أنه حتى في حالة تسرب المعلومات قبل الإعلان عن توزيعات الأرباح، لا يوجد تأثير لنبأ الإعلان عن توزيعات الأرباح على أسعار الأسهم في سوق دبي المالي. كذلك ضعف حجم متوسط العائد غير العادي للفترات بعد الإعلان بمستويات دلالة غير مقبولة إحصائيا وهذا يدل على أن السوق غير قادر على امتصاص المعلومات الجديدة بسرعة وبالكامل.
- تبين مخرجات الدراسة وتؤكد على عدم وجود تأثير لحدث الإعلان من خلال قياس متوسط المتوسطات للعائد غير العادي للمؤسسات محل الدراسة قبل وبعد الإعلان عن توزيعات الأرباح.

وعموما 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، أي رفض الفرضية الثانية.

تعارض النتائج المتوصل إليها مع دراسة (Thanwarat Suwana (2012 التي أشارت نتائجها إلى أن أسعار الأسهم تتحرك صعودا بشكل ملحوظ بعد الإعلان عن توزيعات الأرباح وكشفت الإحصائيات

الى وجود عوائد غير عادية، كما أن إعلان المؤسسة عن سياسة توزيع أرباحها تعد إشارة الى السوق بمعالجة آفاقها المستقبلية، الأمر الذي سيؤدي الى 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" (بدون تاريخ) 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 المجانية 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 الى عدم كفاءة سوق دبي المالي؛ ذلك انه في ظل الاسواق الكفؤة 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. إضافة إلى ذلك قد يرجع السبب الى أخطاء القياس، أو أخطاء في المعلومات المتحصّل عليها، أو أسباب أخرى.

آفاق الدراسة

- دراسة تأثير المحتوى الإعلامي لتوزيعات الأرباح لكل شكل من أشكال التوزيعات سواء على مستوى التوزيعات النقدية أو التوزيعات في شكل أسهم (كالأسهم المجانية، إعادة شراء الأسهم...).
- استخدام أسلوب دراسة الحدث في تحليل كفاءة السوق بأشكاله المختلفة؛
- تحليل ظاهرة تسريب المعلومات الداخلية بصفة عامة والمحتوى الإعلامي لتوزيعات الأرباح بصفة خاصة؛
- دراسة مفهوم تسيير توزيع الأرباح والنماذج المستخدمة لإكتشافها وهل للإعلان عن توزيعات الأرباح مبرر أخلاقي لإستخدامه في التأثير على أسعار الأسهم المدرجة بالسوق المالي.

قائمة المراجع

المراجع باللغة العربية:

1. أرشد فؤاد مجيد التميمي، المحتوى المعلوماتي للإعلان عن توزيعات أسهم المنحة دراسة تطبيقية على سوق عمان المالي، عمان - الاردن، نقلا عن الموقع:
<http://www.iasj.net/iasj?func=fulltext&aId=50940>
2. أمجد إبراهيم البراجنة، اختبار العلاقة بين توزيع الأرباح وكل من القيمة السوقية والدفترية للأسهم المتداولة في سوق فلسطين للأوراق المالية، مذكرة ماجستير في المحاسبة والتمويل، غير منشورة، الجامعة الإسلامية - غزة، 2009.
3. اياد ظاهر محمد الجبوري، تأثير سياسة إعادة الشراء في تداول الاسهم في الاسواق المالية - دراسة حالة - كلية الإدارة والاقتصاد - جامعة بغداد، العراق، تم نقله بتاريخ: 2013/12/02، عن الموقع:
<http://www.iasj.net/iasj?func=fulltext&aId=3274>
4. ايمن سيد محمد سرحان، اثر المتغيرات المالية على القيمة السوقية للمنشأة بالتطبيق على قطاع الصناعات التحويلية، رسالة ماجستير في إدارة الأعمال، كلية التجارة - مصر، 2003.
5. بلجبلية سمية، أثر التضخم على عوائد الاسهم - دراسة تطبيقية لمجموعة من المؤسسات المسعرة في بورصة عمان، رسالة ماجستير في علوم التسيير، غير منشورة، جامعة قسنطينة، 2010.
6. حنان بن عوالي، التنبؤ بالطلب لجزء مكمل من التخطيط الاستراتيجي، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، الاكاديمية للدراسات الاجتماعية والسياسية والقانونية، العدد 12، جامعة الشلف - الجزائر، 2014.
7. حورية بديدة، تأثير سياسة توزيع الارباح على قيمة المؤسسة المسعرة في السوق المالي - دراسة اختبارية وحدثيه للمؤشر CAC 40 - خلال الفترة الممتدة ما بين 2007 و 2009، مذكرة ماجستير في علوم التسيير، تخصص مالية اسواق، غير منشورة، جامعة ورقلة، 2011.
8. دانة بسام محمد يوسف، تحديد العوامل المؤثرة على عوائد الاسهم في سوق عمان المالي، رسالة ماجستير في ادارة الاعمال، جامعة الشرق الاوسط - الاردن، 2008.
9. صباح اسامة علي الشراب، اثر الاعلان عن توزيعات الارباح على اسعار الاسهم المدرجة في سوق فلسطين للاوراق المالية، رسالة ماجستير في المحاسبة والتمويل، غير منشورة، جامعة فلسطين، 2006.
10. 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>

11. عبد الغفار حنفي، رسمية قرياقص، أساسيات التمويل والإدارة المالية، الدار الجامعية، الاسكندرية - مصر، 2004.
12. علي بن الضب، دراسة تأثير الهيكل المالي وسياسة توزيع الارباح على قيمة المؤسسة الاقتصادية المدرجة بالبورصة، رسالة ماجستير في علوم التسيير، جامعة ورقلة، غير منشورة، 2009/2008.
13. فايز سليم حداد، الادارة المالية، دار حامد للنشر والتوزيع، عمان- الاردن، الطبعة الثانية، 2009.
14. محمد البشير بن عمر، دراسة اثر بعض المتغيرات المالية والاقتصادية على أسعار الأسهم، رسالة ماجستير في علوم التسيير، تخصص مالية مؤسسة، جامعة ورقلة، 2010.
15. محمد زرقون، أثر الاكتتاب العام على سياسات توزيع الأرباح في المؤسسات الاقتصادية المسعرة في البورصة - دراسة تحليلية مقارنة لمؤسسة تسيير فندق الأوراسي الجزائر - مجلة الباحث، العدد 08، جامعة ورقلة - الجزائر، 2010.
16. 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>
17. محمد مبروك ابو زيد، التحليل المالي: شركات واسواق مالية، دار المريخ للنشر، المملكة العربية السعودية، الطبعة الثانية، 2009.
18. محمد محمود الخطيب، الأداء المالي وأثره على عوائد اسهم الشركات، دار حامد للنشر والتوزيع، عمان، الاردن، الطبعة الاولى، 2010.
19. محمد نعيم الحلو، 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.
20. منير ابراهيم هندي، الفكر الحديث في هيكل تمويل الشركات، منشاة المعارف، الاسكندرية - مصر، 2005.
21. هاشم حسن حسين، العوامل المؤثرة على سياسة توزيع الارباح في شركات المساهمة، كلية بغداد للعلوم الاقتصادية، العدد 17، جامعة الاسراء - العراق، 2008.
22. هوارى سويسى، تقييم المؤسسة ودوره في اتخاذ القرار في إطار التحولات الاقتصادية بالجزائر، اطروحة دكتوراه في علوم التسيير، جامعة الجزائر، غير منشورة، 2008.

المراجع باللغة الفرنسية:

23. Arvid O.I. Hoffmann, Thomas Post, Joost M.E. Pennings, **Individual investor perceptions and behavior during the financial crisis**, Journal of Banking & Finance, Vol. 37, 2013, pp 60–74.
24. Chienwei Ho, Chi-Hsiou Hung, **Investor Sentiment as Conditioning Information in Asset Pricing**, Retrieved 02/02/2014.
25. Chunpeng Yang, Jinfang Li, **Investor sentiment, information and asset pricing model**, Economic Modelling, Vol.35, 2013, pp 436–442.
26. Deepti Gulati, Monika Kakhani, **Relationship Between Stock Market And Foreign Exchange Market In India: An Empirical Study**, Pacific Business Review International, Vol.5, Issue. 5, November 2012.
27. 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.
28. Golaka C Nath, G P Samanta, **Relationship Between Exchange Rate and Stock Prices in India – An Empirical Analysis**, January 2003, Retrieved 02/02/2014. Form:
<http://unpan1.un.org/intradoc/groups/public/documents/APCITY/UNPAN025797.pdf>
29. Hossein Rezaei Dolat Abadi, Saeed Fathi, Mahmoud Alikhani, **Analyze The Impact Of Financial Variables On Stock Prices of Tehran Stock Exchange Companies**, Interdisciplinary Journal Of Contemporary Research In Business, Vol.3, No.11, March 2012, Pp 151- 157.
30. Liwei Shan, Stephen X. Gong, **Investor sentiment and stock returns: Wenchuan Earthquake**, Finance Research Letters, Vol.9, 2012, pp 36–47.
31. Liwei Shan, Stephen X. Gong, **Investor sentiment and stock returns: Wenchuan Earthquake**, Finance Research Letters, Vol.9, 2012, pp 36–47.
32. Maik Schmeling, **Investor sentiment and stock returns: Some international evidence**, Journal of Empirical Finance, Vol.16, 2009, pp 394–408.
33. Michael Kosfeld, **Rumours and markets**, Journal of Mathematical Economics, Retrieved 12/05/2014. Form:
<https://pure.uvt.nl/portal/files/528615/23.pdf>
34. Noel Dilrukshan Richards, John Simpson, John Evans, **The Interaction between Exchange Rates and Stock Prices: An Australian Context**, International Journal of Economics and Finance, Vol.1, No.1, February 2009.
35. Parvane Azimi Dastgerdi, **Profitability Levels And The Relation Between Earnings, Equity Value And Equity Book Value**, Interdisciplinary Journal Of Contemporary Research In Business, Vol.4, No. 3, July 2012, pp 295 – 305.
36. Petros Jecheche, **Dividend policy and stock price volatility: a case of the Zimbabwe stock exchange**, Journal of Comprehensive Research –

37. Accounting & Finance, N.D. Form :
<http://connection.ebscohost.com/c/articles/78392038/>
38. Samina Haque, Murtaza Faruquee, **Impact of Fundamental Factors on Stock Price: A Case Based Approach on Pharmaceutical Companies Listed with Dhaka Stock Exchange**, International Journal of Business and Management Invention, Vol. 2 Issue. 9, September 2013, p p 34 – 41.
39. Shukairi Nori Mousa, Waleed Al safi, AbdulBaset Hasoneh & Marwan Mohammad Abo-orabi , **The Relationship Between Inflation And Stock Prices (A Case Of Jordan)**, IJRRAS, Lssue.10, Vol.1, January 2012.
40. Thanwarat Suwanna, **Impacts of Dividend Announcement on Stock Return**, Procedia - Social and Behavioral Sciences, Vol.40, 2012, pp 721 – 725.

الملاحق

الملحق 01: يوضح نتائج اختبار Paired Samples Test

Paired Samples Statistics					
		Mean	N	Std. Deviation	Std. Error Mean
Pair 1	t1	-,006801516	8	,0180952213	,0063976268
	t2	,008721552	8	,0156988209	,0055503714
Pair 2	t1	-,006801516	8	,0180952213	,0063976268
	t3	,008387557	8	,0231777709	,0081945795
Pair 3	t1	-,006801516	8	,0180952213	,0063976268
	t4	,001622139	8	,0097635790	,0034519464
Pair 4	t1	-,006801516	8	,0180952213	,0063976268
	t5	-,008419053	8	,0120951243	,0042762722
Pair 5	t1	-,006801516	8	,0180952213	,0063976268
	t6	-,001641369	8	,0136808224	,0048369011
Pair 6	t6	-,001641369	8	,0136808224	,0048369011
	t7	-,001944328	8	,0115405403	,0040801972
Pair 7	t6	-,001641369	8	,0136808224	,0048369011
	t8	,002210264	8	,0063891582	,0022589085
Pair 8	t6	-,001641369	8	,0136808224	,0048369011
	t9	,003317907	8	,0069193819	,0024463709
Pair 9	t6	-,001641369	8	,0136808224	,0048369011
	t10	,004227975	8	,0076425051	,0027020336
Pair 10	t6	-,001641369	8	,0136808224	,0048369011
	t11	-,005344759	8	,0250628707	,0088610629

الملحق 02: يوضح نتائج اختبار Paired Samples Correlations

Paired Samples Correlations				
		N	Correlation	Sig.
Pair 1	t1 & t2	8	,048	,910
Pair 2	t1 & t3	8	-,879	,004
Pair 3	t1 & t4	8	-,764	,027
Pair 4	t1 & t5	8	,359	,383
Pair 5	t1 & t6	8	-,570	,140
Pair 6	t6 & t7	8	-,950	,000
Pair 7	t6 & t8	8	-,068	,873
Pair 8	t6 & t9	8	,561	,148
Pair 9	t6 & t10	8	,252	,546
Pair 10	t6 & t11	8	-,528	,179

الملحق 03: يوضح نتائج اختبار Independent Samples Tes

Group Statistics					
	d	N	Mean	Std. Deviation	Std. Error Mean
Ar	1	56	,000342	,0174614	,0023334
	2	24	,001195	,0085372	,0017426

فهرس المحتويات

فهرس المحتويات

الصفحة	
III	الإهداء
IV	شكر وتقدير
V	مستخلص البحث
VI	قائمة المحتويات
VIII	قائمة الجداول
IX	قائمة الاشكال البيانية
X	قائمة الملاحق
ب	المقدمة

الفصل الأول: الإطار النظري والدراسات السابقة

02	تمهيد
03	المبحث الأول: سياسة توزيع الأرباح وعلاقتها بسعر السهم
03	المطلب الأول: العوامل المؤثرة على سعر السهم
03	اولا: عوامل متعلقة بالظروف الاقتصادية
03	1. معدل التضخم
05	2. سعر الفائدة.....
05	3. سعر صرف العملة
06	4. معلومات عالمية.....
06	ثانيا: عوامل متعلقة بظروف المؤسسة
06	1. حجم المؤسسة.....
06	2. ربحية المؤسسة.....
07	ثالثا: عوامل متعلقة بالسوق.....
07	1. الشائعات.....
08	2. عوامل نفسية.....
08	المطلب الثاني: العوامل المحددة لسلوك سياسة توزيع الارباح
08	اولا: مفهوم سياسة توزيع الارباح.....
09	ثانيا: إجراءات دفع التوزيعات المقررة.....

09	1. تاريخ الإعلان عن التوزيع.....
09	2. تاريخ تسجيل حامللي الأسهم.....
09	3. تاريخ ما بعد الحق في الأرباح الموزعة.....
09	4. تاريخ الدفع.....
09	ثالثا : بدائل وأشكال الأرباح الموزعة.....
10	1. سياسة التوزيعات النقدية:.....
11	2. التوزيعات في شكل اسهم.....
13	رابعا: العوامل المؤثرة على سياسة توزيع الأرباح.....
13	1. رغبات المساهمين.....
13	2. السيطرة.....
14	3. المردودية.....
14	المطلب الثالث: النظريات المفسرة لسياسة توزيع الأرباح.....
14	اولا: نظرية المتبقي من توزيعات الأرباح.....
15	ثانيا: نظرية الإشارة او نظرية المحتوى المعلوماتي.....
16	ثالثا: التمييز الضريبي.....
17	المبحث الثاني: الدراسات السابقة.....
17	المطلب الاول: الدراسات باللغة العربية.....
20	المطلب الثاني: الدراسات باللغة الاجنبية.....
22	خلاصة الفصل.....

الفصل الثاني: دراسة حدث الاعلان عن توزيعات الارباح

24	تمهيد.....
25	المبحث الأول: منهجية وأدوات الدراسة.....
25	المطلب الأول: مجتمع وعينة الدراسة.....
25	المطلب الثاني: منهجية دراسة الحدث.....
26	اولا: تحديد الحدث موضوع الدراسة.....
26	ثانيا: تحديد نافذة الحدث.....
26	ثالثا: تحديد فترة الاختبار.....
26	رابعا: تحديد فترة التقدير.....
27	خامسا: تقدير العائد العادي.....

27	سادسا: قياس العائد غير العادي.....
27	سابعا: قياس متوسط العائد غير العادي.....
28	ثامنا: قياس التأثير التراكمي.....
28	المطلب الثالث: أدوات الدراسة.....
31	المبحث الثاني: مناقشة نتائج التحليل الإحصائي وإختبار الفرضيات.....
31	المطلب الاول: تقدير نموذج لقياس العائد غير العادي بالمؤسسات محل الدراسة.....
31	اولا: تقدير النموذج لمؤسسة ارامكس.....
35	ثانيا: تقدير النموذج لمؤسسة الامارات دبي الوطنية.....
39	ثالثا: تقدير النموذج الشركة الوطنية للتبريد المركز.....
43	رابعا: تقدير النموذج لمؤسسة العربية للطيران.....
47	خامسا: تقدير النموذج بنك دبي الاسلامي.....
51	سادسا: تقدير النموذج بنك دبي التجاري.....
55	سابعا: تقدير النموذج لمؤسسة مؤسسة تمويل.....
59	ثامنا: تقدير النموذج لمؤسسة الإمارات للاتصالات المتكاملة.....
63	المطلب الثاني: تحليل نتائج دراسة الحدث.....
66	المطلب الثالث: : تفسير نتائج الدراسة.....
68	الخاتمة.....
71	قائمة المصادر والمراجع.....
76	الملاحق.....
78	فهرس المحتويات.....

