

الأرباح والتوزيعات النقدية وتأثيرها في أسعار الأسهم في الأسواق المالية في إطار نظرية الإشارة - دراسة تحليلية

أيمان عدنان سعد**

أ.م.د. هشام طلعت عبد الحكيم*

المستخلص:

يهدف البحث الى اختبار تأثير تزامن إعلانات الأرباح وتوزيعاتها على أسعار الأسهم وكيف يقيم السوق الإشارتين في علاقتهما ببعضهما البعض، في إطار نظرية الإشارة، واختبار قدرة السوق على دمج المعلومات المعلنة في أسعار الأسهم باعتماد منهجية دراسة الحدث لغرض الاستدلال ضمناً الى كفاءة السوق ضمن المستوى شبه القوي. تشمل عينة الدراسة (12) شركة من الشركات المدرجة في السوق المالية السعودية من مختلف القطاعات والتي تلبي المعايير الموضوعية للاختيار، للمدة من (2007-2016) شكلت ما يقارب (83) حدث متزامن.

توصل البحث الى مجموعة استنتاجات من أهمها وجود تسرب للمعلومات الجديدة ساعد في تحقيق عوائد غير عادية ذات دلالة معنوية في جلسة الأيام التي سبقت يوم الحدث وكذلك وجود تأخير في النقاط المعلومات في الأيام التي تلت جلسة يوم الحدث لبعض المجاميع الفرعية لإعلانات الأرباح والتوزيعات المتزامنة. وعدم وجود تأثير تفاعل ذا دلالة معنوية لمتغيرات الأرباح والتوزيعات التي تم الاعلان عنها على متوسط العوائد غير العادية التراكمية. وان السوق يقيم إشارة توزيعات الأرباح بمعزل عن إشارة الأرباح.

الكلمات الافتتاحية: إعلانات الأرباح وتوزيعات الأرباح، أسعار الأسهم، نظرية الإشارة، دراسة الحدث.

Dividends and cash distributions and their effect on stock prices in the financial markets within the framework of signal theory / analytical study

Abstract

The research aims to test the effect of the synchronization of dividends announcements and their dividends on stock prices and how the market evaluates the two signals in their relationship with each other, within the framework of the signal theory, and test the market's ability to integrate the information announced in stock prices by adopting the methodology of the event for the purpose of inferred purpose to the efficiency of the market within the near-level The strong: The study sample includes (12) companies from the companies listed in the Saudi financial market from various sectors that meet the criteria for selection, for the period from (2007-2016), they formed approximately (83) simultaneous events.

The research reached a set of conclusions, the most important of which is the presence of a leak of new information that helped in achieving unusual returns of significant significance in the session that preceded the day of the event, as well as a delay in capturing information in the days that followed the event on the day of the event on some of the subtotals of simultaneous profits announcements and distributions. And the absence of a significant interaction effect of the declared profits and distributions on the average cumulative extraordinary returns. The market evaluates the dividend signal separately from the dividend signal.

Key words: earnings announcements and dividends, stock quotes, signal theory, event study.

المقدمة

اثارت سياسة توزيع الأرباح جدلا كبيرا بشأن تأثيرها في تعظيم القيمة السوقية للشركة. فالخلاف حول ملائمة أو عدم ملائمة سياسة توزيع الأرباح في تحديد سعر السهم هو امتداد للجدل حول أحد أهم القضايا التي ظلت تشغل الفكر المالي وهي مسألة المفاضلة بين الأرباح أو توزيع الأرباح كمصدر محدد لقيمة السهم العادي. وأحد مجالات الجدل في البحوث التي حفزت عددا كبيرا من البحوث النظرية والتجريبية هي نظرية الإشارة لتوزيع الأرباح التي تقترض بأن إعلانات تغيير توزيع الأرباح ترتبط طرديا مع ردود فعل سعر السهم والتغيرات المستقبلية في الأرباح، فالإعلان عن زيادة في توزيعات الأرباح يميل إلى أن يكون ذا تأثيراً كبيراً على زيادة سعر السهم والإعلان عن انخفاض توزيعات الأرباح يميل إلى أن يترافق مع انخفاض في سعر السهم في وقت الإعلان عن توزيع الأرباح. وترجع أهمية التغيرات في توزيعات الأرباح لأنها تنقل المعلومات عن تقييم الإدارة للأفاق المستقبلية للشركة فضلاً عما توفره من معلومات مفيدة ومكملة للمعلومات التي يحصل عليها مستخدمو القوائم المالية والتدفقات النقدية والبيانات المالية الأخرى المفصّل عنها في التقارير المالية السنوية.

وفي إطار تعدد الإشارة التي تصدر عن الشركات، يعد إعلان توزيع الأرباح مجرد واحدة من بين العديد من الإشارات التي تنبعث من قبل الشركات لنقل المعلومات الجديدة عن أداء الشركة للمستثمرين في الخارج مثل حدوث تغيرات في التوزيعات النقدية أو توزيع الأسهم على المساهمين أو تجزئة أسهمها من هنا جاء هذا البحث لتسليط الضوء على تأثير الأرباح والتوزيعات المعلنة بشكل متزامن على أسعار الأسهم في السوق الأسهم من خلال تحليل التغيرات في الأرباح والتوزيعات السنوية وتحليل العوائد غير العادية المتحققة خلال مدة الحدث. تم تناول الموضوع من خلال تقسيم البحث إلى أربعة مباحث، خصص المبحث الأول لمنهجية البحث، بينما تناول المبحث الثاني الجانب المعرفي لإعلانات الأرباح وتوزيعاتها ونظرية الإشارة، أما المبحث الثالث فقد خصص لتحليل سلوك الأرباح وتوزيعاتها المعلنة للشركات المدرجة في السوق السعودي، وأخيراً تناول المبحث الرابع أهم الاستنتاجات والتوصيات.

المبحث الأول: منهجية البحث

أولاً: مشكلة البحث:

على الرغم من وجود أدلة تجريبية تدعم العلاقة الإيجابية بين إعلانات تغيير توزيع الأرباح وردود فعل سعر السهم اللاحقة، إلا أن بعض الدراسات لا تدعم هذه الفكرة. يتناول هذا البحث إحدى الصعوبات المنهجية التي تواجهها الدراسات السابقة عندما تصدر إعلانات الأرباح وتوزيع الأرباح بالتزامن يكون من الصعب تقييم تأثيرهما على عوائد الأسهم. ووجدت هذه الدراسات بان السوق لا يقيم معلومات توزيع الأرباح بمعزل عن المعلومات الأخرى مثل الأرباح، وأن إعلانات الأرباح وتوزيعات الأرباح تكون مترابطة مع بعضها البعض في التأثير على أسعار الأسهم. وبالتالي فإنه من الضروري دراسة تأثير التفاعل بينهما وتأثيرهما على الأسعار السوقية للأسهم. ويختبر البحث فيما إذا كان السوق يقيم إشارات الأرباح وتوزيعات الأرباح في علاقتها ببعضها البعض، وسيتم تقييم ما إذا كانت هذه الإعلانات تؤدي إلى تغيير أسعار الأسهم لغرض الاستدلال ضمناً إلى كفاءة السوق ضمن المستوى شبه القوي.

ثانياً: أهمية البحث: تتمثل أهمية البحث بالنقاط الآتية:-

- 1- تمكن المدراء من فهم أفضل لكيفية تصميم استراتيجيات الإعلان عن الأرباح وتوزيعاتها وإدارة الشركات لتعظيم الأرباح وأسعار الأسهم. إذ من المهم لمدراء الشركات فهم تأثير المحتوى المعلوماتي لإعلانات الأرباح وتوزيع الأرباح على أسعار الأسهم. وهذا يساعدهم على اتخاذ سياسات الإفصاح المناسبة لنوع المعلومات التي يتم إصدارها لسوق الأسهم.
 - 2- تبرز أهميتها بالنسبة للمستثمرين من خلال وضع استراتيجيات مناسبة لتعظيم عوائدهم.
 - 3- تمكن نتائج البحث أيضاً المستشارين الماليين من تقديم الخدمات المناسبة لزيائهم. ومن المتوقع أن هذه الدراسة تخلق اهتمام خاص بين الأكاديميين والباحثين لإجراء المزيد من الدراسات التجريبية في ميدان هذه الدراسة.
- ثالثاً: أهداف البحث: يمكن إيجاز أهم أهداف البحث بالآتي:-
1. التحقق في استجابة السوق للإعلانات التفاعلية للأرباح وتوزيعاتها، وتقييم ما إذا كانت تؤدي هذه الإعلانات إلى تغيير أسعار الأسهم، وتحديد نوع المعلومات التي تهتم المستثمرين في السوق المالية، من خلال الإشارات التي ترسلها الشركات عند إعلان أرباحها وتوزيعاتها بشكل متزامن.
 2. اختبار تأثير إعلان الأرباح وتوزيعاته على أسعار الأسهم وما يترتب عليها من عوائد غير عادية سواء كانت موجبة أم سالبة قبل واثناء وبعد تاريخ الإعلان.
 3. اختبار قدرة السوق على دمج المعلومات المتعلقة بإعلانات الأرباح والتوزيعات في أسعار الأسهم، ومعرفة ما إذا كان هناك تسرب للمعلومات قبل الإعلان، والانحراف ما بعد الاعلان لغرض الاستدلال ضمناً على كفاءة السوق.

رابعاً: "فرضيات البحث: في ضوء أهداف البحث، تم صياغة الفرضيتين الاتيتين:

1- لا يوجد اختلافاً معنوياً في دلالة إحصائية على رد فعل سعر السهم في المدة المحيطة بإعلانات تغييرات الأرباح وتوزيعاتها المتزامنة.

2- لا يوجد تأثير تفاعل ذا دلالة إحصائية بين إعلانات تغيير الأرباح وتوزيعاتها بشكل مشترك على مؤشر سعر السهم في الوقت الذي يتم فيه نشر الإعلان المشترك.

خامساً: "مجتمع وعينة البحث

يتمثل مجتمع البحث بأسهم جميع الشركات المدرجة في السوق المالية السعودية والبالغ عددها تقريباً 170 شركة. والمبررات لاختيار السوق السعودي ليكون مجتمع الدراسة بسبب ما يأتي:

1. تم إجراء مسح شامل للشركات المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية لغرض الحصول على معلومات متكاملة عن الشركات التي المستمرة بتوزيع الأرباح النقدية ولكن لم يتسن الحصول على المعلومات المطلوبة لكون أغلب الشركات العراقية تلجأ إلى احتجاز الأرباح وتحويلها بسبب الوضع الاقتصادي للبلد.

2. لكون السوق المالي السعودي شبيه إلى حد كبير بالسوق العراقي كونه يمتلك خصائص مؤسسية فريدة تجعله مناسب لاختبار هذه الخصائص على عوائد الأسهم وأنشطة التداول. ولكون المعلومات الخاصة بالشركات المدرجة متاحة على موقع السوق عبر شبكة الانترنت.

3. تطلق بعض الشركات معلومات الأرباح وتوزيع الأرباح في الإعلان نفسه .

وقد تم التوصل إلى اختيار عينة الدراسة وتتضمن 12 شركة من مختلف القطاعات للمدة من 2007 إلى 2016 والتي شكلت ما يقارب 83 حدثاً متزامناً والتي تلبي المعايير الاتية:

- 1- أن يكون لدى الشركة المدرجة في السوق أسهم متداولة خلال المدة المخصصة للبحث.
- 2- أن تكون القوائم المالية الختامية المنشورة سنوية ومن ثم تكون أرباحها وتوزيعاتها سنوية.
- 3- عدم الانقطاع عن دفع التوزيعات لأكثر من مدتين زمنيتين من أجل الحصول على سلسلة زمنية متكاملة لغرض تحديد معدل واتجاه التغير من مدة لأخرى.
- 4- أن لا تكون الشركة مؤسسة مالية. هذا المعيار يساعد في تحسين تجانس العينة لأن المؤسسات المالية لديها قواعد محاسبية مختلفة.

4- أدرجت الشركة في السوق المالية المعنية قبل سنة من حدث توزيع الأرباح.

سادساً: "منهجية البحث

تبدأ منهجية دراسة إعلانات الأرباح المتزامنة مع إعلانات توزيع الأرباح بتشكيل محافظ متعددة الجوانب وفقاً لاتجاهات التغير في الأرباح وتوزيعات الأرباح. وفي ضوء هذا التجميع، يمكن ملاحظة الآثار النسبية لتغيرات الأرباح وتوزيعات الأرباح بوضوح ومقارنتها. الاختبارات على آثار الأرباح وتوزيعات الأرباح ذات شقين أساسيين. أولاً: يتم تطبيق دراسة الحدث لدراسة ردود فعل السوق حول الإعلانات لكل محفظة متعددة الجوانب. ثانياً يتم تطبيق المزيد من الاختبارات الإحصائية باستخدام تحليل الانحدار لدراسة الآثار النسبية للأرباح وتوزيعات الأرباح على ردود فعل السوق.

تم احتساب معدلات التغيرات غير المتوقعة في الأرباح وتوزيعات الأرباح على النحو الاتي: (Sørensen & Arveschoug, 2004:29) (Khan, 2011:156)

$$EPS_i = \frac{EPS_{i,t} - EPS_{i,t-1}}{EPS_{i,t-1}} \dots \dots (1)$$

EPS_i = معدل التغيرات غير المتوقعة في ربحية السهم i

$EPS_{i,t}$ = ربحية السهم للسنة الحالية

$EPS_{i,t-1}$ = ربحية السهم للسنة السابقة

$$\dots \dots (2) DPS_i = \frac{DPS_{i,t} - DPS_{i,t-1}}{DPS_{i,t-1}}$$

DPS_i = معدل التغيرات غير المتوقعة في توزيعات الأرباح للسهم i

$DPS_{i,t}$ = توزيعات الأرباح للسنة الحالية

$DPS_{i,t-1}$ = توزيعات الأرباح للسنة السابقة

غالباً ما تستخدم منهجية الحدث لتحديد ما إذا كان هناك فرق إحصائي بين عوائد الأسهم الفعلية والعوائد المتوقعة المحيطة بالحدث. لذلك، تستخدم دراسة الحدث لإظهار كيف يتغير سعر السهم ومقارنة العوائد الفعلية والعوائد المتوقعة حول يوم الإعلان (Thu, 2014:10).

وتقوم منهجية دراسة الحدث على الخطوات الاتية:

1- تحديد نافذة الحدث والتقدير Event and Estimated Window

تم تصميم مدة الحدث لتكون 31 يوماً، 15 يوماً قبل الإعلان و15 يوماً بعد الإعلان عن الحدث لاختبار مدى قدرة السوق على امتصاص المعلومات الجديدة. وتم اعتماد مدة تقدير مقدارها 75 يوماً قبل يوم الحدث، يكون مجموعها 60 يوم تبدأ من اليوم 75 إلى اليوم 16 قبل الإعلان.

2- قياس العائد غير العادي تبدأ عملية قياس العائد غير العادي وفق الخطوات الآتية: -

أ. **حساب العائد اليومي المتوقع:** تحتسب العوائد المتوقعة اعتماداً على المكاسب الرأسمالية اليومية المتوقعة وفق المعادلة الآتية: (Mahmood et. al., 2011:973)

$$R_{i,t} = \frac{P_{i,t} - P_{i,t-1}}{P_{i,t-1}} \dots \dots (3)$$

ب. **حساب عائد السوق:** يتم احتساب عائد السوق على طول مدتي الاختبار والتقدير من خلال المعادلة الآتية: (Mahmood et. al., 2011:973)

$$R_{mt} = \frac{m_t - m_{t-1}}{m_{t-1}} \dots \dots (4)$$

ج. **قياس العوائد المتوقعة:** يتم احتساب العوائد المتوقعة $E(R_{i,t})$ وفق نموذج تسعير الأصول الرأسمالية CAPM وهو النموذج الأفضل المحدد لأنه يسيطر على المخاطر النظامية وغير النظامية للأسهم (Kiremu et. al., 2013:102)

$$E(R_{i,t}) = RF_{it} + \beta_i(R_{mt} - RF_{it}) \dots \dots (5)$$

د. **حساب العوائد غير العادية:** وتحتسب العوائد غير العادية على النحو التالي:

$$AR_{it} = R_{it} - E(R_{i,t}) \dots \dots (6)$$

وهو الفرق بين العوائد اليومية المتحققة R_{it} والعوائد المتوقعة $E(R_{i,t})$.

ويتم استخدام العوائد غير العادية التراكمية (cumulative abnormal returns CAR) لمدة الحدث لغرض قياس رد فعل السوق للإعلان المتزامن المحيط بتاريخ الإعلان. ومن المتوقع أن تكون إيجابية أو سلبية اعتماداً على ما إذا كان المستثمرون يعتقدون عموماً أن هذا الحدث سوف يؤدي إلى تحقيق التدفقات النقدية المستقبلية الإيجابية أو السلبية التراكمية (CARS).

$$CAR_t = \sum_{t=-15}^{t=15} AR_t \dots \dots (7)$$

4- حساب متوسط العوائد غير العادية التراكمية CAAR cumulative average abnormal returns

يتم اختبار سلوك أسعار الأوراق المالية إلى معلومات إعلان الحدث للشركة باستخدام متوسط العوائد غير العادية التراكمية (CAAR). يتم حساب متوسط العائد غير العادي التراكمي (CAAR) عن كل جلسة تداول في نافذة الحدث بإضافة (AAR) average abnormal returns لكل مدة من مدة الحدث البالغة 31 يوماً. (Kiremu et. al., 2013:104)

$$CAAR = \sum_{t=-15}^{t=15} AAR_t \dots \dots (8)$$

ومن أجل التقاط تأثير إشارة الأرباح وتوزيع الأرباح على العوائد غير العادية التراكمية لأحداث العينة، يتم استخدام العوائد غير العادية التراكمية (CAR) لقياس رد فعل السوق لإعلان المتزامن المحيط بتاريخ الإعلان، ويتم تكيف معادلة الانحدار على النحو الآتي: (Khan, 2011:117)

$$CAR_j = b_0 + b_1\% \Delta EPS_j + b_2\% \Delta DPS_j + U1_j \dots \dots (9)$$

$$CAR_j = b_0 + b_1\% \Delta EPS_j + b_2\% \Delta DPS_j + b_3I1 (+) + b_4I2 (+) + b_5I3 (+) + b_6L1 (-) + b_7I5 (-) + U2_j \dots \dots (10)$$

حيث أن CAR_j : العوائد غير العادية التراكمية للسهم j

حيث أن $U1_j, U2_j$ تعبر عن مقدار الخطأ في النموذج.

$\Delta EPS_j, \Delta DPS_j$ % تمثل نسبة المكونات غير المتوقعة للأرباح والتوزيعات من الأرباح والتوزيعات الفعلية والتي سبق الإشارة إليها.

$I(+)$ تمثل المتغيرات الوهمية التي تأخذ قيمة واحد إذا إشارة الأرباح هي موجبة وإشارة التوزيعات سالبة، وتكون صفر بخلاف ذلك.

(-I) متغير يستخدم كحالة أساسية في الاختبار يمثل المتغير الوهمي لمجموعة انخفاض كل من الأرباح والتوزيعات DDED

b1 , b2 معاملات من المتوقع أن تكون إيجابية وهي إشارة على العوائد غير العادية تميل إلى اتباع اتجاه التغيرات غير المتوقعة في الأرباح وتوزيع الأرباح.

b3 ,....., b7 معاملات المتغيرات الوهمية، تقاس نسبة إلى أسوأ حالة ممكنة (أي، عندما كلا من الأرباح وتوزيع الأرباح إشارات سلبية). إذا كان تأثير التفاعل قائماً، فيتوقع أن تكون b3 ... b7 إيجابية

b0 الحد الثابت ويتضمن تأثير أسوأ حالة ممكنة (-I). (Khan,2011:117)

سابعاً: دراسات سابقة

سيتم استعراض عدد من الدراسات السابقة الأجنبية ذات الصلة بمتغيرات الدراسة الحالية على وفق تسلسلها الزمني من الأقدم إلى الأحدث.

1-دراسة (Kane , Lee & Marcus(1983 بعنوان "إعلانات الأرباح وتوزيع الأرباح: هل يوجد تأثير دعم؟"
CORROBORATION تهدف الدراسة الى دراسة العوائد غير العادية للأسهم المحيطة بإعلانات الأرباح المتزامنة مع إعلانات توزيع الأرباح من أجل تحديد ما إذا كان المستثمرون في الولايات المتحدة الأمريكية يقيمون الإعلانين في علاقتهما ببعضهما. وتم اختبار رد فعل السوق لإعلانات توزيع الأرباح والأرباح التي يعلن عنها خلال عشرة أيام من بعضهما. وتختبر الدراسة تأثير التفاعل بين إعلانات الأرباح وتوزيع الأرباح، وتراعي اتجاه وتوقيت إعلانات الأرباح. تتكون العينة من (352) مشاهدة لإعلانات الأرباح وتوزيع الأرباح الفصلية للمدة من الفصل الرابع لسنة 1979 إلى الفصل الثاني لسنة 1981. ووجدوا أن هناك تأثير التفاعل ذو دلالة إحصائية. والعوائد غير العادية المرافقة لأي إعلان للأرباح أو توزيع الأرباح تعتمد على قيمة الإعلان الآخر. وتشير هذه الأدلة الى وجود علاقة توكيدية بين الإعلانين. ويعطي المستثمرون مزيداً من المصادقية لزيادة توزيع الأرباح غير المتوقعة أو الانخفاض حين تكون الأرباح أيضاً أعلى أو أقل من التوقعات، والعكس بالعكس. تدل النتائج الى أن التغيرات في كل من الأرباح وتوزيع الأرباح لها علاقة إيجابية إلى حد كبير بالعوائد غير العادية المترجمة عن الإعلانات. واستنتجوا أن السوق يقيم بشكل مشترك إعلانات الأرباح وتوزيع الأرباح، ووجود تأثير التفاعل بين هذه الاعلانيين.

2-دراسة (Chen et. al,(2002 بعنوان "المحتوى المعلوماتي للأرباح، توزيعات الأرباح النقدية، توزيعات الأسهم المتزامنة والمعلنة: تحقيق في سوق الأسهم الصينية" تناولت الدراسة محتوى المعلومات للإعلانات المتزامنة للأرباح وتوزيعات الأرباح النقدية والأسهم اعتماداً على عينة من (1232) إعلاناً سنوياً مشتركاً في سوق الأسهم الصينية للمدة من 1994-1997. أظهرت النتائج ان إعلانات الأرباح لديها محتوى معلوماتي في أسعار الأسهم ووجد أن الأرباح غير المتوقعة، المتمثلة بتغيرات الأرباح، ترتبط إيجابياً بعوائد غير عادية، وأنه إذا كانت مفاجأة الأرباح معززة بمفاجأة التوزيعات بالأسهم بالاتجاه نفسه تكون إشارة الأرباح أقوى واستنتج ان المعلومات المحاسبية مهمة في التفسير للشركات الصينية المدرجة.

3-دراسة (Warwick, Anderson, (2007 بعنوان "منهجية بديلة لدراسة الحدث للكشف عن إشارات توزيع الأرباح في سياق الإعلانات المشتركة لتوزيع الأرباح والأرباح" تهدف الى دراسة الحدث لتحديد ما إذا يمكن الكشف عن إشارة توزيع الأرباح، بالنظر إلى أن الأرباح وتوزيع الأرباح يعلن عنها بشكل مشترك من الشركات النيوزيلندية المدرجة في البورصة. باعتماد منهجية بديلة لدراسة الحدث وباقتراض نماذج عديدة تحقق فاعلية الحل نفسه ابتداء من 3 يناير 1990 وانتهاءً 31 ديسمبر 1999 لعينة من (948) اعلان. النتائج توفر بعض الأدلة التي تشير إلى أن إشارة توزيع الأرباح يمكن فصلها عن إشارة الأرباح-ولكن على درجة دقيقة جداً من الانفصال.

4-دراسة (Akbar, Muhammad & Baig, Humayun Habib (2010 بعنوان "رد فعل أسعار الأسهم لإعلانات توزيع الأرباح وكفاءة السوق في باكستان" تختبر هذه الدراسة كفاءة السوق الشكل شبه القوي من خلال التحقيق في رد فعل أسعار الأسهم لإعلانات توزيع الأرباح. ويحلل إعلانات توزيع الأرباح النقدية، الاسهم، والاعلانات المتزامنة النقدية وأسهم المنحة لعينة من (79) شركة مدرجة في بورصة كراتشي للمدة من يوليو 2004 إلى يونيو 2007. تشير النتائج إلى عوائد غير عادية ضئيلة لإعلانات توزيع الأرباح النقدية. ومع ذلك، فإن متوسط العوائد غير العادية والتراكمية لإعلانات توزيع الأرباح للأسهم والمتزامنة النقدية والأسهم هي في معظمها إيجابية وذات دلالة إحصائية.

5-دراسة (Khan, Naimat Ullah (2011 بعنوان "سياسة توزيع الأرباح ورد فعل سوق الأسهم لإعلانات توزيع الأرباح" تحاول هذه الأطروحة التحقيق في كل من تأثير إعلانات توزيع الأرباح على أسعار أسهم الشركات الباكستانية والمحددات السلوكية لسياسة توزيع الأرباح. اعتمد منهج الأساليب المختلطة الذي يشمل، أولاً، دراسة الحدث لحساب أية عوائد غير متوقعة حول إعلانات توزيع الأرباح لعينة من (639) حدث توزيع الأرباح عبر (202) شركة مدرجة في بورصة كراتشي المالية للمدة من 2005-2009. تشير نتائج الدراسة إلى أن حدث إعلانات توزيع الأرباح لا ينقل معلومات عن الشركات الباكستانية في سوق الأوراق المالية، وثقت عوائد غير متوقعة ضئيلة في

تاريخ الاعلان. ومع ذلك، أظهرت النتائج التفصيلية لدراسة الحدث عوائد غير متوقعة معنوية للمجاميع الفرعية - زيادة توزيع الأرباح وعدم تغييرها - عادة قبل تاريخ إعلان توزيع الأرباح الفعلية. وأن الأرباح هي الإشارة السائدة في باكستان، في سياق تأثير التفاعل حيث الأرباح وتوزيع الأرباح إشارات (تؤكد) بعضها البعض.

6-دراسة (Dangelo, Jeetendra 2016) بعنوان "إثر إعلانات توزيع الأرباح والأرباح في أسعار الأسهم: أدلة من النيبال" تهدف الدراسة الى التحقق في تأثير إعلانات توزيع الأرباح والأرباح في أسعار الأسهم في النيبال للمدة ما بين 2000 و 2011. لعينة تضم (92) إعلاناً توزيع أرباح لتحليل البيانات بعينات فرعية (55) انخفاض توزيع الأرباح و (37) زيادة توزيع الأرباح. توصلت الدراسة الى وجود أثر ذي دلالة معنوية لإعلان عدم تغيير توزيعات الأرباح على سعر السهم. لأن المستثمرين ينظرون الى "عدم تغيير توزيع الأرباح" إيجابياً. وتشير النتائج إلى أن كلا من زيادة وانخفاض توزيع الأرباح تنقل معلومات مفيدة للسوق. النتائج تقبل نظرية إشارة توزيع الأرباح، إلا أنها رفضت كفاءة السوق الشكل شبه القوي.

المبحث الثاني: الإطار النظري للبحث

أولاً: مفهوم وأهمية الأرباح

تعرف الأرباح بأنها المبلغ الخاضع للضريبة على الشركات. وتستخدم عدة مصطلحات أكثر تحديداً كالأرباح قبل الفوائد والضرائب والدخل (income) والأرباح (profits). تستخدم معايير التقارير الدولية مصطلح الربح (profit) لوصف الأرباح (earnings)، في حين أن الأرباح (profit) التي تعلنها الشركة هي المبلغ المتبقي بعد خصم الضرائب منها (ODHIAMBO, 2013:4). ويطلق على الأرباح أحياناً مصطلح "صافي الدخل"، وهي واحدة من أهم البنود في القوائم المالية. وتشير إلى أي مدى تشارك الشركة في الأنشطة ذات القيمة المضافة (Weng et. al., 2011:3). وهناك اختلاف بين مفهوم الربح والربحية، فالربح الذي تظهره قائمة الدخل هو صافي الدخل، والذي يمثل الفرق بين إيرادات وتكاليف الشركة (Beh, 2009:52). أما الربحية فهي الربح المتعلق ببعض عناصر أو مكونات الميزانية العمومية أو قائمة الدخل، والتي تقيس الكفاءة التشغيلية للشركة وتمكن الأطراف التي لها مصلحة بارتفاع هذه الكفاءة من مراقبتها. وتعكس الكفاءة التشغيلية قدرة الشركة على تحقيق عوائد كافية للمالكين والمقرضين والعاملين (القريشي، 2012: 10).

وقد تحول الاهتمام إلى ربحية السهم الواحد بدلاً من الأرباح الإجمالية، التي تختلف كثيراً عما تربحه الشركة ككل، فأرباح الشركة هي أرباح مطلقة لا تعني الكثير بالنسبة للمساهمين، إلا إذا تم تحديد عدد الأسهم المشاركة بهذه الأرباح (الجبوري، 2006: 18). وتعد ربحية السهم دليلاً على توزيعات الأرباح المتوقعة في المستقبل باعتبارها تمثل ما يكسبه الدينار المستثمر في السهم العادي خلال مدة معينة، وتسعى إدارة الشركة إلى زيادتها بهدف زيادة توزيعات الأرباح المتوقعة، فضلاً عن دورها في تحديد سعر السهم كونها تعكس ما يصيب السهم الواحد من الأرباح الأمر الذي يدعم سعره في السوق (النصار، 2002: 12). وتحتسب ربحية السهم بقسمة صافي أرباح الشركة بعد خصم الضرائب على عدد الأسهم القائمة (Ross et. al., 2006:66).

تبرز أهمية الأرباح بالنقاط الآتية:-

1. توفر الأرباح معلومات هامة للمساهمين عن الأداء الماضي للشركة، والتنبؤ بالأداء المستقبلي وتقييم حقوق المساهمين (Mittal, 2015:208-209).
2. تعتبر الأرباح مصدراً للمعلومات الملائمة في عملية تقدير قيمة الورقة المالية من قبل المستثمرين (Beh, 2009:61).
3. تعتبر الأرباح بمثابة مقياس كلي لأداء الشركة لكونها تلخص الكثير من الأحداث الاقتصادية الهامة التي حدثت خلال العام، وكذلك القرارات التي تتخذها الإدارة (Oloo, 2013:4).
4. أهمية ربحية السهم أيضاً كونها دليل على توزيعات الأرباح النقدية المتوقعة (العامري، ٢٠٠١: ٤٣)، إذ يهتم المستثمرون بالربحية المتوقعة للشركة، ولا سيما ربحية السهم الواحد على اعتبار أن التدفقات النقدية المستقبلية التي تنعكس بشكل زيادة على ما يحصل عليه حامل السهم من توزيعات نقدية.
5. أحد المتغيرات الداخلة في حساب نسبة السعر إلى الربح (P/E Ratio) والمستخدم في تقييم السهم (Elliot and Elliot, 2006:446).

ثانياً: مفهوم وأهمية توزيعات الأرباح

يشير مصطلح توزيع أو مقسوم الأرباح (dividend) عادة إلى النقد المدفوع من أرباح الشركة (Ross et. al., 2008:591). أي بمعنى أن مصطلح توزيعات الأرباح تشمل التوزيعات النقدية المدفوعة إلى حملة الأسهم في الشركة من الأرباح المتحققة. وبأنها مدفوعات تخضع للضريبة تعلن عنها الشركة وتدفع لحملة الأسهم من الأرباح الحالية أو المحتجزة لدى الشركة (Foong et. al., 2007, 98)، بمعنى أن هذه المدفوعات النقدية التي تدفعها الشركة من أرباحها تكون خاضعة للضريبة، وتدفع من الأرباح الحالية أو من الأرباح السابقة المحتجزة لدى الشركات (Mahmood et. al., 2011:972).

تبرز أهمية توزيعات الأرباح في كونها تمثل ما يحصل عليه المساهمون فعلاً من أرباح الشركة (العامري، ٢٠١٠: ٢٦٨)، باعتبار توزيعات الأرباح تمثل الدخل الذي يحصل عليه حملة الأسهم، إذ إن سبب قيام المستثمر بشراء الأسهم العادية هو للحصول على الدخل المستقبلي، الذي يتكون من توزيعات الأرباح والمكاسب الرأسمالية (Matthew et. al., 2014:52). وكذلك تعتبر الأرباح الموزعة من العوامل الهامة التي يستخدمها المستثمرون لتقييم الشركة، فهي أحد مؤشرات تقييم معدل العائد المتوقع لحملة الأسهم العادية (Baginski & Wahlen, 2003:330) فضلاً عن كونها أحد المتغيرات الداخلة في حساب القيمة الحقيقية للسهم (Reeve et. al., 2009:783).

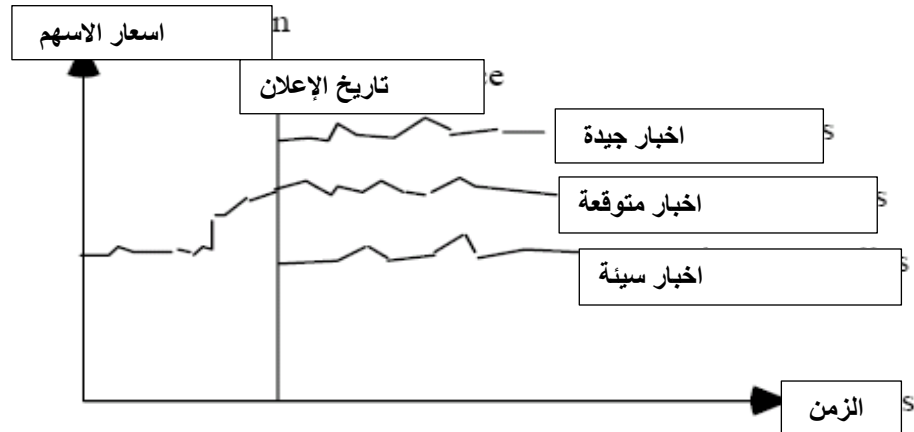
ولا تستخدم توزيعات الأرباح فقط من أجل توفير النقد للمساهمين لكنها تستخدم أيضاً لإرسال إشارات بخصوص ربحية الشركة وسيولتها (Mahmood et. al., 2011:973)، إذ ينظر المستثمرون إلى توزيعات الأرباح على أنها غنية بالمعلومات عن الأرباح المستقبلية للشركة، أو بعبارة أخرى ينظرون إليها على أنها إشارات مالية تعكس مدى النجاح المتوقع للشركة، فعندما تتبع الشركة سياسة ثابتة بشأن نسبة الأرباح الموزعة، ثم تجري عليها تعديلاً فسوف يفهمها المتعاملون في السوق على أنها إشارة للتوقعات بشأن الأرباح المستقبلية مما يترك أثره بالتبعية على القيمة السوقية للسهم (هندي، 2011:333).

وتعد سياسة توزيع الأرباح الوسيلة التي يستخدمها مدراء الشركة لكي يظهروا للسوق بأن لديهم خطة للمستقبل ويتوقعون نتائج معينة. فإذا حافظت الشركة على توزيعات أرباحها عندما تنخفض أرباحها، فإن ذلك يشير إلى السوق بأنه انخفاض مؤقت فقط، وسوف يستأنف نمو الأرباح. وبالتالي يعتمد مستوى توزيع الأرباح على الأرباح خلال كلاً من الفترة الماضية والحالية. وبالتالي يوفر هذا المستوى معلومات (إشارة) حول الأرباح المتوقعة خلال الفترة الحالية. ومن هذا المنطلق أصبحت سياسة توزيع الأرباح وسيلة أو أداة للإشارة، يستخدمها المدراء لإقناع السوق بأن صورة الشركة التي يقدمونها هو صحيحة ولا يمكن أن تكون مزيفة (Vernimmen et. al., 2005:770).

ثالثاً: المحتوى المعلوماتي لإعلانات الأرباح وتوزيعات الأرباح

تعد إعلانات الأرباح والتوزيعات بمثابة أحداث هامة تحتوي على ثروة من المحتوى المعلوماتي (Shen, 2013:9)، فقد توصل (Ball & Brown, 1968) في دراسته الأولى في مجال المحتوى المعلوماتي للأرباح المحاسبية إلى أن اختلاف الأرباح الفعلية عن الأرباح المتوقعة يؤثر في سعر السهم وبنفس الاتجاه (التمييزي ونعم، 2007: 143)، وينصرف هذا الأمر بالنسبة لتوزيعات الأرباح. ويرى بعض الباحثين أن أسعار الأسهم في وقت الإعلان تتبع اتجاه وحجم الجزء غير المتوقع من المعلومات المفصّل عنها في الإعلانات (Kiremu et. al., 2013:100). فالتغيرات الكبيرة في سعر السهم تنشأ من توقعات المستثمرين في السوق المالية للأرباح والتوزيعات الفعلية (Rono, 2013:17).

ويمكن أن ننظر إلى إعلان الأرباح وتوزيع الأرباح من منظورين: فإذا كانت الأرباح وتوزيعاتها المعلنة أعلى من التوقعات للمستثمرين، فإن سعر السهم في السوق سوف يتأثر إيجابياً. أما إذا كانت الأرباح وتوزيعاتها المعلنة أقل من التوقعات للمستثمرين في الأسهم، فسوف يتأثر السعر السوقي للسهم سلباً (Laabs & Bacon, 2013:664). ويحدث هذا لأن الإعلان العام يرسل إشارة إلى السوق حول اعتقاد إدارة الشركة بما سيكون عليه أداءها المستقبلي. فإذا اختلفت الإشارة عما توقع المستثمرون، فسوف تعدل الأسعار التي هم على استعداد لشراء أو بيع أسهم الشركة وفقاً لذلك. فالإعلان عن أن الشركة ستقوم بدفع توزيعات أرباح كبيرة غير متوقعة يمكن أن تشير إلى أن الإدارة هي متفائلة بشأن الأرباح المستقبلية مما يشير إلى أن التدفقات النقدية المستقبلية هي أعلى مما كان متوقعاً. وهذا بدوره، يمكن أن يؤدي إلى زيادة في سعر سهم الشركة. في المقابل، يمكن أن يرسل قرار الشركة بتخفيض توزيعات الأرباح إشارة أن الإدارة هي متشائمة، الأمر الذي يتسبب في انخفاض سعر السهم (Parrino et. al., 2012:549). إذ تشير نظرية الإشارة إلى أن إعلانات تغيير توزيع الأرباح ترتبط طردياً مع ردود فعل سعر السهم والتغيرات المستقبلية في الأرباح، لأنها تنقل المعلومات عن تقييم الإدارة للأفاق المستقبلية للشركات. والشكل الاتي يوضح أثر الإعلان عن توزيع الأرباح على قيمة السهم.



شكل (2) أثر الإعلان عن توزيع الأرباح على قيمة السهم
المصدر: رمضاني، حميدة، تأثير سياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة المسعرة بالسوق المالي-دراسة عينة من المؤسسات المسعرة بسوق عمان المالي خلال الفترة الممتدة من 2010-2008 ، رسالة ماجستير 2012:76.

رابعا: "نظرية الإشارة و لا تماثل المعلومات (Information asymmetry)"

تكمّن مضامين نظرية الإشارة لتوزيع الأرباح "في إمكانية تجنب السوق لمشكلة لا تماثل المعلومات بين الأطراف المتعاملة فيها والتي تعني إمكانية تحقيق بعض الأطراف لعوائد غير عادية على حساب الأطراف الأخرى التي لا تمتلك هذه المعلومات الأمر الذي سيؤدي الى الاضرار بالسوق، حيث يترتب عليه انسحاب بعض المتعاملين منها تحسبا من تحقيق الخسائر مما سيؤدي الى انكماش السوق وانخفاض السيولة وارتفاع تكلفة المعاملات وبالتالي التأثير السلبي على الاقتصاد القومي" (خضير، 2009: 77). وتقلل الأرباح الموزعة المعلومات غير المتماثلة من خلال العمل كإشارة (Khang & King, 2002: 3)، إذ تشير المعلومات غير المتماثلة الى وجود جهات تمتلك معلومات خاصة عن الشركة بحكم مواقعهم الوظيفية والتي تمكنهم من تحقيق عوائد غير عادية من خلال عمليات البيع والشراء للأوراق المالية للشركة قبل وصول هذه المعلومات الى الجمهور وهذه الجهات يطلق عليهم المطلعين (insider) (Ross, 2003: 58). كما ان فجوة المعلومات بين المطلعين والمستثمرين يعطي المطلعين القدرة على التعرف والاستفادة من سوء التسعير في أسهم شركاتهم (Khang & King, 2002: 1).

وبطبيعة الحال يميل المدراء الى تقديم الشركة في أفضل صورة ممكنة، حتى إذا كانت الصورة التي ينقلونها لا تمثل الحقيقة بالضبط. بالتالي تسعى الشركات التي هي في الحقيقة رابحة الى تمييز نفسها عن الآخرين الذين ليسوا كذلك من خلال سياسات لا يمكن للشركات الأخيرة تقليدها لأنها تقتصر على الموارد اللازمة للقيام بذلك. لذلك قيام الشركة بدفع الأرباح الموزعة هي إحدى هذه السياسات لأنها تتطلب ان يكون لدى الشركة السيولة النقدية الكافية (al., 2005: 770). Vernimen et.)

خامسا: "إعلانات الأرباح وتوزيعات الأرباح المتزامنة"

هناك عدد من الدراسات السابقة حاولت قياس الآثار المنفصلة للأرباح وتوزيعات الأرباح. ووجدت معظم الدراسات أن هناك استجابة ملحوظة في السوق عندما يتم إطلاق إعلانات الأرباح وتوزيعات الأرباح. إذ عادة ما يتم نشر إعلانات الأرباح وتوزيعات الأرباح واحدا تلو الآخر في غضون مدة زمنية قصيرة أو في وقت واحد. لذلك، فإن آثار التفاعل (interaction effects) المحتملة لهاتين الإشارتين تعد قضية تجريبية (Cheng & Leung, 2006: 222). فقد أظهرت البحوث السابقة التي أجريت على تأثير إعلانات الأرباح أن جزء كبير من رد فعل السوق المحيط بهذه الإعلانات يعزى إلى معلومات أخرى تنشر حول تاريخ الإعلان أكثر من معلومات الأرباح نفسها وان عدم الأخذ بالاعتبار معلومات الأرباح قد يؤدي إلى نتائج زائفة لتأثير توزيعات الأرباح (Tai-Yuan, 2006: 3). فالمعلومات التي ينقلها إعلان الأرباح ليس فقط الأرباح ولكن أيضا معلومات أخرى متزامنة تساعد في تفسير التباين المقطعي (the cross-sectional variation) في الأسعار حول الإعلانات (Shen, 2013: 9). وقد أظهرت الدراسات التجريبية السابقة بأنه عندما تحدث إعلانات الأرباح وتوزيعات الأرباح في وقت واحد، يكون حجم رد فعل سعر السهم أكبر بكثير من رد الفعل على الإعلان الواحد. وفي أغلب الأحيان يتم الإفصاح عن توزيعات الأرباح للسهم مع ربحية السهم العادي في وقت واحد (Reeve et. al., 2009: 783).

تكمّن الصعوبة الكبيرة في تقييم المحتوى المعلوماتي لتوزيع الأرباح في حقيقة أن إعلانات توزيع الأرباح والأرباح غالبا ما تكون متزامنة بشكل وثيق. وبالتالي، يتعين على المرء أولا تحديد المعلومات الواردة في كل من الأرباح وتوزيع الأرباح بشكل كافٍ ومن ثم النظر في المعلومات التي تنقلها إعلانات توزيع الأرباح (Mollah, 2001: 195).

بسبب عدم قدرة الباحثين على عزل آثار توزيع الأرباح الممكنة من آثار الأرباح، وغالبا ما يتزامن الإعلانين بشكل وثيق.

وتؤكد الأدلة التجريبية على ردود فعل السوق للإعلانات المتزامنة للأرباح وتوزيعات الأرباح وجود أثر لكل من الأرباح وتوزيعات الأرباح. ومع ذلك، يبدو أن تأثير توزيع الأرباح أكثر بروزا من تأثير الأرباح. فعندما تكون الأرباح وتوزيع الأرباح إشارة لمعلومات متناقضة، فقد تكون ردود فعل السوق أكثر اعتمادا على المعلومات الواردة في إعلانات توزيع الأرباح (Tai-Yuan, 2006:3).

تقترح نظرية الإشارة أن تأثير توزيع الأرباح موجودا حتى عندما يتم الإعلان عن توزيع الأرباح والأرباح في وقت واحد. ويبدو أن تغييرات توزيع الأرباح تؤدي دورا "تأكيديا" لإعلانات زيادة الأرباح التي لا تعد وحدها موثوقة بما فيه الكفاية في كسب ثقة المستثمرين، فقد وجد أن المدراء عند اتخاذ قرارات توزيع الأرباح، يأخذون في الاعتبار أيضا أداء الأرباح الحالية أكثر من المستقبلية. إذ تؤدي الأرباح الموزعة دورا "تأكيديا" لزيادة الأرباح، ولكن ليس لانخفاض الأرباح، وقد يكون سبب ذلك رأي (لينتير، 1956) بشأن تردد المدراء في تخفيض الأرباح الموزعة عندما تكون أرباح الشركة في مرحلة الانحدار (depression)، مما يجعل المعلومات التي تنقلها توزيعات الأرباح تصبح غير موثوق بها من خلال انخفاضات الأرباح الجديرة بالتصديق نسبيا (Tai-Yuan, 2006:3).

المبحث الثالث: تحليل سلوك الأرباح وتوزيعاتها المعلنة للشركات المدرجة في السوق السعودي

يظهر الجدول (1) أرباح الشركات عينة الدراسة المتمثلة بربحية السهم الواحد EPS (المحتسبة على أساس صافي الربح المتحقق خلال السنة المالية على عدد الأسهم المصدرة) قبل الإعلان عن الأرباح وبعد الإعلان عنها والتي تم الحصول عليها من إعلانات الشركات والقوائم المالية، وكذلك توزيعات الشركات من خلال مؤشر مقسوم السهم الواحد والمحتسبة على أساس قسمة المبالغ المخصصة للتوزيع على عدد الأسهم العادية، وكذلك مقدار التغير الحاصل فيهما من خلال طرح الأرباح أو التوزيعات للسنة السابقة من الأرباح أو التوزيعات للسنة الحالية مقسوما على الأرباح أو التوزيعات للسنة السابقة، ومن خلال ذلك يتضح نوع التغير الذي على ضوءه يتم تصنيف الأرباح وتوزيعاتها حسب نمط التغير فيها.

جدول (1-أ) تحليل الأرباح وتوزيعاتها المعلنة للشركات المدرجة في السوق السعودي

نوع التغير	DPS			EPS			الشركة	تاريخ الحدث
	التغير	بعد	قبل	التغير	بعد	قبل		
0 -	0.00	0.50	0.50	-0.84	0.10	0.61	النفق الجماعي	23/02/2009
0 +	0.00	0.50	0.50	0.13	0.59	0.52		19/02/2012
0 +	0.00	0.50	0.50	0.05	0.62	0.59		24/02/2014
0 +	0.00	0.50	0.50	0.32	0.82	0.62		23/02/2015
0 -	0.00	1.00	1.00	-0.20	1.93	2.40	التصنيع الوطنية	23/02/2008
0 -	0.00	1.00	1.00	-0.20	1.55	1.93		18/02/2009
- -	-0.25	1.50	2.00	-0.33	1.77	2.64		19/02/2014
- +	-0.33	1.00	1.50	0.07	1.90	1.77		18/02/2015
- -	-0.17	2.50	3.00	-0.33	3.54	5.30	الجبس الاحلبي	19/01/2008
0 -	0.00	2.50	2.50	-0.05	3.35	3.54		13/01/2009
0 -	0.00	2.50	2.50	-0.07	3.11	3.35		13/01/2010
- -	-0.20	2.00	2.50	-0.42	1.80	3.11		19/01/2011
- -	-0.40	1.20	2.00	-0.42	1.05	1.80		2012/01/18
- -	-0.58	0.50	1.20	-0.40	0.63	1.05		09/02/2013
+ -	0.60	0.80	0.50	-0.11	0.56	0.63		23/02/2014
- +	-0.25	0.60	0.80	0.05	0.59	0.56		24/02/2015
0 +	0.00	0.60	0.60	0.22	0.72	0.59		23/02/2016
0 -	0.00	0.70	0.70	-0.03	0.38	0.39	السعودية للكهرباء	20/02/2008
0 +	0.00	0.70	0.70	4.39	2.05	0.38		25/02/2009
0 -	0.00	0.70	0.70	-0.73	0.55	2.05		24/02/2010
0 -	0.00	0.70	0.70	-0.04	0.53	0.55		21/02/2011
0 +	0.00	0.70	0.70	0.11	0.59	0.53		20/02/2012
0 +	0.00	0.70	0.70	0.03	0.61	0.59		24/02/2013
0 +	0.00	0.70	0.70	0.20	0.73	0.61		25/02/2014
0 +	0.00	0.70	0.70	0.19	0.87	0.73		24/02/2015
0 -	0.00	0.70	0.70	-0.57	0.37	0.87		23/02/2016
+ +	0.50	6.00	4.00	0.36	6.29	4.62	اسمنت الشرقية	24/02/2008
- -	-0.50	3.00	6.00	-0.13	5.48	6.29		09/02/2009
0 -	0.00	3.00	3.00	-0.20	4.37	5.48		21/02/2010
+ -	0.17	3.50	3.00	-0.17	3.61	4.37		14/02/2011
0 +	0.00	3.50	3.50	0.17	4.23	3.61		12/02/2012
+ +	0.14	4.00	3.50	0.08	4.57	4.23		17/02/2013

-	-	-0.13	3.50	4.00	-0.21	3.59	4.57		13/02/2014
-	+	-0.29	2.50	3.50	0.21	4.34	3.59		15/02/2015
0	-	0.00	2.50	2.50	-0.11	3.87	4.34		23/02/2016
+	+	0.50	1.50	1.00	0.16	1.88	1.62		19/01/2008
0	+	0.00	1.50	1.50	0.09	2.05	1.88		16/02/2009
0	+	0.00	1.50	1.50	0.10	2.25	2.05		21/02/2010
0	+	0.00	1.50	1.50	0.20	2.70	2.25		20/02/2011
+	-	0.33	2.00	1.50	-0.03	2.63	2.70		19/02/2012
0	+	0.00	2.00	2.00	0.13	2.97	2.63		20/02/2013
-	+	-0.50	1.00	2.00	0.14	3.40	2.97		23/02/2014
+	-	0.50	1.50	1.00	-0.14	2.94	3.40		17/02/2015
-	+	-0.33	1.00	1.50	0.01	2.98	2.94		16/02/2016

جدول (1-ب) تحليل الأرباح وتوزيعاتها المعلنة للشركات المدرجة في السوق السعودي

نوع	DPS			EPS			الشركة	تاريخ الحدث
التغيير	التغيير	بعد	قبل	التغيير	بعد	قبل		
+	+	0.17	1.75	1.50	0.02	4.46	4.38	20/01/2009
+	+	0.14	2.00	1.75	0.01	4.51	4.46	20/01/2010
+	+	0.13	2.25	2.00	0.16	5.23	4.51	19/01/2011
+	-	0.11	2.50	2.25	-0.01	5.16	5.23	18/01/2012
-	-	-0.16	2.10	2.50	-0.002	5.15	5.16	20/01/2013
+	-	0.07	2.25	2.10	-0.04	4.92	5.15	19/01/2014
-	-	-0.24	1.70	2.25	-0.25	3.69	4.92	19/01/2015
-	-	-0.12	1.50	1.70	-0.02	3.62	3.69	19/01/2016
0	+	0.00	0.50	0.50	0.06	0.69	0.65	18/02/2008
+	+	1.00	0.50	0.25	0.13	0.88	0.78	23/02/2010
+	+	1.00	1.00	0.50	0.10	0.97	0.88	14/02/2011
-	+	-0.35	0.65	1.00	0.34	1.30	0.97	18/01/2012
+	+	0.54	1.00	0.65	0.76	2.29	1.30	24/02/2013
+	+	0.50	1.50	1.00	0.09	2.50	2.29	20/01/2014
-	-	-0.33	1.00	1.50	-0.39	1.53	2.50	15/01/2015
+	+	0.30	1.30	1.00	0.44	2.21	1.53	17/01/2016
-	+	-0.50	0.50	1.00	2.83	6.90	1.80	16/02/2009
0	-	0.00	0.50	0.50	-0.99	0.08	6.90	22/02/2010
0	+	0.00	0.50	0.50	9.25	0.82	0.08	16/02/2011
0	+	0.00	0.50	0.50	0.53	1.12	0.73	19/02/2013
+	-	0.20	0.60	0.50	-0.06	1.05	1.12	19/02/2014
+	+	0.17	0.70	0.60	0.33	1.40	1.05	23/02/2015
-	-	-0.29	0.50	0.70	-0.14	1.21	1.40	25/02/2016
+	+	1.50	1.25	0.50	0.23	3.49	2.84	21/02/2010
+	-	0.20	1.50	1.25	-0.04	3.35	3.49	21/02/2011
+	-	0.17	1.75	1.50	-0.02	3.27	3.35	19/02/2012
0	+	0.00	1.75	1.75	0.05	3.42	3.27	23/02/2013
0	-	0.00	1.75	1.75	-0.57	1.48	3.42	26/02/2014
0	+	0.00	3.00	3.00	0.12	8.56	7.63	24/02/2014
-	-	-0.42	1.75	3.00	-0.44	4.77	8.56	23/02/2015
+	+	0.14	2.00	1.75	0.08	5.13	4.77	23/02/2016
+	+	0.25	1.50	1.20	0.12	1.27	1.13	16/06/2009
0	-	0.00	1.50	1.50	-0.05	1.21	1.27	2010/06/05
0	+	0.00	1.50	1.50	0.32	1.60	1.21	30/05/2011
+	+	0.33	2.00	1.50	0.13	1.81	1.60	16/05/2012
+	+	0.25	2.50	2.00	0.21	2.19	1.81	2013/05/05
0	-	0.00	2.50	2.50	-0.08	2.01	2.19	24/04/2014
0	-	0.00	2.50	2.50	-0.08	1.85	2.01	06/04/2015
-	+	-0.20	2.00	2.50	0.08	2.00	1.85	31/03/2016

في ضوء اتجاه التغيير في الأرباح والتوزيعات من سنة إلى أخرى تم تقسيم إعلانات الشركات التي بلغ عددها 83 إعلان متزامن إلى ستة مجاميع حسبما مبين في الجدول (2) ادناه وكما يأتي:

جدول (2) تقسيم إعلانات الشركات حسب نمط التغير في الأرباح والتوزيعات

نمط تغير الأرباح				نمط تغير توزيعات الأرباح
المجموع	انخفاض	زيادة	زيادة	
26 %31.3	9 %10.8	17 %20.5	زيادة	
21 %25.3	13 %15.7	8 %9.6	انخفاض	
36 %43.4	16 %19.3	20 %24.1	عدم تغيير	
83 %100	38 %45.8	45 %54.2	المجموع	

ويتم اختبار تأثير إعلانات الأرباح وتوزيعات الأرباح من خلال قسمة إجمالي العينة إلى ست فئات على النحو الآتي:

(أ) زيادة توزيع الأرباح مع زيادة الأرباح (*Increase both the dividend and earnings DIEI*)، (ب) زيادة توزيع الأرباح مع انخفاض الأرباح (*Dividend increase with earnings decrease DIED*)، (ج) انخفاض توزيع الأرباح مع زيادة الأرباح (*Dividend decrease with earnings increase DDEI*)، (د) انخفاض توزيع الأرباح مع انخفاض الأرباح (*Decrease both the dividends and earnings DDED*)، (هـ) عدم تغيير توزيع الأرباح مع زيادة الأرباح (*No change dividend with earnings increase DNCEI*)، (و) عدم تغيير توزيع الأرباح مع انخفاض الأرباح (*No change dividend with earnings decrease DNCED*) (Dangol, 2016: 38-39).

والاختبار الفرضية الأولى التي تنص على ما يأتي:-

1. لا يوجد اختلاف ذا دلالة إحصائية على رد فعل مؤشر سعر السهم في المدة المحيطة بإعلانات تغييرات الأرباح وتوزيعاتها المتزامنة.

تم استخدام اختبار (one sample t-test) الاحصائي لتأثير فيما إذا كان متوسط العوائد غير العادية التراكمية (CAAR) تختلف عن قيمتها في الزمن صفر وذات دلالة معنوية عند مستوى 5%، لمجاميع الشركات التي تتزامن اعلانات أرباحها مع توزيعاتها. ويتضح من الجدول (3) بالنسبة لكل المجاميع يظهر ان متوسط العوائد غير العادية التراكمية كانت غير معنوية في جلسة يوم الحدث، ولكن تظهر بعض القيم قبل او بعد جلسة يوم الحدث ذات دلالة معنوية. فبالنسبة لمجموعة زيادة الأرباح والتوزيعات (DIEI) يظهر في جلسة اليوم الرابع قبل يوم الحدث، وفي جلسة اليوم السابع والتاسع والخامس عشر بعد جلسة يوم الحدث تحقق متوسط عوائد غير عادية تراكمية سالبة لكن ذات دلالة معنوية. وبالنسبة لمجموعة زيادة الأرباح وانخفاض التوزيعات (DDEI) يظهر في جلسة اليوم الرابع بعد جلسة يوم الحدث فقط قيمة سالبة ذات دلالة معنوية. وبالنسبة لمجموعة انخفاض الأرباح وزيادة التوزيعات (DIED) يظهر في جلسة اليومين الرابع عشر قبل يوم الحدث قيمة سالبة ذات دلالة معنوية وجلسة اليوم الخامس قبل يوم الحدث قيمة موجبة ذات دلالة معنوية، وفي جلسة الايام الأول والثاني والرابع والخامس والثالث عشر بعد جلسة يوم الحدث قيمها موجبة ذات دلالة معنوية باستثناء جلسة اليوم السابع قيمة سالبة لكن ذات دلالة معنوية. وبالنسبة لمجموعة انخفاض الأرباح والتوزيعات (DDED) فلم تظهر أية قيمة معنوية خلال مدة الحدث. اما بالنسبة لمجموعة زيادة الأرباح وعدم تغيير التوزيعات (DNCEI) فكانت هناك قيمتين فقط سالبتين ذاتا دلالة معنوية في جلسة اليومين السادس والثاني عشر بعد جلسة يوم الحدث. وأخيرا مجموعة انخفاض الأرباح وعدم تغيير التوزيعات (DNCED) فكانت هناك قيمتين موجبتين ذاتا دلالة معنوية قبل جلسة الحدث ومثلها بعد الحدث في الأيام الثامن والخامس قبل جلسة يوم الحدث واليوم العاشر والخامس عشر بعد جلسة يوم الحدث. وبالتالي النتائج تؤكد وجود تسرب للمعلومات ساعد في تحقيق عوائد غير عادية ذات دلالة معنوية في الأيام التي سبقت يوم الحدث، وكذلك تأخير في التقاط المعلومات الجديدة في أسعار الأسهم ساعد في تحقيق عوائد غير عادية في الأيام التي تلت يوم الحدث. في حين ان كل جلسات الأيام الأخرى كان متوسط عوائدها غير العادية التراكمية غير معنوية. مما يؤكد عدم وجود تأثير معنوي ذي دلالة إحصائية عند مستوى 5% على أسعار أسهم في المدة المحيطة بإعلانات تغييرات الأرباح وتوزيعاتها المتزامنة. ولكن حسبا يظهر بان إشارة توزيع الأرباح هي الإشارة المهيمنة لمجموعة زيادة الأرباح وانخفاض التوزيعات (DDEI) اذ ظهرت قيمة سالبة واحدة ذات دلالة معنوية بعد جلسة يوم الحدث، وظهرت لمجموعة انخفاض الأرباح وزيادة التوزيعات (DIED) قيمتين سالبة وموجبة ذاتا دلالة معنوية قبل جلسة يوم الحدث، وخمس قيم موجبة ذات دلالة معنوية بعد يوم الحدث باستثناء قيمة سالبة واحدة ذات دلالة معنوية.

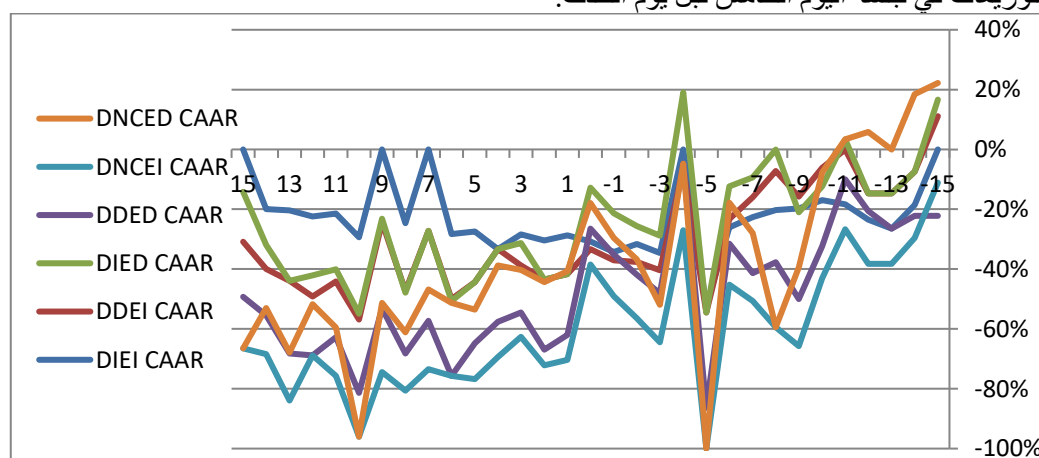
جدول (3)

اختبار معنوية متوسط العوائد غير العادية التراكمية لمجاميع إعلانات الأرباح وتوزيعاتها لسعر السهم

DNCEI	DNCEI	DDED	DIED	DDEI	DIEI	
1.75	1.73	1.78	1.86	1.89	1.75	t-table
15	19	12	8	7	16	Df
CAAR	CAAR	CAAR	CAAR	CAAR	CAAR	
0.006	0.002	-0.007	0.001	0.002	0.000	-15
0.013	-0.002	-0.004	-0.004*	0.003	-0.005	-14

0.013	-0.004	-0.004	0.000	0.004	-0.009	-13
0.015	-0.006	-0.002	0.000	0.003	-0.008	-12
0.018	-0.010	-0.008	0.002	0.011	-0.011	-11
0.023	-0.007	-0.013	-0.004	0.007	-0.011	-10
0.020	-0.012	-0.022	-0.004	0.003	-0.015	-9
0.015*	-0.015	-0.026	0.005	0.009	-0.014	-8
0.017	-0.007	-0.024	0.005	0.005	-0.017	-7
0.020	-0.010	-0.014	0.008	0.002	-0.019	-6
0.017*	-0.006	-0.014	0.003*	-0.001	-0.023	-5
0.014	-0.014	-0.015	0.016	-0.004	-0.032*	-4
0.013	-0.017	-0.020	0.012	-0.006	-0.036	-3
0.023	-0.017	-0.019	0.014	-0.007	-0.037	-2
0.021	-0.015	-0.015	0.017	-0.003	-0.037	-1
0.024	-0.014	-0.016	0.024	-0.003	-0.036	0
0.032	-0.009	-0.022	0.015*	-0.014	-0.031	1
0.032	-0.006	-0.027	0.007*	-0.015	-0.035	2
0.030	-0.011	-0.031	0.010	-0.014	-0.038	3
0.034	-0.013	-0.027	0.007*	-0.023*	-0.037	4
0.033	-0.017	-0.029	0.001*	-0.024	-0.039	5
0.037	-0.025*	-0.038	-0.001	-0.033	-0.043	6
0.038	-0.023	-0.043	-0.008*	-0.039	-0.048*	7
0.041	-0.026	-0.043	-0.001	-0.048	-0.052	8
0.037	-0.034	-0.048	0.002	-0.039	-0.060*	9
0.035*	-0.030	-0.054	0.004	-0.056	-0.060	10
0.040	-0.032	-0.056	0.010	-0.056	-0.053	11
0.039	-0.041*	-0.061	0.016	-0.061	-0.051	12
0.041	-0.040	-0.062	0.013*	-0.060	-0.052	13
0.044	-0.037	-0.067	0.023	-0.057	-0.057	14
0.040*	-0.033	-0.067	0.032	-0.059	-0.063*	15

ويبين الشكل (3) متوسط العوائد غير العادية التراكمية لمجاميع إعلانات الأرباح وتوزيعاتها لسعر السهم للشركات المدرجة في السوق المالية السعودية الذي يظهر تقلبات كبيرة لكافة مجاميع الإعلانات المتزامنة والتي كانت أغلبها سالبة باستثناء مجموعة انخفاض الأرباح وزيادة التوزيعات DIED التي حققت متوسط عوائد غير عادية تراكمية تصل إلى حد أعلى 20% في اليوم الرابع قبل جلسة يوم الحدث، في حين بلغ الحد الأدنى لمتوسط العوائد غير العادية التراكمية أكثر من 100% بالنسبة لمجموعة DNCED انخفاض الأرباح وعدم تغيير التوزيعات في جلسة اليوم الخامس قبل يوم الحدث.



الشكل (3) متوسط العوائد غير العادية التراكمية لمجاميع إعلانات الأرباح وتوزيعاتها لسعر السهم
2. لا يوجد تأثير تفاعل ذا دلالة إحصائية بين إعلانات تغيير الأرباح وتوزيعاتها بشكل مشترك على مؤشر سعر السهم في الوقت الذي يتم فيه نشر الإعلان المشترك.
ومن أجل التقاط تأثير إشارة الأرباح وتوزيع الأرباح على العوائد غير العادية التراكمية لأحداث العينة، يتم استخدام العوائد غير العادية التراكمية (CAR) لقياس رد فعل السوق لإعلان المتزامن المحيط بتاريخ الإعلان وتستخدم المتغيرات الوهمية في معادلة الانحدار وهي (DIED, DDEI, DDED) التي تأخذ قيمة (1) إذا كان الحالة المعبر عنها بالحروف هو الصحيح و(صفر) بخلاف ذلك. على سبيل المثال، مجموعة زيادة الأرباح والتوزيعات (DIEI) هي متغير وهمي تأخذ قيمة (1) إذا ازدادت كل من الأرباح وتوزيع الأرباح، وبخلافه سيكون تأخذ القيمة (صفر).

1- بفرض نموذج الانحدار الذي يأخذ تأثير CAR31 بنظر الاعتبار:

$$CAR_{31} = a + B_1DPS + B_2EPS + Error \dots\dots\dots (9)$$

- أ. أظهرت نتائج تحليل الانحدار ان المتغيرات التوضيحية تساهم بنسبة تقريبا " 8% من التغيرات التي تحصل في معدلات اسعار الاسهم وهي نسبة جيدة.
- ب. يظهر اختبار F لجدول تحليل التباين بقيمة (3.318) (علما ان $f\text{-table}=1.78$) وان قيمة sig. كانت أقل من 5% أي معنوية وبالتالي نقبل الفرضية البديلة التي تنص بوجود تأثير للمتغيرات التوضيحية المتمثلة بـ DPS و EPS على $CAR31$ الذي يمثل مؤشر سعر السهم.
- ج. أظهر اختبار t لجدول تحليل التباين ان قيمة sig. كانت أكبر من 5% (علما ان $t\text{-table}=1.56$) أي عدم وجود تأثير للمتغير DPS . إذ انه كلما يزداد المتغير DPS بمقدار وحدة واحدة فإن المتغير $CAR31$ سوف يزداد بمقدار 0.014 والعكس صحيح.
- د. أظهر اختبار t لجدول تحليل التباين ان قيمة sig. كانت أقل من 5% (علما ان $t\text{-table}=1.56$) أي وجود تأثير للمتغير EPS . كما نلاحظ انه كلما يزداد المتغير EPS بمقدار وحدة واحدة يقل $CAR31$ بمقدار (-0.046) والعكس صحيح. وهذا يعني بان تأثير EPS معنوي على $CAR31$ أكثر من تأثير DPS بالرغم من اشارته السالبة.

2- وبفرض نموذج الانحدار الاتي يأخذ تأثير التفاعل بنظر الاعتبار:

$$CAR31 = a + B_1DPS + B_2EPS + B_3I_1(+,+) + B_4I_2(-,+)+B_5I_3(0,+)+B_6I_5(+,-) + B_7I_6(0,-) + Error.....(1)$$

باعتبار ان المتغير $I(-,-)$ هو الاساس للمقارنة.

- أ. أظهرت نتائج تحليل الانحدار ان المتغيرات التوضيحية تساهم بنسبة تقريبا " 12% من التغيرات التي تحصل في المتغير $CAR31$ وهي جيدة.
- ب. أظهر اختبار F لجدول تحليل التباين بقيمة (1.428) وان قيمة sig. كانت أكبر من 5% (علما ان $f\text{-table}=2.27$) أي اننا نقبل فرضية العدم التي تنص بعدم وجود تأثير للمتغيرات التوضيحية على المتغير $CAR31$.
- ج. أظهر اختبار t لجدول تحليل التباين ان قيمة sig. كانت أكبر من 5% (علما ان $t\text{-table}=1.66$) أي عدم وجود تأثير للمتغير DPS . إذ انه كلما يزداد المتغير DPS بمقدار وحدة واحدة فإن المتغير $CAR31$ سوف يقل بمقدار (-0.001).
- د. أظهر اختبار t لجدول تحليل التباين ان قيمة sig. كانت أكبر من 5% (علما ان $t\text{-table}=1.66$) أي اننا نقبل فرضية العدم التي تنص بعدم وجود تأثير للمتغيرات الوهمية (I_1, I_2, I_3, I_5, I_6). إذ انه كلما تزداد المتغيرات الوهمية (I_1, I_2, I_3, I_5, I_6) بمقدار وحدة واحدة يزداد $CAR31$ بمقدار (0.027, 0.043, 0.087, 0.109, 0.106) على التوالي والعكس صحيح.
- النتائج التي تم التوصل اليها بخصوص سعر السهم تتماشى مع النتائج التي توصل اليها (Khan,2011) في السوق الباكستاني و (Dangol,2016) في السوق النيبالي حيث لا تظهر وجود اثر ذا دلالة معنوية بين المتغيرات التفسيرية والمتغيرات التابعة في الجدول المعني بمعادلة الانحدار (1). وبالمثل، فإن قيم $F\text{-Statistics}$ "Interaction" ضئيلة عند مستوى 5% لمعادلة الانحدار (2) بالنسبة لمتوسط العائد غير العادي التراكمي لمدة الحدث البالغة 31 يوما" ($CAR31$)

جدول (4) تحليل الانحدار للتفاعل باستخدام $CAR31$ كمتغير تابع

المتغيرات التفسيرية	معادلة الانحدار 1 $CAR31$	معادلة الانحدار 2 $CAR31$
Constant	-0.018	-0.080
% DPS	0.014	-0.001
% EPS	-0.046*	-0.048*
DIEI		0.027
DDEI		0.043
DnCEI		0.087
DIED		0.109
DnCED		0.106
N	83	83
R2	0.077	0.118
F-Statistics "Interaction"	3.318	1.428
Sig.	0.041	0.207

الاستنتاجات

- 1- يلاحظ هيمنة إشارة توزيعات الأرباح لمجاميع الشركات التي تزامن اعلان زيادة(انخفاض) أرباحها مع انخفاض (زيادة) توزيعاتها ($DDEI$ و $DIED$) من خلال المتوسط المتراكم للعوائد غير العادية. وهيمنت الاشارتين في انخفاض الأرباح والتوزيعات ($DDED$) بالنسبة لمؤشر سعر السهم الذي كانت ($CAAR31$) سالبة.

2- تؤثر النتائج عدم وجود تأثير ذو دلالة معنوية للإعلانات على أسعار الأسهم. إذ لوحظ وجود تسرب للمعلومات في المدة التي سبقت يوم الإعلان بسبب تداول المطلعين في السوق للمعلومات قبل الإعلان مما دفع المستثمرين نحو شراء الأسهم بكميات كبيرة وتحقيق عوائد غير عادية موجبة. نتيجة لذلك أصبح لدى المستثمرين في السوق علم بمضمون الإعلان قبل نشره وأفرغه من محتواه الإعلامي. وبالتالي لا تحمل الإعلانات مفاجأة غير متوقعة أو معلومات جديدة إلى السوق. ولهذا يبدو أن السوق يبلغ في رد فعله في المدة التي تسبق يوم الإعلان أكثر من المدة التي تلي يوم الإعلان.

3- المبالغة في رد فعل السعر في المدة التي سبقت يوم الإعلان ربما يعود إلى الطبيعة الخاصة ببيئة المعلومات لسوق الأسهم السعودي التي قد تسمح بوجود نسبة عالية نسبياً من التداول الخاص للمعلومات من قبل المسؤولين والمدراء والمطلعين الآخرين. ويمكن أن تكون العوائد غير العادية التي تم تسجيلها في هذه المدة ليس بالضرورة للمحتوى المعلوماتي لإعلانات الأرباح وتوزيعاتها، وربما بسبب الممارسات الضعيفة لحوكمة الشركات، كلها تتضافر لخلق عدم تماثل في الحصول على المعلومات.

4- لوحظ وجود تأخير في التقاط المعلومات الجديدة في مؤشرات السوق ولا سيما أسعار الأسهم، إذ تستغرق المعلومات وقتاً حتى تنتشر في السوق مما يساعد فئة من المتداولين في السوق في تحقيق بعض العوائد غير العادية الضئيلة والتي يتم امتصاصها من خلال العوائد غير العادية السالبة.

5- عدم وجود تأثير للإعلان عن الأرباح والتوزيعات على أسعار أسهم الشركات المدرجة في السوق المالي السعودي. وبالتالي استخدام حدث الإعلان كأداة للإشارة للتأثير في أسعار الأسهم غير متحقق في هذا البحث. ويرجع السبب في عدم تأثير الإعلان على أسعار الأسهم إلى عدم كفاءة السوق المالية السعودي.

التوصيات

1- ينبغي حث سوق الأوراق المالية على أن الاحتفاظ بسجل لمختلف تواريخ الأحداث بشكل يسهل عملية الوصول إليها لغرض المساعدة في إجراء دراسات الحدث بدلاً من التفتيش لاستخراج مواعيد الإعلان من خلال الكثير من المعلومات.

2- ينبغي على إدارات الأسواق المالية حث المشاركين في السوق إلى الامتثال لقوانين التداول من الداخل لغرض تخفيض درجة لا تماثل المعلومات، وتعزيز قدرتها على مراقبة أنشطة السوق على نحو فعال والتعامل بفاعلية مع غير الممثلين لهذه القوانين مما يعزز ثقة المستثمرين ويساعد أيضاً في تحسين القدرة التنافسية والكفاءة الإعلامية لأسواق الأسهم الناشئة.

3- العمل على تشجيع الشركات لضمان الإفصاح عن البيانات المالية في الوقت المناسب وبأقل كلفة ممكنة من أجل تسهيل عملية الوصول إلى هذه المعلومات لاستخدامها في اتخاذ قرارات الاستثمار. وكذلك اعتماد إجراءات مشددة لحوكمة الشركات لغرض معالجة عدم التماثل في الحصول على المعلومات.

4- ينبغي فرض عقوبات على الشركات التي تؤخر الإفصاح عن نتائجها، بسبب ميل المستثمرين إلى تعديل أسعار الأسهم نحو تخفيضها خلال مدة التأخير تحسباً من أن تكون الأخبار سيئة. ومن المتوقع أن يساعد ذلك على تقليل عمليات المضاربة في السوق ويجذب المستثمرين، ويعزز السيولة ويساعد على تحسين الكفاءة المعلوماتية لسوق الأسهم.

5- العمل على زيادة الإفصاح عن المعلومات المالية من أجل الحد من تقلبات أسعار الأسهم وتحسين قدرة السوق في تقييم المخاطر المحيطة بالشركة وزيادة مستوى الكفاءة في السوق.

المصادر

أ. المصادر العربية

الوثائق والنشرات الرسمية

1. التقارير المالية السنوية للشركات المساهمة عينة الدراسة من موقع تداول .

2. التقرير الإحصائي السنوي

3. التقرير الإحصائي الشهري

4. تقرير مؤسسة النقد العربي السعودي لأسعار حوالات ساما SAMA Bill

ب. الكتب

1. العامري، محمد علي إبراهيم، الإدارة المالية المتقدمة، ط ١، عمان، دار أثير للنشر والتوزيع، ٢٠١٠

2. العامري، محمد علي إبراهيم العامري، الإدارة المالية، دار الكتب والوثائق - بغداد، 2001.

3. هندي، منير إبراهيم، الفكر الحديث في هيكل تمويل الشركات، التجهيزات الفنية، مطبعة الدلتا، 2011

ج. الرسائل والاطاريح الجامعية

4. الجبوري، أياد طاهر محمد، تأثير محتوى معلومات الأرباح في قيمة الأسهم العادية دراسة تطبيقية في شركات القطاع الصناعي المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية، أطروحة دكتوراه فلسفة في إدارة الأعمال، كلية الإدارة والاقتصاد في الجامعة المستنصرية، 2006
5. النصار، ولاء اسماعيل عبد اللطيف، اثر عائد المقسوم ونسبة التوزيع في أسعار الأسهم العادية، رسالة ماجستير، جامعة بغداد، كلية الادارة والاقتصاد، 2002.
6. خضير، بشرى فاضل، الإفصاح عن المعلومات المحاسبية ودورها في حوكمة الشركات والياتها الداخلية، رسالة دكتوراه، جامعة بغداد-كلية الإدارة والاقتصاد-قسم المحاسبة، 2009
7. رمضان، حميدة، تأثير سياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة المسعرة بالسوق المالي-دراسة عينة من المؤسسات المسعرة بسوق عمان المالي خلال الفترة الممتدة من 2008-2010، جامعة قاصدي مرباح – ورقلة، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، رسالة ماجستير 2012
- د. الدوريات العربية
8. التميمي، أرشد فؤاد ونعوم، ريان يوسف، قراءة لوجهة نظر المستثمر لمحتوى الاعلان عن الأرباح دراسة لعينة من المستثمرين في بورصة عمان للأوراق المالية، 2007
9. القرشي، فتحية مزهر عبد الرضا، التمويل الداخلي بالأرباح المحتجزة والربحية في الشركات دراسة تطبيقية في سوق دبي وأبو ظبي للأوراق المالية، مجلة جامعة كركوك للعلوم الادارية والاقتصادية، المجلد 2 -العدد 2، 2012.

A. Books

1. Elliott , Barry ., and Elliott , Jamie ., " Financial Accounting: Reporting and Analysis", International Edition , 2nd ., England: Pearson Education Limited , 2006
2. Parrino, Robert; Kidwell, David S., and Bates, Thomas W., "Fundamentals of Corporate finance", 2th edition, John Wiley & Sons, Inc, 2012.
3. Reeve, James M.; Warren, Carl S, and Duchac, Jonathan E., "Principles of Accounting ", 23th. ed., China : South – Western, 2009.
4. Ross , Stephen A .; Westerfield, Randolph W., and Jordan ,Branford ., " Fundamentals of Corporate Finance" , 7th.ed., N.Y.: Irwin / Mc Graw – Hill, Inc., 2006.
5. Ross, S. A.; Westerfield, R. W., & Jaffe, J. F., "Corporate Finance: Fundamentals", (6th ed.). New York: McGraw-Hill, (2003).
6. Ross, S. A.; Westerfield, R. W., & Jordon, B. D., "Corporate Finance: Fundamentals", (8th ed.). New York: McGraw-Hill, (2008).
7. Vernimen, Pierre; Quiry, P.; Dallochio, M.; Fur, Y. L., and Salvi, A., "Corporate Finance Theory and Practice", John Wiley & Sons Ltd, The Atrium, Southern Gate, Chichester, West Sussex PO19 8SQ, England, 2005.

B. Thesis

8. Beh, Chooi San, "Financial Accounting Disclosures And Corporate Governance In Malaysia", DBA Research Paper, Victoria University-Graduate School Of Business, 2009.
9. Mollah, Sabur, "Dividend Policy And Behavior And Security Price Reaction To The Announcement Of Dividends In An Emerging Market": A Study of Companies Listed on the Dhaka Stock Exchange, degree of Doctor, University of Leeds September 2001.
10. ODHAMBO, FRANCIS ONYANGO, "The Influence Of Dividends And Earnings Announcement On Shareholders' Value Of Companies Listed At The Nairobi Securities Exchange", MBA, University Of Nairobi, 2013.
11. Oloo, Nicholas ouma, "The Relationship Between Accounting Value And Economic Value Among Commercial Banks In Kenya", Master Of Business Administration - University Of Nairobi ,2013.
12. Rono, Hilda Chepchumba, "Stock Price Reaction To Earnings Announcements", Master of Management in Finance & Investment, University Of The Witwatersrand , 2013

13. Shen, Fanglin, *"Responses In Divergence Of Opinion To Earnings Announcements": Evidence From American Depository Receipts, degree of Doctor of Philosophy- University Graduate School of Management , 2013*
14. Sørensen, Jan and Arveschoug, Truls, *"The Informational Content of Dividend Changes"- Empirical Evidence from a Small Stock Exchange- (Copenhagen Stock Exchange)- Aarhus School of Business- October, Master of Science in Finance and International Business , 2004*
15. Tai-Yuan, Chen, *"Payout policy, signaling, and firm value", Durham E-Theses, Durham University, Doctor of Philosophy At The Department of Economics and Finance , 2006*
16. Thu, Tran Ngoc Anh, *"Stock Price Reaction To Earning Announcement": Empirical Study In Ho Chi Minh Stock Exchange , Bachelor Of Arts in Finance And Banking, Ho Chi Minh city, Vietnam , 2014*
17. Weng, C. H, Chin, L. C., Yee. P. W. and Leng, Y. K., *"The Dividend And Earnings Announcement Effects The Case Of Malaysia And Singapore", Bachelor Of Finance (HONS), University Tunku Abdul Rahman, 2011*
C. Periodical
18. Akbar, Muhammad and Baig, Humayun Habib, *"Reaction of Stock Prices to Dividend Announcements and Market Efficiency in Pakistan", The Lahore Journal of Economics, 15 : 1 (Summer 2010): pp. 103-125 .*
19. Baginski, Stephen P., and Wahlen, James M., *"Residual Income Risk, Intrinsic Values, and Share Prices", : The Accounting Review, Vol. 78, No. 1 (Jan., 2003), pp. 327-351 Published by: American Accounting Association.*
20. Chen, Gong-meng; Firth, Michael and Gao, Ning Daniel, 2002, *"The Information Content of Concurrently Announced Earnings, Cash Dividends, and Stock Dividends: An Investigation of the Chinese Stock Market", Journal of International Financial Management & Accounting, Vol. 13, No. 2, pp. 101-124 .*
21. Cheng, Louis T. W. , and Leung, T. Y., *"Revisiting the corroboration effects of earnings and dividend Announcements", Article in Accounting and Finance , June 2006, Accounting and Finance Volume 46, Issue 2, June 2006 , Pp 221–241 .*
22. Kane, A., Lee, Y. K. & Marcus, A., *"Earnings and dividend announcements: Is there a corroboration effect?" The Journal of Finance, Volume 39, Issue 4, September 1984, Pp 1091–1099.*
23. Kiremu, M. K. G.; Galo, N.; Wagala, A., and Mutegi, J. K, *"Stock Price and Volumes Reaction to Annual Earnings Announcement": A Case of the Nairobi Securities Exchange, International Journal of Business, Humanities and Technology Vol. 3 No. 2; ., 2013, Centre for Promoting Ideas, USA, www.ijbhtnet.com*
24. Laabs, Douglas S., and Bacon, Frank W., *"The Impact Of Increased Dividend Announcements On Stock Price": a Test Of Market Efficiency, ASBBS Annual Conference: Las Vegas, Volume 20 Number 1. 2013.*
25. Mahmood, Shahid; Sheikh, Muhammad Fayyaz, and Ghaffari, Abdul Qayyum, *"Dividend Announcements and Stock Returns": An event study on Karachi stock exchange, Interdisciplinary Journal Of Contemporary Research In Business, Institute of Interdisciplinary Business Research VOL 3, NO 8, DECEMBER 2011*
26. Matthew, O. M., Enekwe, C. I., and Anyanwaokoro, M., *"Effect of Dividend Payment on the Market Price of Shares: A Study of Quoted Firms in Nigeria", IOSR Journal of Economics and Finance (IOSR-JEF), e-ISSN: 2321-5933, p-ISSN: 2321-5925. Volume 5, Issue 4. (Sep.-Oct. 2014), PP 49-62, www.iosrjournals.org*

27. Mittal, Swati, "Share Price Response to Quarterly Earnings Announcements", *International Journal of Trade & Commerce-IIARTC January-June 2015, Volume 4, No. 1* ISSN-2277-5811 (Print), 2278-9065 (Online) © SGSR. (www.sgsrjournals.com) All right reserved.

D.WORKING PAPER

28. Foong, S. S., Zakaria, & Tan, H. B. (2007). "Firm performance and dividend related factor": The case of Malaysia. *Labuan Bulletin of International Business & Finance*, 5, 97-111.
29. Khang, Kenneth and King, Dolly, "Is Dividend Policy related to Information Asymmetry? Evidence from Insider Trading", (2002). Gains.www.ssrn.com.
30. Warwick, Anderson, "An Alternative Event Study: Methodology for detecting Dividend Signals in the Context of Joint Dividend and Earnings Announcements", *AFAANZ Conference, conrad Jupiter's Casino, Boadbeach, the Gold Coast July 1-3-2007*.

