

أثر الأرباح وتوزيعاتها المعلنة على سعر السهم وحجم التداول في إطار نظرية الإشارة - دراسة تحليلية في عينة من الشركات المدرجة في السوق المالي السعودي

أيمن عدنان سعد**

أ.م.د. هشام طلعت عبد الحكيم*
المستخلص:

يهدف البحث الى اختبار تأثير إعلانات الأرباح وتوزيعاتها المتزامنة على مؤشرات تداول الاسهم المتمثلة بسعر السهم وحجم التداول واختبار المحتوى المعلوماتي لهذين الاعلانيين، في إطار نظرية الإشارة، ومقارنة استجابة سعر السهم مع حجم التداول من خلال اعتماد منهجية دراسة الحدث. تشمل عينة الدراسة (12) شركة من الشركات المدرجة في السوق المالية السعودية من مختلف القطاعات والتي تلبى المعايير الموضوعية للاختيار، للمدة من (2007-2016) شكلت ما يقارب (83) حدث متزامن.

توصل البحث الى مجموعة من استنتاجات لا تدعم طروحات نظرية الإشارة اذ تؤكد وجود تسرب للمعلومات وتأخير في التقاط المعلومات الجديدة في أسعار الأسهم ساعد في تحقيق عوائد غير عادية ذات دلالة معنوية في الأيام التي سبقت والأيام التي تلت يوم الحدث في بعض المجاميع الفرعية لإعلانات الأرباح والتوزيعات المتزامنة. وعدم وجود تأثير تفاعل ذا دلالة معنوية لمتغيرات الأرباح والتوزيعات المعلنة على العوائد غير العادية التراكمية. ولوحظ بان استجابة مؤشر حجم التداول لإعلانات الشركات كانت تتماشى مع نظرية الإشارة باستثناء المجموعة التي تزامنت فيها انخفاض كلا من الأرباح والتوزيعات. بخلاف مؤشر سعر السهم الذي كانت استجابته لإعلانات الشركات تتعارض مع طروحات هذه النظرية وتقدم بعض الدعم لطروحات المدرسة السلوكية.

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

The effect of dividends and their distributions on the stock price and trading volume within the Signal Theory: Analytical Study in a Sample of Companies Listed in the Saudi Stock Market

Abstract:

The research aims to test the impact of dividend announcements and their simultaneous dividends on the stock trading indicators represented by the stock price and trading volume and test the information content of these two advertisements, within the framework of signal theory, and compare the response of the share price with the trading volume by adopting the methodology of studying the event. The sample of the study includes (12) companies listed in the Saudi Stock Exchange from various sectors that meet the criteria set for selection, for the period (2007-2016) formed approximately (83) simultaneous event.

The research reached a set of conclusions that do not support the theory of signaling propositions as it confirms the existence of information leakage and the delay in the capture of new information in stock prices helped to achieve extraordinary significant returns in the days before and the days after the event in

* الجامعة المستنصرية / كلية الإدارة والاقتصاد .

** باحثة .

مستل من اطروحة دكتوراة مقبول للنشر بتاريخ 2017/4/18

some subtotals of dividends and concurrent dividends. . The absence of a significant interaction effect on the variables of profits and declared dividends on the cumulative extraordinary returns. It was noted that the response of the trading volume index to corporate announcements was in line with the signal theory except for the group in which both profits and dividends coincided.

Key words: dividend announcements, dividends, stock prices, trading volume, signal theory, event study.

المقدمة

تعد سياسة توزيع الأرباح واحدة من أكثر الموضوعات إثارة للجدل في الأدب التمويلي. وأحد مجالات الجدل في البحوث التي حفزت عددا كبيرا من البحوث النظرية والتجريبية هي مسألة محتوى المعلومات لتوزيع الأرباح، الذي يحمل في مضامينه العديد من الإشارات التي تعكس مدى استمرارية تحقيق الأرباح في المستقبل من عدمها وانعكاس ذلك في الأسعار السوقية للأسهم العادية ومؤشرات التداول الأخرى للأسهم في السوق المالية. وواحدة من أهم افتراضات نظرية الإشارة هي أن إعلانات تغيير توزيع الأرباح ترتبط طرديا بحدود فعل سعر السهم والتغيرات المستقبلية في الأرباح، لأنها تنقل المعلومات عن تقييم الإدارة للأفاق المستقبلية للشركات. وفي إطار تعدد الإشارات 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 وحجم التداول في سوق الأسهم من خلال تحليل التغيرات في الأرباح والتوزيعات السنوية وتحليل العوائد غير العادية المتحققة خلال مدة الحدث. إذ تميل عوائد الأسهم وحجم التداول إلى أن تكون مرتبطة بشكل إيجابي، ارتفاع أسعار الأسهم مع حجم تداول والعكس بالعكس.

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، وأخيرا تناول المبحث الرابع أهم الاستنتاجات والتوصيات.

المبحث الأول: منهجية البحث

أولاً: مشكلة البحث

يتناول البحث إحدى الصعوبات المنهجية التي تواجهها الدراسات السابقة عندما تصدر إعلانات الأرباح وتوزيع الأرباح في وقت واحد وبشكل متزامن يكون من الصعب تقييم تأثيرهما على مؤشرات تداولات الأسهم في السوق المالية. وقد وجدت هذه الدراسات بان إعلانات الأرباح وتوزيعات الأرباح تكون مترابطة مع بعضها البعض في التأثير على مؤشرات تداول الأسهم في السوق المالية. وعليه يمكن توصيف مشكلة البحث من خلال الإجابة على التساؤلات الآتية:-

1. كيف يؤثر الإعلان المتزامن للأرباح وتوزيعاتها على سعر السهم وحجم التداول؟
2. هل تمتلك إعلانات الأرباح وتوزيعاتها محتوى "معلوماتي"؟
3. هل تختلف استجابة مؤشر سعر السهم عن مؤشر حجم التداول للإعلان المتزامن؟
4. ما مستوى كفاءة سوق الأسهم السعودي؟

ثانياً: أهمية البحث

تبرز أهمية البحث من خلال ما يأتي:-

1. يعد حدث الإعلان عن الأرباح وتوزيع الأرباح من أهم المسائل التي من شأنها تحقيق هدف الشركة وهو المساهمة في تعظيم قيمتها وإقبال المستثمرين على اقتناء أسهمها.

2. تمكن المدراء من فهم أفضل لكيفية تصميم استراتيجيات الإعلان عن الأرباح وتوزيعاتها وإدارة الشركات لتعظيم الأرباح وأسعار الأسهم. فمن المهم لمدراء الشركات فهم تأثير المحتوى المعلوماتي لإعلانات الأرباح وتوزيع الأرباح على مؤشرات تداولات الاسهم لغرض مساعدتهم في اتخاذ سياسات الإفصاح المناسبة بخصوص نوع المعلومات التي يتم إصدارها لسوق الأسهم.

3. تبرز أهميتها بالنسبة للمستثمرين من خلال وضع استراتيجيات مناسبة للحصول على فرص أفضل للتداول لتعظيم عوائدهم. وتمكن نتائج الدراسة أيضا المستشارين الماليين من تقديم الخدمات المناسبة لربائهم.

ثالثا: أهداف البحث

تسعى البحث الى تحقيق الأهداف الآتية:-

1. اختبار تأثير إعلانات الأرباح وتوزيعاتها المترامنة على سعر السهم وحجم التداول، وتحديد نوع المعلومات التي تهتم المستثمرين في السوق المالية، من خلال الإشارات التي ترسلها الشركات عند إعلان أرباحها وتوزيعاتها بشكل متزامن.
2. اختبار تأثير المحتوى المعلوماتي لهذين الاعلانيين على سعر السهم وحجم التداول لأسهم الشركات المدرجة في السوق السعودي.
3. مقارنة استجابة سعر السهم مع حجم التداول لإعلانات الأرباح وتوزيعاتها المترامنة.
4. اختبار شكل كفاءة السوق شبه القوي ومعرفة ما إذا كان هناك تسرب للمعلومات قبل الإعلان، او انحراف ما بعد الاعلان.

رابعا: فرضيات البحث

في ضوء اهداف البحث، تم صياغة الفرضيتين الآتيتين:

1. لا يوجد اختلاف ذا دلالة إحصائية على رد فعل سعر السهم وحجم التداول في المدة المحيطة بإعلانات تغيير الأرباح وتوزيعاتها المترامنة.
2. لا يوجد تأثير تفاعل ذا دلالة إحصائية بين إعلانات تغيير الأرباح وتوزيعاتها بشكل مشترك على سعر السهم وحجم التداول في الوقت الذي يتم فيه نشر الإعلان المشترك.

خامسا: مجتمع وعينة البحث

يتمثل مجتمع البحث باسهم جميع الشركات المدرجة في السوق المالي السعودي البالغة تقريبا 170 شركة، وقد تم اختيار 12 شركة من مختلف القطاعات المدرجة في السوق المالي السعودي، والتي تزامنت فيها إعلانات الأرباح السنوية مع إعلانات توزيع الأرباح النهائية للمدة من 2007 الى 2016 وقد شكلت العينة ما يقارب 83 حدث متزامن.

سادسا: منهجية البحث

تبدأ منهجية دراسة إعلانات الأرباح المترامنة مع إعلانات توزيع الأرباح بتشكيل محافظ متعددة الجوانب وفقا لاتجاهات التغيير 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 أساسا. أولا" يتم تطبيق دراسة الحدث لدراسة ردود فعل السوق حول الإعلانات لكل محفظة متعددة الجوانب. ثانيا" يتم تطبيق المزيد من الاختبارات الاحصائية باستعمال تحليل الانحدار لدراسة الآثار النسبية للأرباح وتوزيعات الأرباح على ردود فعل السوق.

تم احتساب معدلات التغييرات غير المتوقعة في الأرباح وتوزيع الأرباح على النحو الآتي: (Sørensen & Arveschoug,2004:29)

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

EPS_i = معدل التغييرات غير المتوقعة في ربحية السهم i

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

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

DPS_i = معدل التغييرات غير المتوقعة في توزيعات أرباح السهم i

$DPS_{i,t}$ = توزيعات ارباح السهم الحالية $DPS_{i,t-1}$ = توزيعات ارباح السهم للسنة السابقة

وتقوم منهجية دراسة الحدث على الخطوات الآتية:

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 يوماً 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 المتحقق: تحتسب العوائد المتحققة اعتماداً "على المكاسب الرأسمالية اليومية المتحققة وفق المعادلة الآتية: (Mahmood et. al., 2011:973)

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

السعر الحالي $P_{i,t}$ للشركة i في اليوم t السعر لليوم السابق $P_{i,t-1}$

ب- حساب عائد السوق: يتم احتساب عائد السوق على طول مدتي الاختبار والتقدير من خلال المعادلة الآتية:

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

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.

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

د- حساب العوائد غير العادية: وتحتسب العوائد غير العادية على النحو التالي:

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

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

ويتم استعمال العوائد غير العادية التراكمية (cumulative abnormal returns CAR) لمدة الحدث لغرض قياس رد فعل السوق للإعلان المتزامن المحيط بتاريخ الإعلان. ويشير (CAR) الى أي مدى يعدل السوق قيمة الشركة عند الاستجابة لإشارة المعلومات الجديدة التي تم الحصول عليها من خلال إعلان الشركة. ومن المتوقع أن تكون إيجابية أو سلبية اعتماداً على ما إذا كان المستثمرون يعتقدون عموماً ان هذا الحدث سوف يؤدي الى تحقيق التدفقات النقدية المستقبلية الإيجابية أو السلبية التراكمية (CARs).

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

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

يتم اختبار سلوك أسعار الأوراق المالية إلى معلومات إعلان الحدث للشركة باستعمال متوسط العوائد غير العادية التراكمية (CAAR). يتم حساب متوسط العائد التراكمي (CAAR) عن كل يوم تداول في نافذة الحدث بإضافة (AAR) لكل مدة.

$$CAAR = \sum AAR_t \dots \dots \dots (8)$$

ولدراسة تأثير إعلانات الأرباح وتوزيع الأرباح على أداء الاسواق المالية من ناحية سيولة السوق تستخدم عدة مؤشرات من بينها حجم التداول ومعدل الدوران. اذ يعبر حجم التداول عن عدد الأسهم المتداولة. ويمثل حجم التداول

(TV) الأسهم المتداولة خلال فترة زمنية معينة يمكن أن تحتسب على أساس يومي أو أسبوعي، أو سنوي أو أي مدة زمنية أخرى يمكن أن تكون مناسبة لتحليلها. وتم اعتماد منهجية دراسة الحدث في تحديد حجم التداول غير العادي على أساس الفرق بين حجم التداول الفعلي خلال مدة الحدث وحجم التداول المتوقع خلال مدة التقدير وفق المعادلة التالية: (Chae,2005:419)

$$ATV_{i,t} = TV_{i,t} - E(TV_{i,t}) \dots \dots (9)$$

ATV_{i,t} = حجم التداول غير العادي للسهم i في اليوم t

E(TV_{i,t}) = حجم التداول المتوقع للسهم i

أو Abnormal Turnover (ATV_{i,t}) = TV_{i,t} - TV_i ~

$$TV_{i} \sim = \frac{\sum_{t=-75}^{t=-16} TV_{i,t}}{60} \dots \dots (10)$$

وتم استعمال نسبة حجم التداول TV أو معدل الدوران لاختبار التغييرات في الحجم أثناء نافذة الحدث. ويبدو إن أية إشارة إلى الحجم وحجم التداول، والدوران، وغيرها، تشير جميعها إلى لوغاريتم الدوران. وتستخدم دالة اللوغاريتم معدل الدوران للحد من مشكلة التحيزات المحتملة للتوزيع غير الطبيعي. وتحتسب على النحو المحدد في المعادلة الآتية: (Chae,2005:419)

$$\log \text{Turnover}(\tau_i, t) = \log \left(\frac{\text{Trading Volume}_{i,t}}{\text{outstanding}_{i,t}} \right) \dots \dots (11)$$

المبحث الثاني: الإطار النظري للبحث

أولاً: مفهوم وأهمية الأرباح

تعرف الأرباح بأنها المبلغ الخاضع للضريبة على الشركات. وهناك عدة مصطلحات أكثر تحديداً كالأرباح قبل الفوائد والضرائب والدخل (income) والأرباح (profits). وتستخدم 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).

وهناك اختلاف بين مفهومي الربح والربحية، فالربح الذي يظهر في قائمة الدخل هو صافي الدخل، الذي يمثل الفرق بين إيرادات ونفقات الشركة (Beh,2009:52). ويشير إلى أي مدى تشارك الشركة في الأنشطة ذات القيمة المضافة (Weng et. al.,2011:1). 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 (الفريشي،2012: 10). ولا تعني أرباح الشركة الكثير بالنسبة للمساهمين لكونها أرباح مطلقة، إلا إذا تم تحديد عدد الأسهم المشاركة بهذه الأرباح لهذا تحول الاهتمام إلى ربحية السهم الواحد بدلاً من الأرباح الإجمالية، التي تختلف كثيراً عما تربحه الشركة ككل، (الجبوري،2006: 18). وتحتسب بقسمة صافي أرباح الشركة بعد خصم الضرائب على عدد الأسهم القائمة. وتبرز 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. تعد الأرباح مصدراً للمعلومات الملائمة في عملية تقدير قيمة الورقة المالية من قبل المستثمرين (Beh,2009:61).
3. تعد الأرباح بمثابة مقياس كلي لأداء الشركة لكونها تلخص الكثير من الأحداث الاقتصادية الهامة التي حدثت خلال السنة، وكذلك القرارات التي تتخذها الإدارة (Oloo,2013:4).
4. أهمية ربحية السهم أيضاً كونها دليل على توزيعات الأرباح المتوقعة في المستقبل، إذ يهتم المستثمرون بالربحية المتوقعة للشركة، وبالأخص ربحية السهم الواحد على اعتبار أن التدفقات النقدية المستقبلية التي تنعكس بشكل زيادة على ما يحصل عليه حامل السهم من توزيعات نقدية (شومان والموسوي،2012: 39).

ثانياً: إعلانات الأرباح

تعد إعلانات الأرباح واحدة من المكونات الهامة لاختبار كفاءة السوق. ويجادل الأدب التمويلي بأن إعلانات الأرباح هي واحدة من أدوات الإشارة الهامة المستخدمة من قبل المدراء لنقل المعلومات إلى الجمهور بشأن الأفق المستقبلية للشركة (Mlonzi et. al.,2011:143). وقد تم توثيق استجابة مؤشرات السوق للمعلومات الواردة في إعلانات الأرباح من خلال استجابة المستثمرين بشكل إيجابي للأخبار السارة وبشكل سلبي للأخبار السيئة، فالمشاركين في السوق، يتعقبون مواعيد إعلان الأرباح ويناقشون بعمق شديد محتويات نشرات الأرباح في تقارير المحللين، ومنشورات الصناعة، وما شابه ذلك. ويشير هذا الاهتمام الكبير من قبل المشاركين في السوق إلى أن نشرات الأرباح تنقل الكثير من المعلومات الجديدة (Basu et. al.,2011:1).

يمكن تقسيم الإعلان إلى قسمين، جزء متوقع، بالفضلاً عن المفاجأة (Surprise) أو الابتكار (innovation) : (Jordan & Miller,2009:381)

(12)..... الإعلان = الجزء المتوقع + المفاجأة.

الجزء المتوقع لأي إعلان هو ذلك الجزء من المعلومات التي يستخدمها السوق لتشكيل توقعاته للعائد على السهم E_R . المفاجأة هي الأخبار التي تؤثر على العائد غير المتوقع للسهم U . وتعني الأخبار الجزء المفاجئ من الإعلان وليس الجزء الذي يتوقعه السوق.

ويتكون العائد لأي سهم يتم تداوله في السوق المالي من جزأين. أولاً، العائد العادي، أو المتوقع، هو جزء من العائد الذي ينتبأ به المستثمرين أو يتوقعونه. هذا العائد يستند إلى معلومات المستثمرين عن الأوراق المالية، ويقوم على فهم السوق اليوم للعوامل المهمة التي من شأنها أن تؤثر على الأسهم في السنة المقبلة. والجزء الثاني من العائد على السهم هو غير مؤكد، أو محفوف بالمخاطر، هذا الجزء هو الذي يأتي من المعلومات غير المتوقعة التي يتم كشفها خلال السنة (Jordan & Miller,2009:381) وللتعبير عن العائد على الأسهم في السنة المقبلة:

العائد الكلي = العائد المتوقع + العائد غير المتوقع

$$R = E(R) + U \dots \dots \dots (13)$$

حيث R تعني مجموع العوائد الفعلية في السنة، $E(R)$ يعني الجزء المتوقع للعائد، و U تعني الجزء غير المتوقع للعائد. وبالتالي العائد الفعلي (R)، يختلف عن العائد المتوقع ($E(R)$)، بسبب المفاجآت التي تحدث خلال السنة. يكون العائد غير المتوقع لأي سنة معينة إيجابياً أو سلبياً، ولكن مع مرور الوقت، فإن متوسط قيمة U يكون صفراً. هذا يعني ببساطة أنه، في المتوسط، العائد الفعلي يساوي العائد المتوقع (Jordan & Miller,2009:381)

العائد غير المتوقع = العائد الكلي - العائد المتوقع

$$U = R - E(R) \dots \dots \dots (14)$$

ويظهر تأثير الخبر على عوائد الأسهم، عندما يضع المشاركون في السوق توقعاتهم عما ستكون عليه أرقام الأرباح، وبالفعل تؤخذ هذه التوقعات في الجزء المتوقع للعائد على الأسهم ($E(R)$). من ناحية أخرى، إذا كان الخبر المعلن هو مفاجأة، فإن التأثير سيكون جزءاً من الجزء غير المتوقع للعائد (U) (Jordan & Miller,2009:381-382). وإذا كانت المعلومات التي يتضمنها الإعلان مطابقة لتوقعات السوق فإن هذا الإعلان يفقد أثره الإعلامي كونه لم يقدم معلومات جديدة، أما إذا جاءت المعلومات التي يتضمنها الإعلان مختلفة بعض الشيء عن توقعات السوق فسيكون لهذا الإعلان أثراً إعلامياً كونه يحمل إشارات ومعلومات جديدة يمكن ان يستفيد منها السوق وتغير من اتجاه وانطباع المستثمرين تجاه الشركة (Van Horne & Wachowicz,2009,485-486).

ثالثاً: المحتوى المعلوماتي لإعلانات الأرباح

تعد إعلانات الأرباح بمثابة أحداث هامة تحتوي على ثروة من المحتوى المعلوماتي، إذ يكون هناك محتوى معلوماتي لبند معين في القوائم المالية للشركة إذا أدى الإفصاح عنه إلى حدوث تغيير في معتقدات المستثمرين بشأن خصائص هذه الشركة، الأمر الذي يؤدي إلى حدوث تغيير في أسعار الأسهم أو عوائدها أو حجم تداولها" (سالم وخشارمة، 2007: 350).

وتبرز أهمية دراسة المحتوى المعلوماتي (Information Content) من عدة نواحي: فهي توضح للمستثمرين أهم المعلومات المحاسبية التي لها تأثير على أسعار وأحجام معاملات الأوراق المالية، مما يساهم في تطوير وتنمية مفهوم التعديل السريع (Rapid Adjustment) لتوقعات المستثمرين، وتحفز المستثمرين على البحث عن مصادر المعلومات المحاسبية المناسبة التي يمكن أن تؤثر على أسعار الأسهم. كما تشير نتائج البحوث عن الاسواق المالية إلى أن إعلانات الأرباح تحتوي على المعلومات التي يعتقد انها تغير رأي المستثمرين حول قيم الأسهم، من خلال عملية دمج المعلومات في الأسعار (Alzahrani & Gregoriou,2010:3)

وهناك إجماع عام على رد فعل أسعار الأسهم العادية وأحجام التداول ومؤشرات التداول الأخرى على المعلومات الواردة في إعلانات الأرباح. ويرى بعض الباحثين أن أسعار الأسهم في وقت الإعلان تتبع اتجاه وحجم الجزء غير المتوقع من الأرباح المفصح عنها في التقارير المالية السنوية (Kiremu et. al.,2013:100). فالتغيرات الكبيرة في مؤشرات السوق تنشأ من توقعات المستثمرين في السوق المالية للأرباح الفعلية. فقد وثق العديد من الباحثين اتجاه المستثمرين الأفراد نحو شراء الأسهم حول إعلانات الأرباح، بغض النظر عما إذا كانت أخبار الأرباح جيدة أم سيئة (Barber et. al.,2011:3). ووجد بعض الباحثون أن شراء الأسهم بعد مفاجآت الأرباح الإيجابية تمثل استراتيجية استثمارية مربحة.

وتتأثر أحجام التداول خلال تدفق المعلومات الى السوق. فكلما كانت هناك معلومات جديدة كان المشاركين في السوق اسرع في الاستجابة للمعلومات الجديدة المتوفرة (Poi,2009:13). إذ يرافق إطلاق الأرباح ارتفاع في حجم التداول، ووجد تغييرا كبيرا في أحجام التداول والأسعار قبل يوم الحدث، يمتد الى ما بعد الإعلان ويبقى حتى بعد بلوغ السعر نقطة التوازن (Louhichi,2008:102). إذ "يمثل السعر التوازني إجماع المتعاملين على قيمة محددة للورقة المالية، وعند وصول معلومات جديدة الى السوق-كإعلانات الأرباح-فإن تلك المعلومات تؤثر على معتقدات المتعاملين في السوق ويختلف إجماعهم على سعر محدد أو ينتقل الى قيمة جديدة، وهذا بدوره سيؤدي الى تغير في الأسعار أو تغير في حجم التداول". وبالتالي تساعد إعلانات الأرباح المستثمرين في اتخاذ القرار، إما الاحتفاظ بالورقة المالية، أو بيعها أو شرائها" (الخوري وبالقاسم، 2006: 169).

وقد وثقت العديد من البحوث حقيقة أن حجم التداول العال لسوق الأسهم مرتبط بتقلب العوائد. حيث يميل حجم التداول إلى أن يكون أعلى عندما تكون أسعار الأسهم تأخذ بالازدياد، والعكس بالعكس. تأثير حجم التداول مبني على حقيقة أن السعر يحتاج حجم تداول لتحريكه، وبالتالي، ارتفاع معدل التذبذب في أسعار الأسهم يمكن أن يكون نتيجة لتقلبات حجم التداول وأنشطة التداول. وبسبب كون المستثمرين غير متجانسين عند تفسيرهم للمعلومات الجديدة، قد تبقى عوائد الأسهم مستقرة على الرغم من وصول معلومات جديدة إلى السوق. من ناحية أخرى، قد تتغير عوائد الأسهم فقط إذا كان هناك حجم تداول إيجابي. كما يحدث مع العائد، فإن حجم التداول والتغيرات التي تحصل فيه تعكس بشكل أساس المعلومات الملائمة المتاحة التي يتصورها السوق (Tripathy,2011:81). وهذا يعني أنه حتى لو أسعار الأسهم لا تتفاعل إلى الإعلانات العامة، فقد يرتفع حجم التداول، مؤشرا إلى أن الإعلان ينقل المعلومات الجديدة إلى السوق (GURGUL et. al., 2006:58). من جهة أخرى قد تكون ردود فعل السعر وحجم التداول قبل وأثناء وبعد تاريخ إعلانات الأرباح نتيجة لاختلاف معتقدات المستثمرين، وقدرتهم على تفسير المعلومات، والمعلومات غير المتماثلة، وتكاليف معالجة المعلومات. وينطوي أحد التفسيرات لعلاقة حجم التداول بالعوائد على وجود المتداولون غير العقلانيين الذين يراجعون محافظهم الاستثمارية على أساس التغيرات الأخيرة في الأسعار بدلا من المعلومات الجديدة (GURGUL et. al.,2006:60) وهم يدفعون بالأسعار للارتفاع وبالتالي ارتفاع حجم التداول.

رابعا: 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 ان مصطلح توزيعات الأرباح يشمل التوزيعات النقدية المدفوعة الى حملة الاسهم في الشركة من الأرباح المتحققة. كما تم تعريفها بأنها مدفوعات تخضع للضريبة تعلن عنها الشركة وتدفع لحملة الأسهم من الأرباح الحالية أو المحتجزة لدى الشركة (Foong et. al.,2007,98)، بمعنى ان 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 ان السبب الوحيد لقيام المستثمر بشراء الأسهم العادية هو الحصول على الدخل المستقبلي، الذي يتكون من توزيعات الأرباح والمكاسب الرأسمالية (Matthew et. al.,2014:52). وكذلك تعد الأرباح الموزعة من العوامل الهامة التي يستخدمها المستثمرين لتقييم الشركة، فهي احد مؤشرات تقييم معدل العائد المتوقع لحملة الأسهم العادية (Gupta et. al.,2012:23).

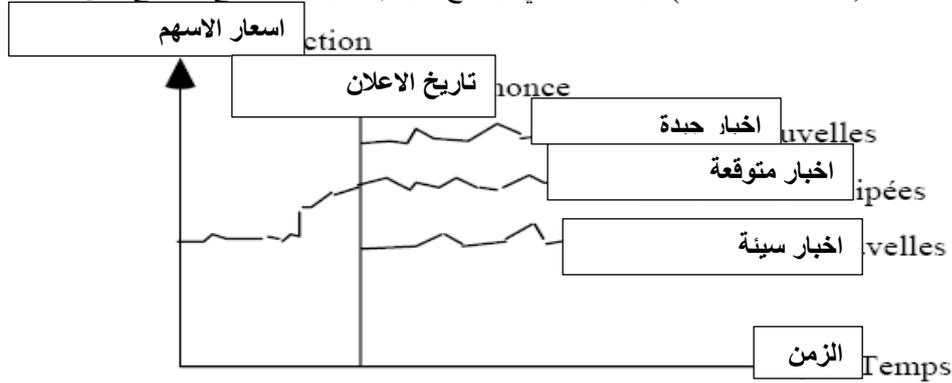
ولا تستخدم توزيعات الأرباح فقط من أجل توفير النقد للمساهمين لكنها تستخدم أيضا لإرسال إشارات بخصوص ربحية الشركة وسيولتها (Mahmood et. al.,2011:973)، إذ ينظر المستثمرون إلى توزيعات الأرباح على انها غنية بالمعلومات عن الأرباح المستقبلية للشركة وتعكس مدى النجاح المتوقع للشركة، فعندما تتبع الشركة سياسة

ثابتة بشأن نسبة الأرباح الموزعة ، ثم تجري عليها تعديلا" فسوف يفهمها المتعاملون في السوق على انها إشارة للتوقعات بشأن الأرباح المستقبلية مما يترك أثره بالتبعية على القيمة السوقية للسهم (هندي، 2011:333).

خامسا": نظرية الإشارة والتباين في المعلومات (Information asymmetry)

تشير نظرية إشارة توزيع الأرباح إلى أن إعلان توزيع الأرباح ينقل معلومات عن الأفاق المستقبلية للشركة. ويستخدم المستثمرون هذه المعلومات لتحسين توقعاتهم بشأن التدفقات النقدية المستقبلية للشركة. والتغيير في توقعات المستثمرين سيؤدي الى تغيير سعر سهم الشركة في وقت الإعلان العام (Parrino et. al., 2012:549). وبالتالي فان حجم توزيع الأرباح يمكن ان يرفع / يخفض من قيمة اسهم الشركة في السوق المالية. اذ يمكن أن ننظر إلى إعلان توزيع الأرباح من منظورين: إذا كانت توزيعات الأرباح المعلنة اعلى من التوقعات للمستثمرين، فان سعر السهم في السوق سوف يتأثر إيجابيا. اما إذا كانت توزيعات الأرباح المعلنة اقل من التوقعات للمستثمرين في الأسهم، فسوف يتأثر السعر السوقي للسهم سلبيا (Laabs & Bacon, 2013:664).

فإذا اختلفت الإشارة عما توقع المستثمرين، فسوف تعدل الأسعار التي هم على استعداد لشراء أو بيع أسهم الشركة وفقا لذلك. على سبيل المثال، الإعلان 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 متوقعا. وهذا، بدوره، يمكن أن يؤدي إلى زيادة في سعر سهم الشركة. في المقابل، يمكن أن يرسل قرار الشركة بتخفيض (cut) توزيعات الأرباح إشارة أن الإدارة هي متشائمة، الامر الذي يتسبب في انخفاض سعر السهم (Parrino et. al., 2012:549). والشكل الاتي يوضح أثر الإعلان عن توزيع الأرباح على قيمة السهم.



شكل (1) 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 2008-2010 ، رسالة ماجستير 2012:76.

وفي اطار المعلومات غير المتماثلة تشير نظرية الإشارة لتوزيع الأرباح بان الأرباح الموزعة تقلل المعلومات غير المتماثلة من خلال العمل كآلية إشارة (Khang & King, 2002:3)، اذ ان تباين المعلومات (المعلومات غير المتماثلة) يشير 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) وكذلك للإشارة إلى التدفقات النقدية للأرباح الحالية والمستقبلية المتوقعة للشركة الامر الذي يجعل سعر السهم يتأثر بالزيادة او الانخفاض حسب حجم توزيعات الأرباح (Mahmood et. al., 2011:973).

سادسا": تأثير التفاعل بين إعلانات الأرباح وتوزيعات الأرباح

هناك عدد من الدراسات السابقة التي حاولت قياس الأثار المنفصلة للأرباح أو توزيعات الأرباح. وقد وجدت معظم الدراسات أن هناك تفاعلا ملحوظا في السوق عندما يتم نشر إعلانات الأرباح وتوزيعات الأرباح. عادة ما يتم نشر إعلانات الأرباح وتوزيعات الأرباح واحدا تلو الآخر في غضون مدة زمنية قصيرة أو في وقت واحد. وقد اظهرت 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 (Brandta et. al.2008:1).

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

وقد بينت العديد من الدراسات أن إعلانات الأرباح وتوزيعات الأرباح مترابطة. وبالتالي فإنه من الضروري دراسة تأثير التفاعل بينهما وتأثيرهما على أسعار الأسهم (Yip et. al.,2010:112). فقد أوضحت الأدلة التجريبية بأن إعلانات توزيع الأرباح لا يمكن أن تفهم بشكل كامل دون النظر في الإعلانات الأخرى التي تحدث بشكل متزامن. ويمكن أن يكون من الصعب التعرف على التأثير المستقل لمكون توزيع الأرباح في الإشارة المشتركة.

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 قسمة صافي الربح المتحقق خلال السنة المالية على عدد الأسهم المصدرة) قبل الاعلان عن الأرباح وبعد الاعلان 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 مقسوماً 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	شركة النقل 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	شركة 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	شركة الجبس الاهلية	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		18/01/2012
- -	-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		شركة السعودية للكهرباء
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	

شركة	تاريخ الحدث	نوع التغيير	0	+	-	0	+	-	0	+	-
شركة اسمنت الشرقية	24/02/2008	+	0.50	6.00	4.00	0.36	6.29	4.62			
	09/02/2009	-	-0.50	3.00	6.00	-0.13	5.48	6.29			
	21/02/2010	0	0.00	3.00	3.00	-0.20	4.37	5.48			
	14/02/2011	+	0.17	3.50	3.00	-0.17	3.61	4.37			
	12/02/2012	0	0.00	3.50	3.50	0.17	4.23	3.61			
	17/02/2013	+	0.14	4.00	3.50	0.08	4.57	4.23			
	13/02/2014	-	-0.13	3.50	4.00	-0.21	3.59	4.57			
	15/02/2015	-	-0.29	2.50	3.50	0.21	4.34	3.59			
	23/02/2016	0	0.00	2.50	2.50	-0.11	3.87	4.34			
	شركة الصناعات الدوائية	19/01/2008	+	0.50	1.50	1.00	0.16	1.88	1.62		
16/02/2009		0	0.00	1.50	1.50	0.09	2.05	1.88			
21/02/2010		0	0.00	1.50	1.50	0.10	2.25	2.05			
20/02/2011		0	0.00	1.50	1.50	0.20	2.70	2.25			
19/02/2012		+	0.33	2.00	1.50	-0.03	2.63	2.70			
20/02/2013		0	0.00	2.00	2.00	0.13	2.97	2.63			
23/02/2014		-	-0.50	1.00	2.00	0.14	3.40	2.97			
17/02/2015		+	0.50	1.50	1.00	-0.14	2.94	3.40			
16/02/2016		-	-0.33	1.00	1.50	0.01	2.98	2.94			

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

نوع التغيير	DPS			EPS			الشركة	تاريخ الحدث	
	التغيير	بعد	قبل	التغيير	بعد	قبل			
+	0.17	1.75	1.50	0.02	4.46	4.38	شركة المتحدة الولية للمواصلات (بديجت)	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		شركة الرياض للتعمير	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	المصافي العربية السعودية		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	شركة استرا الصناعية	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	أسواق العقود	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	شركة مكة للإنشاء والتعمير	16/06/2009
0	-	0.00	1.50	1.50	-0.05	1.21	1.27		05/06/2010
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		05/05/2013
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

وفي ضوء اتجاه التغيير في الأرباح والتوزيعات من سنة إلى أخرى تم تقسيم إعلانات الشركات التي بلغ عددها 83 إعلان متزامن إلى ستة مجاميع حسب ما مبين في الجدول (2) أدناه 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	17 %20.5	زيادة
21 %25.3	13 %15.7	8 %9.6	8 %9.6	
36 %43.4	16 %19.3	20 %24.1	20 %24.1	عدم تغير
83 %100	38 %45.8	45 %54.2	45 %54.2	المجموع

ووفق هذا التقسيم يمكن ان تظهر أي شركة في أكثر من مجموعة خلال مدة الدراسة على سبيل المثال ممكن ان تصنف الشركة ضمن مجموعة إعلانات زيادة الأرباح مع زيادة التوزيعات في سنة معينة الا انها في سنة أخرى تكون ضمن مجموعة إعلانات زيادة الأرباح مع عدم تغيير التوزيعات

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)، (و) عدم تغيير توزيع الأرباح مع انخفاض الأرباح (DNCEI)، (z) انخفاض توزيع الأرباح مع انخفاض الأرباح (decrease DNCED).
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 استعمال اختبار (one sample t-test) الاحصائي لتأشير 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

اعلامات 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 الأيام 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 اية قيمة معنوية خلال مدة الحدث. اما بالنسبة لمجموعة زيادة الأرباح وعدم تغير 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 تغير التوزيعات (DNCED) فكانت هناك قيمتين موجبتين ذاتا دلالة معنوية قبل جلسة الحدث ومثلهما 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 يؤثر عدم وجود تأثير معنوي ذي دلالة إحصائية عند مستوى 5% على أسعار أسهم في المدة المحيطة بإعلانات تغييرات الأرباح وتوزيعاتها المترامنة. ولكن حسبما 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

DNCED	DNCEI	DDED	DIED	DDEI	DIEI	
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

ويتضح من الجدول (4) ان متوسط حجم التداول غير العادية التراكمية كانت غير معنوية في يوم الحدث لكل المجاميع، ولكن يظهر هناك قيم قبل او بعد يوم الحدث ذات دلالة معنوية. فبالنسبة لمجموعة (DIEI) يظهر من اليوم الخامس عشر لغاية اليوم الحادي عشر قبل يوم الحدث ومن اليوم التاسع لغاية اليوم الأول قبل يوم الحدث، كان متوسط حجم التداول غير العادية التراكمية موجبا" وذا دلالة معنوية، ويظهر في اليوم الثاني ومن اليوم الرابع الى اليوم التاسع ومن اليوم الثالث عشر الى اليوم الخامس عشر بعد يوم الحدث بان متوسط حجم التداول غير العادية التراكمية موجبا" وذا دلالة معنوية. وبالنسبة لمجموعة (DDEI) يظهر في اليوم الرابع عشر والتاسع ومن اليوم السابع الى اليوم الرابع قبل يوم الحدث كان متوسط حجم التداول غير العادية التراكمية موجبا" وذا دلالة معنوية، والأيام الخامس والسادس والحادي عشر والثاني عشر بعد يوم الحدث كان متوسط حجم التداول غير العادية التراكمية موجبا" وذا دلالة معنوية. وبالنسبة لمجموعة (DIED) تظهر قيمة ذات دلالة معنوية في اليوم التاسع قبل يوم الحدث. وبالنسبة لمجموعة (DDED) تظهر في اليوم الخامس عشر القيمة سالبة ذات دلالة معنوية بينما في اليوم الثالث عشر قبل يوم الحدث والثالث عشر والرابع عشر بعد يوم الحدث كان متوسط حجم التداول غير العادي التراكمي موجبا" وذا دلالة معنوية. اما بالنسبة لمجموعة (DNCEI) فكانت هناك قيمة واحدة فقط موجبة وذات دلالة معنوية في اليوم الثالث قبل يوم الحدث. وبالنسبة لمجموعة (DNCED) فقد ظهرت في اليوم الخامس عشر والثالث عشر ومن اليوم التاسع الى السادس قبل يوم الحدث كان متوسط حجم التداول غير العادية التراكمية سالبة وذات دلالة معنوية بينما كانت القيم موجبة وذات دلالة معنوية في الأيام من الثالث الى الثامن ومن الثالث عشر الى الخامس عشر بعد يوم الحدث. وهذه النتائج تؤكد أيضا وجود تسرب للمعلومات ساعد في تحقيق حجم تداول غير عادي ذا دلالة معنوية في الأيام التي سبقت يوم الحدث، وكذلك تأخير في التقاط المعلومات الجديدة في يوم الحدث ساعد في تحقق حجم تداول غير عادي في المدة التي تلت يوم الحدث. في حين ان كل الأيام الأخرى كان متوسط حجم تداولها غير العادي التراكمي غير معنوي. مما يؤشر وجود تأثير معنوي ذي دلالة في الأيام المؤشر على معنويتها احصائيا".

ويظهر في المجموعتين (DNCEI و DNCED) هيمنة إشارة اعلان الأرباح اكثر من إشارة اعلان توزيع الأرباح، وهذ يتأكد في المجموعتين (DDEI و DIEI) بخلاف المجموعة (DIED) التي هيمنت فيها إشارة اعلان توزيع الأرباح اما المجموعة (DDED) فلم تتضح معالم اشارتها، حيث سادت الإشارة الموجبة غير المعنوية، وهذا يؤشر تأثر السوق السعودي بالإعلانات ذات الأخبار السيئة.

جدول (4) اختبار المعنوية CAAR لمجاميع إعلانات الأرباح وتوزيعاتها لمؤشر حجم التداول

DNCED	DNCEI	DDED	DIED	DDEI	DIEI	
-0.010*	0.022	-0.001*	0.019	0.014	0.019*	-15
-0.011	0.039	0.016	0.024	0.012*	0.033*	-14
-0.017*	0.046	0.023*	0.041	0.016	0.041*	-13
-0.016	0.056	0.032	0.062	0.016	0.053*	-12
-0.005	0.074	0.047	0.098	0.030	0.069*	-11
-0.002	0.089	0.061	0.127	0.038	0.091	-10
-0.008*	0.103	0.075	0.142*	0.048*	0.095*	-9
-0.022*	0.125	0.093	0.156	0.057	0.105*	-8
-0.042*	0.151	0.129	0.189	0.050*	0.117*	-7
-0.050*	0.180	0.179	0.222	0.052*	0.116*	-6
-0.044	0.203	0.206	0.237	0.047*	0.127*	-5
-0.037	0.221	0.222	0.257	0.048*	0.134*	-4
-0.028	0.216*	0.252	0.276	0.057	0.145*	-3
-0.025	0.223	0.283	0.287	0.067	0.154*	-2

-0.026	0.242	0.309	0.297	0.092	0.172*	-1
-0.005	0.262	0.341	0.334	0.126	0.219	0
0.021	0.292	0.382	0.368	0.159	0.253	1
0.031	0.312	0.400	0.387	0.181	0.266*	2
0.029*	0.334	0.430	0.417	0.185	0.291	3
0.027*	0.348	0.463	0.431	0.184	0.310*	4
0.023*	0.366	0.486	0.449	0.176*	0.321*	5
0.021*	0.385	0.522	0.483	0.174*	0.330*	6
0.017*	0.392	0.552	0.519	0.182	0.333*	7
0.014*	0.402	0.592	0.538	0.195	0.349*	8
0.013	0.425	0.624	0.573	0.229	0.362*	9
0.009	0.446	0.669	0.614	0.239	0.382	10
0.004	0.472	0.692	0.664	0.236*	0.401	11
0.002	0.489	0.721	0.716	0.236*	0.420	12
-0.008*	0.510	0.728*	0.748	0.242	0.432*	13
-0.018*	0.537	0.721*	0.791	0.248	0.444*	14
-0.038*	0.552	0.727	0.848	0.250	0.441*	15

تحليل الانحدار لسعر السهم وحجم التداول

1. 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.
من أجل التقاط تأثير إشارة الأرباح وتوزيع الأرباح على العوائد غير العادية التراكمية لأحداث العينة، يتم استعمال العوائد غير العادية التراكمية (CAR) لقياس رد فعل السوق لإعلان المتزامن المحيط بتاريخ الإعلان وتم تكييف معادلة الانحدار على النحو الآتي: (Khan,2011:117)

$$CAR_j = b_0 + b_1\% \Delta EPS_j + b_2\% \Delta DPS_j + U_{1j} \dots (1)$$

$$CAR_j = b_0 + b_1\% \Delta EPS_j + b_2\% \Delta DPS_j + b_3I1 (+ +) + b_4I2 (+ 0) + b_5I3 (+ -) + b_6L1 (- +) + b_7I5 (- 0) + U_{2j} \dots (2)$$

متغيرات الانحدار (DDED, DDEI, DIED, DIEI) هي المتغيرات الوهمية التي تأخذ قيمة (1) إذا كان الحالة المعبر عنها بالحروف هو الصحيح و(صفر) بخلاف ذلك. على سبيل المثال، (DIEI) هو متغير وهمي يأخذ قيمة (1) إذا ازدادت كل من الأرباح وتوزيع الأرباح، وإلا فإنه سيكون الرقم (صفر).

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

$$CAR_{31} = a + B_1DPS + B_2EPS + Error \dots (1)$$

- 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) 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% أي عدم وجود تأثير للمتغير DPS. إذ انه كلما يزداد المتغير DPS بمقدار وحدة واحدة فان المتغير CAR31 سوف يزداد بمقدار 0.014 والعكس صحيح.
- د. أظهر اختبار t لجدول تحليل التباين ان قيمة sig. كانت أقل من 5% 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 الآتي الذي يأخذ تأثير التفاعل بنظر الاعتبار:

$$CAR31 = a + B_1DPS + B_2EPS + B_3I_1(+,+) + B_4I_2(-,+)+B_5I_3(0,+)+B_6I_5(+,-) + B_7I_6(0,-) + Error.....(2)$$

- باعتبار ان المتغير I(-,-) هو الاساس للمقارنة.
- أ. اظهرت نتائج تحليل الانحدار ان المتغيرات التوضيحية تساهم بنسبة تقريبا 12% من التغيرات التي تحصل في المتغير CAR31 وهي جيدة.
- ب. اظهر اختبار F لجدول تحليل التباين بقيمة (1.428) وان قيمة sig. كانت أكبر من 5% اي اننا نقبل فرضية العدم التي تنص بعدم وجود تأثير للمتغيرات التوضيحية على المتغير CAR31.
- ج. اظهر اختبار t لجدول تحليل التباين ان قيمة sig. كانت أكبر من 5% اي عدم وجود تأثير للمتغير DPS. اذ انه كلما يزداد المتغير DPS بمقدار وحدة واحدة فان المتغير CAR31 سوف يقل بمقدار- (0.001).
- د. اظهر اختبار t لجدول تحليل التباين ان قيمة sig. كانت (0.017) أقل من 5% اي وجود تأثير للمتغير EPS، اذ انه كلما يزداد المتغير EPS بمقدار وحدة واحدة يقل CAR31 بمقدار (-0.048)
- هـ. اظهر اختبار t لجدول تحليل التباين ان قيمة sig. كانت أكبر من 5% اي اننا نقبل فرضية العدم التي تنص بعدم وجود تأثير للمتغيرات الوهمية (I₁, I₂, I₃, I₅, I₆). اذ انه كلما تزداد المتغيرات الوهمية (I₁, I₂, I₃, I₅, I₆) 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 لا تظهر وجود اثر ذا دلالة معنوية بين المتغيرات التفسيرية والمتغيرات التابعة في الجدول المعني بمعادلة الانحدار (1). وبالمثل، فإن قيم "F-Statistics Interaction" ضئيلة عند مستوى 5% لمعادلة الانحدار (2) بالنسبة لمتوسط العائد غير العادي التراكمي لمدة الحدث البالغة 31 يوما "CAR31)

جدول(5) تحليل الانحدار للتفاعل باستعمال CAR31 كمتغير تابع

المتغيرات التفسيرية	معادلة الانحدار 1	معادلة الانحدار 2
	CAR31	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

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

1- بفرض النموذج (1) الاتي الذي يأخذ تأثير CATV31 بنظر الاعتبار:

$$CATV31 = a + B_1DPS + B_2EPS + Error..... (1)$$

أ. اظهرت نتائج تحليل الانحدار ان المتغيرات التوضيحية تساهم بنسبة تقريبا 1% من التغيرات التي تحصل في المتغير CATV31 وهي صغيرة جدا".

- ب. اظهر اختبار F لجدول تحليل التباين بقيمة (0.259) وان قيمة sig. كانت أكبر من 5% اي اننا نقبل فرضية العدم التي تنص بعدم وجود تأثير للمتغيرات التوضيحية على المتغير CATV31
- ج. اظهر اختبار t لجدول تحليل التباين ان قيمة sig. كانت أكبر من 5% اي عدم وجود تأثير للمتغير DPS. اذ انه كلما يزداد المتغير DPS بمقدار وحدة واحدة فان المتغير CATV31 سوف يقل بمقدار- (0.017) والعكس صحيح.
- د. اظهر اختبار t لجدول تحليل التباين ان قيمة sig. كانت أكبر من 5% اي عدم وجود تأثير للمتغير EPS . اذ انه كلما يزداد المتغير EPS بمقدار وحدة واحدة يقل CATV31 بمقدار (-0.007) والعكس صحيح.

3- بفرض النموذج (2) الاتي الذي يأخذ تأثير التفاعل بنظر الاعتبار:

$$\text{CATV31} = a + B_1 \text{DPS} + B_2 \text{EPS} + B_3 I_1(+,+) + B_4 I_2(-,+)+ B_5 I_3(0,+)+ B_6 I_5(+,-) + B_7 I_6(0,-) + \text{Error} \dots (2)$$

- باعتبار ان التغير I(-,-) هو الاساس للمقارنة والذي اظهر اختبار t لجدول تحليل التباين ان قيمة sig. كانت 0.025 وهي اقل من 5% ، أي وجود تأثير للمتغير I(-,-) على CATV31
- أ. اظهرت نتائج تحليل الانحدار ان المتغيرات التوضيحية تساهم بنسبة 9.4% من التغيرات التي تحصل في المتغير CATV31 وهي جيدة.
- ب. اظهر اختبار F لجدول تحليل التباين بقيمة (1.116) وان قيمة sig. كانت أكبر من 5% اي اننا نقبل فرضية العدم التي تنص بعدم وجود تأثير للمتغيرات التوضيحية على المتغير CATV31.
- ج. اظهر اختبار t لجدول تحليل التباين ان قيمة sig. كانت أكبر من 5% اي عدم وجود تأثير للمتغير DPS. اذ انه كلما يزداد المتغير DPS بمقدار وحدة واحدة فان المتغير CATV31 سوف يقل بمقدار - (0.147) والعكس صحيح.
- د. اظهر اختبار t لجدول تحليل التباين ان قيمة sig. كانت أكبر من 5% اي عدم وجود تأثير للمتغير EPS . اذ انه كلما يزداد المتغير EPS بمقدار وحدة واحدة يقل CATV31 بمقدار (-0.081) والعكس صحيح.
- هـ. اظهر اختبار t لجدول تحليل التباين ان قيمة sig. كانت أكبر من 5% اي اننا نقبل فرضية العدم التي تنص بعدم وجود تأثير للمتغيرات الوهمية (I₁, I₂, I₃, I₅, I₆). اذ انه كلما تزداد المتغيرات (I₁, I₂, I₃, I₅, I₆) بمقدار وحدة واحدة يتغير CATV31 بمقدار (-, 0.210, -0.090, -0.433, -0.148, -0.657, 0.657) على التوالي والعكس صحيح.

الجدول (6) تحليل الانحدار للتفاعل باستعمال CATV31 و CATV3 كمتغير تابع

المتغيرات التفسيرية	معادلة الانحدار 1	معادلة الانحدار 2
	CATV31	CATV31
Constant	0.463*	0.670*
% DPS	-0.009	-0.147
% EPS	-0.061	-0.081
DIEI		-0.148
DDEI		-0.433
DnCEI		-0.090
DIED		0.210
DnCED		-0.657*
N	83	83
R2	0.006	0.094
F-Statistics "Interaction	0.259	1.116
Sig.	0.772	0.362

الاستنتاجات

- 1- يلاحظ هيمنة إشارة توزيعات الأرباح لمجاميع الشركات التي تزامن اعلان زيادة(انخفاض) أرباحها مع انخفاض (زيادة) توزيعاتها (DIED و DDEI) من خلال المتوسط المتراكم للعوائد غير العادية. وهيمنت الاشارتين في انخفاض الأرباح والتوزيعات (DDED) بالنسبة لمؤشر سعر السهم الذي كانت (CAAR31) سالبة.
- 2- يلاحظ هيمنة الاشارتين للأرباح والتوزيعات المعلنة المتزامنة في مجموعة زيادة الأرباح والتوزيعات (DIEI) بالنسبة لمؤشر حجم التداول، اذ ان استجابة السوق من خلال المتوسط المتراكم لحجم التداول غير العادية كانت موجبة. في حين هيمنت الاشارتين في انخفاض الأرباح والتوزيعات (DDED) بالنسبة لمؤشر سعر السهم الذي كانت (CAAR31) سالبة.
- 3- لوحظ وجود تأخير في التقاط المعلومات الجديدة في مؤشرات السوق وخاصة اسعار الأسهم، اذ تستغرق المعلومات وقتا 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.
- 4- تؤثر النتائج عدم وجود تأثير ذو دلالة معنوية للإعلانات على مؤشرات تداول الأسهم في السوق المالية. اذ لوحظ وجود تسرب للمعلومات في المدة التي سبقت يوم الاعلان بسبب تداول المطلعين في السوق للمعلومات قبل الاعلان 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 او معلومات جديدة إلى السوق. ولهذا يبدو أن السوق يبالي في رد فعله في المدة التي تسبق يوم الإعلان أكثر من المدة التي تلي يوم الإعلان.
- 5- المبالغة في رد فعل السعر في المدة التي سبقت يوم الاعلان ربما يعود الى الطبيعة الخاصة ببيئة المعلومات لسوق الأسهم السعودي التي قد تسمح بوجود نسبة عالية نسبيا 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.
- 6- يمكن ملاحظة بان استجابة مؤشر حجم التداول في المجاميع الفرعية المختلفة لإعلانات الشركات كانت تتماشى مع نظرية الإشارة باستثناء المجموعة (DDED). بخلاف مؤشر سعر السهم الذي كانت استجابة المجاميع المختلفة لإعلانات الشركات وخاصة (DIEI و DNCEI و DNCED) بشكل يتعارض مع طروحات هذه النظرية. وتقدم هذه النتائج بعض الدعم لطروحات المدرسة السلوكية، بسبب قلة المعلومات المتعلقة بالأوراق المالية في الأسواق التي قد تؤدي إلى عدم التأكد في تلك الأسواق وبدورها، يمكن أن تؤدي إلى سلوك المضاربة والاستثمار القائم على اساس المعلومات الشخصية.

التوصيات

- 1- ينبغي على إدارات الاسوق المالية ضمان الامتثال لقوانين التداول من الداخل من قبل المشاركين في السوق لغرض تخفيض درجة عدم التماثل في الحصول على المعلومات، وتعزيز قدرتها على مراقبة هذه الأنشطة على نحو فعال في السوق، والتعامل بفاعلية مع غير الممثلين لهذه القوانين مما يعزز ثقة المستثمرين ويساعد أيضا في تحسين القدرة التنافسية والكفاءة الإعلامية لأسواق الأسهم الناشئة.
- 2- العمل على تشجيع الشركات لضمان الإفصاح عن البيانات المالية في الوقت المناسب من اجل الحد من تقلبات الأسهم، وفرض عقوبات على الشركات التي تؤخر الإفصاح عن نتائجها بسبب ميل المستثمرين إلى تعديل أسعار الأسهم نحو تخفيضها خلال مدة التأخير تحسبا من ان 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، وتحسين قدرة السوق في تقييم المخاطر المحيطة بالشركة.
- 3- ينبغي حث سوق الأوراق المالية على ان الاحتفاظ بسجل لمختلف تواريخ الأحداث بشكل يسهل عملية الوصول اليها لغرض المساعدة في اجراء دراسات الحدث بدلا من التفتيش لاستخراج مواعيد الاعلان من خلال الكثير من المعلومات.

- 4- ينبغي العمل على زيادة حجم الأسهم المتداولة في السوق من خلال زيادة عدد الشركات المساهمة، وتقليل سيطرة أعضاء مجلس الإدارة في الشركات المملوكة للعوائل والذين يسيبون خلافاً في كفاءة السوق من خلال تعظيم تباين المعلومات بين المساهمين والمطلعين.
- 5- العمل على تشجيع اجتذاب مزيد من المساهمين للدخول الى السوق من اجل زيادة عمق السوق من خلال تجزئة الأسهم الى قيم صغيرة تنشط التداول في السوق باعتبار ان القيم الحالية للأسهم كبيرة جداً.
- 6- نظراً لكثرة المستثمرين الذين لا يتسمون بالرشد في السوق، ينبغي اتخاذ التدابير اللازمة لتنفيذ البرامج التثقيفية من أجل زيادة الوعي حول نشاط سوق الأسهم. وتثقيف الجمهور على عمل وفوائد المشاركة في أسواق الأسهم ومن المتوقع أن يستقطب ذلك ليس فقط زيادة عدد المشاركين، ولكن أيضاً يعزز السيولة.

المصادر

أ. المصادر العربية

أ. الوثائق والنشرات الرسمية

1. التقارير المالية السنوية للشركات المساهمة عينة الدراسة.
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 أبراهيم، الإدارة المالية المتقدمة، ط ١، عمان، دار أنباء للنشر والتوزيع، ٢٠١٠
2. هندي، منير إبراهيم، الفكر الحديث في هيكل تمويل الشركات، التجهيزات الفنية، مطبعة الدلتا، 2011
- ج. الرسائل والاطاريح الجامعية
3. 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
4. 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

5. الخوري، رتاب سالم وبالقاسم، مسعود محمد، أثر توقيت الإفصاح عن القوائم المالية على أسعار الأسهم وحجم التداول دراسة تطبيقية على الشركات المساهمة العامة الأردنية، 2006، المجلد 2، العدد 2
6. القريشي، فتحية مزهر عبد الرضا، التمويل الداخلي بالأرباح المحتجزة والربحية في الشركات دراسة تطبيقية في سوق دبي وأبو ظبي للأوراق المالية، مجلة جامعة كركوك للعلوم الإدارية والاقتصادية، المجلد 2 - العدد 2، 2012
7. سالم، عبد الرزاق حسين وخشارمة، حسين علي، المحتوى المعلوماتي للتدفق النقدي الحر-دراسة تطبيقية على الشركات الصناعية المساهمة العامة الأردنية، دراسات، العلوم الإدارية، المجلد 34، العدد 2007، 2.
8. شومان، حسنين حسن والموسوي، كوثر حميد هاني، إثر ربحية ومقسوم أرباح السهم العادي في قيمة الشركة -دراسة تطبيقية في عينة من المصارف التجارية المساهمة الخاصة المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية، مجلة كلية الدراسات الإنسانية الجامعة العدد (2) السنة 2012

A. Books

1. Atrill, Peter, "Financial Management for Decision Makers", 6th ed, The Prentice Hall Series in Finance, 2012.
2. Baker, H. Kent, , "Dividends And Dividend Policy", Hoboken, John Wiley & Sons, Inc, 2009.
3. Brealy, R.A.; Myers, S.C., and Marcus, A.J., "Fundamentals of Corporate Finance", 6th ed, McGraw-Hill, New York, NY, (2008).

4. Jordan, Bradford D., and Miller, Jr., Thomas W., "Fundamentals of Investments Valuation And Management", 5th The McGraw-Hill/Irwin Series in Finance, Insurance and Real Estate, 2009.
5. Parrino, Robert; Kidwell, David S., and Bates, Thomas W., "Fundamentals of Corporate finance", 2th edition, John Wiley & Sons, Inc, 2012.
6. Ross, S. A.; Westerfield, R. W., & Jaffe, J. F., "Corporate Finance: Fundamentals", (6th ed.). New York: McGraw-Hill, (2003).
7. Ross, S. A.; Westerfield, R. W., & Jordon, B. D., "Corporate Finance: Fundamentals", (8th ed.). New York: McGraw-Hill, (2008).
8. Van Horne, James C.m and Wachowicz, Jr., John M., "Fundamentals Financial Management", 13th Edition, Financial Times Prentice Hall, 2009.
9. Vernimmen, 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

10. Beh, Chooi San, Financial Accounting Disclosures And Corporate Governance In Malaysia, DBA Research Paper, Victoria University-Graduate School Of Business, 2009.
11. 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.
12. ODHIAMBO, 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.
13. Oloo, Nicholas Ouma, TheE Relationship Between Accounting Value And Economic Value Among Commercial Banks In Kenya, Master Of Business Administration -University Of Nairobi ,2013.
14. Poi, Yip Peng ,Dividend Announcements: An Empirical Study of Security Prices.pdf Reaction in the KLSE Main Board, Degree of Master of Business Administration, University of Malaya , 2009
15. 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
16. 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

17. Alzahrani, Ahmed A., Gregoriou, Andros, What Happens Around Earning Announcements? An Investigation of Information Asymmetry and Trading Activity in the Saudi Market, Department of Economics and Finance, Brunel University, 2010, No. 10-01.

18. BASU,S.; Duong, T.; Markov, S., and TAN,E., How Important are Earnings Announcements as an Information Source?, Singapore Management University - Institutional Knowledge at Singapore Management University ,2011,
 19. CHAE, JOON, Trading Volume, Information Asymmetry, and Timing Information, THE Journal Of Finance • Vol. LX, No. 1,2005
 20. Deeptee, PURMESSUR Rajshree, and Roshan, BOODHOO, Signalling Power of Dividend on Firms' Future Profits -A Literature Review, Evergreen Energy – International Interdisciplinary Journal, New York, March 2009.
 21. Gupta, S., Dogra, B., Vashisht, A. K., & Ghai, S., "Stock Price Reaction to Dividend Announcements", International Journal of Financial Management, (2012) 2(2), 23–31.
 22. 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,
 23. 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.
 24. Louhichi, W., ‘Adjustment of stock prices to earnings announcement: Evidence from Euronext Paris’, Review of Accounting Finance, 7(1): 102–115, 2008.
 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,
 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.
 28. Mlonzi, V. F.; Kruger, J., & Nthoesane, M. G., Share price reaction to earnings announcement on the JSE-ALtX: A test for market efficiency. Southern African Business Review, 15(3), 142-166. (2011).
 29. Tripathy, Naliniprava, The Relation between Price Changes and Trading Volume: A Study in Indian Stock Market, Interdisciplinary Journal of Research in Business Vol. 1, Issue. 7, July 2011(pp.81-95)
 30. Yip, Peng- Poi; Isa ,Mansor; Kester, George W., and Lee, Siew-Peng, "Share Price Reaction to Dividend Announcements and the Interaction with Earnings Announcements in the Malaysian Stock Market", Asian Journal of Business and Accounting, 3(2), 2010, 101-120 ISSN 1985-4064
- D.WORKING PAPER
31. Barber, B.M.; George, E.D.; Lehavy, R., and Trueman, B., The Earnings Announcement Premium Around The Globe, Electronic, 2011.
 32. Brandt, M.W.; Kishore, R.; Santa-Clara, P., and Venkatachalam, M., Earnings Announcements are Full of Surprises, 2008.

33. 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.
34. GURGUL, Henryk, Paweł MAJDOSZ and Roland MESTEL, Implications of Dividend Announcements for Stock Prices and Trading Volume of DAX Companies, 2006, JEL classification: G14, G35, *Finance a vûr – Czech Journal of Economics and Finance*, 56, â. 1-2, UDC: 336.763.2(430)
35. Khang, Kenneth and King, Dolly, Is Dividend Policy related to Information Asymmetry? Evidence from Insider Trading, (2002). *Gains*.www.ssrn.com.

