الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية

République Algérienne Démocratique et Populaire

وزارة التعليم العالي والبحث العلمي

Ministère de l'Enseignement Supérieur et de la Recherche Scientifique

Université Ferhat Abbas / Sétif 1
Faculté des Sciences Économiques, Commerciales et des Sciences de Gestion
Département : Sciences Commerciales

Université Ferhat ABBAS Sétif 1

جامعة فرحات عباس / سطيف 1
كلية العلوم الاقتصادية، التجارية وعلوم التسيير
القسم: العلوم التجارية

أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه في العلوم التجارية

التخصص: علوم تجارية

العنـــــــوان:

تأثير الإعلان عن توزيعات الأرباح النقدية على أسعار الأسهم: دراسة مقارنة بين سوق رأس المال السعودي وسوق رأس المال الماليزي

إعداد الطالب:
زيرام وليد

المشرف:
حمادي موراد

لجنة المناقشة:

اللقب والاسم	الرتبة العلمية	المؤسسة الجامعية	الصفة
جبار محفوظ	أستـــــــاذ	جامعة سطيف 1	رئيسا
حمادي موراد	أستاذ محاضر (أ)	جامعة سطيف 1	مشرفا ومقررا
خبابة حسان	أستاذ محاضر (أ)	جامعة سطيف 1	ممتحـنا
كبوط عبد الرزاق	أستاذ محاضر (أ)	جامعة باتنة 1	ممتحـنا
قيرة عمر	أستاذ محاضر (أ)	جامعة جيجل	ممتحـنا
بن منصور موسى	أستاذ	جامعة برج بوعريريج	ممتحـنا

السنة الجامعية: 2022 -2023

بسم الله الرحمن الرحيم

الإهـــداء

أهدي هذا العمل المتواضع إلى-من قال فيهما الله سبحانه وتعالى بعد

﴿ واخْفِضْ لَهُمَا جَنَاحَ الذُّلِّ مِنَ الرَّحْمَةِ وَقُل رَّبِّ ارْحَمْهُمَا كَمَا رَبَّيَانِي صَغِيرًا ﴾

الآية 24من سورة الإسراء

-إلى والدي الكريمين حفظهما الله تعالى-

-إلى إخوتي الأعزاء إلى كل أفراد عائلتي وأصدقائي-

-إلى كل من ساهم من قريب أو بعيد في تقديم المساعدة ولو بكلمة طيبة مشجعة في إنجاز هذا البحث-

زيراء وليد

الشكر والتقدير

﴿ وَمَا تَوْفِيقِي إِلَّا بِاللَّهِ عَلَيْهِ تَوَكَّلْتُ وَإِلَيْهِ أُنِيبُ ﴾

الآية 88 من سورة هود

﴿ رَبِّ أَوْزِعْنِي أَنْ أَشْكُرَ نِعْمَتَكَ الَّتِي أَنْعَمْتَ عَلَيَّ وَعَلَى وَالِدَيَّ وَأَنْ أَعْمَلَ صَالِحًا تَرْضَاهُ وَأَدْخِلْنِي بِرَحْمَتِكَ فِي عِبَادِكَ الصَّالِحِينَ ﴾

الآية 19 من سورة النمل

الحمد لله حمدا كثيرا طيبا مباركا فيه الحمد لله الذي بفضله تتم الصالحات الحمد لله على توفيقه ومنه وكرمه لنا لإتمام هذا العمل المتواضع

وانطلاقا من قول رسولنا محمد ابن عبد الله عليه أفضل الصلاة أزكى التسليم

﴿ مَنْ لمْ يشْكُر النَّاسَ لَمْ يشْكُر الله ﴾

أتقدم بأسمى عبارات الشكر

والتقدير لأستاذي الفاضل الدكتور: موراد حمادي

على إشرافه على هذا العمل وما تقدم به من إشراف ونصح وتوجيه وإرشاد طيلة فترة البحث كما لا يفوتني أن أتقدم بالشكر لأعضاء اللجة المناقشة الذين قبول مناقشة هذا العمل كما أتقدم بالشكر الجزيل إلى كل من ساهم في إنجاز هذا البحث ولو بالكلمة الطيبة

زيراو وليد

المستخلص:

إن المواضيع المتعلقة بدراسة الإعلانات العامة عن المعلومات المختلفة وأثرها على أسعار الأسهم في أسواق رأس المال أي دراسات الحدث، قد شغل اهتمام العديد من الباحثين في الأدبيات المالية والمحاسبية، حيث تناولت أغلب الدراسات المواضيع المتعلقة بالنظرية المالية الحديثة لا سيما النظريات المتعلقة بالمالية السلوكية.

وبناء عليه هدفت هذه الدراسة إلى معرفة مدى استجابة سعر السهم للإعلان عن توزيعات أرباح نقدية في سوق رأس المال السعودي مقارنة بسوق رأس المال الماليزي. حيث تم اختيار عينة من 30 شركة مدرجة في السوق المالية السعودية، والتي قامت ب: 199 إعلان عن التوزيعات النقدية، وعينة من 30 شركة مدرجة في البورصة الماليزية، والتي قامت بدورها ب: 204 إعلان عن التوزيعات النقدية خلال الفترة من 9 فيفري 2011 إلى 5 سبتمبر 2018.

تنقسم توزيعات الأرباح المعلنة والمحدثة إلى ثلاث مجموعات لكل سوق من السوقين: التوزيعات النقدية المتزايدة، والتوزيعات النقدية الثابتة، والتوزيعات النقدية المتناقصة. ولتحقيق هدف الدراسة تم استخدام منهجية دراسة الحدث لقياس الدلالة الإحصائية لمتوسط العوائد غير العادية يوم الإعلان عن التوزيعات وخلال فترة الجدث المقدرة ب 21 يوم بما فيها يوم الإعلان (10 أيام قبل يوم الإعلان و10أيام بعده)، ومن ثم فقد توصلت نتائج الدراسة إلى الاستنتاجات التالية:

- أسعار الأسهم في كل من السوقين محل الدراسة تتأثر فعليا بإعلانات توزيعات الأرباح النقدية سواء (المتزايدة، المتناقصة، أو الثابتة) بعد **اليوم الثاني** من تاريخ الإعلان عنها. وهذا يعود في أغلب الأحيان إلى تضارب الأحداث والمعلومات الواردة إلى كل من السوقين محل الدراسة.
- من خلال نظرية الإشارة (المحتوى المعلوماتي للتوزيعات النقدية) وجدنا بأنها اتفقت فرضياتها في بعض الحالات مع التغير في توزيعات الأرباح النقدية (المتزايدة، المتناقصة، أو الثابتة) واختلفت مع بعضها الأخر، وعلى العموم نستطيع القول بأن نظرية المحتوى المعلوماتي للتوزيعات النقدية هي الأقرب لتفسير مشكلة عدم التماثل المعلوماتي الذي يحدث بين المطلعين والمستثمرين الخارجيين على مستوى السوقين محل الدراسة، وذلك من خلال إرسال إشارات تحمل في طياتها معلومات تجعل المستثمرين يتصرفون تبعاً لذلك في اتخاذ قراراتهم.
- أثبتت النتائج بصفة عامة أن استجابة أسعار الأسهم للتغير في إعلانات الأرباح النقدية كانت متأخرة على الأقل بيوم واحد عن تاريخ إعلانها وذلك في كلا السوقين محل الدراسة وسواء كانت الاستجابة الفعلية إيجابية أو سلبية، وهذا يعد خرقا لشروط فرضية الكفاءة في شكلها نصف القوي. وبالتالي فكل من السوقين غير كفء في هذا المستوى من الكفاءة.
- أثبتت النتائج أن المستثمرين في كلا سوقين محل الدراسة يسعون لاستغلال المعلومات المتاحة دون بذل الجهد الكافي للحصول على المعلومات الإضافية المميزة، الأمر الذي يؤدي إلى اتساع فجوة عدم التماثل المعلوماتي بين المطلعين والمستثمرين الخارجيين مما يساهم في اتخاذ قرارات خاطئة من قبل المستثمرين، كما قد تكون هناك معلومات خاصة (مميزة) عند المطلعين لم يفصحوا عنها فيتم استغلالها لتحقيق عوائد غير عادية.

الكلمات المفتاحية: إعلان التوزيعات النقدية، سعر السهم، المحتوي المعلوماتي للتوزيعات، منهجية دراسة الحدث، كفاءة أسواق رأس المال في الصيغة متوسطة القوة.

Abstract:

The topics related to the study of public announcements about various information and their impact on stock prices in the capital markets, i.e. event studies, have occupied the interest of many researchers in the financial and accounting literature, as most of the studies dealt with topics related to modern financial theory, especially theories related to behavioural finance.

Accordingly, this study aimed to find out the extent to which the stock price responded to the announcement of cash dividends in the Saudi capital market compared to the Malaysian capital market.

Where a sample was selected from 30 companies listed in the Saudi Stock Exchange, which made 199 announcements of cash dividends, and a sample of 30 companies listed on the Malaysian Stock Exchange, which in turn made 204 announcements of cash dividends during the period from February 9, 2011 to February 5. September 2018.

The updated dividends announcements are divided into three groups for each of the two markets: increasing dividends, constant dividends, and decreasing dividends.

To achieve the objective of the study, the event study methodology was used to measure the statistical significance of the average abnormal returns on the day the dividends were announced and during the event period estimated at 21 days, including the day of the announcement (10 days before the announcement day and 10 days after it). Thus, the findings of the study conducted the following conclusions:

- Stock prices in each of the two markets under study are actually affected by cash dividend announcements, whether (increasing, decreasing, or constant) after the second day from the date of announcing them. This is often due to conflicting events and information received from each of the two markets under study
- Through the signal theory (informational content of cash dividends), we found that its hypotheses agreed in some cases with the change in cash dividends (increasing, decreasing, or constant) and differed with each other. In general, we can say that the informational content theory of cash dividends is the closest to explaining the problem Information asymmetry that occurs between insiders and external investors at the level of the two markets under study, by sending signals that contain information that makes investors act accordingly in making their decisions.
- The results proved, in general, that the response of stock prices to the change in cash dividend announcements was at least one day late from the date of announcing them, in both markets under study, whether the actual response was positive or negative, and this is a violation of the conditions of the efficiency hypothesis in its semi-strong form. Thus, both markets are inefficient at this level of efficiency.
- The results proved that investors in both markets under study seek to exploit the available information without exerting sufficient effort to obtain additional distinctive information, which leads to a widening of the information asymmetry gap between insiders and external investors. Which contributes to making wrong decisions by investors, as there may be Private (distinctive) information that insiders did not disclose, so it is exploited to achieve abnormal returns.

Key words: Cash Dividend Announcement, Stock Price, Informational Content of Dividends, Event Study Methodology, capital markets efficiency in semi-strong form

فهرس المحتويات

الموضوع	الصفحة
الإهداء	**III**
الشكر والتقدير	**IV**
المستخلص باللغة العربية	**V**
المستخلص باللغة الإنجليزية	**IV**
فهرس المحتويات	**IX- VII**
قائمة الأشكال	**X**
قائمة الجداول	**XI**
قائمة الملاحق	**XII-XI**
المقدمة العامة	**ب-س**
الفصل الأول: الإطار النظري لكفاءة سوق رأس المال	**46-2**
تمهيد	**2**
المبحث الأول: ماهية سوق رأس المال	**2**
المطلب الأول: مفهوم السوق المالي	**2**
المطلب الثاني: تقسيمات السوق المالي	**5**
المطلب الثالث: الأدوات المالية في سوق رأس المال	**10**
المبحث الثاني: كفاءة سوق رأس المال	**24**
المطلب الأول: نظرية السير العشوائي	**24**
المطلب الثاني: مفهوم كفاءة سوق رأس المال	**28**
المطلب الثالث: متطلبات الكفاءة وأنواعها	**31**
المبحث الثالث: الصيغ المختلفة لكفاءة سوق رأس المال	**36**
المطلب الأول: فرض الصيغة ضعيفة القوة	**36**
المطلب الثاني: فرض الصيغة متوسطة القوة	**38**
المطلب الثالث: فرض الصيغة القوية	**42**
خلاصة الفصل الأول	**46-45**
الفصل الثاني: الإطار النظري لقيمة المؤسسة في الفكر المالي	**81-46**
تمهيد	**47**
المبحث الأول: مفاهيم أساسية حول قيمة المؤسسة في الفكر المالي	**47**
المطلب الأول: مفهوم قيمة المؤسسة في الفكر المالي	**47**
المطلب الثاني: نماذج تقييم الأسهم	**60**
المطلب الثالث: القيمة السوقية للسهم والعوامل المؤثرة عليها	**68**

المبحث الثاني: قيمة المؤسسة وفق النظريات المالية المعاصرة	**73**
المطلب الأول: قيمة المؤسسة وفق نظرية الوكالة	**73**
المطلب الثاني: قيمة المؤسسة وفق نظرية الإشارة	**76**
المطلب الثالث: قيمة المؤسسة في ظل وجود تكاليف الإفلاس	**79**
خلاصة الفصل الثاني	**81**
الفصل الثالث: سياسة التوزيعات وقيمة السهم	**119-82**
تمهيد	**83**
المبحث الأول: الإطارلمفاهيمي لسياسة توزيع الأرباح	**83**
المطلب الأول: مفهوم سياسة توزيعات الأرباح	**84**
المطلب الثاني: أشكال وبدائل توزيعات الأرباح	**90**
المطلب الثالث: محددات سياسة التوزيع والعوامل المؤثرة عليها	**95**
المبحث الثاني: المقاربات النظرية المفسرة لأثرسياسة التوزيعات على قيمة السهم في ظل فرضيات السوق ذات الكفاءة التامة	**99**
المطلب الأول: سياسة التوزيع في حالة التأكد	**99**
المطلب الثاني: النظريات المفسرة لسياسة توزيع الأرباح في ظل ظروف عدم التأكد	**103**
المبحث الثالث: المقاربات النظرية المفسرة لأثرسياسة التوزيعات على قيمة السهم في ظل اختلال فرضيات السوق ذات الكفاءة التامة	**107**
المطلب الأول: سياسة التوزيع ونظرية التمييز الضريبي	**107**
المطلب الثاني: تفسير سياسة التوزيعات وفق نظريات الصفقات، الوكالة ونظرية أثر الزبون ونظرية الإشارة	**110**
المطلب الثالث: تقييم النظريات	**116**
خلاصة الفصل الثالث	**119**
الفصل الرابع: المحتوي ألمعلوماتي للتوزيعات الأرباح	**162-120**
تمهيد	**121**
المبحث الأول: التوزيعات ومشكلة عدم تماثل المعلوماتي	**121**
المطلب الأول: مشكلة عدم تماثل المعلومات ودور الإفصاح في التقليل منها	**122**
المطلب الثاني: التوزيعات في ظل تماثل المعلومة (حيادية التوزيعات)	**137**
المطلب الثالث: التوزيعات في ظل عدم تماثل المعلومة (عدم حيادية التوزيعات)	**138**
المبحث الثاني: المحتوي ألمعلوماتي لقرارالتوزيع	**147**
المطلب الأول: مفهوم المحتوي ألمعلوماتي	**148**
المطلب الثاني: المحتوي ألمعلوماتي لسياسة التوزيع غير النقدية	**149**
المطلب الثالث: الإعلان عن توزيعات الأرباح وسعر السهم	**152**
المبحث الثالث: منهجية دراسة الحدث	**154**
المطلب الأول: التعريف بمنهجية دراسة الحدث	**154**
المطلب الثاني: خطوات دراسة الحدث	**155**

المطلب الثالث: النماذج المستخدمة في دراسة الحدث	**159**
خلاصة الفصل الرابع	**162**
الفصل الخامس: أثر الإعلان عن توزيعات الأرباح النقدية على سعر السهم دراسة تطبيقية مقارنة	**205-163**
تمهيد	**164**
المبحث الأول: التعريف بسوق رأس المال السعودي	**164**
المطلب الأول: نظرة عامة عن السوق المالي السعودي	**164**
المطلب الثاني: سوق رأس المال السعودي وتقسيماته	**168**
المطلب الثالث: التطورات التي عرفها سوق الأسهم السعودي على مستوى مجموعة من المؤشرات	**174**
المبحث الثاني: التعريف بسوق رأس المال الماليزي	**179**
المطلب الأول: سوق رأس المال الماليزي المفهوم والوظائف	**180**
المطلب الثاني: أقسام سوق الأوراق المالية الماليزية والجهات الرقابية عليه	**182**
المطلب الثالث: التطورات التي عرفها سوق الأسهم الماليزي على مستوى مجموعة من المؤشرات	**188**
المبحث الثالث: دراسة تطبيقية مقارنة لأثر الإعلان عن توزيعات الأرباح النقدية على سعر السهم بين السوقين محل الدراسة	**192**
المطلب الأول: تحديد عينة ومنهجية الدراسة	**192**
المطلب الثاني: تحليل ومناقشة النتائج	**197**
خلاصة الفصل الخامس	**205**
الخاتمة العامة	**212-206**
قائمة المصادر والمراجع	**223-213**
الملاحق	**245-224**

فهرس الأشكال

رقم الشكل	عنوان الشكل	الصفحة
(1-1)	يمثل تقسيمات السوق المالي الأكثر شيوعا	10
(1-2)	التغير في سعر السهم في ظل الكفاءة الكاملة والكفاءة الاقتصادية	35
(1-3)	تعديلين محتملين لسعر أحد الإعلانات	40
(1-4)	تعديلات الأسعار قبل وبعد اشتقاق الأسهم	41
(1-5)	طبيعة العلاقة بين الصيغ الثلاثة للسوق الكفء	45
(2-1)	مراحل التقييم	53
(2-2)	دور المعلومات في تسعير السهم	73
(2-3)	العلاقة بين الاستدانة والأموال الخاصة وبين قيمة المؤسسة	80
(2-4)	قيمة المؤسسة في ظل خضوع المؤسسة للضريبة ووجود تكلفة الإفلاس والوكالة	81
(3-1)	السلم الزمني لدفع التوزيعات	89
(3-2)	تقييم النظريات المفسرة للتوزيعات بالأسلوب البياني	117
(5-1)	تطور المؤشر الرئيسي السعودي TASI خلال الفترة 2011-2018م	175
(5-2)	تمثيل بياني لتطور أداء السوق السعودي حسب المؤشر العام TASI ورسملة السوق خلال الفترة 2011-2018م	179
(5-3)	تطور المؤشر الرئيسي الماليزي FTSE خلال الفترة 2011-2018م	188
(5-4)	تطور كل من المؤشر العام للبورصة الماليزية ورسملة السوقية خلال الفترة 2011-2018 م	191
(5-5)	حركة متوسط العوائد غير العادية والمجمعة لحدث الإعلان عن التوزيعات النقدية المتزايدة	199
(5-6)	حركة متوسط العوائد غير العادية والمجمعة لحدث الإعلان عن التوزيعات النقدية الثابتة	201
(5-7)	حركة متوسط العوائد غير العادية والمجمعة لحدث الإعلان عن التوزيعات النقدية المنخفضة	203

فهرس الجداول

رقم الجدول	عنوان الجدول	الصفحة
(1-1)	المقارنة بين الأسهم والسندات	18
(5-1)	تطور أداء السوق السعودي حسب المؤشر العام TASI ورسملة السوق خلال الفترة 2011-2018 م	179
(5-2)	تطور كل من المؤشر العام ورسملة السوق للبورصة الماليزية خلال الفترة 2011-2018 م	191
(5-3)	متوسط العوائد غير العادية AARt ومتوسط العوائد غير العادية المجمعة CAARt خلال فترة الحدث 21 يوم حالة التوزيعات المتزايدة للسوقين الماليين	200
(5-4)	متوسط العوائد غير العادية AARt ومتوسط العوائد غير العادية المجمعة CAARt خلال فترة الحدث 21 يوم حالة التوزيعات الثابتة للسوقين الماليين	202
(5-5)	متوسط العوائد غير العادية AARt ومتوسط العوائد غير العادية المجمعة CAARt خلال فترة الحدث 21 يوم حالة التوزيعات المنخفضة للسوقين الماليين	204
(5-6)	مقارنة النتائج للسوقين الماليين السعودي والماليزي	205

فهرس الملاحق

رقم الملحق	عنوان الملحق	الصفحة
(1)	قيم معاملات نموذج السوق Alpha، Beta للسوق رأس المال الماليزي	225
(2)	متوسط العوائد غير العادية والمتراكمة للتوزيعات المتزايدة لسوق رأس المال الماليزي	226
(3)	متوسط العوائد غير العادية والمتراكمة للتوزيعات المتناقصة لسوق رأس المال الماليزي	227
(4)	متوسط العوائد غير العادية والمتراكمة للتوزيعات الثابتة لسوق رأس المال الماليزي	228
(5)	المعالجة النهائية للعوائد غير العادية والمجمعة لإعلانات التوزيعات المتزايدة والمتناقصة والثابتة لسوق رأس المال الماليزي خلال فترة الحدث.	229
(6)	تواريخ الإعلانات عن التوزيعات النقدية وقيمتها ل 30 مؤسسة من سوق رأس المال الماليزي خلال الفترة 2011-2018م	231-230
(7)	قيم T بواسطة اختبارT-test One sample للتوزيعات المتزايدة لسوق رأس المال الماليزي	232
(8)	قيم T بواسطة اختبارT-test One sample للتوزيعات الثابتة لسوق رأس المال الماليزي	233
(9)	قيم T بواسطة اختبارT-test One sample للتوزيعات المنخفضة لسوق رأس المال الماليزي	234
(10)	قيم معاملات نموذج السوق Alpha، Beta للسوق رأس المال السعودي	235
(11)	متوسط العوائد غير العادية والمتراكمة للتوزيعات المتزايدة لسوق رأس السعودي	236
(12)	متوسط العوائد غير العادية والمتراكمة للتوزيعات الثابتة لسوق رأس السعودي	237
(13)	متوسط العوائد غير العادية والمتراكمة للتوزيعات المتناقصة لسوق رأس السعودي	238
(14)	المعالجة النهائية للعوائد غير العادية والمجمعة لإعلانات التوزيعات المتزايدة والمتناقصة والثابتة للسوق رأس المال السعودي خلال فترة الحدث	239
(15)	تواريخ الإعلانات عن التوزيعات النقدية وقيمتها ل 30 مؤسسة من سوق رأس المال السعودي خلال الفترة 2011-2018م	242-240
(16)	قيم T بواسطة اختبارT-test One sample للتوزيعات المتزايدة لسوق رأس المال السعودي	243
(17)	قيم T بواسطة اختبارT-test One sample للتوزيعات الثابتة لسوق رأس المال السعودي	244
(18)	قيم T بواسطة اختبارT-test One sample للتوزيعات المنخفضة لسوق رأس المال السعودي	245

المقدمة العامة

المقدمة العامة

يمثل تعظيم ثروة المساهمين الهدف الرئيسي الذي تسعى إليه الشركات، وتعتبر سياسة التوزيعات النقدية أحد الأدوات الرئيسية لتحقيق هذا الهدف، فتوزيعات الأرباح النقدية تعتبر أحد العناصر الهامة في صنع القرار الاستثماري والمالي للشركة، كما أن لها صلة وثيقة بأداء الشركة وقيمتها. ويعد اختيار سياسة التوزيعات من القرارات المهمة التي تؤثر على الخطط الاستثمارية التمويلية للشركات ويختار مديرو الشركات سياسة التوزيعات بناء على حجم الأرباح ومدى توافر السيولة النقدية واحتياجات التمويل وتوقعاتهم بشأن الأرباح المستقبلية.

ونالت سياسة التوزيعات النقدية اهتماما كبيرا في الأدبيات المحاسبية والتمويلية والاقتصادية، حيث تمثل التوزيعات النقدية أداة هامة يمكن من خلالها الحكم على مدى كفاءة الشركة في إدارة نشاطاتها، مما ينعكس على أسعار أسهم الشركة في سوق الأوراق المالية كذلك، ويعتبر الإعلان عن التوزيعات النقدية أحد أهم المتغيرات التي تحمل محتوى معلوماتي والذي من شأنه تقديم مجموعة من الإشارات والدلالات المعبرة عن التوقعات المستقبلية لإدارة الشركة وتأثيراتها على قيمتها السوقية بالإضافة إلى المساهمة في التخفيف من حدة التعارض بين الإدارة وحملة الأسهم.

أضحى الاهتمام بسياسة التوزيعات كبيرا نتيجة تطور نظرية الوكالة وزيادة المخاوف المرتبطة بإساءة استخدام التدفق النقدي الحر المتبقي داخل الشركة نتيجة لعدم حصول المديرين على الحوافز الكافية لتعظيم الأرباح المالية للشركة وبناء على هذا الافتراض، فإنه في ظل زيادة عدم تماثل المعلومات، فإن المديرين سيقومون بالإفصاح عن المعلومات الخاصة من خلال التوزيعات لنقل نظرة مستقبلية أفضل عن أداء الشركة. ويعتمد المستثمرون بشكل مبدئي على التوزيعات النقدية كأساس لاتخاذ القرارات خاصة في ظل بيئة تتسم بندرة المعلومات ولا تسمح للمستثمرين ببناء توقعات سليمة عن أداء الشركة وأسعار أسهمها في المستقبل.

وفي نفس السياق زاد اهتمام الباحثين باختبار فرضيات نظرية الإشارة للتوزيعات (المحتوي المعلوماتي للتويعات النقدية) والتي تعتبر أحد الموضوعات الصعبة في المحاسبة السلوكية والأدب المالي، حيث تفترض أن تغييرات التوزيعات لها محتوى معلوماتي مرتبط بالأرباح المستقبلية للشركات وأسعار أسهمها وأن التوزيعات تستخدم كمؤشر للأداء المستقبلي للشركات، حيث تفترض نظرية المحتوى المعلوماتي أن الإعلان عن الزيادة في التوزيعات سوف يؤدي إلى ارتفاع أسعار الأسهم (Good New) وأن الإعلان عن الانخفاض سوف يؤدي إلى الانخفاض في أسعار الأسهم (Bad News) في حين أن الإعلان عن ثبات في التوزيعات لا يؤثر على أسعار الأسهم (No News) ، لذلك اهتمت الكثير من الدراسات الأكاديمية بتحليل العلاقة بين التغييرات في الإعلان عن التوزيعات الأرباح النقدية وأسعار الأسهم.

وبتسليط الضوء على الأسواق الناشئة نلاحظ أن الكثير من المستثمرين يعاني من نقص المعرفة والخبرة الكافية للتعامل في أسواق رأس المال، ويرجع ذلك إلى أن أسعار الأسهم قد تعطى للمستثمرين إشارات خاطئة عن الشركات وأفاقها المستقبلية في تلك الأسواق، وعليه فإن توفر المعلومات وإتاحتها في الوقت المناسب يعد شرطا من الشروط الأساسية لتحقيق الكفاءة، إلى جانب شروط أخرى، كارتفاع عدد المتدخلين في السوق واتصافهم بالرشد، وتدني تكاليف التعامل إلى أقصى درجة ممكنة. ومن هنا تبرز أهمية ووزن المعلومة بالنسبة لأسواق رأس المال، إذ تلعب المعلومات دورا كبيرا في التأثير على القرارات الاستثمارية للمتعاملين.

إن عدم استقرار أسواق رأس المال الناتج عن مشكلة عدم التماثل ألمعلوماتي والتي تتمثل في الحالة التي تكون فيها فئة من المشتركين في السوق وهم المطلعون يملكون معلومات أكثر من فئة أخرى **(المستثمرين الآخرين)** مما يجعل هذه الأخيرة غير قادرة على تقدير العوائد والمخاطر بشكل سليم ،وهذا يفضي إلى اتخاذ قرارات خاطئة نتيجة لنقص المعلومات التي تعد بمثابة المادة الأولية في أسواق رأس المال ، كما أن مشكلة عدم التماثل ألمعلوماتي تجعل أسعار الأسهم لا تعكس وبشكل تام وفي أي وقت من الأوقات جميع المعلومات ، وهذا يعد خرقا لمبدأ كفاءة السوق والتي تعني أن أسعار الأسهم تعكس بالكامل المعلومات المتاحة عنها في السوق بسرعة ودقة؛ وبذلك فإن القيمة السوقية للسهم تمثل القيمة العادلة له **(fair) Value** وتولد عائداً يكفي لتعويض مخاطر الاستثمار، وبناء عًليه لا يمكن للمستثمرين والمتعاملين في السوق المالي تحقيق عوائد غير عادية تفوق ما يحققه غيرهم .

1.إشكالية البحث

يعد قرار الإعلان عن توزيعات الأرباح من القرارات الحساسة والهامة التي تتخذها إدارة الشركة، وذلك لما يضمه هذا القرار من محتوى معلوماتي مهم للمستثمر خصوصا في أسواق رأس المال التي تتسم بمستوى أقل من الكفاءة وعدم تماثل المعلومات لدي المستثمرين . وعلى إثر ذلك فقد أقدم العديد من الباحثين على دراسة المحتوى المعلوماتي لتوزيعات الأرباح من خلال تحليل أثر الإعلان عن التغير في التوزيعات الأرباح النقدية على أسعار الأسهم، وذلك لما له من أهمية بالغة في الأدب المالي والمحاسبي تساعد مستخدمي المعلومات المحاسبية وبخاصة المستثمرين في اتخاذ القرارات الاستثمارية وتحديد القيمة العادلة لاستثماراتهم.

لذلك استهدفت هذه الدراسة موضوعاً على درجة بالغة من الأهمية، وهو الدور الذي تلعبه نظرية المحتوي المعلوماتي للتوزيعات للتخفيف من مشكلة عدم التماثل ألمعلوماتي وذلك من خلال أداة من أدوات الإعلانات العامة وهي **إعلانات توزيعات الأرباح النقدية** كإشارة مرسلة إلى المستثمرين تساعدهم في اتخاذ قرارات أفضل.

وحتى يتسنى لنا القيام بذلك فإنه يمكن صياغة هذه الإشكالية وفق التساؤل الرئيسي التالي:

ما مدى تأثير حدث الإعلان عن توزيعات الأرباح النقدية على أسعار الأسهم المتداولة في سوق رأس المال السعودي مقارنة بسوق رأسمال الماليزي؟

وللإجابة على هذا التساؤل الرئيسي يمكن الاستعانة بالتساؤلات الفرعية التالية:

- هل توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين حدث الإعلان عن التغير في توزيعات الأرباح النقدية وبين كل من **متوسط العوائد غير العادية (AARt) ومجمعها (CAARt)** خلال فترة الإعلان؟
- هل لحدث الإعلان عن التغير في توزيعات الأرباح النقدية محتوى معلوماتي ينقل إلى الأطراف المتعاملة في سوق رأس المال **يتماشى مع فرضيات نظرية المحتوي المعلوماتي للتوزيعات**؟

- هل أسعار الأسهم تستجيب لحدث الإعلان عن التغير في توزيعات الأرباح النقدية بما **يتماشى مع فرضيات كفاءة السوق في الصيغة المتوسطة من الكفاءة؟**
- هل التغير في الإعلان عن توزيعات الأرباح النقدية بأصنافها **المتزايدة والثابتة والمنخفضة (المتناقصة) يفسر التغير في عائد السهم؟**

وللإجابة على هذه الأسئلة الفرعية يمكن صياغة الفرضيات التالية على النحو الاتي:

- ولإجابة على السؤال الفرعي الأول قمنا بصياغة الفرضيتين التاليتين:*

H_0: وتعني أن (AARt) = 0 و (CAARt)= 0

أي **لا توجد** علاقة ذات دلالة إحصائية بين حدث الإعلان عن توزيعات الأرباح النقدية وبين كل من متوسط العوائد غير العادية (AARt) ومجمعها (CAARt) خلال فترة الإعلان وذلك في سوق رأس المال السعودي مقارنة بسوق رأس المال الماليزي.

H_1: وتعني أن (AARt)≠ 0 و (CAARt)≠ 0

أي **توجد** علاقة ذات دلالة إحصائية بين حدث الإعلان عن توزيعات الأرباح النقدية وبين كل من متوسط العوائد غير العادية (AARt) ومجمعها (CAARt) خلال فترة الإعلان وذلك في سوق رأس المال السعودي مقارنة بسوق رأس المال الماليزي.

- يحمل حدث الإعلان عن توزيعات الأرباح النقدية محتوى معلوماتي تستفيد منه الأطراف المتعاملة في سوق رأس المال على نحو موافق **لفرضيات نظرية المحتوي المعلوماتي للتوزيعات**
- تستجيب أسعار الأسهم لحدث الإعلان عن التغير في توزيعات الأرباح النقدية بما يتفق مع **فرضيات كفاءة السوق في الصيغة المتوسطة من الكفاءة.**
- التغير في الإعلان عن توزيعات الأرباح النقدية بأصنافها **المتزايدة والثابتة والمنخفضة (المتناقصة) يفسر التغير في عائد السهم.**

2.أهمية الدراسة

على ضوء طبيعة المشكلة ومعالمها، تبرز أهمية البحث في الرؤية المعرفية للمحتوى المعلوماتي للتوزيعات حيث أنيا تختبر واحدة من الأدوات المالية المهمة والمتمثلة في أثر الإعلان عن التوزيعات النقدية على أسعار الأسهم وانعكاسها على العوائد غير العادية، كما تبرز دور نظرية الإشارة (فرضيات المحتوي المعلوماتي للتوزيعات النقدية) في تخفيض فجوة عدم التماثل المعلوماتي بين المطلعين والمستثمرين ومن ثم معرفة فيما إذا

* ولاختبار هذه الفرضيات قام الباحث باستخدام الاختبار الإحصائي T-test One sample لاختبار فيما إذا كان متوسط العوائد غير العادية (AARt) ومجمعها (CAARt) في كل يوم من أيام فترة الحدث يختلف عن الصفر
ويتم حساب T من خلال المعادلة التالية:

$T=AARt/\delta AARt$

حيث يمثل $\delta AARt$ الانحراف المعياري لمتوسط العوائد غير العادية في اليوم t عن المتوسط الحسابي للعوائد غير العادية لكل الحالات وللقيام بهذا الاختبار تم الاستعانة بالبرنامج الإحصائي(STATA /12)

كان ذلك يفضي إلى تحقيق عوائد غير عادية موجبة أو سالبة. كما تعد كذلك اختبار ضمنيا لكفاءة السوق في المستوي نصف القوي للكفاءة من خلال دراسة الحدث.

3.أهداف الدراسة

يسعى هذا البحث إلى تحقيق مجموعة من الأهداف لعلى من أهمها:

- دراسة أثر الإعلان عن توزيعات الأرباح النقدية وتغيراتها على عوائد الأسهم في الشركات العامة المدرجة في السوق المالي السعودي ومقارنتها مع نظريتها في السوق المالي الماليزي لمعرفة ما إذا كان هناك عوائد غير عادية (Abnormal Returns) في فترة الإعلان عن التوزيعات النقدية.
- اختبار فرضيات المحتوي المعلوماتي للتوزيعات النقدية في السوق المالي السعودي ومقارنتها مع نظريتها في السوق المالي الماليزي
- اختبار فرضيات كفاءة السوقين محل الدراسة في المستوي النصف القوي من الكفاءة.

4.منهجية الدراسة

تماشيا مع طبيعة الموضوع وتحقيقا لأهداف الدراسة تم استعمال المنهج الاستقرائي الاستنباطي في الفصول النظرية، من أجل دراسة كل الجوانب المتعلقة بكفاءة السوق لاسيما المستوي نصف القوي منها وكذا العوامل المؤثرة على أسعار الأسهم بالإضافة إلى المفاهيم النظرية المتعلقة بالتوزيعات وعلاقتها بسعر السهم دون إغفال النظريات المفسرة للمحتوي المعلوماتي للإعلان عن التغير في التويعات النقدية، كما أن البحث سيعتمد على المنهج الوصفي التحليلي من أجل وصف وتحليل المعلومات اللازمة بالإضافة إلى بعض الطرق الإحصائية لاختبار الفرضيات وتفسير النتائج وعلى رأسها منهجية دراسة الحدث والاختبار الإحصائي **T-test One sample**.

5.حدود الدراسة

الحدود المكانية: دراسة الإعلان عن توزيعات الأرباح النقدية لكل من سوق رأس المال السعودي وسوق رأس المال الماليزي.

الحدود الزمانية: استخدام أسعار الإغلاق اليومية للشركات محل الدراسة، وكذا الكشوف المالية المنشورة في تقاريرها المالية ومؤشرات السوق اليومية للفترة الممتدة من 2011م إلى 2018م.

6.صعوبات البحث

واجهتنا عراقيل ومشاكل عديدة في سبيل إعداد هذا البحث، نوردها قصد لفت أنظار المسؤولين من أجل تسهيل مهام الباحثين، وكذلك بغية تبصير الباحثين من أجل التعامل مع مثل هذه العقبات ويمكن إبراز أهمها فيما يلي:

- النقص النسبي في المراجع المتعلقة بالموضوع باللغة العربية.
- التضارب في الإحصاءات أحيانا باختلاف مصادرها، مما يدفعنا للدقة والاحتراز في انتقاء ما هو قريب من الصحة.

- مشاكل متعلقة بنشر المقال مما يؤثر على سير الأطروحة ومنها طول إجراءات نشر المقال خصوصا إذا قام الباحث بعمل الأطروحة قبل المقال.

7. مبررات اختيار الموضوع

- أهمية الموضوع بالنسبة لمدراء شركات المساهمة عند قيامهم بالقرارات المتعلقة بالإعلانات العامة لاسيما تلك المرتبطة بسياسات التوزيعات النقدية ولما لها من أثر على المستثمرين وقدرتهم على اتخاذ قراراتهم المستقبلية فيما يتعلق بالتغير في سياسات التوزيعات، مما ينعكس على السوق المالي سلباً أو إيجاباً
- شعورنا بأهمية الموضوع خاصة مع التحولات الاقتصادية التي تعرفها المؤسسات بصفة عامة والمؤسسة الاقتصادية بصفة خاصة، لاسيما التطورات التي تعرفها الأسواق المالية الناشئة كسوق المالي السعودي والسوق المالي الماليزي
- الميول الشخصي للمواضيع المالية إضافة إلى طبيعة التخصص.

8.مصادر الدراسة

تم جمع البيانات والمعلومات من مصادرها المختلفة تتراوح ما بين الكتب العلمية المتخصصة والمجلات المحكمة والبحوث المنشورة، إضافة إلى تقارير الهيئات المالية الدولية مع التحلي بروح الموضوعية في استقصاء هذه المعطيات والتحلي بالصدقية عند الأخذ بها، إضافة إلى مواقع الشبكة العالمية الرسمية والموثوق بها في المحافل العلمية.

9.الدراسات السابقة

سيتم استعراض أهم الدراسات والأبحاث العربية والأجنبية التي لها علاقة بموضوع الأطروحة على النحو التالي:

الدراسات السابقة باللغة الأجنبية

لقد تم دراسة تأثير إعلانات توزيعات الأرباح على أسعار الأسهم على نطاق واسع في الأدبيات المالية والمحاسبية والتي يمكن أن نعرض أهمها كما يلي:

- **دراسة Pettit (1972) بعنوان:**

Dividend Announcements, Security Performance, and Capital Market Efficiency

إعلانات توزيعات الأرباح، أداء الأوراق المالية وكفاءة سوق رأس المال

لقد كان الباحث **(Pettit)** سنة 1972م من بين الأوائل الذين قاموا بدراسة تجريبية للعلاقة بين العوائد غير العادية وإعلانات توزيعات الأرباح. حيث أجرى دراسة على 625 شركة مدرجة في بورصة نيويورك للفترة ما بين جانفي 1964م إلى جوان 1968م وتوصل إلى وجود علاقة إيجابية قوية بين تغيرات الإعلان عن توزيعات الأرباح وأسعار الأسهم. كما أظهر في دراسته أن التغيرات الإيجابية (المتزايدة) أو السلبية (المنخفضة) في توزيعات الأرباح المعلن عنها تؤدي إلى عوائد غير عادية (إيجابية أو سلبية)، وأن حجم رد فعل سعر السهم يعتمد بشكل كبير على

حجم تغير توزيعات الأرباح. كما أوضح في دراسته أيضا أن الإعلانات عن تغييرات توزيعات الأرباح تنقل معلومات كبيرة إلى السوق، وخلص Pettit من خلال دراسته إلى نتيجة تدعم بوضوح الاقتراح القائل بأن السوق يستخدم إعلانات التغييرات في توزيعات الأرباح في تسعير قيمة الورقة المالية.

- **دراسة Aharony & Swary (1980) بعنوان:**

Quarterly Dividend and Earnings Announcements and Stockholders' Returns: An Empirical Analysis

توزيعات الأرباح الفصلية وإعلانات الأرباح وعوائد المساهمين: تحليل تجريبي

كما قام الباحثان **(Aharony & Swary)** سنة 1980م بدراسة عينة من 149 شركة صناعية مدرجة في الولايات المتحدة للبحث فيما إذا كانت التغييرات في إعلانات الأرباح الفصلية توفر معلومات أكبر من تلك التي تقدمتها إعلانات الأرباح الفصلية. استخدم الباحثان النموذج البسيط للتوقعات **(Naïve (Model Expectations** لقياس التغيير غير المتوقع في توزيعات الأرباح. حيث تم تقسيم بيانات العينة إلى ثلاث مجموعات: أرباح على الأسهم الفصلية المتزايدة وغير المتزايدة (المنخفضة) والمستقرة. وعلى غرار Pettit سنة 1972م، أشارت النتائج التجريبية التي توصلا إليها إلى أن إعلانات التغير في الأرباح النقدية الفصلية تنقل معلومات أكبر من إعلانات الأرباح الفصلية المقابلة.

- **دراسة Woolridge (1982) بعنوان:**

The Information Content of Dividend Changes

محتوى المعلوماتي لتغييرات توزيعات الأرباح

ومن بين الدراسات السابقة التي اهتمت بموضوع المحتوى المعلوماتي للإعلان عن توزيعات الأرباح النقدية نجد دراسة الباحث **(Woolridge)** التجريبية سنة 1982م لتحديد ما إذا كان المستثمرون قد أعادوا تقييم توقعاتهم حول الربحية المستقبلية كرد فعل على التغيرات غير المتوقعة في توزيعات الأرباح. وباستخدام منهجية دراسة الحدث قام Woolridge بالتحقيق في إعلانات تغيير الأرباح غير المتوقعة لعينة عشوائية من 200 شركة مدرجة في بورصة نيويورك خلال الفترة من 1971 إلى 1977. وكشفت الدراسة عن وجود علاقة كبيرة بين توزيعات الأرباح غير المتوقعة وعوائد الأسهم غير العادية، مما أعطى الدعم للاقتراح القائل بأن توزيعات الأرباح تحتوي على معلومات حول الأرباح المستقبلية للشركة.

- **دراسة Allan L. Riding (1984) بعنوان**

The Information Content of Dividends: An other Test

محتوى المعلومات لتوزيعات الأرباح، اختبار آخر

في حين اهتمت دراسة **(Allan L. Riding)**، من العام 1984بالبحث فيما إذا كان الإعلان عن التوزيعات يحمل معلومات للمستثمرين في السوق المالية. ولأجل ذلك استخدم الباحث ما يسمى بـ (Cumulative Average Residual methodology) وباعتماد منه على أن عائد الورقة المالية يتكون من قسمين هما: العائد عادي والعائد

غير عادي. كما وقد استخدم الباحث أيضا نموذج السوق في حساب العوائد غير العادية، ومن أهم ما توصلت إليه هذه الدراسة أن هناك فارقا زمنيا ما بين الإعلان عن التوزيعات والأثر في أسعار الأسهم.

- **دراسة Lonie (1996) بعنوان**

The Stock Market Reaction to Dividend Announcements

رد فعل سوق الأسهم على إعلانات توزيعات الأرباح

دراسة **(Lonie et al)**، سنة 1996م والتي اهتمت بدراسة رد فعل سوق الأسهم على إعلانات توزيعات الأرباح ل 620 شركة في المملكة المتحدة. حيث استخدم الباحثون البيانات المتعلقة بها لمدة ستة أشهر، من جانفي إلى جوان من العام 1991م، ولقد خلص نتائج الدراسة إلى أن المستثمرين يتفاعلون مع الزيادة أو الانخفاض في توزيعات الأرباح وحتى بالنسبة للشركات التي لم يحدث فيها تغيير في توزيعات الأرباح (ثبات في التوزيعات) فقد تأثرت هي الأخرى قبل يوم واحد من الإعلان. ولقد ظهر ذلك بشكل واضح من خلال متوسط العوائد غير العادية (AAR) الذي كان مختلفا بشكل كبير عن الصفر وبدلالة إحصائية كبيرة ترجمتها إحصائية .T-value التي تم التوصل إليها.

- **دراسة Gurgul, Mestel & Schleicher (2003) بعنوان:**

Stock Market Reactions to Dividend Announcements: Empirical Evidence from the Austrian Stock Market

ردود فعل سوق الأسهم على إعلانات توزيعات الأرباح: أدلة تجريبية من سوق الأسهم النمساوية

ودرس كل من الباحثين **(Gurgul, Mestel & Schleicher)** من العام 2003م رد فعل أسعار الأسهم وحجم التداول للتغيرات في توزيعات الأرباح للشركات المدرجة في سوق الأوراق المالية النمساوية بين جانفي 1992 وأفريل 2002م، حيث دعمت النتائج التي توصلوا إليها المحتوى المعلوماتي لفرضية توزيع الأرباح، وخلصوا إلى أن زيادة توزيعات الأرباح تؤدي إلى رد فعل إيجابي كبير ينعكس في أسعار الأسهم، (زيادة أسعار الأسهم) في حين أن الانخفاضات المعلنة في توزيعات الأرباح تؤدي إلى انخفاض كبير في أسعار الأسهم. بالإضافة إلى ذلك، وجدوا أدلة على أن الأخبار المتعلقة بالتغييرات في توزيعات الأرباح قد تنعكس بسرعة في أسعار الأسهم.

- **دراسة Harada (2005) بعنوان**

Dividend Change Context and Signaling Efficiency in Japan

التغير في توزيعات الأرباح ومدى كفاءة نظرية الإشارة دراسة حالة اليابان

دراسة **(Harada,et al)** من العام 2005 والتي اهتمت بسياسة توزيع الأرباح للشركات اليابانية حيث استخدم الباحثون في هذه الدراسة عينة من الشركات الصناعية المدرجة في بورصة طوكيو من عام 1992م إلى عام 2002م مما يشكل ما مجموعه 13708 مشاهدة للإعلانات التغير في توزيعات الأرباح وكذا الثبات فيها. حيث توصل الباحثون إلى أن محتوى المعلومات لتوزيعات الأرباح يعتمد على السياق الذي يحدث فيه تغيير في توزيعات الأرباح. فالشركات التي تزيد في التوزيعات في الظروف المواتية (اتجاه الأرباح تصاعدي) يكون محتوى المعلوماتي لتوزيعات الأرباح فيها أعلى بكثير من الشركات التي تزيد التوزيعات في ظروف غير مواتية (اتجاه الأرباح تنازلي).

فبالنظر إلى السياق الذي يحدث فيه تغيير توزيعات الأرباح، Harada et. al. يوكدون على وجود علاقة كبيرة بين التغيرات في توزيعات الأرباح والتغيرات اللاحقة في الأرباح وبالتالي في أسعار الأسهم. وعليه فإن إعلانات توزيعات الأرباح تحتوي على محتوى معلوماتي.

- **دراسة Dasilas (2008) بعنوان:**

Joint Effects of Interim Dividend and Earnings Announcements in Greece

الآثار المشتركة لتوزيعات الأرباح المؤقتة وإعلانات الأرباح في اليونان

في حين أن دراسة **(Dasilas et, al)** من العام 2008 فقد هدفت إلى اختبار أثر الإعلان عن توزيع الأرباح الموسمية على سعر السهم وحجم التداول في سوق الأسهم اليوناني، حيث تم استخدام أسلوب دراسة الحدث والمتمثل في الإعلان عن توزيع أرباح، وكانت عينة الدراسة مكونة من الشركات التي حققت أرباحا والتي قامت بتوزيع أرباح و كان حجم العينة 24شركة خلال الفترة من عام 1999إلى 2004 وتوصل الباحثون إلى نتيجة مفادها أن هناك علاقة إيجابية بين الإعلان عن توزيع الأرباح الموسمية و سعر السهم وحجم التداول ، وهذه النتائج تعتبر مفيدة للمساهمين والمستثمرين في سوق الأسهم اليوناني وتخدم قراراتهم الاستثمارية و الاستراتيجية.

- **دراسة Asamoah & Nkurmah (2010) بعنوان:**

The Impact of Dividend Announcement on Share Price Behavior in Ghana

تأثير إعلان توزيعات الأرباح على سلوك سعر السهم في غانا

أما دراسة **(Asamoah & Nkurmah)** من العام 2010م فقد هدفت لاختبار أثر الإعلان عن توزيع الأرباح على التغير في القيمة السوقية للسهم، وكانت العينة مكونة من ثلاث شركات من سوق غانا المالي في عام 2005 حيث تم استخدام أسلوب دراسة الحدث لهذه الغاية وكذلك تم استخدام النموذج الإحصائي (Wilcoxon) من أجل اختبار فرضيات الدراسة، وقد تم التوصل إلى أن الإعلان عن توزيع الأرباح يؤثر بشكل سلبي وجوهري على القيمة السوقية للسهم، كما توصلت الدراسة أيضا إلى أن سوق غانا المالي غير كفء في المستوي شبه قوي للكفاء.

- **دراسة Chavali & Nusratunnisa (2013) بعنوان:**

Impact of Dividends on Share Price Performance of Companies in Indian Context

تأثير توزيعات الأرباح على أداء أسعار الأسهم الشركات دراسة حالة الهند

أما دراسة (Chavali & Nusratunnisa) من العام 2013 والتي هدفت إلى إيجاد تأثير توزيعات الأرباح على شكل (نقد وأسهم) على أداء أسعار الأسهم للشركات الهندية. وذلك لعينة مكونة من 67 شركة تنشط في مجال السلع استهلاكية والتي أصدرت إعلانات توزيعات أرباح من أفريل 2007 إلى أوت 2011. حيث اعتمدت الدراسة على منهجية دراسة الحدث ونموذج السوق لقياس تأثير إعلانات توزيعات الأرباح على سعر السهم من خلال فترة حدث قدرت ب 41 يومًا .مقسمة إلى 20 يومًا قبل الإعلان عن توزيعات الأرباح، و20 يومًا بعد إعلان عنها. وقد أشارت النتائج المتحصل عليها إلى أن السوق يتفاعل بشكل إيجابي مع إعلانات توزيعات الأرباح وبمتوسط عوائد غير عادية (AAR) إيجابي وذو دلالة إحصائية كبيرة حول تاريخ الإعلان.

- **دراسة Yang & Wu (2015) بعنوان:**

Announcement Effect of Cash Dividend Changes around Ex-Dividend Days: Evidence from Taiwan

أما دراسة (Yang & Wu) من العام 2015 فقد هدفت لاختبار أثر الإعلان عن توزيعات أرباح نقدية قبل وبعد تاريخ التوزيعات الإضافية (ex-dividend day) ، وكانت عينة الدراسة مكونة من الشركات المدرجة في سوق الأسهم التايواني خلال الفترة 2001 إلى 2012 وتم استخدام أسلوب دراسة الحدث لهذه الغاية، ولقد تم التوصل إلى وجود ارتفاع ملحوظ في سعر السهم خلال العشرة أيام التي تسبق تاريخ (ex-dividend day) ، أكبر من فترة العشرة أيام التي تلي تاريخ. (Ex-Dividend Day).

- دراسة Manas, Mayur (2017) بعنوان:

A Study on the Impact of Dividend Announcement on Stock Price

دراسة حول تأثير إعلان توزيعات الأرباح على سعر السهم.

حسب الدراسة التي قام بها الباحث **(Manas،Mayur)** من العام 2017 فعادة ما تكون إعلانات توزيعات الأرباح مصدر قلق للمستثمرين لاتخاذ قرارات استثمارية في حقوق الملكية لأي شركة، باعتبارها عنصر رئيسي لتعظيم ثروة المساهمين. فقد اهتمت هذه الدراسة بالبحث في ردود أفعال أسعار الأسهم لأكبر 20 شركة من وحدات القطاع العام (PSU) من حيث القيمة السوقية المدرجة في بورصة بومباي (BSE) ، وذلك حول 20 يوما من الإعلان (-10 أيام إلى +10 أيام) للفترة الممتدة ما بين 2013-2016 .

ولقد أشارت النتائج إلى وجود اختلاف كبير في تأثير إعلانات الأرباح في فترة ما قبل وبعد الإعلان على أسعار أسهم للشركات المختارة.

- **دراسة D.G Dharmarathne (2020) بعنوان:**

Stock Price Reaction to Dividend Announcements and Information Efficiency in Sri Lankan Share Market

رد فعل سعر السهم على إعلانات توزيعات الأرباح والكفاءة المعلوماتية في سوق الأسهم السريلانكية

دراسة **(D.G Dharmarathne)** من العام 2020 تحاول هذه الدراسة فحص رد فعل سعر السهم على إعلانات الأرباح اللاحقة **(Subsequent Dividend Announcements)** والكفاءة المعلوماتية في سوق الأسهم السريلانكية مع عينة من 61 شركة كبرى من تلك المدرجة في بورصة كولومبو (CSE) ، والتي أصدرت 137 إعلانا عن توزيعات الأرباح للفترة الممتدة من 1999- 2005م وتستخدم هذه الدراسة منهجية دراسة الحدث. مع استخدام نموذج السوق في قياس العوائد غير العادية حول إعلانات توزيعات الأرباح اللاحقة. تظهر النتائج أن هناك محتوى إعلاميا كبيرا لإعلانات توزيعات الأرباح في بورصة كولومبو. يعتبر المستثمرون إعلانات توزيعات الأرباح أخبارا ملائمة (good news) وسعر السهم يتفاعل بشكل إيجابي مع إعلانات توزيعات الأرباح اللاحقة في سوق رأس المال السريلانكي. بالإضافة إلى ذلك فإن إعلانات الأرباح المتزايدة تدعم فرضية المحتوى المعلوماتي لتوزيعات الأرباح. في حين إعلانات التوزيعات المنخفضة وإعلانات عدم تغيير (الثابتة) كانت ضد فرضية المحتوى المعلوماتي

لتوزيعات الأرباح، كذلك دعمت النتائج في هذه الدراسة فرضية كفاءة السوق المالي في المستوي نصف القوي من الكفاءة. وذلك من خلال استجابة سوق الأوراق المالية بطريقة فعالة مع معلومات توزيعات الأرباح الجديدة.

الدراسات السابقة باللغة العربية

- **دراسة حمدي زعرب، صباح شراب (2006) بعنوان:**

أثر الإعلان عن توزيعات الأرباح على أسعار أسهم الشركات المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية: دراسة تطبيقية

لقد تناولت دراسة حمدي زعرب، صباح شراب من العام 2006 اختبار أثر الإعلان عن توزيعات الأرباح وربحية السهم وعوامل أخرى على أسعار أسهم الشركات المدرجة في سوق فلسطين لألو ارق المالية، وقد تم اعتماد تاريخ اجتماع الهيئة العامة لهذه الغاية، وكانت عينة الدراسة مكونة من 28 شركة خلال الفترة ما بين 1997 و2005، وقد تم استخدام أسلوب الانحدار البسيط والمتعدد لاختبار فرضيات الدراسة، وقد تم التوصل في هذه الدراسة إلى أن إعلان نصيب السهم من صافي الربح وربحية السهم له أثر سلبي جوهري على تحديد سعر السهم، وتم التوصل بمقارنة المتوسطات قبل وبعد الإعلان عن توزيع الأرباح إلى أن الإعلان عن توزيع الأرباح يؤثر بشكل سلبي وضعيف على سعر السهم السوقي.

- دراسة نور أبو الرب ومفيد الظاهر(2006) بعنوان:

أثر قرار توزيع الأرباح على سعر السهم وحجم التداول للشركات المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية

هدفت الدراسة إلى معرفة أثر قرار توزيع الأرباح في القيمة السوقية وحجم التداول لأسهم الشركات المساهمة العامة والمتداولة في سوق فلسطين للأوراق المالية خلال الفترة الزمنية 1997-2004، ولتحقيق ذلك أجريت الدراسة على عينة قوامها 11 شركة مدرجة تمثل جميع القطاعات الاقتصادية، واعتمدت منهجية قائمة على تحليل البيانات والمستندة إلى رصد التغيرات النسبية في أسعار التداول وحجمها قبل شهر من قرار التوزيع حيث توصلت هذه الدراسة ومن خلال التحليلات الإحصائية إلى نتائج تبين وجود دلالة إحصائيا للعلاقة بين قرار التوزيع وحجم التداول وعلاقة غير دالة إحصائياُ مع أسعار الأسهم السوقية.

- **دراسة مشوقة طارق (2013) بعنوان:**

العلاقة بين صافي الدخل وعوائد الأسهم في عينة من الشركات المدرجة في سوق عمان المالي

أما دراسة مشوقة من العام 2013 فقد هدفت إلى اختبار العلاقة بين الأرباح وعوائد الأسهم السوقية للشركات المدرجة في سوق عمان المالي، وكانت عينة الدراسة مكونة من 16 بنك و58 شركة صناعية و35 شركة خدمية، وكانت فترة الدراسة من عام 2001 إلى عام 2009،وقد تم استخدام أسلوب الانحدار البسيط الاختبار العلاقة بين الأرباح وعوائد الأسهم السوقية، وقد تم التوصل إلى أن هناك علاقة ضعيفة بين الأرباح والعوائد بالنسبة إلى إجمالي العينة وبدون الفصل بين القطاعات، وبتطبيق نموذج الدارسة على كل قطاع تم التوصل إلى أن العلاقة الأقوى كانت في قطاع البنوك وأصبحت أضعف عند الانتقال إلى قطاع الخدمات والقطاع الصناعي، بالإضافة إلى أنه تم التوصل إلى أن المستثمرين يفهمون مكونات صافي الدخل ويدركون الممارسات المحاسبية.

دراسة خالد جمال نصر (2015) بعنوان:

أثر الإعلان عن توزيع الأرباح وربحية السهم في القيمة السوقية لأسهم الشركات الأردنية المدرجة في بورصة عمان للأوراق المالية

هدفت هذه الدراسة إلى قياس أثر الإعلان عن توزيع الأرباح والإعلان عن ربحية السهم في القيمة السوقية ألسهم الشركات المدرجة في بورصة عمان خلال الفترة الممتدة من عام 2009 إلى عام 2013. ومن أجل تحقيق هدف الدراسة تم احتساب متوسط القيمة السوقية ألسهم الشركات المدرجة في بورصة عمان لمدة عشرة أيام قبل تاريخ الإفصاح، ومقارنته مع متوسط القيمة السوقية لاسهم الشركات المدرجة في بورصة عمان لمدة عشرة أيام بعد تاريخ الإعلان، وتم استخدام أسلوب دراسة الحدث لهذه الغاية وذلك باستخدام اختبار عينتين مرتبطتين، وقد تم اعتماد اجتماع الهيئة العامة كتاريخ الإفصاح المعتمد للإعلان عن حدث توزيع الأرباح وربحية السهم. وتم التوصل إلى وجود أثر ذي دلالة إحصائية للإعلان عن توزيع الأرباح والإعلان عن ربحية السهم على القيمة السوقية لاسهم الشركات المدرجة في بورصة عمان خلال الفترة الممتدة من عام 2009 إلى عام 2013م

- **دراسة حسين محمد قشطة (2017) بعنوان:**

أثر الإعلان عن توزيعات الأرباح على أسعاروقيم تداول أسيم الشركات المدرجة في بورصة فلسطين

هدفت هذه الدراسة إلى قياس أثر الإعلان عن توزيع الأرباح على السعر السوقي للسهم وقيم التداول في السوق للشركات لمدرجة في بورصة فلسطين للأوراق المالية ولتحقيق ذلك تم إجراء دراسة تحليلية كمية للقوائم المالية للشركات المدرجة في بورصة فلسطين التي يجب عليها أن تجري توزيعات أرباح لمدة لا تقل عن ثلاث سنوات خلال الفترة الممتدة من 2007م حتى العام 2015 وباستخدام الأساليب الإحصائية المناسبة، فقد توصلت الدراسة إلى عدة نتائج كان من أهمها أن الإعلان عن نصيب السهم من الأرباح النقدية يؤثر على السعر السوقي للسهم. كما أن أسعار أسهم الشركات المدرجة بالبورصة الفلسطينية تتأثر بشكل ملحوظ عند الإعلان عن توزيعات الأرباح وبعدها. إضافة إلى وجود علاقة بين قيم تداول أسهم الشركات المدرجة وتاريخ الإعلان عن التوزيعات.

- **دراسة حورية بديدة ولعروسي العريب (2018) بعنوان:**

رد فعل السوق المالي تجاه إعلانات التغيرفي توزيعات الأرباح النقدية: حالة السوق المالي الفرنسي للفترة الممتدة 2010-2015.

هدفت هذه الدراسة إلى دراسة المحتوى الإعلامي لسياسة توزيع الأرباح، وذلك للتعرف على مدى تأثير الإعلان عن التغير في توزيع الأرباح النقدية على رد فعل السوق المالي الفرنسي. من خلال الاستعانة بأسلوب دراسة الحدث ومنهج بيانات البانل، والتي أجريت على عينة تشمل 153 حدث لـ 39 شركة مدرجة في المؤشر (CAC40)، للفترة الممتدة من 2010 إلى غاية 2015. وقد خلصت الدراسة إلى أن السوق الفرنسي يتفاعل مع إعالات توزيعات الأرباح. ويتفاعل أكثر مع الزيادات في التوزيعات. أما التخفيض في التوزيعات فلم يكن هناك أي ردة فعل. وتتماشى هذه النتيجة مع فرضية المحتوى الإعلامي للتوزيعات. كما توصلت نتائج البانل إلى أن التخفيض له أثر أقوى من الزيادة في التوزيعات، وأن حركة التغير متوازية مع العوائد غير العادية التراكمية، كما أن الزيادة في التوزيعات في ظل السوق

النازل تكون أقوى تأثيرا من الزيادة في التوزيعات يفي ظل السوق الصاعد، أما في حالة الانخفاض في التوزيعات المعلنة فيحدث العكس.

10.مميزات الدراسة الحالية عن الدراسات السابقة

تميزت هذه الدراسة عن الدراسات السابقة كونها حاولت إبراز أهمية المعلومات المحاسبية الواردة في الكشوف المالية السنوية والمتمثلة أساسا في الإعلانات عن توزيعات الأرباح النقدية وتغيراتها في تفسير تغيرات القيمة السوقية للأسهم (أسعار الأسهم)، وما يميز هذه الدراسة عن الدراسات السابقة أنها قامت بدراسة مقارنة للسوقين مالين ناشئين أحدهما في جنوب شرق أسيا والمتمثل في السوق الماليزي والأخر في الخليج العربي والمتمثل في السوق المالي السعودي حيث تم استخدام أسلوب دراسة الحدث من أجل معرفة تأثير الحدث المتمثل في الإعلانات عن توزيعات الأرباح النقدية وتغيرها على السلوك والسرعة التي تستجيب لها أسعار الأسهم لهذا النوع من المعلومات وذلك بواسطة قياس العوائد غير العادية المحققة.

كما تميزت الدراسة أيضا بقيامها بفحص كفاءة سوق المالي السعودي والسوق المالي الماليزي عند المستوى شبه القوي من الكفاءة إضافة إلى اختبار فرضيات المحتوي المعلوماتي للإعلان عن التوزيعات النقدية. علاوة على لذلك فقد استخدمت الدراسة الحالية البيانات اليومية حيث يرى Morse (1984) أن اختيار فترة قياس أقصر لاختبار أثر المعلومات المختلفة يعطي نتائج أفضل كما يرى Brown And Warner (1985) أن البيانات اليومية تزيد من قوة الاختبارات الإحصائية.

11.هيكل الدراسة

للقيام بدراسة الموضوع ومحاولة الإجابة على الأسئلة المطروحة في الإشكالية والوصول إلى الأهداف المنشودة من البحث، تم تقسيم البحث إلى خمسة فصول أربعة منها تناولت الجزء النظري من البحث في حين تناول الفصل الخامس الجزء التطبيقي منه وذلك على النحو التالي:

الفصل الأول تناول الكفاءة في أسواق رأس المال، حيث خصص **المبحث الأول** لماهية سوق رأس المال من خلال تعريف السوق المالي وتقسيماته، مع عرض لأهم الأدوات المتداولة في أسواق رأس المال، أما **المبحث الثاني** فقد اهتم بكفاءة سوق رأس المال وذلك بعرض مضمون نظرية السير العشوائي للأسعار ثم التطرق إلى إبراز مفهوم كفاءة أسواق رأس المال ومن ثم استعراض متطلبات الكفاءة وأنوعها في حين ركز **المبحث الثالث** على الصيغ المختلفة للكفاءة في سوق رأس المال. وذلك من خلال عرض فرض الصيغة ضعيفة القوة ثم تناول فرض الصيغة متوسطة القوة وبعدها فرض الصيغة القوية.

الفصل الثاني تناول الإطار النظري لقيمة المؤسسة في الفكر المالي، حيث خصص **المبحث الأول** لمفاهيم أساسية حول قيمة المؤسسة في الفكر المالي من خلال التعريف بمفهوم قيمة المؤسسة في الفكر المالي، مع عرض لأهم نماذج تقييم الأسهم وإبراز القيمة السوقية للسهم والعوامل المؤثرة عليها، أما **المبحث الثاني** فقد اهتم بتفسير قيمة المؤسسة وفق النظريات المالية المعاصرة كنظريتي الوكالة والإشارة ثم تطّرق إلى إبراز قيمة المؤسسة في ظل وجود تكاليف الإفلاس.

الفصل الثالث: تناول سياسة التوزيعات وقيمة السهم، حيث خصص **المبحث الأول** لعرض الإطار لمفاهيمي لسياسة توزيع الأرباح، مع إبراز مفهوم سياسات التوزيعات وأشكالها وبدائلها المختلفة ومن دون إغفال محدداتها والعوامل المؤثرة عليها، أما **المبحث الثاني** فقد اهتم بالمقاربات النظرية المفسرة لأثر سياسة التوزيعات على قيمة السهم في ظل فرضيات السوق ذات الكفاءة التامة حيث تطرق إلى إبراز مفهوم كفاءة أسواق رأس المال ومن ثم استعراض متطلبات الكفاءة وأنوعها في حين ركز **المبحث الثالث** على المقاربات النظرية المفسرة لأثر سياسة التوزيعات على قيمة السهم في ظل اختلال فرضيات السوق ذات الكفاءة التامة، وذلك من خلال تناول سياسة التوزيع وفق نظرية التمييز الضريبي وتفسيرها وفق نظريات الصفقات، الوكالة ،ونظرية أثر الزبون ونظرية الإشارة وفي الأخير تم تقيم هذه النظريات المفسرة لسياسة التوزيعات.

الفصل الرابع تناول المحتوي ألمعلوماتي للتوزيعات الأرباح ، حيث خصص **المبحث الأول** لعرض علاقة التوزيعات بمشكلة عدم تماثل المعلوماتي ، مع إبراز مشكلة عدم تماثل المعلومات ودور الإفصاح في التقليل منها وتوضيح وضع التوزيعات في ظل تماثل المعلومة (حيادية التوزيعات) ووضعها في حالة عدم تماثل المعلومة (عدم حيادية التوزيعات)، أما **المبحث الثاني** فقد اهتم المحتوي ألمعلوماتي لقرار التوزيع حيث تطرق إلى إبراز مفهوم المحتوي ألمعلوماتي ومن ثم استعراض المحتوي ألمعلوماتي لسياسة التوزيع غير النقدية وعلاقة الإعلان عن توزيعات الأرباح بسعر السهم في حين ركز **المبحث الثالث** على منهجية دراسة الحدث وذلك من خلال التعريف بها وعرض خطواتها بالإضافة إلى تقديم لأهم النماذج المستخدمة فيها.

الفصل الخامس تناول دراسة تطبيقية مقارنة لأثر الإعلان عن توزيعات الأرباح النقدية على سعر السهم بين السوقين محل الدراسة، حيث خصص **المبحث الأول** للتعريف بسوق رأس المال السعودي مع إعطاء نظرة عامة عن السوق المالي السعودي وتوضيح وتقسيماته وعرض لأهم التطورات التي عرفها سوق الأسهم السعودي على مستوى مجموعة من المؤشرات، أما **المبحث الثاني** فقد اهتم بالتعريف بسوق رأس المال الماليزي حيث تطرق إلى إبراز مفهوم سوق رأس المال الماليزي والوظائف التي يقوم بها ، ومن ثم تم استعراض أقسام سوق الأوراق المالية الماليزية والجهات الرقابية عليها بالإضافة إلى عرض لأهم التطورات التي عرفها سوق الأسهم الماليزي على مستوى مجموعة من المؤشرات في حين ركز **المبحث الثالث** على دراسة تطبيقية مقارنة لأثر الإعلان عن توزيعات الأرباح النقدية على سعر السهم بين سوق رأس المال السعودي وسوق رأس المال الماليزي، حيث تم تحديد من خلاله عينة ومجتمع الدراسة والمنهجية المستخدمة بالإضافة إلى تحليل ومناقشة النتائج التي تم التوصل إليها في الدراسة التطبيقية .

الفصل الأول: الإطار النظري لكفاءة سوق رأس المال

تمهيد

بالرغم من كون سوق رأس المال يعد مفهوما حديثا نوعا ما مقارنة بأسواق باقي المنتجات، إلا انه عرف تطورات هائلة سواء من حيث التنظيم، الأنواع، أو وسائل وآليات العمل، أو من حيث القواعد والتشريعات التي يتم العمل بها داخل هذا السوق بهدف تشجيع وجلب المتعاملين الاقتصاديين لهذا النوع من الأسواق. فإذا رجعنا إلى الجانب التاريخي، فسنجد أن كل تطور، أو كل تقدم عرفته أسواق رأس المال كان نتيجة حتمية للتطور الاقتصادي والصناعي وحتى السياسي الذي عرفته الدول. ومن هنا تحظى أسواق رأس المال باهتمام بالغ في الدول المتقدمة والنامية على حد سواء وذلك لما تقوم به هذه الأسواق من دور هام في تعبئة المدخرات الوطنية وتوجيهها في قنوات استثمارية مختلفة تعمل على دعم الاقتصاد القومي في مجالات التنمية الاقتصادية والاجتماعية. ولقد شهدت السنوات الأخيرة اهتماما متزايدا من قبل المستثمرين والمحللين الماليين بالأسواق المالية في الدول النامية، إذا أنها توفر فرص استثمارية ممتازة وعامل جذب هام لرؤوس الأموال المحلية والأجنبية في تلك الدول.

كما أن كفاءة الأسواق المالية وتنظيمها يدعم النمو الاقتصادي الشامل للبلاد. وعليه سنتطرق في هذا الفصل إلى إبراز الكفاءة في أسواق رأس المال، حيث تم في المبحث الأول عرض لماهية سوق رأس المال، أما المبحث الثاني فقد اهتم بكفاءة سوق رأس المال في حين ركز المبحث الثالث على الصيغ المختلفة للكفاءة في سوق رأس المال واختباراتها.

المبحث الأول: ماهية سوق رأس المال

في ظل تعدد الأبحاث التي تناولت مفهوم أسواق رأس المال واختلاف وجهات النظر الباحثين حول مفهومها غير أن هذا الاختلاف لم يكن حول جوهر سوق رأس المال فالأساس واحد، وإنما الاختلاف يكمن في الزاوية التي ينظر إلى سوق رأس المال. وعلى اعتبار أن سوق رأس المال جزء من السوق المالي سنستعرض في هذا المبحث مفهوم السوق المالي وتقسيماته وكذا أهم الأدوات المالية المتداولة فيه.

المطلب الأول: مفهوم السوق المالي

سنحاول فيما يلي التعريف بالسوق المالي وتوضيح مدي أهميته مع إبراز اهم وظائفه التي يقوم بها.

1.تعريف السوق المالي

يعمل السوق المالي على تأدية عدة وظائف للاقتصاد الوطني أهمها حشد وتعبئة وتوجيه الموارد المالية، والمساهمة في تخصيص الموارد الاقتصادية بكفاءة، بالإضافة إلى تسهيل التداول وتوزيع وتنويع المخاطر، وزيادة الاستثمارات. ويمثل السوق المالي آلية يتم من خلالها تحويل الموارد المالية من الوحدات الاقتصادية المدخرة التي تتوفر على فوائض مالية تمثل عرض الأموال إلى الوحدات الاقتصادية التي تعاني من عجز الموارد المالية وتعكس الطلب على الموارد المالية. أي أن السوق المالي يحول الموارد المالية من الوحدات التي لا تمتلك القدرة والرغبة على الاستثمار إلى الوحدات التي تتوفر على الفرص الاستثمارية وتمتلك القدرة على الاستثمار.[1] وبعبارة

[1] Frederic S. Mishkin, **Financial Markets: Institutions and Money**, Harper Collins Publisher, New York ,USA,1995,P 2

أخرى يقوم السوق المالي بجذب وتجميع مدخرات الأفراد والفوائض المالية لدى منشآت الأعمال وغيرها، (الوحدات ذات الفائض المالي) وإتاحتها إلى الجهات التي تحتاج إليها، (الوحدات ذات الاحتياج المالي).[1] كالشركات التي ترغب بالحصول على الأموال من اجل تطوير مشاريعها.

ويعرف السوق المالي كذلك بأنه عبارة عن مؤسسة تعنى بشؤون الاستثمار في الأوراق المالية من إصدار وتداول، حيث يجري بيع وشراء الأوراق المالية كالأسهم والسندات وتحتمل عملياتها من العوائد والمخاطر.

كما تعرف أيضا بأنها ذلك الإطار الذي يجمع بائعي الأوراق المالية بمشتري تلك الأوراق، وذلك بغض النظر عن الوسيلة التي يتحقق بها هذا الجمع، أو المكان الذي يتم فيه، ولكن بشرط توفر قنوات اتصال فعالة بين المتعاملين في السوق بحيث تجعل الأثمان السائدة في أية لحظة زمنية معينة واحدة بالنسبة لأية ورقة مالية متداولة فيه.[2]

من العرض السابق يمكن تعريف السوق المالي على انه سوق يتم فيه تبادل الأصول المالية ومشتقاتهما بيعًا وشراءً، إذ يتم في معظم دول العالم تأسيس أسواق مالية رسمية منظمة وظيفتها إيجاد وتطوير الأصول المالية وتنظيم عمليات تبادلها.

2 .آلية تحويل الموارد المالية داخل السوق المالي

تتجلى أهم وظيفة للسوق المالي في تحويل الموارد المالية من الوحدات ذات الفائض إلى الوحدات التي ذات العجز في الموارد المالية، وتتم عملية تحويل الموارد المالية داخل السوق المالي من خلال أسلوبين هما: التمويل المباشر والتمويل غير المباشر

1.2. التمويل المباشر

يتم التمويل المباشر من خلال قيام الوحدات ذات العجز (المقترضين، ملاك النشاط) بإصدار أصول مالية مباشرة تمثل التزامات مالية عليهم في شكل أسهم وسندات، قصد بيعها بصفة مباشرة إلى الوحدات ذات الفائض (المدخرين).

2.2 التمويل غير المباشر

يكون التمويل غير مباشر عندما تشتري المؤسسات المالية الوسيطة الموارد المالية من الوحدات ذات الفائض في مقابل إصدار وبيع أصول مالية غير مباشرة لهذه الوحدات. الأصول المالية غير المباشرة تصدرها المؤسسات المالية الوسيطة.

3. أهمية السوق المالي

يمكن أن نلخص أهمية السوق المالي في النقاط التالية كما يلي: [3]

- استقطاب الفائض في رأس المال غير الموظف في الاقتصاد القومي وتحويله من مال غير مستغل إلى رأسمال موظف وفعال في الدورة الاقتصادية؛

[1] Madura, J. **Financial Institutions & Markets**, 8th Edition, Thomson Corporation, China, 2008, P 20

[2] مطر محمد، **إدارة الاستثمارات: الإطار النظري والتطبيقات العملية**، دار وائل للنشر التوزيع، عمان، 2006، ص 80

[3] Bodie. Z. Kane, A. & Marcus, A, **Essentials of Investments**, 7th Edition, McGraw-Hill Companies, New York, USA , 2008, P 6

- إتاحة الموارد الحقيقية لتمويل المشروعات من خلال طرح الأسهم أو السندات أو إعادة بيع كل من الأسهم والسندات المملوكة للمشروع؛
- تحفيز الشركات المدرجة أسهمها في تلك الأسواق على متابعة التغيرات الحاصلة في أسعار أسهمها ودفعها إلى تحسين أدائها وزيادة مردوديتها مما ينعكس إيجابا على أسعار أسهمها؛
- توفير الحافز الحيوي لدي جماهير المستثمرين من خلال تحقيق السعر العادل للأوراق المالية المتداولة في سوق الأوراق المالية وحماية الأطراف المتبادلة؛
- المساعدة في زيادة مستويات الإنتاج في الاقتصاد من خلال تمويل الفرص الاستثمارية التي تؤدي إلى رفع مستويات الإنتاج وبالتالي رفع مستويات التشغيل أو التوظيف وبالتالي تحقيق مستويات أفضل للمداخيل سواء على المستوي الفردي أو القومي.

4 .وظائف السوق المالي

تقوم الأسواق المالية بوظائف عديدة نوجز أهمها في النقاط التالية كما يلي:

- تمثل الأسواق المالية أداة فعالة وأساسية في اتخاذ القرارات الاستثمارية، لأنها توفر معلومات عامة وخاصة عن الأوراق المالية التي تتداول فيها، واستنادا لهذه المعلومات يمكن للمستثمر شراء أو بيع الأصل المالي الملائم في الوقت الملائم وبناء تنبؤات للعوائد والمخاطر لمتوقعة منه؛[1]
- عملية تداول الأصول المالية في هذه الأسواق تسمح للمتعاملين بتحقيق الكفاءة والفاعلية في توزيع مواردهم المتاحة على الفرص الاستثمارية الواعدة (المربحة) بما ينعكس أثره على الوضع الاجتماعي والاقتصادي للمجتمع؛ [2]
- يوفر السوق المالي فرصة للتفاعل ما بين البائعين والمشترين تؤدي إلى تحديد الأسعار للأوراق المالية المتداولة؛
- يقدم السوق المالي الآلية المناسبة لبيع الأصل المالي أو شرائه، بوتيرة سريعة وبأسعار أقل وبالتالي يمكن المستثمر من الحصول على السيولة؛[3]
- توفر السوق المالي بشكله الرسمي يخفض من تكلفة جمع المعلومات الضرورية لاتخاذ قرار الاستثمار،[4] فمن خلال توفر أجهزة السوق الأمر الذي يساهم في تقليص المصاريف المترتبة على اتخاذ مثل هذا (قرار الاستثمار)؛
- توفير الآلية المناسبة والفعالة للمحافظة على الاستقرار النقدي في البلد، عن طريق الإبقاء على معدلات التضخم في أدنى مستوياتها، والمحافظة على أسعار صرف العملة؛

[1] Mishkin, F.S. S. G. Eakins, **Financial Markets & Institutions,** 7th Edition Library of Congress,USA,2012, P 24
[2] Jaffe,Westerfield,Ross, **Corporate Finance** ,6th Edition, McGraw-Hill Companies ,USA, 2003, P 63
[3] Stephen G.Cecchetti, Kermit L. Schoenholtz, **Money, Banking, and Financial Markets**, 4th edition, McGraw-Hill Education, 2015, USA, P 3
[4] **Ibid** P 7

- توفير تسوية سهلة وسلسة للديون الناجمة عن التبادل التجاري المحلي أو الخارجي بين الأفراد والمؤسسات على السواء، وهذا بدوره يساهم في دعم جهود تطوير التجارة المحلية والأجنبية.

المطلب الثاني: تقسيمات السوق المالي

يمكن تقسيم الأسواق المالية إلى عدة تقسيمات والتقسيم الأكثر شيوعاً قائم على أساس المعاملات المالية ولهذا فان السوق المالي يقسم إلى سوقين سوق رأس المال (سوق المعاملات طويلة الأجل) والأسواق النقدية (سوق المعاملات قصيرة الأجل). وسنحاول فيما يلي عرض تقسيمات الأسواق المالية من خلال جملة من المعايير المعتمدة في هذه التقسيمات.

1. سوق النقد (The Money Markets)

وهي الأسواق التي تتداول فيها الأوراق المالية قصيرة الأجل[1] ، أي الأوراق المالية التي تستحق خلال سنة واحدة أو أقل [2] وعادة ما تكون الأوراق المالية في السوق النقدية أكثر تداول على نطاق أوسع من تداول الأوراق المالية في سوق رأس المال، وهي أكثر سيولة، بالإضافة إلى ذلك فإن الأوراق المالية قصيرة الأجل اقل تقلباُ في أسعارها من الأوراق المالية طويلة الأجل، مما يجعل الاستثمار فيها أكثر أمنا ونتيجة لذلك فان الشركات والبنوك تستخدم السوق النقدية لكسب الفائدة على الأموال الفائضة التي تتوقع أن تحصل عليها بشكل مؤقت فقط.[3]

ويعرف سوق النقد أيضا بأنه الألية التي يتم من خلالها إصدار وتداول الإصدارات النقدية (الأصول أو الأوراق قصيرة الأجل الأقل من عام). ونجد في الأسواق النقدية نوعين من الأسواق هما:

1.1. السوق الأولي (Primary Market)

وهي تلك السوق التي يتم فيها الحصول على الأموال المراد توظيفها لمدة قصيرة وبأسعار فائدة تتحدد بعدة عوامل، أي أن محله إصدارات نقدية جديدة تمثل البيع الأول.

2.1. السوق الثانوي (Secondary Market)

وهي تلك السوق التي يتم فيها تداول الإصدارات النقدية بأسعار فائدة محددة وفق قانون العرض والطلب أي أن محله إصدارات مستعملة يتم تداولها بين مشتريها الأول ومشترين آخرين، والسوق الثانوي أهم من السوق الأولي لدرجة أنه عندما نذكر سوق النقد يكون المقصود بذلك السوق الثانوي للنقد.

2. أسواق رأس المال (The Capital Markets)

أسواق رأس المال وهي تلك الأسواق التي يتم التعامل فيها بالأوراق المالية طويلة الأجل كالأسهم والسندات، فسوق رأس المال يعتبر المحرك الرئيسي الذي يدفع أي اقتصاد في طريقه إلى النمو باعتباره المسؤول عن تكوين ونمو رأس المال على المدى الطويل، والوظيفة الأساسية لسوق رأس المال هو تعبئة الأموال من المدخرين وتحويلها إلى الاستخدامات المنتجة.

---

[1] Frederic S. Mishkin**, The Economics of Money, Banking, And Financial Markets**, 10th Edition, Pearson Series in Economics, USA, 2013, P 29

[2] Jeff Madura, **Financial Markets And Institutions,** 11th Edition, Cengage Learning, Canada,2015, P 135

[3] Ross, G,**An Introduction to Corporate Finance**, Second Edition, John Wiley & Sons Ltd, England,2006, P 27

ولا تتحقق هذه والوظيفة إلا بتوفر سوق رأس مال كفء يحتوي على معلومات عن الأوراق المالية من شأنها أن تساعد المستثمرين على اتخاذ قراراتهم الاستثمارية.[1]

كما تعرف أسواق رأس المال بالمكان الذي تلتقي فيه الشركات والمؤسسات التي تحتاج إلى رؤوس الأموال لتمويل أنشطتها التشغيلية بالأفراد والمؤسسات التي تحوز على رؤوس أموال لاستثمارها، ويجب على كل من الشركات والأفراد الإلمام والإدراك الكامل لقواعد السوق المالي.[2]

أما التعريف المحدود لسوق رأس المال والأكثر شيوعاً في الاستعمال هو الذي يقتصر على السوق المنظمة" **البورصة** "للأسهم والسندات والتي يتم التعامل فيها بالبيع والشراء بواسطة خدمات الوسطاء والمسموح لها بالتعامل في السوق وبالإضافة إلى ضامني تغطية الاكتتاب.[3]

من خلال ما سبق يمكن تعريف سوق رأس المال بأنه مجموعة المؤسسات والعلاقات التي من خلالها تتعامل قوى العرض والطلب على الأصول المالية بشكل عام وعلى الأوراق المالية طويلة الأجل (الأسهم والسندات).

3. معايير تصنيف سوق رأس المال

سنقوم فيما يلي بتقسيم سوق رأس المال على أساس عدة معايير على النحو التالي:

1.3 معيار عملية التمويل

تقسم أسواق رأس المال من حيث التمويل إلى سوق الإقراض وسوق الأوراق المالية كما يلي:

1.1.3. سوق الإقراض

وهو ذلك السوق الذي يتم التداول فيه بواسطة الأوراق المالية (سوق الإقراض المباشر)، وتقوم بهذه المعاملات المؤسسات المصرفية وغير المصرفية، وبصفة خاصة البنوك المتخصصة.

2.1.3.سوق الأوراق المالية

وهي الأماكن التي تجرى فيها المعاملات في ساعات محددة من قبل، ومعلن عنها على الأوراق المالية، وذلك بواسطة سماسرة محترفين مؤهلين ومتخصصين في هذا النوع من المعاملات، على أن يتم التعامل بصورة علنية سواء بالنسبة للأوراق المالية، أو بالنسبة للأسعار المتفق عليها عن كل نوع.[4]

وتعرف أيضا بأنها السوق الذي يتم التعامل فيه بالأوراق المالية من أسهم وسندات، وقد تكون منظمة أو غير منظمة ففي الأولى تتم صفقات بيع وشراء الأوراق المالية في مكان منتظم يتكون من عدد من التجار في موقع جغرافي واحد معين يعرف ب " **البورصة**" أما السوق غير المنظمة فنجد فيه السماسرة حيث يباشر كل منهم نشاطه في مقره ويتصلون ببعضهم بواسطة الحواسيب. كما أن أسواق الأوراق المالية قد تكون محلية أو عالمية

---

[1] J. Mary, Samson. A. Adedinran, A.O. Elizabeth **, "Capital market as a veritable source of development in Nigeria economy",** Journal of Accounting and Taxation Vol.4, no1, (Feb., 2012), PP 7-18

[2] Grinblatt Titman**, Financial Markets and Corporate Strategy**, Second Edition, the McGraw−Hill Companies, 2002, P 3

[3] الزبيدي حمزة، **الاستثمار في الأوراق المالية**، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، عمان، 2001، ص 114

[4] محمد سويلم، **إدارة البنوك وبورصات الأوراق المالية**، الشركة العربية للنشر والتوزيع، ص 272

ففي الأولى تتداول الأوراق المالية الخاصة بالمنشآت والهيئات المحلية، أما الثانية فتتوسع لوجود المستثمرين الأجانب وتداول أوراق مالية لمنشآت وهيئات من دول أجنبية.[1]

من خلال ما سبق يكمن تعريف سوق الأوراق المالية بأنه تلك السوق التي يتم فيها التعامل بالأوراق المالية من أسهم وسندات بيعاً وشراء، بحيث تشكل إحدى القنوات التي يتحول فيها رأس المال من وحدات الادخار الرئيسة (أفراد مؤسسات) إلى وحدات الاستثمار(مشاريع الأعمال والحكومة).

2.3. معيار طريقة التداول

من خلال هذا المعيار فإن التقسيم يكون على النحو التالي:

1.2.3. الأسواق الحاضرة (The Immediate or Current Markets)

وهي تلك الأسواق التي يتم من خلالها تداول الأوراق المالية بصورة فورية بين البائعين والمشترين،[2] كما تقوم هذه الأسواق بإتمام عمليات البيع والشراء آنيًا خلال انعقاد جلسة التداول.

2.2.3.الأسواق الآجلة (Futures Markets)

وهي تلك الأسواق التي يتم من خلالها تداول الأوراق المالية بواسطة عقود واتفاقيات يتم تنفيذها في تاريخ لاحق،[3] على أن يكون التعامل فيها بالأوراق المشتقة، والتي تعرف بأنها عقود مالية تشتق قيمتها من الأسعار الحالية للأصول المالية أو العينية محل التعاقد، ومن أهم أنواع الأوراق المشتقة نجد العقود المستقبلية، عقود الاختيار والعقود الآجلة.

3.3. معيار المنتجات المالية المتداولة في السوق

تعتبر الورقة المالية صكًا يعطي لحامله الحق في الحصول على جزء من العائد أو الحق في جزء من أصول الشركة أو الاستفادة من الحقين معًا. بحسب هذا المعيار يمكن تقسيم السوق إلى:

1.3.3.أسواق أدوات الملكية

وهي الأسواق التي يتم من خلالها إصدار وتداول الأسهم العادية المصدرة من قبل شركات المساهمة، فالأسهم العادية تعطي لحاملها حق المشاركة في الدخل الصافي للشركة، علاوة على ذلك فإن الإصدارات من الأسهم العادية تزداد لعدة أسباب منها زيادة عدد الشركات المقيدة في سوق الأوراق المالية على إثر خصخصة شركات القطاع العام، ونمو حجم الإصدارات الجديدة من قبل الشركات المقيدة في السوق، بالإضافة إلى حدوث ارتفاع على مستوي أسعار الأسهم.

2.3.3.أسواق أدوات الدين

وهي تلك الأسواق التي يتم من خلالها إصدار وتداول الأوراق المالية ذات الاستحقاق الطويل الأجل،[4] وتعتبر السندات التي تصدرها منشآت الأعمال بمثابة عقد أو اتفاق بين المنشأة (المقترض) والمستثمر

---

[1] عبد الباسط وفا محمد حسن، **بورصة الأوراق المالية ودورها في تحقيق أهداف تحول مشروعات القطاع العام إلى الملكية الخاصة**، دار النهضة العربية، 1996، ص 25

[2] Frederic S. Mishkin Stanley G. Eakins, **Financial Markets And Institutions**, 7th Edition, Pearson Education, USA, ,2012, P 593

[3] **Idem**

[4] Roy E. Bailey, **The Economics of Financial Markets,** Cambridge University Press, USA, 2005,P 3

(المقرض)، وعلى أساس هذا الاتفاق يقرض الطرف الثاني مبلغًا إلى الطرف الأول، الذي يتعهد بدوره برد أصل المبلغ وفوائده المتفق عليها في تواريخ محددة، ويعود النمو في زيادة إصدار السندات إلى حدوث تحسن نسبي في شروط إصدارات السندات الجديدة نتيجة لتحسن القدرة الائتمانية للأطراف المتعاقدة.

4.3 معيار طبيعة عمل السوق

وفقًا لهذا المعيار تقسم أسواق الأوراق المالية إلى نوعين من الأسواق هما السوق الأولية والسوق الثانوية.

1.4.3. السوق الأولية (Primary Market)

وهي السوق المالية التي يتم فيها إصدار الأوراق المالية الأصلية والتي تصدر لأول مرة.[1] كالأسهم والسندات وتباع للمشترين لأول مرة من قبل الشركات أو الوكالات الحكومية التي تحصل على النقود مقابلها، أي أن هناك عملية اقتراض في حال إصدار السندات، وزيادة رأس المال في حال إصدار الأسهم، إن السوق الأولية للسندات غالبا ما تكون غير معروفة لدي الجمهور وذلك لأن عمليات البيع للمشترين الأوليين عادة ما تتم في مكاتب مغلقة، ومن أهم المؤسسات المالية الوسيطة التي تساعد في عمليات البيع الأولي للأوراق المالية في السوق الأولية هي مصارف الاستثمار.

2.4.3. السوق الثانوية (Secondary Market)

وهي السوق التي من خلالها يتم تداول الأوراق المالية فيها بيعا وشراء بواسطة السماسرة والوسطاء ولذلك تسمى بسوق التداول،[2] وهي السوق التي يتم فيها إعادة بيع الأوراق المالية التي سبق إصدارها وبالتالي تداولها، ومن الأمثلة عليها بورصة نيويورك، وناسداك في أمريكا، وبورصة لندن. فحين يقوم شخص ما بشراء ورقة مالية من السوق الثانوية فإن بائع هذه الورقة يحصل على نقود في عملية المبادلة من المشتري، غير أن الشركة التي أصدرت هذه الورقة لا تتحصل على أي نقود جديدة، فأي شركة تحوز نقود جديدة فقط عندما تباع الورقة المالية لأول مرة في السوق الأولية، ومع ذلك فإن السوق الثانوية تقوم بأداء وظيفتين رئيسيتين هما:

- تجعل عملية إعادة بيع الأدوات المالية من أجل الحصول على السيولة أكثر سهولة، بمعنى أن هذه الأدوات تجعل التعامل أكثر سيولة؛
- أنها تحدد أسعار الأدوات المالية التي تصدرها الشركات وتبيعها في السوق الأولية.

5.3. معيار درجة تنظيم السوق

وتنقسم السوق المالية الثانوية بدورها إلى قسمين هما:

1.5.3. السوق المنظمة (Organized Quasi Auction Market)

ويقصد بها تلك السوق التي يتعامل فيها بالأوراق المالية المقيدة لدى لجنة الأوراق المالية أو البورصة بغض النظر عن الموقع الجغرافي للشركة أو الهيئة المصدرة لتلك الأوراق المالية كبورصة لندن وبورصة طوكيو وبورصة

[1] Cheng-Few Lee & Alice C, Lee, **Encyclopaedia of Finance,** Springer Science Inc. New York, USA, 2006,P 21

[2] Richard Pike & Bill Neale, **Corporate Finance and Investment Decisions & Strategie**s, 5th Edition , Pearson Education Limited, England,2006, P 25

نيويورك للأسهم. أما البورصات المحلية أو بورصات المناطق فهي تتعامل بأوراق مالية لمشروعات صغيرة تهم مهور المستثمرين في النطاق الجغرافي للمشروعات أو في المناطق القريبة منها. كما أن الأسواق المنظمة تنظم وتسهل عملية تداول الأوراق المالية فيها [1] وذلك من خلال نظام المزاد العلني، حيث يتم تسجيلها في هذه الأسواق وفقًا لقواعد معينة.

2.5.3. السوق غير المنظمة (Over The Counter Market)

وهي تلك السوق التي يتعامل فيها بالأوراق المالية خارج الأسواق المنظمة (البورصات)،[2] والتي يطلق عليها المعاملات على المنضدة والتي تقوم بها بيوت السمسرة المنتشرة في جميع أنحاء الدولة وكذلك تسمى بالأسواق الموازية، ولا يوجد مكان مادي لهذه الأسواق، فهي عبارة عن شبكة اتصالات تجمع بين السماسرة والتجار والمستثمرين المنتشرين داخل الدولة، وتتمثل هذه الشبكة في خطوط تليفونية أو أطراف للحاسب الآلي أو غيرها من وسائل الاتصال السريعة.

ويتم التعامل في الأسواق غير المنظمة أساسًا بالأوراق المالية غير المسجلة في الأسواق المنظمة، وبالأخص السندات. وذلك لأن التعامل فيها بالأسهم عادة ما يكون على نطاق أضيق، وهذا لا يمنع من تعامل هذه الأسواق بالأوراق المسجلة في الأسواق المنظمة، حيث تتم عملية التداول بطريقة التفاوض بين المستثمرين ووكلاء الأسهم الذين يعلنون عن أسعارهم على الكمبيوتر لتحديد السعر النهائي للصفقة. ومن أهم الأمثلة على هذه الأسواق غير المنظمة هو سوق الناسداك الأمريكي ويؤخذ على هذه الأسواق أنه لا توجد آليات للحد من التدهور أو الارتفاع الحاد في الأسعار والذي قد يحدث بسبب عدم التوازن بين العرض والطلب. ويتواجد داخل السوق غير المنظمة نوعان من الأسواق هما:

1.2.5.3.السوق الثالث

وهو ذلك القسم من السوق غير المنظمة، حيث يتكون من السماسرة غير الأعضاء في السوق المنظمة، والذين يقدمون خدمات التعامل في الأوراق المالية للمؤسسات الاستثمارية الكبيرة، وتتميز معاملات هذا السوق بقلة تكلفتها، وكذا سرعة تنفيذها، كما نجد أن لهؤلاء السماسرة حق التعامل في الأوراق المالية المسجلة في السوق المنظم.[3]

2.2.5.3. السوق الرابع

وهو سوق التعامل المباشر بين الشركات الكبيرة مصدرة الأوراق المالية وبين أغنياء المستثمرين، دون الحاجة إلى سماسرة أو تجار الأوراق المالية، ويتم التعامل بسرعة وبتكلفة بسيطة من خلال شبكة اتصالات إلكترونية وهاتفية حديثة وهو ما يشبه السوق الثالث لأن الصفقات تتم خارج البورصة أي خارج السوق المنظمة، وهذا بالتعامل بكل الأوراق المالية المتداولة داخل وخارج السوق المنظم.[4]

---

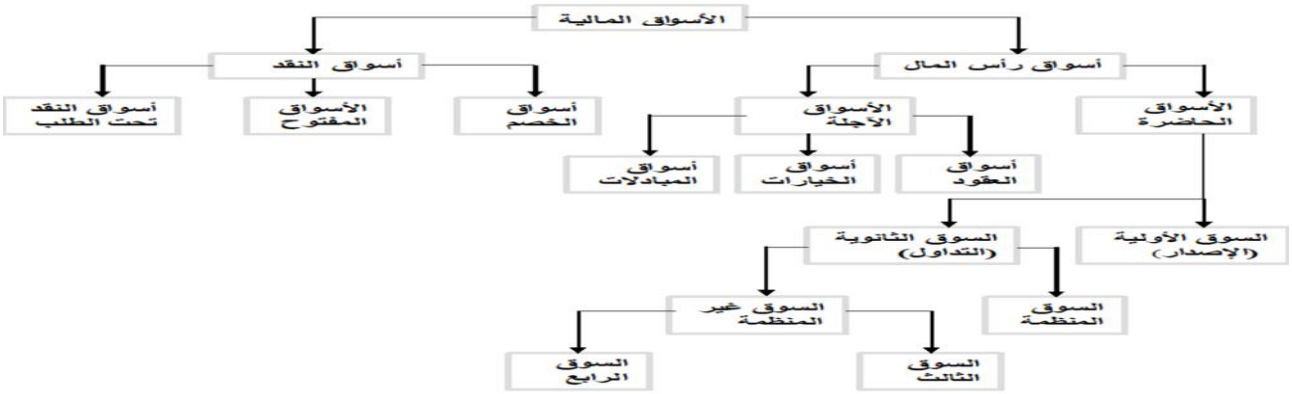
[1] Arthur J. Keown John D. Martin J. William Petty, **Foundations of Finance: The Logic and Practice of Financial Management**, 9th, edition, Library of Congress, Pearson Education, Inc., New Jersey,USA,2014,P 25

[2] **Idem**

[3] منير إبراهيم الهندي، **الأوراق المالية وأسواق رأس المال**، منشأة المعارف، جامعة طنطا، الإسكندرية، مصر، 1993، ص 109

[4] منير إبراهيم هندي، **إدارة الأسواق والمنشآت المالية**، منشأة المعارف، الإسكندرية، مصر، 1997، ص 510

الشكل (1-1): يمثل تقسيمات السوق المالي الأكثر شيوعا



المصدر: عباس كاظم ألدعمي، **السياسات النقدية المالية**، الطبعة الأولى، دار الصفاء للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2010، ص 14

المطلب الثالث: الأدوات المالية في سوق رأس المال

يوفر سوق رأس المال أدوات تمكن من الحصول على تمويل في آجال تتعدي السنة وقد تصل إلى ثلاثين سنة بل إن بعضها ليس له أجل على عكس أدوات سوق النقد والتي تتميز بقصر آجالها. والهدف من اللجوء إلى هذا النوع من الأدوات هو الاستفادة من تمويل لمشروعاتهم التي يتوقعون أن تصل إلى مستوى إنتاج يعود عليهم بعوائد في الأجل الطويل، وتمكنهم من تسديد القروض التي حصلوا عليها عبر الاقتراض من سوق رأس المال، وكذلك الرغبة في زيادة رأس مال المؤسسات عبر طرح مثل هذه الأدوات للاكتتاب كما هو الحال بالنسبة للشركات المساهمة. ومن أهم أدوات سوق رأس المال نجد الأسهم والسندات والأدوات المالية الحديثة. (المشتقات)

1. الأسهم

تعتبر الأسهم من اهم أدوات الملكية في سوق رأس المال وسنحاول فيما يلي التعريف بها واستعراض أنواعها

1.1. التعريف بالأسهم

وهي عبارة عن مستند ملكية له قيمة اسمية، وقيمة دفترية، وقيمة سوقية، وتتمثل القيمة الاسمية في القيمة المدونة على السهم، أما القيمة الدفترية هي قيمة حقوق الملكية والتي تتضمن بالإضافة إلى قيمة السهم الاسمية مجموع الاحتياطات والأرباح المحتجزة مقسمة على عدد الأسهم المصدرة، وأخيرا القيمة السوقية وتتمثل في القيمة التي يباع بها السهم في سوق رأسمال.[1]

[1] مفلح محمد عقل، **مقدمة في الإدارة المالية والتحليل المالي**، دار النشر مكتبة المجتمع العربي، عمان، 2005، ص 105

ويمكن أن تعرف الأسهم أيضا بأنها عبارة عن صكوك متساوية القيمة قابلة للتداول في بورصة الأوراق المالية بطرق تجارية، حيث تمثل مساهمة في رأس مال إحدى شركات الأموال عموما، ويمثل السهم نصيب الشريك في الشركة التي يساهم في رأسمالها والذي يتكون من مجموعة الحصص ذات الطابع العيني أو النقدي.[1]

ومن خلال ما سبق يمكن القول بأن السهم عبارة عن وثيقة مالية (صك) تمكن حامليها من حقوق ملكية على صافي الدخل وعلى موجودات الشركة، حيث يتم دفع جزء من أرباح الشركة للمساهمين والجزء المتبقي يتم احتجازه.

2.1. أنواع الأسهم

تنقسم الأسهم على عدة أصناف كما يلي:

1.2.1. الأسهم حسب الشكل الذي تتداول به

يمكن أن نصنف الأسهم حسب الشكل الذي تتداول به إلى:

1.1.2.1. أسهم اسمية

وهي أسهم تضم اسم صاحبها، وتسجل فيها البيانات المقيدة في السجل وتشتمل على ما يلي:[2]

- الاسم، اللقب، صناعة، وطن وجنسية المساهم، نوع ورقة الأسهم التي يمتلكها، ونوع الشركة وعنوانها، رأسمالها، ومركزها؛
- بيان المدفوع من قيمة الأسهم، وذلك لأن كل مساهم مدين لكل ما أكتتب به؛
- عملية التنازل التي تمت وتاريخ حدوثها، وذلك لأن القاعدة العامة تقتضي بأن الشركة لا تستطيع أن ترفض الاعتراف بالمشتري الجديد.

2.1.2.1. أسهم لحاملها

الأسهم لحاملها وهي التي تصدر بشهادة لا تحمل اسم مالك هذا السهم، ويتم التنازل عن هذا النوع من الأسهم بتسليمه من يد إلى يد أخرى، ولا تلتزم الشركة بتسديد حقوق السهم للحائز عليها، والهدف من هذه الأسهم هو تحقيق المرونة العالية في التعامل.

3.1.2.1.أسهم لأمر

للشركة الحق أن تصدر أسهمها لأمر، ويشترط فيها أن تكون كاملة الالتزام (الوفاء) وذلك بدفع كل قيمتها الاسمية، إذ أن الشركة لا تستطيع أن تتعقب تداول السهم، ولا تستطيع أن تتعرف على المساهم الأخير.[3]

2.2.1. تقسيم الأسهم حسب الحصة التي يدفعها المساهم

يتم تقسيم الأسهم حسب الحصة التي يدفعها المساهم إلى:

1.2.2.1. أسهم عينية

---

[1] مصطفى رشدي شيحة وزينب حسن عوض الله، **الاقتصاد والبنوك وبورصات الأوراق المالية**، الطبعة الأولى، المطبعة الحديثة القاهرة، مصر،1993 ص، 169

[2] Paul Jacques Lehmann, **Bourse et Marchés Financiers**, Dunod, 2ème Edition, Paris, 2005, P 11

[3] محمد مطر، فايز تيم، **إدارة المحافظ الاستثمارية، الطبعة** الأولى، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2005، ص 79

هي التي تمثل نصيب عيني من رأس مال شركات المساهمة العامة، كالمساهمة على شكل استثمار مادي، أو محزونات، أو براءة اختراع، ونحو ذلك. ولا يمكن للشركة تسليم هذه الأسهم إلى أصحابها إلا عند تسليم الموجودات التي تقابلها، وتعتبر قيمتها مدفوعة بالكامل، وقد منع القانون تداول هذا النوع من الأسهم إلا بعد مرور فترة من الزمن عادة ما تكون سنتين.

2.2.2.1. أسهم نقدية

وهي الأسهم التي تدفع في مقابل مساهمات نقدية، ولا يمكن أن تكون قابلة للتداول بالطرق التجارية إلا بعد تأسيس الشركة بصفة نهائية، أي عند صدور العقد التأسيسي للشركة.

3.2.2.1. أسهم مختلطة

وهي الأسهم التي تدفع بعض قيمتها عينا ويسدد الباقي منها نقدا.

3.2.1. تقسيم الأسهم حسب الحقوق التي يتمتع بها صاحبها

تنقسم الأسهم حسب الحقوق التي يتمتع بها صاحبها كما يلي:

1.3.2.1. الأسهم العادية

وهي وثيقة مالية تصدر عن شركة مساهمة ما بقيمة اسمية تضمن حقوق وواجبات متساوية لمالكيها، وتطرح أمام الجمهور بواسطة الاكتتاب العام في السوق الأولية، ومن خلال السماح لها بالتداول في الأسواق الثانوية فإن قيمتها السوقية تخضع لتغيرات مستمرة، تعود إلى أسباب وتقييمات مختلفة.[1] وعليه فإن الأسهم العادية هي الأداة الأولى التي تصدرها الشركة، وفي حالة ما إذا تم تصفية ممتلكات الشركة فإنها آخر أداة يتم تسديدها، ولحامليها حق الملكية في الشركة ولهم الأولوية الأدنى في طلب العوائد حيث يسبقهم في ذلك حاملي الأسهم الممتازة والسندات المعتمدة، وبحسب ما يحمله أصحاب الأسهم العادية من حصص، فإن لهم حقوق التصويت في مجلس الإدارة والتدخل في الشؤون الإدارية، وللأسهم العادية جملة من الخصائص نوجزها كما يلي:

- حق الملكية حيث يكون المساهم مالكا جزئيا لموجودات الشركة، وذلك بقدر نسبة مساهمته في الأسهم المعروضة، وأن هذا الحق يستمر حتى تصفية الشركة؛[2]
- إن أصحاب الأسهم العادية لهم الأولوية في اقتناء الأسهم الجديدة التي يتم عرضها للاكتتاب العام، وفي الغالب يتم ذلك بالنسبة من خلال تحويل جزء من حصص المساهمين في الأرباح الموزعة إلى أسهم جديدة تضاف إلى ما يمتلكونه من أسهم؛
- يحق للمساهمين بيع جزء أو كل الأسهم التي يمتلكونها في الأسواق المالية الثانوية،[3] غير أنه لا يحق لهم في المقابل مطالبة الشركة بقيمة هذه الأسهم قبل تصفيتها، وبذلك فإن الأسهم العادية قابلة للتحويل إلى السيولة حينما يحتاج أصحابها إلى ذلك؛

[1] أرشد فؤاد التميمي وآخرون، **الاستثمار في الأوراق المالية**، دار النشر المسيرة، عمان، 2006، ص 30

[2] Peter Howells, Keith Bain, **Financial Markets and Institutions**, 5th Edition, Pearson Education Limited, London, 2007, P 155

[3] **Idem**

- يمكن لأصحاب الأسهم العادية المشاركة في انتخاب أعضاء مجلس الإدارة والتدخل في شؤون الشركة وإجراءاتها الإدارية، وينفردون بعضوية المجلس الإداري، كما يحق لهم مراقبة العمليات الجارية.

2.3.2.1. الأسهم الممتازة

يمثل السهم الممتاز مستند ملكية مختلف عن الملكية التي تنشا في السهم العادي[1]، بالمقابل فهو يتمتع بالقيمة الدفترية والاسمية والسوقية شأنه في ذلك شأن السهم العادي، غير أن القيمة الدفترية للأسهم الممتازة تتمثل في القيمة التي تظهر في دفاتر الشركة مقسومة على عدد الأسهم المصدرة، وعلى الرغم من أن السهم الممتاز ليس له تاريخ استحقاق إلا أنه قد ينص على استدعائه في توقيت لاحق. ولحامل السهم الممتاز الأولوية على حامل السهم العادي عند تصفية الأموال. ولديه الحق في نسبة مئوية ثابتة توزع سنويا من القيمة الاسمية للسهم، وفي حالة عدم تحقق أرباح في سنة مالية معينة أو تحققت أرباح والإدارة قررت عدم توزيعها، حينئذ لا يحق للمؤسسة إجراء توزيع لحاملي الأسهم العادية في أي سنة لاحقة إلا إذا حصل حملة الأسهم الممتازة على التوزيعات المستحقة لهم، ومع ذلك فهناك عقود تأسيس تنص على غير ذلك أي الحق في التوزيعات يكون فقط في السنوات التي حصلت فيها لأرباح. وللأسهم الممتازة جملة من الخصائص نوجزها كما يلي:

- إمكانية تحويل السهم العادي إلى أوراق مالية أخرى؛
- الأولوية في الحصول على العوائد قبل حملة الأسهم العادية؛
- إن حق الملكية المكتتب لحامل السهم الممتاز والذي تعكسه القيمة النقدية لها، يستثنى الاحتياطات والأرباح عند الاحتساب، وتبقى على قيمة الأسهم الممتازة مقسومة على عدد الأسهم المصدرة؛[2]
- الحق في التوزيعات بنسب مئوية ثابتة (عند تحقيق الأرباح)؛[3]
- حق تراكم العوائد وذلك بتجميعها لفترات متتالية ثم استلامها بعد عدة سنوات ضمن الفترة المحددة لهذه الأسهم؛
- حق تحويل الأسهم الممتازة إلى أسهم عادية وذلك عند ما يجد أصحاب الأسهم الممتازة أن حصص أصحاب الأسهم العادية من التوزيعات عالية نسبيا مقارنة بعوائد الأسهم التي يمتلكونها.

3.1. التوجهات الجديدة بشأن الأسهم

هناك العديد من التوجهات الجديدة بشأن الأسهم وذلك حسب تصنيفاتها وهي كالتالي:

1.3.1. التوجهات الجديدة بشأن الأسهم العادية

ظهرت في العقود الأخيرة بالو، م، الأمريكية أنواع جديدة من الأسهم العادية لم تكن معروفة من قبل أهمها:

1.1.3.1. أسهم الأقساط الإنتاجية

[1] علي إبراهيم الشريفات، **الاستثمار في البورصة**، الطبعة الأولى، دار الحامد، الأردن،2006، ص 100
[2] محمد محمود الداغر، **الأسواق المالية**، الطبعة الأولى، دار الشروق للنشر والتوزيع، الأردن،2005، ص 101
[3] هويشار معروف، **الاستثمارات في الأسواق المالية**، الطبعة الأولى، جامعة البلقاء التطبيقية، الأردن، 2003، ص 94

إن الأصل أن تكون الأسهم العادية ترتبط توزيعاتها بالنتائج المحققة من قبل المؤسسة ككل، غير انه ظهرت أسهم جديدة ربطت فيها توزيعاتها بما يحققه قسم إنتاجي معين في المؤسسة من نتائج. (توزيعات خاصة)

2.1.3.1. الأسهم ذات التوزيعات المخصومة

وهي أسهم مشاركة العاملين وذلك لحث وتشجيع العمال على المساهمة في ملكية المؤسسة التي يشتغلون بها حيث أصدرت (الو، م، أ) تشريعا يقضي بخصم التوزيعات على الأسهم التي يكتتب فيها العمال من الإيرادات قبل حساب الضريبة وهذا لم يكن موجودا من قبل.[1]

3.1.3.1. الأسهم العادية المضمونة

وهي أسهم ظهرت في الولايات المتحدة الأمريكية عام 1984 لأول مرة كنوع من الأسهم العادية يعطي لحاملها الحق في مطالبة المؤسسة بالتعويض إذا نزلت القيمة السوقية للسهم إلى حد معين خلال فترة الاستثمار عقب الإصدار.

2.3.1. التوجهات الجديدة بشأن الأسهم الممتازة

إلى غرار الأسهم الممتازة التقليدية هناك الأسهم الممتازة ذات التوزيعات المتغيرة، والأصل في هذه الأسهم أنها ثابتة بنسبة معينة من القيمة الاسمية للسهم، وللحفاظ على مستوى ملائم للطلب على تلك الأسهم عادة ما ينص على ألا تقل نسبة التوزيعات عن 5.7 % من القيمة الاسمية للسهم وأن يشترط أيضا ألا تزيد النسبة عن 5.15 % من القيمة.[2]

ونجد أيضا الأسهم الممتازة التي لها حق التصويت حيث ظهرت هذه الأسهم لتعويض حملة الأسهم العادية المضمون، فعند انخفاض القيمة السوقية للسهم العادي تلجأ المؤسسة إلى تعويض الملاك الجدد بإصدار أسهم ممتازة تحمل بعض الصفات الخاصة من بينها الحق في التصويت كحاملي الأسهم العادية.

وهناك نوع من الأسهم يسمي بأسهم التمتع تمنحه الشركة عند استهلاك أسهمها الأصلية أثناء دروة حياة الشركة، تعويضا للمساهمين القدامى، ويشترط أن يكون مصرحا بذلك في القانون الأساسي للشركة وتمنح أسهم التمتع لكيلا تنقطع صلة المساهم الذي استهلكت أسهمه بالشركة، وأسهم التمتع تخول لصاحبها حقوقا في التصويت أو الأرباح وغير ذلك.[3]

2.السندات

تعتبر السندات من اهم أدوات الدين في سوق رأس المال وسنتناول فيما يلي التعريف بها واستعراض أنواعها حسب عدة معايير.

1.2. التعريف بالسندات

[1] عبد الهادي محمد السعيد، **الإدارة المالية والتمويل**، دار الحامد، عمان، 1999، ص 263
[2] محمد عبد الجواد عوض، **الاستثمارات في البورصة**، الطبعة الأولى، دار الحامد، الأردن، 2006، ص 101
[3] محمد مطر، **إدارة الاستثمارات الإطار النظري والتطبيقات العملية**، الطبعة الثانية، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، عمان، 1993 ص 411

تعتبر السندات أداة تمويل حيث تلجأ إليها الشركات أو الحكومات بهدف جمع الأموال لتمويل مشاريعها، ويحمل السند معنى قرض طويل الأجل أو متوسط الأجل ولحامله الحق في الاستفادة من فائدة سنوية طوال مدة القرض، وعادة ما تكون نسبة الفائدة ثابتة.[1]

ويعرف السند بأنه جزء من قرض أي أنه دين في ذمة الشركة والعلاقة بين حامل السند والشركة هي علاقة الدائن بالمدين، بينما السهم جزء من رأس مال الشركة، فحامل السند صاحب حق ضد الشركة بينما حامل السهم صاحب حق في الشركة.

ويمكن تعريف السندات على أنها تعهد من قبل المقترض (المصدر) بدفع مبلغ معين من المال (القيمة الاسمية) إلى حامله بتاريخ معين مع دفع الفائدة المستحقة على القيمة الاسمية بتواريخ معينة، وهناك سندات تستحق في الأجل القصير أي أقل من 5 سنوات وسندات تستحق في الأجل المتوسط ما بين 5 إلى 15 سنة وسندات تستحق في الأجل الطويل من 15 إلى 30 سنة كسندات الخزينة الأمريكية **(US Treasury bonds)**.[2]

وعليه نستنتج أن السندات تمثل التزاما على الجهة المصدرة سواء كانت شركة أو حكومة، فعندما يشتري مستثمر ما سندا فهو بذلك يكون قد وافق على إقراض مبلغ معين من المال لإحدى الشركات أو الحكومة، وفي مقابل ذلك يلتزم المصدر على رد هذا المبلغ عند حلول تاريخ محدد يسمى تاريخ الاستحقاق، مع دفع الفائدة المستحقة على القيمة الاسمية بتاريخ الاستحقاق.

2.2. أنواع السندات

تتنوع السندات وفقا للمعايير مختلفة كما يلي:

1.2.2. السندات حسب الجهة المصدرة

حسب هذا المعيار يمكن أن نصنف السندات إلى نوعيين:

1.1.2.2. السندات العامة

هي سندات صادرة عن الخزينة العامة على أنها قروض تمثل الدولة فيها الطرف المدين، أما الطرف الدائن فهم البنوك، شركات القطاع العام أو الخاص والخواص.[3] وتلجأ الحكومات إلى هذه السندات عندما تتجاوز النفقات العامة للإيرادات العامة التقليدية (رسوم وضرائب) وتفضل السلطات المالية الاعتماد على القروض العامة بدلا من الإصدارات الجديدة لتمويل أخر لهذا العجز.

2.1.2.2. السندات الخاصة

وهي تلك السندات التي تصدرها شركات مساهمة بهدف الحصول على الأموال اللازمة لتمويل مشاريعها، بدلا من اللجوء إلى إجراء إصدار أسهم جديدة.[4] حيث أن انضمام مساهمين جدد، ينخفض من مقدار الربح

[1] محمد محمود الداغر، **مرجع سبق ذكره**، ص19

[2] Shelagh Heffernan, **Modern Banking,** John Wiley & Sons Ltd, West Sussex, England,2005,P 44

[3] Mishkin, Frederic S. **The economics of money, banking & financial markets**, 10th edition , Library of Congress, Pearson Education, Inc., USA,2013,P 34

[4] **Idem**

المنتظر توزيعه، ومن أهم مميزاتها أنها تصدر بمعدل فائدة أكبر من السندات الحكومية، غير أنها أكثر تعرض للمخاطرة عند عجز الجهة المصدرة عن الوفاء بها.

2.2.2. السندات حسب طريقة السداد

يمكن أن نميز بين نوعين من السندات حسب طريقة السداد.

1.2.2.2. سندات تسدد عند تاريخ استحقاقها

حيث تلتزم الجهة المصدرة بتسديد حقوق حامليها عندما يحين تاريخ الاستحقاق.

2.2.2.2. سندات تسدد قبل تاريخ استحقاقها

وذلك من أجل التقليل من ديون الشركة وإعادة الحقوق لأصحابها.

3.2.2. حسب الحقوق والامتيازات المقدمة لمالكيها

يمكن أن نميز بين نوعين من السندات حسب الحقوق والامتيازات المقدمة لمالكيها.

1.3.2.2. سندات قابلة للتحول إلى أسهم

بعض السندات لها ميزة قابلية التحول حيث تعطي لحامل هذا السند الخيار في استبدال تلك السندات بأسهم في الشركة المصدرة للسندات، وعادة ما يجذب هذا النوع من السندات المستثمرين خاصة إذا كانت لدى الشركة فرص في النمو وتحقيق العوائد في المستقبل.[1]

2.3.2.2. سندات ذات علاوة

لحاملي السندات ذات علاوة الحق في التعويض بمبلغ يفوق سعر إصدارها، والمقصود بالعلاوة مبلغ من المال يدفع من قيل مصدر السند لصالح حامل السند عند تاريخ الاستحقاق، إضافة إلى مبلغ إصدار السند.

4.2.2. السندات حسب معدل العائد

وهنا نميز بين نوعين منها وهما:

1.4.2.2. سندات ذات المعدل الثابت

يقدم لحامل هذا النوع من السندات عائدا ثابتا لكل السنوات إلى غاية نهاية مدة القرض، ويزداد الطلب على هذا النوع من السندات في حالة انخفاض معدلات الفائدة في البنوك، وذلك لأن المستثمر يستطيع الحصول على عائد أكثر مما هو عليه في السوق.[2]

2.4.2.2. سندات ذات المعدل المتغير

معدل الفائدة في هذا النوع من السندات يتغير بحسب معدل الفائدة السائدة في السوق، أو حسب معدل التضخم، وفي غالب الأحيان تكون معدلات فائدته تصاعدية.[3]

5.2.2. سندات حسب ما تحققه الشركة

---

[1] Erich A. Heifer**, Financial Analysis: Tools and Techniques a Guide for Managers**, the McGraw-Hill Companies, USA, 2001, P 368

[2] Peter Howells, Keith Bain , **Financial Markets and Institutions,** 5th Edition, Pearson Education Limited, England,2007,P151

[3] **Idem**

وينقسم هذا النوع من السندات إلى قسمين:

1.5.2.2. سندات عادية

وهي تلك السندات التي لا تتأثر بما تحققه الشركة من نتائج مرتبطة نشاطها.

2.5.2.2. سندات الدخل

وهي تلك السندات التي تتأثر بحجم النشاط، وما تحققه الشركة من نتائج موجبة وبالتالي فإن المستثمر لا يحق له المطالبة بالفوائد في السنة التي لم تحقق فيها الشركة أرباحا.

6.2.2. سندات حسب الضمانات المقدمة

هناك نوعان من السندات حسب معيار الضمانات المقدمة وهما:

1.6.1.2. سندات مضمونة

بهدف جلب رؤوس الأموال، قد تلجأ الشركات إلى تقديم ضمانات عينية للوفاء بالقروض، كأن ترهن عقاراتها، أو موجوداتها، الأمر الذي يعطي حاملي السندات حق التصرف في هذه الأصول لاستيفاء حقوقهم في حالة تصفية الشركة وعدم وفائها بالالتزامات اتجاههم.

2.6.2.2. سندات غير مضمونة

الضمان الوحيد الذي يوفره هذا النوع من السندات لحامليه هو حق الأولوية الذي يمتاز به على الدائنين الآخرين للشركة المصدرة، وهذا النوع من السندات أكثر مخاطرة مقارنة بالسندات المضمونة.

3.2. خصائص السندات وحقوق مالكيها

1.3.2. خصائص السندات

للسندات جملة من الخصائص نذكر منها:

- يعتبر السند مستند دين لحامله على الجهة المقترضة، ولا يحق لحامل السند التدخل في إدارة الشركة وتسيير شؤونها؛
- لحامل السند الحق في الحصول على عائد (الفائدة) سواء حققت الشركة أرباحا أو لم تحقق؛
- تنتهي علاقة حامل السند بالشركة المصدرة عند قيام الشركة بتسديد قيمة السند؛
- توفر السندات امتيازات ضريبية (وفر ضريبي) للشركة المصدرة، وذلك بخصم فوائد السندات من الوعاء الضريبي للربح، لأن هذه الفوائد تدخل ضمن التكاليف التي تتحملها المؤسسة؛
- تتحمل السندات مخاطر ائتمان كثيرة، خصوصا تلك المتعلقة بتقلبات أسعار الفائدة، وبقابلية استدعائها من قبل الجهات المصدرة لها عند انخفاض أسعار الفوائد، لتصدر محلها سندات جديدة تحمل أسعار فائدة أعلى؛
- تواجه السندات مخاطر أكبر كلما كانت آجال التسديد أطول وأسعار الفوائد أقل، حيث الآجال الطويلة لتسديد تجعل سعر السند أكثر حساسية لتقلبات سعر الفائدة، علما بأن حساسية السند لطول فترة التسديد تزداد بمعدل متناقص عادة.

2.3.2. حقوق حاملي السندات

يتمتع حملة السندات بعدة حقوق منها:[1]

- لدى حامل السند الحق في الإعلام؛
- الحق في الاستفادة من الفوائد على أساس القيمة الاسمية للسندات؛
- الحق في رفع دعوى الإفلاس على الشركة المصدرة في حالة تأخرها عن تسديد قيمة السند؛
- حق الأولوية في الحصول على جزء من ممتلكات الشركة عند التصفية قبل الدائنين الآخرين وحملة الأسهم العادية والممتازة.

3. الفرق بين الأسهم والسندات

سنستعرض فيما يلي أهم الفروقات بين الأسهم والسندات وذلك من خلال الجدول الاتي:

الجدول رقم (1-1): المقارنة بين الأسهم والسندات

الأسهم	السندات
1. جزء من رأس المال الشركة.	1. دين على الشركة.
2. حامل السهم شريك في الشركة بقدر مساهماته.	2. حامل السند دائن بقيمة السند.
3. ربح السهم يتغير حسب النشاط وقد يكون خسارة.	3. عائد السند ثابت ولا يتأثر بالخسارة.
4. حامل السهم له حق الرقابة وإدارة الشركة عن طريق الجمعية العامة.	4. حامل السند ليس له الحق في الإدارة إلا في حالتين التغيير شكل قانوني. أو إدماج الشركة في أخرى.
5. حامل السهم لا يسترد ماله إلا بالبيع في البورصة أو عند التصفية. ولا يشترط أن يكون ما دفعه هو ما يسترده وهو قابل لزيادة أو لنقصان.	5. حامل السند يسترد رأس ماله في الموعد المحدد لاستحقاق السداد بالكامل.
6. عند تصفية الشركة يكون نصيب حامل السهم الباقي بعد تسديد الديون كاملة.	6. حامل السند يكون له الأولوية في الحصول على مستحقاته عند وقوع الخسارة أو في حالة التصفية.
7. القيمة السوقية لسهم تعتمد على مقدار العائد المتوقع من السهم وسعر الفائدة الجاري.	7. القيمة السوقية لسند تعتمد على سعر الفائدة الجاري وسعر الفائدة الاسمية على السند.
8. عائد السهم يعتبر توزيعا للأرباح ويخضع للضريبة.	8. الفوائد على السندات تعتبر من النفقات ولا تخضع للضريبة.
9. للمساهمين حق الاطلاع على المعلومات الخاصة المتعلقة بإدارة الشركة.	9. حملة السندات ليس لهم حق الاطلاع أو الحضور اجتماعات الجمعية العامة أو الحصول على التقارير والبيانات.
10. يمكن إصدار السهم بالقيمة الاسمية أو بقيمة أعلى من القيمة الاسمية وسعر الإصدار وهو ما يعرف بعلاوة الإصدار	10. يمكن إصدار السندات بالقيمة الاسمية أو بقيمة أعلى منها وتسدد بقيمة أعلى من القيمة الاسمية.

المصدر: سميحة بن يحياوي، **دور الأسواق العربية في تمويل التجارة الخارجية دراسة حالة بعض الدول العربية**، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه الطور الثالث، علوم تجارية، تخصص تجارة دولية، جامعة محمد خيضر بسكرة، الجزائر، 2015، ص 44

4.المشتقات المالية

تعد المشتقات المالية من أهم منتجات الهندسة المالية، وتم تناول مفهومها وأهم عقودها فيما يلي:

1.4. مفهوم المشتقات المالية

[1] سميرة رجب سعيد، **إدارة الاستثمار**، دار النهضة العربية، مصر، 1999، ص 244

تعود نشأت ما يسمي بالمشتقات إلى علم الرياضيات وهي مستمدة من اشتقاق متغير من متغير آخر، وتعد المشتقات المالية من أهم الأدوات المالية الجديدة التي أنشأها منظرو الهندسة المالية، لأغراض التحوط والمضاربة والاستثمار، فهي بذلك تتطلب مهارات عالية لدى المهندس المالي عند تقيمها وبناءها، وسميت المشتقات المالية بهذا الاسم، لأن قيمتها تشتق وتستخرج من قيمة ورقة مالية أساسية، أي أن قيمتها تعتمد على أوراق ماليه أخرى، وتعتبر المشتقات عقود أكثر من كونها إصدار جديد لأوراق ماليه أساسية. ويتضح من خلال هذا التعريف جانب الالتزام والتعاقد بين طرفي العقد. كما تعرف المشتقات المالية أيضا بأنها عبارة عن عقود مالية مرتبطة بفقرات خارج الميزانية أي

(Off-Balance Sheet item) وتحدد قيمتها بقيم عنصر أو أكثر من الموجودات أو الأدوات أو المؤشرات الأساسية المرتبطة بها. **(Underling Assets or Index)** وتصنف عقود المشتقات إلى أربع عقود أساسية وهي:[1]

- **العقود الآجلة Forward**
- **العقود المستقبلية futures**
- **عقود الخيارات option**
- **عقود المبادلات swaps**

2.4. العقود الآجلة (Forward)

تعتبر العقود الآجلة أحد أنواع عقود المشتقات التي يتم من خلالها بيع أو شراء الأصول (مثال العملات، أسعار الفائدة، السلع) في تاريخ لاحق، حيث يلتزم البائع بتسليم المشتري الأصل محل التعاقد في تاريخ لاحق، وبسعر متفق عليه عند تاريخ التعاقد، ويسمى هذا السعر بسعر التنفيذ أو الممارسة. كما تعطي العقود الآجلة لمشتريها الحق في شراء أو بيع قدر معين من الأصول (عملة محددة)عند نقطة زمنية مستقبلية محددة بسعر تبادل محدد مسبقا،[2] إذن فهي عبارة عن اتفاقية بين البائع والمشتري لتبادل أصل معين ينفذ عند تاريخ لاحق يحدد فيه الطرفان السعر والكمية عند التعاقد. وهناك أنواع مختلفة من العقود الآجلة، يمكن تلخيص أهمها فيما يلي:

- **العقود الآجلة للعملات** :التي تختص ببيع وشراء العملات الأجنبية في البورصات المحلية والعالمية؛
- **العقود الآجلة لأسعار الفائدة** :والتي تختص بالقروض والفائدة على المقترضين لتلك الأموال؛
- **العقود الآجلة لمؤشرات الأسهم** :تختص بأسعار الأسهم من قبل المشاركين من أصحاب الأموال المستثمرة بالمشاريع الاستثمارية.

3.4.عقود المبادلات (Swaps)

[1] Keith Dickinson**, Financial Markets Operation Management** , first edition ,John Wiley & Sons Ltd,UK,2015,P 58

[2] Jeff Madura, **International financial management** ,9th edition, Thomson , southwestern ,USA,2008,P 58

وهي عبارة اتفاق بين طرفين للقيام بمبادلة سلسلة من التدفقات النقدية،[1] خلال فترة لاحقة (مستقبلية) لذلك فهي سلسلة من العقود لاحقة التنفيذ، حيث تتم تسوية عقود المبادلة على فترات دورية شهرية، نصف سنوية، سنوية ...الخ.[2]

1.3.4.أنواع عقود المبادلات

هناك العديد من أنواع عقود المبادلات والتي يمكن أن نلخص أهمها كما يلي:

1.1.3.4. مبادلة سعر الفائدة

يتم التعامل بهذا النوع من العقود في أسواق المال بسبب اختلاف ملاءة المقترضين من جهة واختلاف توقعات المتعاملين في هذه الأسواق من مقرضين ومستثمرين حول تقلب أسعار الفائدة السوقية والمخاطر الناجمة والتي قد تؤدي إلى الإفلاس Bankruptcy من جهة أخرى. وعقد مبادلة أسعار الفائدة هو عبارة عن اتفاق بين طرفين لمبادلة مدفوعات الفوائد بموجب فترات منتظمة.

2.1.3.4.مبادلة العملات

وتقوم على أساس عملية مبادلة بين عمليتين في شراء أحدهما وبيع الأخرى وفق السعر الحالي، وفي الوقت نفسه إعادة بيع الأولى وشراء الثانية بموجب سعر المبادلة (السعر الآجل) والذي يتم تحديده وفق الفرق بين أسعار الفائدة السائدة حينئذٍ المطبقة على الإقراض والإيداع لكل من العملتين.[3]

4.4.عقود الخيارات (Options)

تدخل الخيارات على عقود البيع آجلة التنفيذ، ولا سيما عقود المستقبليات التي تجري في الأسواق المالية المنظمة، لتحرر صاحبها من تبعة الالتزام الذي ألزم به نفسه في تلك العقود من شراء أو بيع، وذلك مقابل ثمن يدفعه إلى المتعاقد الآخر ليمكنه من هذا الخيار.

1.4.4.تعريف عقود الخيارات

يمثل الخيار السماح لطرفين بالدخول في عقد يمنح بموجبه البائع (مصدر الخيار) الحق للمشتري (المكتتب بالخيار) ببيع أو شراء أصل معين بسعر محدد سلفا في تاريخ مستقبلي محدد، وفي أي وقت قبل تاريخ الاستحقاق المستقبلي وبدون الالتزام.[4]

2.4.4. أنواع الخيارات

للخيارات أنواع عديدة من أهمها نوعان هما:

1.2.4.4.خيار الطلب (الشراء):Call Option

---

[1] Geert Bekaert, Robert J. Hodrick, **International Financial Management** , Library of Congress Cataloging ,Pearson Education Inc,USA,2012,P 724

[2] رحال إيمان، **تفعيل أسواق الأوراق المالية العربية وتحديات تمويل اقتصاد خلال الفترة 2005-2015**، أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة محمد خيضر بسكرة، الجزائر، 2017. ص 45

[3] **نفس المرجع**، ص 47

[4] Andrew M Chisholm, **An Introduction To Capital Markets, Product, Strategies and Participant**, John Welly and Sons, UK, 2002, PP 279-280

وهو امتياز يعطي الحق لصاحبه في شراء أصل مالي معين (the underlying)مقابل ثمن (strike) price خلال فترة زمنية محددة (the expiration date) مقابل ثمن محدد (the premium Price) يدفعه مشتري ذلك الحق إلى بائعه (writer) أي أن لمشتري هذا الحق الخيار بين أن يشتري ذلك الأصل المالي بالثمن المتفق عليه وبين أن يمتنع عن ذلك، وهذا خلال فترة زمنية محددة تقدر غالبا بثلاثة أشهر.[1]

2.4.4.4. خيار العرض (الدفع): Putt Option

ويمثل الحالة العكسية لخيار الشراء، فهو يعطي الحق لصاحبه ببيع أصل محدد وبسعر محدد خلال فترة زمنية محددة، وذلك مقابل ثمن معلوم يدفعه إلى الطرف الآخر. [2]

5.4.العقود المستقبلية: (Futurs)

ويعرف العقد المستقبلي بأنه عقد يلزم الطرفين المتعاقدين على بيع او شراء مقدار معين من الأصول المالية عند تاريخ محدد في المستقبل وبسعر متفق عليه عند التعاقد،[3] وكما هو الحال في عقود الخيارات، يعد العقد المستقبلي بمثابة ورقة مالية قابلة للتداول، وتتمتع بسيولة عالية، وبالتالي يتم استخدامها في كل من أغراض المضاربة والتحوط، حيث يمكن للمستثمر بسهولة أن يبيع العقد في أي وقت بالسعر السائد في السوق، وفي هذه الحالة سيلزم المشتري الجديد بمضمون العقد بطبيعة الحال.[4]

5.المؤشرات الأداء في سوق رأس المال

تمثل مؤشرات السوق مجموعة الأسهم والسندات لعدد من الشركات المدرجة في سوق الأوراق المالية بوصفها ممثلة للأسهم والسندات المتداولة في السوق الحاضرة، وتعكس حركة أسعارها والاتجاهات المستقبلية للأسعار في هذا السوق ومن ثم تصبح أداة للمضاربة عليها بقصد تحقيق الربح، وهكذا فإن عدد الأسهم الممثلة للمؤشر تعكس حدود استخدامه بوصفه مقياسا لمتابعة أداء شركات هذه الأسهم وتقييمها.

وعليه سنحاول فيما يلي إعطاء مفهوم لمؤشرات سوق الأوراق المالية إضافة إلى ذكر بعض أنواع مؤشرات قياس الأداء في السوق.

1.5.مفهوم مؤشرات سوق الأوراق المالية:

تعددت التعاريف المقدمة لمؤشرات سوق الأوراق المالي فمنهم من يعرف مؤشر السوق بأنه تلك القيمة الرقمية التي تقيس التغيرات الحادثة في سوق الأوراق المالية حيث يتم تكوين المؤشر وتحديد قيمته في مرحلة أو فترة البداية ثم يتم مقارنة قيمته بعد ذلك عند أي نقطة زمنية أخرى، وبالتالي يمكن التعرف على تحركات السوق سواءا لأعلى أو لأسفل حيث يعكس المؤشر أسعار السوق واتجاهاتها.[5]

---

[1] **Idem**

[2] **Idem**

[3] Keith Dickinson,**Op.cit**,52

[4] زياد رمضان، مروان شموط، **الأسواق المالية**، الشركة العربية المتحدة للتسويق والتوريدات، القاهرة،2007، ص100

[5] محمد صالح الحناوي، جلال إبراهيم العبد، **بورصة الأوراق المالية بين النظرية والتطبيق**، الدار الجامعية، مصر، 2002، ص.25

وهناك من يعتبر مؤشر السوق أداة لقياس تطور أسعار الأوراق المالية المسجلة فيه بطريقة مستمرة ومنتظمة.[1]

وهناك من يعرف المؤشر بأنه أداة تستعمل للتعرف على اتجاهات وسلوك السوق المالية بصدق، أو كأداة لقياس التغيرات في الأسعار ومحاولة التنبؤ بها من خلال استخدام المؤشرات.[2]

من خلال ما سبق نستنتج أن مؤشر سوق الأوراق المالية يعد وسيلة مهمة لرصد التطورات التي تشهدها الأسواق ودرجة فعاليتها وبالتالي التعرف على اتجاهات الأداء فيها ومقارنتها مع أداء غيرها من الأسواق المالية.

2.5. أنواع مؤشرات قياس أداء سوق الأوراق المالية

هناك معايير(مؤشرات) يتفق عليها الاقتصاديون لقياس أداء سوق الأوراق المالية، ولمعرفة درجة تقدم السوق ونضجها، فإن هناك مجموعة من المؤشرات تعبر عنها، وفي الوقت نفسه تعكس أداءها وتستخدم هذه المؤشرات أو المعايير لقياس مدى تحقيق السوق لأهدافه، ومن أهم المؤشرات التي يمكن أن تعبر عن درجة سوق الأوراق المالية ونضجها وتقدمها هي:

1.2.5.المؤشر العام لأسعار الأسهم (Stock Market Index)

لقد تم تصميم هذا المؤشر لإعطائنا نظرة عن أداء سوق الأسهم، غير أن هناك أنواع عديدة لهذا المؤشر ولا يمكن تحديد أيا منها هو الأفضل لقياس أداء سوق الأسهم،[3] فتحرك السهم يحرك عادة ما يطلق عليه (معدل أو مؤشر السوق)، وهو مؤشر إحصائي يستخدم لقياس الأداء الكلي للسوق الذي يتم احتساب المؤشر له، حيث يتكون من معدل أسعار مجموعة من الأسهم يفترض أن تستخدم كمقياس للحركة العامة لسوق الأوراق المالية.

2.2.5.حجم السوق

يعتبر اتساع حجم السوق من الدلالات الإيجابية في الأسواق فهو يعبر على مدى انتشار ثقافة الاستثمار المالي من جهة، كما يعكس مدى جاذبية السوق من جهة أخرى، ويتم قياس حجم السوق المالي من خلال مؤشرين رئيسين هما:

1.2.2.5.القيمة السوقية للشركات المدرجة

ويقصد بها رسملة السوق والتي تعني مجموع الأسهم المدرجة في السوق مضروبا بمتوسط أسعارها في نهاية المدة، ويشير أيضا إلى إجمالي قيمة الأوراق المدرجة في السوق، أما معدل رسملة السوق فيتم الحصول عليه من خلال قسمة القيمة السوقية للأسهم المسجلة في السوق على الناتج المحلي الإجمالي،[4] ويعتبر هذا المؤشر مرآة تعكس مستوى نشاط في السوق، إذ كلما ارتفعت قيمة هذا المؤشر دل ذلك على ارتفاع حجم السوق. غير أن هذا

---

[1] كساني رشيد، **معوقات أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيلها**، أطروحة دكتوراه، كلية العلوم الاقتصادية والتسيير، جامعة الجزائر، الجزائر،2006، ص 112

[2] عبد الغفار حنفي، **الاستثمار في الأوراق المالية (أسهم، سندات، وثائق الاستثمارات، الخيارات)** ، الدار الجامعية، الإسكندرية، ،2000، ص 70

[3] Eugene F. Brigham, Joel F. Houston **, Fundamentals of Financial Management**,15th edition, Cengage Learning, Inc,USA,2019,P 51

[4] سراح موصو، **تأثير السلوك التمويلي على الأداء المالي للمؤسسة الاقتصادية دراسة قياسية للمؤسسات الاقتصادية المدرجة في مؤشر، S&P500**، أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه الطور الثالث في علوم التسيير، جامعة محمد الصديق بن يحي، جيجل، الجزئر،2021، ص 180

المؤشر يعاني من بعض أوجه القصور التي تحول دون الاعتماد عليه كلية للدلالة على درجة تنمية السوق، إذ أن بعض الأسواق تتميز بارتفاع قيمة الشركات المدرجة في حين أن حجم التعاملات بها يكون صغيرا.

2.2.2.5.عدد الشركات المدرجة

يشير هذا المؤشر إلى عدد الشركات المدرجة في سوق الأوراق المالية(السوق المنظمة) إذ تعكس الزيادة في عدد الشركات التطور في السوق المالي بصورة عامة، إلا أن هذا المؤشر قد يفقد قيمته إذا لم يصاحبه استخدام مؤشر القيمة السوقية فقد يكون عدد الشركات المدرجة كبيرا ولكن إجمالي القيمة السوقية لأسهم تلك الشركات صغير[1].

3.2.5.سيولة السوق(Market Liquidity)

في معظم الأحيان لا يمكننا تحديد درجة سيولة الأصل المالي بدقة إلا أنه يمكننا تحسس درجة سيولته من خلال حجم تداوله فالأصل الأكثر تداولا عموما (هناك سهولة في بيعه وشراءه) هو الأكثر سيولة،[2] وبالتالي فإن سيولة السوق تعني مدى إمكانية شراء الأوراق المالية وبيعها في السوق الثانوية بسهولة وسرعة، وهناك مؤشران رئيسيان لسيولة السوق هما:

1.3.2.5.مؤشر حجم التداول (Trading Volume Index)

يمكن التعبير عن هذا المؤشر من خلال مجموع الأسهم المتداولة في بورصة الأوراق المالية مقسوما على الناتج المحلي الإجمالي، وهذا المؤشر يفيد في قياس التداول المنتظم لأسهم المؤسسات المقيدة كنسبة من الناتج المحلي، ولاستخراج هذا المؤشر نتبع الصيغة التالية:[3]

حجم التداول = عدد الأسهم المتداولة / الناتج المحلي الإجمالي

2.3.2.5.مؤشر معدل الدوران

ويعبر هذا المؤشر عن إجمالي الأسهم المتداولة مقسوما على رسملة السوق، ويتم استخدامه كمقياس لمعرفة مدى انخفاض تكلفة المعاملات، كما أنه يكمل مؤشر رسملة السوق في توضيح درجة نشاط السوق، فقد تكون هناك سوق ذات رسملة كبيرة لكنها غير نشطة ومعدل الدوران فيها منخفض. إن مؤشرات السيولة تقيس درجة التداول "السيولة " بالنسبة لحجم الاقتصاد ككل وبالنسبة لحجم سوق الأوراق المالية.[4] ويمكن استخراج معدل الدوران من خلال قسمة إجمالي الأسهم المتداولة على رسملة السوق خلال العام أو خلال أي مدة زمنية كالتالي:

معدل دوران السهم = إجمالي الأسهم المتداولة (حجم التداول) /القيمة السوقية × 100

4.2.5.مؤشر درجة التركيز

---

[1] **المرجع نفسه**

[2] Eugene F. Brigham, Joel F. Houston,**Op.cit**,P 205

[3] مناصرية خولة، **أثر السياسة المالية على أداء سوق الأوراق المالية دراسة حالة الأردن خلال الفترة: 1990-2014**، أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه الطور الثالث، تخصص النقود والمالية، جامعة محمد خيضر، بسكرة، الجزائر، 2015، ص 151

[4] سراح موصو، **نفس المرجع السابق**، ص 181

يقصد بدرجة تركيز التداول، فيما إذا كان حجم التداول مركزا في عدد محدد من الشركات المقيدة أو موزعا على عدد كبير منها، ويمكن قياس درجة التركيز من خلال حساب نصيب أكبر عشر شركات من إجمالي رأس المال السوقي وإجمالي قيمة التداول، أي تحسب بقياس الرسملة السوقية لأكبر عشر شركات في السوق نسبة إلى إجمالي القيمة السوقية.[1]

المبحث الثاني: كفاءة سوق رأس المال

يقوم سوق رأس المال تحت فرض أساسي مفاده أن أسعار الأوراق المالية تعكس كافة المعلومات المتاحة عنها، وهو ما يصطلح عليه كفاءة أسواق رأس المال، حيث تعتبر المعلومات حجر الزاوية الذي ترتكز عليه هذه الأخيرة، ولقد قام الباحث الأمريكي **(Fama.Eugene)** سنة 1970م بتقسيمها وفقا لنوعية المعلومات المنعكسة إلى مستوى قوي، متوسط وضعيف. وسنستعرض في هذا المبحث نظرية السير العشوائي لأسعار الأسهم ومفهوم كفاء سوق رأس المال بالإضافة إلى متطلبات الكفاء وأنواعها.

المطلب الأول: نظرية السير العشوائي

سنحاول فيما يلي التعريف بنظرية السير العشوائي وعلاقتها بكفاء السوق المالي بالإضافة إلى عرض لأساليب تحليل الأوراق المالية فيها.

1. مفهوم نظرية السير العشوائي

يقصد بنظرية السير العشوائي أن أسعار الأسهم في أسواق رأس المال الكفؤة لا تتبع نمط معين في سلوكها، بل إنها تتغير تغيرا عشوائيا وذلك لأن المعلومات الجديدة في أسواق رأس المال الكفؤة تتدفق عشوائيا، وبالتالي فردود أفعال الأسعار اتجاه هذه المعلومات ستكون عشوائية هي الأخرى، فارتفاع الأسعار في اليوم الأول على سبيل المثال لن يزيد أو يقلل الفرق في الزيادة السعرية أو انخفاضها في اليوم الثاني أو الثالث وهكذا ،[2] معناه أن تغيرات السعر في أي يوم غير مرتبطة بالتغيرات الماضية لذات السعر، وعليه يكون الاهتمام هنا بمدى ارتباط تغيرات السعر أو النسبة مع مرور الوقت.

ويعود اكتشاف ظاهرة السير العشوائي للباحث الفرنسي المتخصص في علم الرياضيات **(Louis Bachelier)** من العام 1900م والذي تناول في أطروحته العلاقة بين تقييم أسعار الأسهم وعشوائية السوق، حيث قام بتتبع التغيرات السعرية المتتالية في سوق السلع من أجل إيجاد أنماط متكررة لها في فترات زمنية متباينة وتوصل إلى نتيجة مفادها أنها تفتقد لوجود أي ترابط بينها،[3] وأن الأسعار تتقلب بشكل عشوائي، دون وجود نمط محدد لحركتها بالإضافة إلى عدم صلاحيتها للتنبؤ بسعر سهم معين.[4] ولقد تم التعليق على ذلك بأن المضاربة في

---

[1] **المرجع نفسه**

[2] E. Barucci, C Fontana, **Financial Markets Theory Equilibrium, Efficiency and Information**, Second Edition, Springer- London Ltd, 2017,P 365

[3] Frank J. Fabozzi, Sergio M. Focardi Petter N. Kolm, **Financial Modeling of The Equity Market From CAPM to Co integration,** John Wiley & Sons, New Jersey,USA,2006,P 4

[4] Eddie Mclaney, **Business Finance Theory and Practice**, 7th edition, Pearson Education Limited, England, 2006, P 257

هذه السوق هي لعبة غير عادلة، أي لا يمكن لمستثمر ما تحقيق عوائد غير عادية مبالغ فيها على حساب المستثمرين الأخريين، غير أنه تم إهمال بحث Bachelier لأكثر من نصف قرن، وتتابعت البحوث بعده مثل بحث **(Karl Pearson)** 1905حيث قان بتطبيق الإحصاء على ظاهرة السير العشوائي، بالإضافة إلى الأبحاث التي قام بها **(Worklng)** 1934 و **(Jones)** 1937 حول حركة أسعار الأسهم. وفي العام 1953 قدم الباحثان (**M Kendel,A Bradford)** بحثا إلى جمعية الإحصاء الملكية البريطانية أشارا فيه إلى عشوائية أسعار الأوراق المالية،[1] و توصلا فيه إلى أن حركة أسعار الأسهم لا تتبع نمط محدد يمكن ملاحظته أي أنها لا تظهر وجود ارتباط تسلسلي، فقد لاحظا أن أسعار الأسهم ترتفع وتنخفض بغض النظر عن سلوك حركتها في الماضي،[2]

وأثبتا أن تغيرات أسعار الأسهم تتبع نموذج احتمالي[3] ذو متوسط صفر وتباين ثابت، وأن أسعار الأسهم تتحرك حول قيمتها الحقيقية وتعكس بشكل عقلاني كافة المعلومات المتاحة، وتعد هذه الدراسة البداية الفعلية لدراسة ظاهرة السير العشوائي.

كما توصل **(Samuelson)** عام 1960 إلى أن التغيرات في أسعار الأسهم غير قابلة للتنبؤ وكان لمساهمته البحثية الأثر البالغ في توفير الاحترام الأكاديمي الكبير الذي حضي به موضوع عشوائية الأسعار، بالرغم من أن نموذج السير العشوائي تم اكتشافه من طرف الباحث **(Bachelier)** منذ سنة 1900م.

من خلال ما سبق يمكن القول بأن الباحثين في الأدب المالي قد أثبتوا أن أسعار الأوراق المالية في السوق تتبع حركة عشوائي، وبالتالي لا يمكن لمجموعة من المستثمرين تحقيق عوائد غير عادية على حساب مستثمرين آخرين على اعتبار أن جميع المعلومات المتحصل عليها تنعكس في سعر الورقة المالية. وأي معلومة جديدة تصل إلى السوق تغير توقعات المستثمرين بشأن أداء بعض المؤسسات ونتائجها حيث تكون معكوسة في أسعار أوراقها المالية المصدرة، وعليه فإن التقلبات في أسعار الأسهم تكون مستقلة عن بعضها البعض وتبقى مرتبطة بالمعلومات التي ترد إلى السوق في شكل عشوائي وتنعكس في السعر ويمكن التعبير على ذلك من خلال المعادلة التالية:[4]

$$P_{t.} = E\left[P_{(t+1)} / I_t\right] \quad \text{..... (1-1)}$$

حيث:

Pt : سعر الورقة الدالية في الزمن t.

Pt+1 : سعر الورقة الدالية في الزمن (t+1).

It: تمثل المعلومات المتاحة (سواء كانت حقيقية أو متوقعة (في الزمن t.

[1] M.G.Kendall, A Bradford Hill, **"The Analysis Time Series Part 1: Price"**, Journal of Royal Statistical Series A (General) Vol.116.I 01, (1953),PP 11-34

[2] Zvi Bodie, Alex Kane, Alan J. Marcus, **Essentials of Investments,** 9th Edition**,** McGraw-Hill/Irwin, NY, USA, 2013, P 234

[3] Eugene Fama , **"The Behavior of Stock Market Price", T**he Journal of Business, Vol.25, no 2 (Jan., 1965), P 35

[4] Frank J. Fabozzi ,**Op.cit**, P 196

فمن خلال هذه المعادلة يتضح أن السعر الذي سيسود في المستقبل، هو تقدير غير متحيز للسعر السائد في السوق الحاضرة، وبمفهوم كفاءة السوق المالي فإن السعر الحالي يعكس جميع المعلومات المتاحة عن التوقعات المستقبلية السائدة في الفترة الحالية، أما السعر في فترة مستقبلية فإنه يعكس المعلومات المتوفرة عن تلك الفترة، مع التوقعات السائدة عن ظروف مستقبلية أيضا في تلك الفترة.

وعليه فلن يكون السعر المستقبلي مرتبطا بالسعر الحالي باعتبار أن المعلومات التي تؤثر فيه تتبع نمط عشوائي. وبالتالي يمكن القول إن السوق يتبع حركة عشوائية إذا كان:[1]

$$P_{t.} - P_{t+1} = \varepsilon t. \ldots\ldots\ldots\ldots\ldots (1\text{-}2)$$

حيث:

εt : تمثل ضوضاء بيضاء (Bruit Blanc) ، وهي ناجمة عن التغير في السعر والعوائد المرتبطة به بسب ورود معلومات حقيقية إلي السوق المالي(أي تمس الأسعار وعوائدها فعلا).

2.العلاقة بين كفاءة الأسواق المالية والحركة العشوائية للأسعار

كلما كانت السوق المالية كفؤة كلما كانت التغيرات في الأسعار عشوائية وذلك للأسباب التالية:

- عندما تكون الأسواق كفؤة فإن المعلومات الواردة للمستثمرين تصل بسرعة وبشكل عشوائي؛
- تتوقف ردود أفعال المستثمرين على أساس المعلومات الواردة إليهم، وبالتالي تكون ردود أفعالهم متفائلة إذا كانت المعلومات سارة (good news) ومتشائمة إذا كانت المعلومات غير سارة (bad news)؛
- على اعتبار أن المعلومات ترد بشكل عشوائي إلى السوق فإن سلوك المستثمرين اتجاها أيضا يكون عشوائي ولا يمكن التنبؤ به؛

أما فيما يخص الباحثين **(Brealy & Myers)** فيؤكدان بأن المعلومات الواردة للسوق الكفء تنعكس على الأسعار الحالية، وعلى اعتبار أن الأسعار لا يمكن أن تتغير إلا إذا وصلت معلومات جديدة وهذه الأخيرة لا يمكن التنبؤ بها مقدما، فكذلك الأمر بالنسبة للتغيرات في مستويات الأسعار الناجمة عنها.[2]

3.التحليل الأساسي والتحليل الفني للأوراق المالية

إذا كانت المعلومات بأنواعها المختلفة هي حجر الزاوية في أسواق رأس المال فإن تحليلها هو الآخر يعد عنصرا حاسما في تتبع حركة أسعار الأسهم فيها، ويأخذ تحليل المعلومات في أسواق رأس المال بصفة عامة وعلى مستوي البورصة بصفة خاصة اتجاهين اثنين هما التحليل الفني والتحليل الأساسي.

1.3.أسلوب التحليل الفني

يقوم التحليل الفني على أساس تتبع حركة أسعار الأسهم في الماضي بهدف اكتشاف نمط معين لحركتها، حيث ومن خلال هذا التحليل يمكن تحديد التوقيت السليم لقرار الاستثمار في الأسهم، فحركة الأسعار في الماضي تعد مؤشرا عاكسا يسمح لنا بمعرفة توقعات المستثمرين في سوق الأسهم على المدى القصير،[3]

---

[1] **Ibid** ,P 197

[2] منير إبراهيم الهندي، **مرجع سبق ذكره**، ص 521

[3] Weir, Deborah J, **Timing the market: how to profit in the stock market using the yield curve, technical analysis, and cultural** indicators, John Wiley & Sons, Inc. Hoboken, New Jersey, USA, 2006, P 28

وعلى هذا الأساس يقوم المحلل الفني باعتماد مجموعة من المبادئ والوسائل التقنية للقيام ببناء توقعات حول السوق من خلال التركيز على دارسة واستعمال المعلومات المتاحة المتعلقة بأسعار وأحجام الأسهم فقط.[1] كما يهتم المحلل الفني بتحليل اتجاهات الأسعار على مستوى السوق إجمالا وليس على مستوى ورقة مالية واحدة فقط.

ويعرف البعض التحليل الفني على أنه ذلك الأسلوب الذي يهتم بدراسة المعلومات الداخلية الماضية للأسهم والسندات دون الاهتمام بتطور السوق الداخلية أو الخارجية وذلك مثل تتبع حركة الأسعار في الماضي أو حركة التداول، ويهدف التحليل الفني عادة إلى توقع حركة الأسعار في المدى القصير لتحديد توقيت البيع أو الشراء سواء لسهم معين أو مجموعة من الأسهم.[2]

ويقوم التحليل الفني على أساس عدة وسائل تصنف إلى مجموعتين:

المجموعة الأولى وهدفها التنبؤ باتجاه السوق ككل عن طريق دارسة ما يمكن تسميته أدلة السوق، فمن خلال هذه الأدلة يقوم المحللون الفنيون بمحاولة التعرف على قعر السوق أي على بداية السوق الصاعد وبالوسائل ذاتها يحاولون التعرف على نهاية السوق الصاعد أو قمة السوق، ومن بين أهم الوسائل المستخدمة لهذا الغرض نجد:

- نظرية داو **(Dow Theory)**
- مؤشر مجلة باروفر للثقة.
- نسبة مشتريات صغار المستثمرين من الأسهم ومبيعاتهم.

أما المجموعة الثانية فيمكن تطبيقها على السوق ككل أو على سهم شركة معينة للتعرف على تغيير واتجاه هذا المتغير مستقبلا، ومن بين أهم وسائل المجموعة الثانية نجد:[3]

- الرسوم البيانية **(Charts)**
- المتوسطات المتحركة **(Moving Average)**
- أحجام التداول **(Volume of Trading)**

ويمكن تلخيص التحليل الفني من خلال المراحل التالية:[4]

- تحليل أداء السوق أو الأسهم في الماضي؛
- تحليل أسعار الأسهم وأحجام التداول؛
- تحليل تدفقات الأموال وميول المستثمرين.

2.3. أسلوب التحليل الأساسي

[1] Leigh Stevens, **Essential Technical Analysis Tools and Techniques to Spot Market Trends**, John Wiley & Sons, Inc., USA, 2002, P 5

[2] Hendrik S. Houthakker , Peter J. Williamson, **The Economics of Financial Markets**, Oxford University Press, New York, **USA**, 1996,P 132

[3] عبد المجيد المهيلمي، **التحليل الفني للأسواق المالية**، الطبعة السادسة، البلاغ للطباعة والنشر والتوزيع، الأردن،2007، ص 38

[4] طارق عبد العال حماد، **التحليل الفني والأساسي للأوراق المالية**، الدار الجامعية طبع، نشر توزيع، مصر. 2000، ص 252

يتضمن هذا الأسلوب تحليل الشركة من حيث الأصول، الربحية، الإدارة. ..الخ، بالإضافة إلى تحليل القطاع الذي تنتمي إليه الشركة. كما لا يهمل هذا الأسلوب تحليل المؤشرات الاقتصادية الكلية مثل إجمالي الناتج المحلي، أسعار الفائدة معدلات البطالة.... الخ.[1] ويقوم المستثمر الذي ينتهج أسلوب التحليل الأساسي بمقارنة القيمة السوقية للورقة المالية بالقيمة الحقيقية لها، فإذا كانت القيمة السوقية للورقة اقل من القيمة الحقيقية لها، فإن المستثمر يقبل على شراء هذه الورقة أو يحتفظ بها إذا كانت ضمن محفظته، أما إذا كانت القيمة السوقية للورقة المالية أكبر من القيمة الحقيقية لها فإن المستثمر لا يقبل على شراء هذه الورقة أو يقوم ببيعها إذا كانت ضمن محفظته.

ويقوم التحليل الأساسي على أساس ثلاثة وسائل (مستويات) وهي:[2]

- تحليل الاقتصاد.
- تحليل الصناعات.
- تحليل الشركات.

ويمكن تلخيص التحليل الأساسي من خلال المراحل التالية:[3]

- تحليل الظروف المالية للشركة؛
- تحليل ظروف الصناعات وموقع الشركة فيها؛
- تحليل الظروف الاقتصادية العامة.

وعليه فإن هدف التحليل الأساسي هو القيام ببناء تنبؤات لما سيكون عليه سعر الورقة المالية في المستقبل بغرض تحديد قيمتها الحقيقية بناء على العائد والمخاطرة المرتبطة بهذه الورقة المالية، وذلك من خلال إجراء تحليل للظروف الاقتصادية الدولية، وظروف الاقتصاد الوطني، ومن ثم تحليل ظروف الشركة المصدرة للورقة المالية.

المطلب الثاني: مفهوم كفاءة سوق رأس المال

يعتبر مفهوم الكفاءة امتدادا للنظرية الكلاسيكية للاقتصاد، والتي تعنى أساسا بحل المشكلة الاقتصادية من خلال تحقيق التوزيع الأمثل للموارد لتحقيق أقصى منفعة ممكنة، ولم يكن مفهوم الكفاءة مقتصرا على الفكر الاقتصادي فحسب بل امتد ليشمل العديد من المجالات ومنها مالية الأسواق، حيث تعد نظرية كفاءة أسواق رأس المال أحد أهم النظريات في المالية الحديثة، وسنحاول فيما يلي عرض اهم المفاهيم المتعلقة بكفاءة سوق رأس المال مع محاولة إبراز أوجه الاختلاف والتشابه بين الباحثين حول مفهوم الكفاءة.

1.تعريف كفاءة سوق رأس المال

[1] Frank J. Fabozzi,, **Handbook of Finance: Financial Markets and Instruments**, John Wiley & Sons, Inc., Hoboken, New Jersey,USA,2008,P 56

[2] حسبن عطا غنيم، **دراسات في التمويل**، دار النشر المكتبة الأكاديمية، مصر، 2005، ص 9

[3] طارق عبد العال حماد، **مرجع سبق ذكره**، ص 251

يعد **(Eugene. Fama)** أول من قام ببناء نظرية السوق الكفؤة في أوائل الستينيات[1]، فحسبه تكون السوق كفؤة إذا "عكست أسعار الأوراق المالية بشكل كامل وفوري جميع المعلومات المتاحة عنها والمتعلقة بالأحداث الماضية، الجارية، التوقعات المستقبلية، حيث أن السعر يعكس القيم الاقتصادية التي تستند إليها قيمة السهم".[2]

كما قام الباحث (Fama) ببناء نموذج رياضي لخص فيه محتوى هذه النظرية عرف بنموذج اللعبة العادلة، والذي يمكن توضيحه من خلال المعادلة التالية:[3]

$$Z_{i,t+1} = R_{i,t+1} - E\left[R_{i,t+1}/\Phi_t\right] \quad \text{.....(1-3)}$$

حيث:

$Z_{i,t+1}$: هو العائد غير العادي للأصل المالي i في الفترة t+1

$R_{i,t+1}$: هو العائد الحقيقي للأصل المالي i في الفترة t+1

$E[R_{i,t+1}/\Phi_t]$: العائد المتوقع للفترة t+1

Φ_t: مجموع المعلومات المتاحة للفترة t

انطلاقا من هذه المعادلة فإن العوائد غير العادية لأصل مالٍ معين تساوي الفرق بين العوائد الحقيقية والعوائد المتوقعة بناء على المعلومات المتاحة، ويكون النموذج عادلا إذا كانت قيمة العوائد غير العادية تساوي الصفر، أي أن العوائد الحقيقية تكون مساوية للعوائد المتوقعة بمعني أن المعلومات المتاحة سمحت بالتنبؤ الصحيح لسعر الأصل المالي. وعليه لا يمكن لأي مستثمر تحقيق أرباح غير عادية جراء تحليله لهذه المعلومات أي أن السوق كفء عند هذا المستوى.

لقد تعرض التعريف الذي قدمه **(Fama)** للعديد من الانتقادات من قبل الباحثين، وذلك لاستحالة تطبيق فرضياته في الممارسة العملية، على اعتبار أن المعلومات غير مجانية وأن المعاملات تتطلب دفع ضرائب ورسوم (تكاليف الصفقات)، ولذلك حاول المنتقدون تقديم تعريفات أكثر تفصيلا أو بالأحرى تعريفات مفسرة ومكملة لتعريف **(Fama)** نذكر منها ما يلي:

(1972) **Nicholas J. Gonedes** فبحسبه" يكون السوق كفؤ إذا كان سعر الورقة المالية يستجيب بصفة فورية وغير متحيزة لأي معلومة جديدة".[4]

---

[1] Philippe Herlin, **Finance : Le Nouveau Paradigme,** Éditions d'Organisation Groupe Eyrolles, Paris, 2010, P 33

[2] Eugene F. Fama ,**"Efficient Capital Market : A Review of Theory and Empirical Work ",** Journal of Finance,Vol.25,no 2,(May.,1970),P 383

[3] **Ibid**, P 384

[4] Nicholas J.Gonedes, **"Efficient Capital Markets and External Accounting"**, The Accounting Review, vol.47,no1,(Jan., 1972), P 12

(1978) **Jensen, Michel** ركز جنسن في تعريفه للسوق الكفؤة على مدى وجود العوائد غير العادية من عدمها، فحسبه "تكون السوق كفؤة عندما تعكس الأسعار المعلومات عند النقطة التي يتعادل فيها العائد الهامشي الناتج عن استغلال المعلومات مع التكلفة الهامشية التي تم تحملها لحصول على هذه المعلومات."[1]

وعليه لا للمستثمر تحقيق عوائد غير عادية بسبب ارتفاع تكلفة الحصول على المعلومات وتحليلها، وحسب **Jensen** فالمستثمرين لا يمكنهم عن طريق شراء وبيع الأسهم تحقيق عوائد أكبر من تكاليف المعاملات المحتملة وبالتالي فإن التفوق على السوق *يكون بتحمل مستوى أعلى من المخاطر.

(1981) **Beaver** تناول مفهوم كفاءة السوق من خلال كيفية إحداث التوازن في أسعار الاستثمارات حيث أن أسعار الاستثمارات في فترة زمنية معينة تعتمد على المعلومات التي ترد للمستثمرين خلال هذه الفترة، فحسب beaver"يكون السوق غير كفء إذا لاحظ المستثمرون وجود فرق بين القيمة الحقيقية للاستثمارات وسعرها".[2] بمعنى أنه ربط كفاءة السوق بالمعلومات التي تصل إليه وتأثيرها على توازن أسعار الاستثمارات وقيمتها الحقيقية.

وأما الباحث (1986) **Mark Latham** فحسبه "يكون السوق كفؤ إذا كان الإعلان عن المعلومات لجميع المستثمرين لا يؤثر على تغير أسعار التوازن ولا على تغير تركيبة المحفظة المالية، كما أن استغلال هذه المعلومات لا يمكن من تحقيق عوائد غير عادية، فبالنسبة إليه كفاءة السوق مرتبطة بمعلومات معينة.[3]

إن اختلاف أراء الباحثين في تحديد مفهوم الكفاءة يعود إلى اختلاف الزاوية التي ينظر من خلالها كل باحث إلى مفهومها، فالبعض يرى أن العوائد غير العادية هي المحدد الأساسي لمدى كفاءة سوق رأس المال، في حين يرى البعض الأخر أن تكلفة الحصول على المعلومة هي العامل المحدد.

وفي العقود الأخيرة حاول **(Fama)** سنة 1991م إعطاء تعريف موافق للتعريف الذي قدمه جنسن **(Jensen)** سنة 1978م الذي يأخذ في الحسبان تكاليف الصفقات والتكاليف المرتبطة بعملية التنبؤ، فعرف **(Fama)** السوق الكفء "بالسوق التي يجب أن تعكس الأسعار فيها جميع المعلومات إلى غاية المستوى الذي تصبح فيه العوائد الإضافية (غير العادية) الناتجة عن استغلال المعلومات مساوية تماما للتكاليف الإضافية المرتبطة بالحصول عليها".[4]

على ضوء ما سبق يمكن تعريف السوق المالية الكفؤة بأنها تلك السوق التي تستجيب فيها أسعار الأوراق المالية بطريقة عقلانية وبصورة فورية وغير متحيزة لكل المعلومات المتدفقة إلى السوق والمتعلقة بتحديد أسعار الأوراق المالية، مما يؤدي إلى انخفاض تكلفة الحصول على المعلومات، وبالتالي انخفاض العوائد غير العادية. مما

---

[1] Jensen, Michel C. **"Some Anomalous: Evidence Regarding Market Efficiency"**, Journal of Financial Economics, Vol. 6,no 2/3 ,(Jun/Sept.,1978),P 102

*** مصطلح التفوق على السوق أو ضرب السوق غالبا ما يستخدم للإشارة إلى حالتين مختلفتين هما: تحقيق عائد على أصل ما أو محفظة مالية أو صندوق استثماري أعلى من متوسط عائد السوق (عائد مؤشر السوق الذي يتم اختياره للمقارنة)، أو تحقيق مؤسسة معينة لأرباح، مبيعات، أعلى من المؤسسات المماثلة لها في نفس القطاع وتسمى هذه المؤسسات غالبا "قائدة القطاع"**

[2] William H, Beaver**, "Market Efficiency",** The Accounting Review, Vol.56, no1, (Jan., 1981),PP 23-27

[3] Mark Latham, **"Informational Efficiency and Information Subsets",** the Journal of Finance, Vol. 41,no1,(Mar.,1986),PP 34-52

[4] Fama E.F, **"Efficient Capital Markets**: **II"**, the Journal of Finance, Vol.46, no 5, (Dec.,1991), PP 1575-1617

يحقق في النهاية التخصيص الأمثل للموارد أو الثروة، ووفقا لذلك نجد أن هناك مؤشرين مهمين للقياس الكفاءة هما: انخفاض تكلفة التبادل في سوق رأس المال، وسرعة استجابة الأسعار السائدة للمعلومات الجديدة المتدفقة للسوق.

المطلب الثالث: متطلبات الكفاءة وأنواعها

من خلال المفاهيم المتعددة لكفاءة سوق رأس المال، تظهر لنا بوضوح الأهمية البالغة للكفاءة في عادة تخصيص الموارد، وتسهيل عمل السوق. وعليه فكفاءة سوق رأس المال تعد نتيجة لثلاثة أبعاد مترابطة وهي ما يعرف بمتطلبات الكفاءة.

1. متطلبات الكفاءة

تقسم الكفاءة حسب متطلباتها إلى ثلاثة أنواع هي:

1.1.كفاءة تخصيص الموارد (Allocative Efficiency)

يشير مفهوم كفاءة تخصيص الموارد إلى ضرورة ضمان السوق للاستخدام الأمثل والكفء للموارد المتاحة وذلك بتوجيهها إلى الأنشطة ذات العائد الأعلى. بمعني أن يكون تدفق رأس المال إلى المشاريع الاستثمارية ذات العوائد المرتفعة والأقل مخاطرة.

2.1. كفاءة التشغيل (Operational Efficiency)

تكون سوق رأس المال ذات كفاءة تشغيلية إذا استطاع الوسطاء الماليون تحقيق الرضا لعارضي وطالبي الأوراق المالية، وذلك بتحقيقهم عائد يغطي تكلفة ومخاطر أموالهم (تكلفة رأس المال)، وبالتالي فإن سوق رأس المال يؤدي دور مهم في الوساطة المالية، كما يشير مصطلح الكفاءة التشغيلية إلى توفر الموارد اللازمة التي تؤدي إلى تشغيل السوق وتسهيل التعامل فيه.[1]

3.1. كفاءة التسعير (Price Efficiency)

ويقصد بها قدرة السوق على خلق التوازن بين العرض والطلب دون أن يتحمل المتعاملون فيه تكاليف عالية للسمسرة ودون أن يتاح لصناع السوق (للتجار والمتخصصين) فرصة تحقيق عوائد غير عادية، وتعتمد كفاءة التسعير إلى حد كبير على كفاءة التشغيل والتي تعني أن تعكس قيمة الورقة المالية المعلومات الواردة إلى السوق على أن تكون تكاليف إتمام الصفقات منخفضة. [2] مما يشجع المستثمرين على للاجتهاد للحصول على معلومات جديدة وتحليلها مهما كان حجم التأثير الذي تحدثه تلك المعلومات على السعر الذي تباع به الورقة المالية.

ولابد من إعطاء اهتمام بالغ للكفاءة الإعلامية باعتبارها العامل الأساسي لتحقيق الكفاءة التخصيصية والتشغيلية، فهي تهتم بسلوك الأسعار فور دخول المعلومات إلى السوق، فالكفاءة الإعلامية تقوم على فكرة مفادها أن للورقة المالية قيمة جوهرية أو أساسية **(Fundamental or Intrinsic Value)** والتي ينبغي أن توفر أفضل تقدير لها. والقيمة الأساسية هي القيمة المخصومة لتدفق العوائد المستقبلية، وهذه الأخيرة غير معروفة

[1] Roy E. Bailey, **Op.cit.**P 22

[2] علوان، قاسم، **إدارة الاستثمار بين النظرية والتطبيق**، دار الثقافة للنشر والتوزيع عمان، 2009، ص 163

مسبقا، مما يؤدي بالمستثمر إلى معرفتها بنفسه عن طريق البيانات المتاحة. لذلك فإن نظرية الكفاءة الإعلامية تقوم على فرضية أن المستقبل احتمالي، وأن المتغير الوحيد هو المعلومات المتاحة [1] وليس أراء الأعوان لأنهم يتميزون بالعقلانية كما أنهم يجمعون على أن السوق يقدم أفضل تقدير للأوراق المالية. إن الأبعاد الثلاثة للكفاءة مترابطة ومتكاملة حيث أن التخصيص الأمثل للموارد لا يتم إلا إذا انعكست المعلومات المتاحة في الأسعار بشكل جيد وفي الوقت المناسب، وبالتالي فالشرط الأساسي لتحقيق الكفاءة التخصيصية هو تحقق الكفاءة الإعلامية والتشغيلية.

2.متطلبات السوق الكفء من منظور الباحثين (Bemstien & Reilly)

قام الباحث **(Reilly)** سنة 1985م بتقسيم السوق الكفء على أساس ثلاثة مقومات وأضاف الباحث **(Bemstien)** سنة 1987 مقوما رابعا وهو عدالة السوق.

1.2.الدقة والسرعة في صول المعلومات

إن دقة وسرعة وصول المعلومات إلى سوق الأوراق المالية من شأنها زيادة كفاءة تخصيص الموارد في الاقتصاد بتوجيهها نحو المؤسسات ذات الكفاءة العالية أو القطاعات ذات المزايا النسبية، وهو ما يدعم تحقيق كفاءة السوق والتي بدورها تودي إلى تحقيق الكفاءة الاقتصادية.[2]

2.2.كفاءة التشغيل والتسعير أو ما تسمى متطلبات كفاءة السوق

ويقصد بكفاءة التشغيل أو الكفاءة الداخلية قدرة السوق على تحقيق التوازن بين العرض والطلب من دون تحمل أطراف السوق لتكاليف مرتفعة ودون تحقيق صناع السوق لأرباح غير عادية. أما كفاءة التسعير أو الكفاءة الخارجية فتعني أن المعلومات الجديدة يجب تصل إلى المتعاملين في السوق بسرعة دون فاصل زمني كبير حيث تصبح أسعار الأسهم صورة عاكسة لكافة المعلومات المتاحة، ويتم ذلك من دون أن يتحمل المتعاملون في السوق لتكاليف مرتفعة وبالتالي إتاحة الفرصة للجميع.

3.2.توفر السيولة

ويقصد بتوفر السيولة أن يتمكن كل من البائع والمشتري من إبرام الصفقة بسرعة وبسعر قريب من السعر اليوم الذي أبرمت فيه آخر صفقة على ذات الورقة المالية. فسيولة تكتسي أهمية بالغة في زيادة كفاءة السوق المالي، لأن المعلومات المتاحة تنعكس بسرعة كبيرة على أسعار الأوراق المالية التي تتمتع بالسيولة العالية.[3]

4.2.عدالة السوق

المقصود بعدالة السوق هو إتاحة فرص متساوية لجميع المتعاملين في السوق سواء من ناحية الوقت أو من ناحية توفير المعلومات، حيث أنه في كل الأسواق المالية هناك اللجنة المكلفة بمراقبة عمليات سوق الأوراق المالية على نشر المعلومات وإتاحتها لجميل المتعاملين بالتساوي، ففي حالة وجود خلل بين العرض والطلب لورقة

[1] Fama, E. F, **"The Behavior of Stock Market Prices",** Journal of Business, Vol.38, no 1, (Jan. 1965), PP 34-105.

[2] منير إبراهيم الهندي، **أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية، منشأة المعارف**، الإسكندرية، 1999، ص 152

[3] منير إبراهيم الهندي، **نفس المرجع**، ص 153

مالية معينة فإن هذه اللجنة عادة ما تلجأ إلى إيقاف التعامل بتلك الورقة لفترة قصيرة (ساعة أو أكثر) من أجل إعطاء فرصة متساوية لجميع المتعاملين لاستغلالها.[1]

3.شروط الواجب توفرها لتحقيق الكفاءة

بحسب (Fama) تحقق كفاءة السوق المالي إذا توفر على جملة من الفروض نلخصها على النحو التالي:[2]

1.3.مجانية المعلومة

أي أن المعلومات المتعلقة بالأوراق المالية التي تخص وضعيتها الحالية أو المتوقعة متاحة للجميع وفي ذات اللحظة ودون تكلفة تذكر،[3] وفي ظل ذلك تتماثل توقعات المستثمرين نظرا لتماثل المعلومات المتاحة لهم.

2.3.وجود عدد كبير من المتعاملين

وجود عدد كبير من المستثمرين للأوراق المالية على النحو الذي لا يمكن لدخول أحدهم أو خروجه التأثير على تغيير أسعار السوق المعلنة والمحددة وفقا لقوى العرض والطلب.[4] ومن ثم يفترض أنه ليس باستطاعة أي متعامل أن يؤثر على الأسعار من خلال عمليات البيع والشراء وإن كانت ذات حجم كبير.

3.3.غياب تكلفة التحويلات وضريبة البورصة

بمعنى عدم وجود أي قيود على التعامل،[5] حيث أن وجود مثل هذه التكاليف له تأثير على عوائد المستثمرين حتى أنها تقيد بعض الشيء من حريتهم في اتخاذ قراراتهم الاستثمارية إلى حين تأكدهم بأن عوائدهم المحتملة تفوق هذه التكاليف.

4.3.اتصاف المستثمر بالعقلانية

ونقصد به قدرة المستثمر على تفسير المعلومات الواردة إلى السوق بشكل صحيح وبشكل يحقق له المنفعة القصوى في ظل مستويات المخاطر التي يتعرض لها،[6] فعقلانية المستثمرين هي التصرف بدقة اتجاه المعلومات التي يمتلكونها فعند الإعلان عن معلومات غير متوقعة يقومون بالاحتفاظ بالأوراق المالية أو يقومون ببيعها حسب المعلومات المتاحة لهم.

نلاحظ بأن هذه الفرضيات لا يمكن تطبيقها على أرض الواقع، فبالنسبة للفرض الأول يؤكد الواقع على وجود فئة من المستثمرين يمتلكون معلومات تحصلوا عليها من قبل أصدقائهم المقربين أو العاملين الذين ينشطون داخل المؤسسة المصدرة للورقة المالية دون بقية المستثمرين، وهم مجموعة صغيرة تسمى في لغة أسواق رأس المال بأصحاب المعلومات المميزة، أي أن المعلومات غير متاحة لجميع المستثمرين، وحتى وان افترضنا أنها متاحة للجميع فإنها لا تصلهم جميعا في نفس اللحظة. لذلك من الأجدر أن نقول بأن المعلومات متاحة لمعظم المستثمرين وليس لكل المستثمرين.

---

[1] عماد الدين محمد المزيني، **" سوق فلسطين للأوراق المالية واقعها وآفاقها "**، رسالة من متطلبات نيل الماجستير، جامعة الدول العربية، معهد البحوث والدراسات العربية الاقتصادية، مصر، 2002، ص 3

[2] Eugene F. Fama (1970), **Op.cit**, P 387

[3] Franklin Allen & Douglas Gale, **Understanding Financial Crises**, Oxford University Press Inc., New York, 2007,P 64

[4] Cheng Few Lee, Alice, **Encyclopedia of Finance,** Springer Science Inc., New York, USA, 2006, P 206

[5] **Idem**

[6] Roy E. Bailey, **Op.cit**, P 23

أما بالنسبة للفرض الثاني فيمكن بنظرية إثبات عدم تحققه من خلال ما يسمي بنظرية الإشارة ، فبمجرد أن تكون هناك إشاعة ما كخطاب يلقيه أحد صناع القرار أو أحد السياسيين البارزين فهو كفيل بتغيير سعر الورقة المالية تغييرا جذريا، أما فيما يخص الفرض الثالث المتعلق بانعدام تكاليف الصفقات والمعاملات فهو الأخر غير واقعي، على اعتبار أن هناك تكاليف للمعاملات والضرائب، بل قد تكون الضرائب عائقا يحول دون إبرام الصفقات، لأن المستثمرين عادة ما يؤخرون قرارات البيع خلال السنة الضريبية بغرض نقل عبئه إلى السنة الموالية (أثر جانفي)،علاوة على وجود العديد من قوانين التي تفرض قيودا على إبرام الصفقات، مثل: قوانين البيع على المكشوف.

أما فرض اتصاف المستثمرين بالعقلانية فيمكن اعتباره من أكثر الفروض السابقة واقعية، غير أنه هو الأخر غير قابل للتطبيق حيث أكد كل من الباحثين **(Elinor Ostrom & Oliver E. Williamson)** عدم رشادة المستثمرين مبررين ذلك بأنه يستحيل على المستثمرين أن يقوموا بجمع جميع المعلومات عن الورقة المالية المراد شرائها ثم تحليلها، وذلك لأن قدراتهم الفكرية والمادية محدودة. ويعد هذا الفرض المحور الأساسي لفرضية كفاءة سوق رأس المال على اعتبار أن المستثمرين هم من يقومون بترجمة المعلومات المتاحة في السوق للوقوف على القيمة الحقيقية للورقة المالية، ومن ثم اتخاذ القرارات المناسبة بشأنها والتي تنعكس على الأسعار الجارية للأسهم.

من خلال ما سبق يمكن تقسيم كفاءة سوق رأس المال إلى قسمين قسم نظري تمثله الكفاءة التامة وآخر عملي أقرب إلى الواقع تمثله الكفاءة الاقتصادية.

5.أنواع الكفاءة

يتفق أغلب الباحثين وعلى وجود نوعين من الكفاءة في أسواق رأس المال وهما:

1.5. الكفاءة الكاملة أو التامة (Perfectly Efficient Market)

ونعني بالكفاءة الكاملة أن لا نجد في السوق المالي فاصل زمني بين تحليل المعلومات الجديدة الواردة إليه وبين الوصول إلى نتائج محددة بشأن سعر السهم، أي يجب أن تكون هناك استجابة آنية وفورية للسعر السهم نتيجة لوصول تلك المعلومات الجديدة والتي قد تكون معلومات سارة أو غير سارة، وإذا كانت توقعات المستثمرين متماثلة، والمعلومات متاحة للجميع وبدون تكاليف عندئذ تتحقق الكفاءة الكاملة.[1]

ويشير مفهوم الكفاءة الكاملة إلى قدرة السوق على جعل أسعار الأصول المالية تتعدل بشكل سريع وفوري وفقا لمحتوى المعلومات الواردة إلى السوق، دون أن يكون هناك فاصلا زمنيا بين تحليل المعلومات الجديدة وبين الوصول إلى نتائج بخصوص السعر العادل، أو السعر التوازني للورقة المالية.[2]

من خلال ما سبق يتبين لنا أن المبدأ الذي يقوم عليه السوق الكفء، هو الانعكاس السريع للمعلومات التي ترد إلى السوق على سعر السهم، بمعنى أن أسعار الأسهم تتغير مباشرة بعد كل معلومة جديدة يتحصل عليها

[1] إيهاب الدسوقي، **اقتصاديات كفاءة البورصة**، دار النهضة العربية، القاهرة، مصر، 2002، ص 7
[2] عبد الغفار حنفي، **الاستثمار في بورصة الأوراق المالية**، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2004، ص 185

المتعاملون في هذا السوق-تبعا لطبيعة هذه المعلومة-وهو ما يعني انه لا توجد فترة زمنية بين الحصول على المعلومات وتحليلها وبين التغير في سعر السهم.

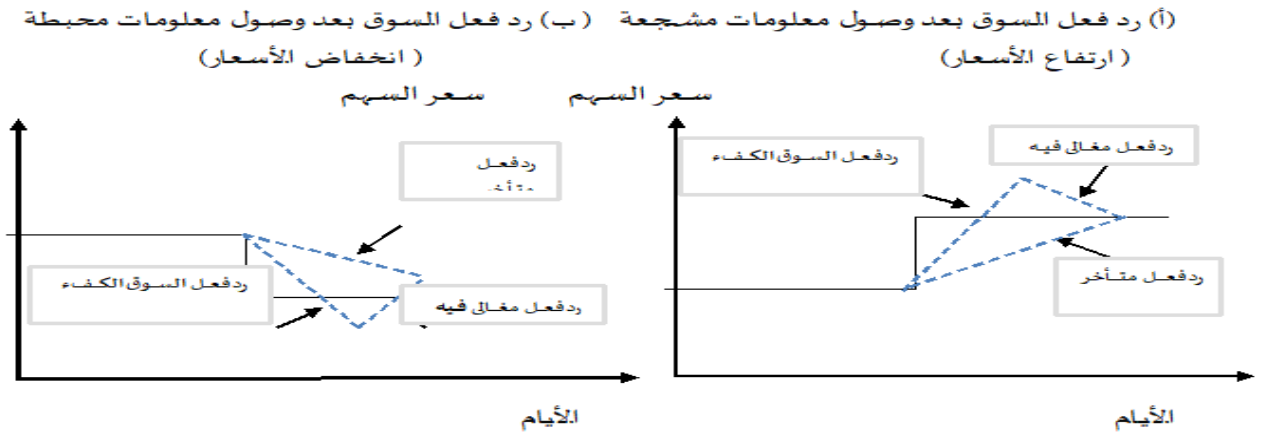
وعليه يمكن القول بأن الكفاءة الكاملة تتحقق إذا ما تحققت الشروط التالية:

- شفافية المعلومات وسرعة انتقالها للجميع وبدون تكاليف؛
- حرية المعاملات من أي قيود كتكاليف المعاملات أو الضرائب، ولا قيود على دخول أو خروج أي مستثمر من السوق، أو على بيعه وشرائه لأي كمية من الأسهم ومن أي شركة؛
- تواجد عدد كبير من المستثمرين، أين لا يمكن لأي مستثمر أن يؤثر لوحده في أسعار الأوراق المالية المتداولة.
- اتصاف المستثمرين بالرشد، وسعي كل واحد منهم إلى تحقيق أكبر منفعة ممكنة.

2.5. الكفاءة الاقتصادية

يقصد بالكفاءة الاقتصادية وجود فاصل زمني بين الحصول على المعلومات وتحليلها، وانعكاس تلك المعلومات على أسعار الأسهم.[1] بمعنى أنه في ظل الكفاءة الاقتصادية لأسواق رأس المال علينا أن ننتظر بعض الوقت بعد حصولنا على المعلومات حتى تظهر آثار هذه المعلومات على أسعار الأسهم، وهو ما يعني أنه سيكون هناك فرق بين القيمة السوقية للسهم وقيمته الاستثمارية أو الحقيقية لفترة زمنية معينة، وعليه يظهر الفرق بينهما في مقدار الفاصل الزمني بين لحظة تدفق المعلومات وانعكاسها على السعر فالكفاءة التامة (النظرية) تشترط عدم وجود فاصل زمني، في حين أن الكفاءة الاقتصادية "الواقعية" تقر بوجود فاصل زمني، قد يطول وقد يقصر، يمكن للسعر خلاله أن يبتعد مؤقتا عن قيمته الحقيقة، كما قد يتاح لبعض المستثمرين تحقيق عوائد غير عادية، وعلى هذا النحو تكون السوق أكثر كفاءة كلما زادت قدرتها على تقليص ذلك الفاصل الزمني.

شكل رقم (2-1) :التغير في سعر السهم في ظل الكفاءة الكاملة والكفاءة الاقتصادية



المصدر: منير إبراهيم الهندي، **مستقبل أسواق رأس المال العربية**، توزيع منشأة المعارف، الإسكندرية، مصر، 1995، ص 21

[1] عبد الغفار حنفي، **البورصات: أسهم، سندات، وثائق استثمار، خيارات**، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2000، ص 1

- في حالة وصول معلومات جديدة ومشجعة عن إنتاج إحدى الشركات سينعكس ذلك مباشرة في استجابة فورية وتلقائية في سعر السهم بالارتفاع بما يؤدي في نهاية الأمر إلى تحقيق التعادل بين القيمة السوقية والقيمة الحقيقية للسهم وهو ما يحقق للسوق كفاءة عالية الشكل (أ)
- في حالة وصول معلومات غير سارة إلى السوق فذلك سينعكس سلبا في سعر السهم بالانخفاض في القيمة السوقية عن القيمة الحقيقية فتكون الاستجابة متأخرة حتى يستوعب السوق هذه المعلومات، مما لن يحقق للمستثمرين أرباح فيتصف السوق في مثل هذه الحالة بعدم الكفاءة، أين يستغرق تعديل السعر إلى السعر الحقيقي مدة ثمانية أيام من وصول هذه المعلومات إلى السوق الشكل (ب)
- في حالة استجابة مغالا فيها فيقصد بها بلوغ سعر السهم مستوى أعلى من السعر الحقيقي نتيجة المبالغة في تأثير هذه المعلومات مما يدفع بالسعر إلى أعلى مستوياته ومن ثم يعتدل تدريجيا بعد ذلك الشكلين (أ) و(ب).

المبحث الثالث: الصيغ المختلفة لكفاءة سوق رأس المال

تعد المعلومات عاملا أساسيا في تحديد القيمة الحقيقية للأوراق المالية من أجل الوصول لتحقيق تخصيص الموارد بطريقة المثلى وبالتالي تحقيق الكفاءة، وتختلف درجة كفاءة السوق باختلاف نوعية المعلومات التي تنعكس في أسعار الأوراق المالية، فكل مستوى مرتبط بنوع معين من المعلومات، ولقد قام الباحث **(Fama)** عام 1970م بتقسيم مستويات كفاءة سوق رأس المال إلى ثلاث مستويات تتمثل في فرض الصيغة ضعيفة القوة، وفرض الصيغة متوسطة القوة، وفرض الصيغة القوية.[1]

المطلب الأول: فرض الصيغة ضعيفة القوة

سنسعى من خلال هذا المطلب إلى التطرق إلى مفهوم الكفاءة في الصيغة ضعيفة القوة إضافة إلى اهم الاختبارات المعتمدة لقياسها.

1. مفهوم فرضية الصيغة الضعيفة للكفاءة

يقضي فرض الصيغة الضعيفة لكفاءة السوق بأن الأسعار تعكس المعلومات التاريخية أو الماضية عن أسعار الأوراق المالية بالكامل[2] والتي تتعلق بالتغير في أسعار الأوراق المالية وسلوكها، وكذا أحجام التداول الماضية، الأداء المالي السابق للشركات المصدرة للأوراق المالية، ومعنى ذلك أنه لا يمكن التنبؤ بسعرها اعتمادا على المعلومات المتاحة عنها في الماضي، لأن التغيرات السعرية المتتالية مستقلة عن بعضها البعض.[3] وهو ما يعرف بنظرية السير العشوائي لأسعار الأسهم المفصلة سابقا، وفي ظل هذه المعلومات لا يمكن للمستثمر تحقيق عوائد غير عادية تفوق متوسط معدل عائد السوق أو تفوق معدل العائد على السهم والذي يغطي كافة المخاطر المصاحبة له، لأن كل المعلومات المتاحة قد انعكست في أسعار الأوراق المالية وأصبحت معروفة لدى كل

[1] Eugene F.Fama (1970),**Op.cit**, PP 389-417
[2] Robert C. Higgins**, Analysis for Financial Management**, 10th Edition, the McGraw-Hill Companies, Inc. New York,USA,2012,P179
[3] Eugene F. Fama (1970),**Op.cit**, P 388

المتعاملين في السوق، وبالتالي لا جدوى من استخدام التحليل الفني، ولكن يمكن استعمال التحليل الأساسي لتحقيق عوائد غير عادية.

ولاختبار الكفاءة في المستوى الضعيف يكفي أن نثبت أن المستثمر يمكنه الاستفادة من التنبؤ بالأسعار في المستقبل باستخدام تسلسل أو تتابع الأسعار الماضية، حيث يتحقق ذلك عندما يكون مستوى الارتباط الذاتي في التسلسل لا يذكر وهذا ما يطابق فرضية السير العشوائي.

2.اختبارات فرضية الصيغة الضعيفة للكفاءة

لدينا ثلاثة اختبارات لتقييم حركة الأسعار العشوائية وفقا للصيغة الضعيفة لفرضية كفاءة السوق وهي:

1.2.اختبارات الارتباط

يستند هذا الاختبار على دراسة التغيرات التي تطرأ على سعر ورقة مالية خلال فترة زمنية قصيرة الأجل، ويعتمد هذا الاختبار على الفترة القصيرة فقط، فإذا كانت نتائج تحليل تلك السلاسل تؤكد وجود ارتباطات، أو أنماط للتغير في الأسعار فيكون دليلا على نفي نظرية الاستقلالية بين الأسعار مما ينفي النظرية العشوائية والعكس صحيح. ومن أهم الاختبارات نجد:

اختبارات الارتباط على التباينات النسبية اليومية لثلاثين قيمة لمؤشر **Dow Jones** خلال الفترة (1957-1962)[1] التي قام كل من **(Kendall)** سنة 1953، و **(Fama)** سنة 1965 إضافة إلى اختبارات أخرى قام بها **(Solnik)** سنة 1973.وبالتالي يمكن أن نستنج بأن فرض الصيغة الضعيفة يفترض عدم وجود ترابط بين سعر السهم خلال فترة الدراسة، والتي يجب أن تكون فترة قصيرة؛ بمعني أن نمط سير الأسعار هو نمط عشوائي.

2.2.اختبارات طريقة الترشيح

يعد هذا الاختبار من الاختبارات الإحصائية المستخدمة في التحليل الفني، حيث أن البعض يرى أن مدخل تحليل الارتباط أسلوب بسيط وغير كاف لاكتشاف الأنماط المعقدة لسلوك حركة الأسعار، ويقدمون اختبارات بديلة وواقعية لإثبات صحة أو خطأ فرضية الصيغة الضعيفة لكفاءة السوق. ومن أهم هذه الاختبارات المقترحة هي التي قام بها الباحث **(Alexander)**خلال الفترة الممتدة ما بين سنة 1961م إلى سنة 1964م بالإضافة إلى اختبارات كل من الباحثين **(Fama & Blume)** سنة 1966م وتدعى هذه الاختبارات بقواعد التَّرشيح[2]. وتتكون هذه القواعد من أربعة مجموعات وهي على النحو التالي:

المجموعة الأولى وتحتوي على المؤشرات التي تشير إلى ارتفاع أو انخفاض أسعار الأسهم ومن خلالها يمكن للمستثمر اتخاذ قرار الشراء من عدمه أما المجموعة الثانية فتضم قواعد الدورات الموسمية والتي تشير إلى ارتفاع أو انخفاض أسعار الأسهم في موسم دون الآخر، في حين أن المجموعة الثالثة تضم مؤشرات المتوسط المتحرك، أما المجموعة الرابعة والأخيرة فتضم مؤشرات القوة النسبية لسعر السهم.[3]

---

[1] Fama، Eugene F، **"The Behavior of Stock-Market Prices"** Journal of Business، Vol.38، no1, (Jan.,1965), PP 34-105

[2] Eugene F.Fama, (1970), **Op.cit**, PP 389-417

[1] عبد الغفار حنفي، **الاستثمار في الأوراق المالية**، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2000، ص 219

3.2.اختبارات الأنماط الطارئة

يعتمد على الأسلوب الإحصائي المسمى باختبارات التغير في اتجاه الأسعار والذي يقوم على وضع إشارات لكل نوع من التغيرات،[1] ولقد أتى هذا الاختبار كرد على للاختبارين السابقين الذين يهملان في محتويهما الكشف عن الحركات المفاجئة للأسعار والتي يمكن أن تحدث في زمن معين ، بمعنى لا يمكن لأي مستثمر تحقيق عوائد غير عادية على حساب مستثمرين آخرين، ومن بين أبرز الباحثين الذين أولو أهمية لهذا الاختبار نجد **(Fama)** عام 1970م ، ومن الجدير بالذكر أن هناك من اعتبر الحالات غير الاعتيادية أو التشوهات **(Les anomalies)** في الأسواق المالية من الأنماط الطارئة.

المطلب الثاني: فرض الصيغة متوسطة القوة

سنسعى من خلال هذا المطلب إلى التطرق إلى مفهوم الكفاءة في الصيغة متوسطة القوة إضافة إلى اهم الاختبارات المعتمدة لقياسها.

1.مفهوم فرضية الصيغة المتوسطة للكفاءة

يفترض المستوى متوسط القوة بأن أسعار الأوراق المالية لا تعكس فقط المعلومات التاريخية[2]، بل تعكس أيضا المعلومات الحالية المنشورة والمتاحة للجمهور،[3] سواءُ كانت معلومات خاصة بالاقتصاد ككل (مثل السياسة النقدية والمالية) أو بالقطاع الذي تنتمي له المؤسسة أو بهذه الأخيرة نفسها أو بصفة خاصة البيانات الواردة في القوائم والتقارير المالية (عادة ما تكون المعلومات المحاسبية)،

بالإضافة إلى معلومات أخرى تتمثل في إعلانات توزيعات الأرباح، التطورات في رقم الأعمال، نوعية الإدارة، براءات الاختراع، إعلانات تجزئة الأسهم... الخ، حيث تسعى اختبارات هذا المستوى إلى تحديد تأثير حدث معين (مثل الإعلان عن الأرباح، توزيع أسهم مجانية، الرفع في رأس المال، العرض العام للشراء... الخ)، حيث يتأثر سلوك الأسهم بالحدث إذا كانت عائداتها تنحرف أو تحيد عن العائدات المتوقعة في حالة غياب الحدث.[4]

2.اختبار فرضية الصيغة المتوسطة للكفاءة

لاقى مفهوم فرض السوق في المستوي شبة القوي قبولا لم يلقاه أي فرض من فروض سوق رأس المال الأخرى، فلقد طور الباحث **(Fama)** منهجا لاختبار السوق مفترضا بأن سوق يميل إلى الشكل شبه القوي من الكفاءة عن غيره من أشكال الكفاءة الأخرى. ويقوم النموذج الذي قدم من قبل **(Fama)** على نموذج تسعير الأصول الرأسمالية **(CAPM)** والذي يقوم إلى فرضية مفادها أن المستثمر يبحث عن الفرص الاستثمارية التي تحقق له عوائد تتناسب مع المخاطر الملازمة للأوراق المالية المحققة لتلك العوائد. كما ركز **(Fama)** على نموذج السوق الذي يأخذ الشكل التالي:

$$R_{it} = a_i + b_i R_{mt} + e \quad \text{..... (1-4)}$$

[1] بوكراع فاطمة الزهراء، **تأثير الصدمات المعلوماتية على حركة أسعار بعض الأسهم في بورصة باريس (مؤشر CAC Small للفترة الزمنية 1999-2014)**، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الماجستير، تخصص مالية كمية، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، الجزائر ،2014، ص15

[2] Ivo Welch, **Corporate Finance: an Introduction**, Prentice Hall, Pearson Education, Inc., USA, 2009, P 351

[3] Eugene F. Fama, (1970),**Op.cit**, P 396

[4] **Ibid,**P 404

ولقد اعتمد على هذا النموذج لاختبار أثر المعلومات المحاسبية المنشورة على سعر الورقة المالية في تاريخ محدد.

أما فيما يخص قياس أو اختبار المستوى المتوسط للكفاءة فنجد الأسلوب الذي يعرف بدراسة الحدث **(Event Study)** والذي يمكن من خلاله تقدير سرعة استجابة سعر الورقة المالية لجميع أنواع المعلومات الواردة إلى السوق،[1] ويشير الباحث **(Michel Albouy)** في مقاله بعنوان: "**هل لا يزال في وسعنا الاعتقاد في كفاءة الأسواق المالية**" إلى أن صعوبة هذه الدراسة **(دراسة الحدث)** والتي تكمن في مدى القدرة على عزل الحدث المراد دراسته عن إجمالي الأحداث (المعلومات) المتوفرة حول المؤسسة، بالإضافة إلى تحديد التاريخ الدقيق لمعرفة السوق لهذا الحدث .ولهذا الشأن فقدم تم استخدام عدد كبير من الأوراق المالية ثم حساب ردة فعل السوق بواسطة حساب العوائد غير العادية المتراكمة **Cumulative Abnormal Return (CAR)**

فإذا كان **Ri.t** معدل عائد الورقة **i** خلال الفترة. **t** و **E(Ri.t)** هو معدل العائد المتوقع، فإن العائد غير العادي هو :[2]

$$ARi.t = R_{i.t} - E(R_{i.t}) \quad \text{..... (1-5)}$$

أما العائد غير العادي المتراكم خلال الفترة الملاحظة (t = 1.... T) فيكتب كما يلي:

$$CAR = \sum_1^T ARit \quad \text{..... (1-6)}$$

وقد أثبتت أغلب الاختبارات بأن العوائد غير العادية المتراكمة تميل إلى الاستقرار سريعا بعد خبر ما أي أن الفرق بين: E(Ri.t) وRit يؤول إلى الصفر مما يعني عدم وجود رد فعل مبالغ فيه أو تأخر في استجابة السوق.[3]
وفي هذا المستوى من الكفاءة تستجيب أسعار الأوراق المالية لوصول المعلومات الجديدة إلى السوق، فكلما كانت استجابة السوق أسرع كان هذا دليلا على الكفاءة في المستوى المتوسط، وبالتالي فالمستثمر لا يتمكن من تحقيق عوائد غير عادية من خلال تحليل هذه المعلومات أو هو ما يعرف بالتحليل الأساسي، لأن كل المعلومات قد انعكست في الأسعار المعلنة، بل سيتحمل المستثمر نتيجة لبذله جهد في التحليل تكاليف إضافية ومخاطر أكبر.

وبالتالي فاختبار المستوى المتوسط القوة يقوم على قياس رد فعل سوق رأس المال للإعلان عن معلومات جديدة غير متوقعة، ويجب مراعاة سرعة استجابة الأسعار للمعلومات الجديدة، فكلما كانت الاستجابة (التعديل) سريعة وآنية يتم قبول المستوى متوسط القوة، حيث يوضح الشكل التالي احتمالين من التعديلات الممكنة.[4]

---

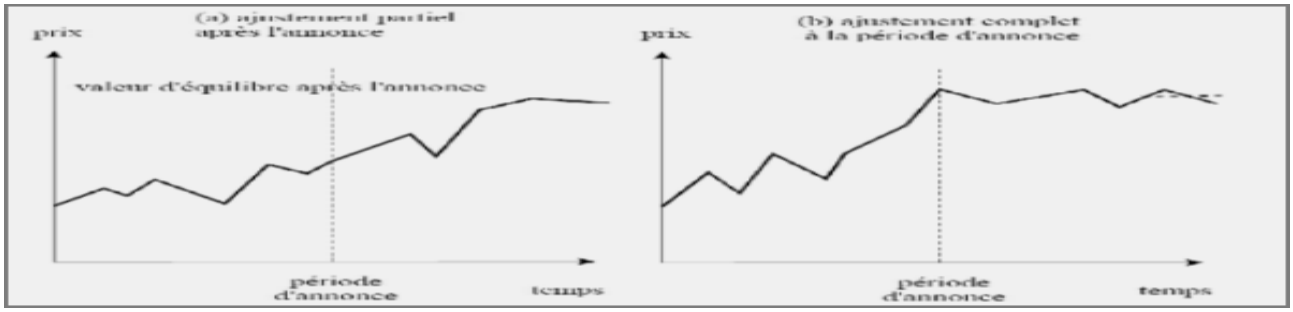
[1] Eugene F. Fama,**" Market efficiency; long-term returns, and behavioral finance "**, Journal of Financial Economics ,Vol.49,no 3,(Sept.,1998), PP 283-306

[2] Michel Albouy, **" Peut-on encore croire à l'efficience des marchés financiers ? "**, Revue française de gestion, Vol 4, no157, (2005), P 172

[3] Aswath Damodaran**, Investment Valuation**, Second Edition, John Wiley & Sons, New York,2002, P 9

[4] عائشة بخالد، **نفس المرجع**، ص 25

الشكل (3-1): تعديلين محتملين لسعر أحد الإعلانات



المصدر: عائشة بخالد، **اختبار كفاءة سوق نيويورك المالي عند المستوى الضعيف دراسة حالة مؤشر داو جونز الصناعي خلال الفترة من 1928 إلى 2014**، أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه الطور الثالث في العلوم المالية قسم العلوم التجارية، تخصص دراسات مالية واقتصادية جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، الجزائر،2015، ص25

- الحالة (a): السوق لم تدمج المعلومات المعلنة بشكل كامل، وهو ما يوضحه الشكل (1) فبعد فترة الإعلان نلاحظ أن ديناميكية الأسعار تواصل تأثرها بالإعلان، وبالتالي تتقارب ببطء نحو قيمة التوازن.
- الحالة (b): إذا تم إدماج المعلومات بسرعة، كما هو موضح في الشكل(1)، وفي حالة عدم وصول معلومات أخرى يتم تعديل السعر لقيمته التوازنية عند فترة الإعلان.

اختلفت الدراسات التجريبية في اختبار فرض السوق الكفء من الصنف متوسط القوة حيث أثبتت بعض الدراسات سرعة استجابة أسعار الأوراق المالية للمعلومات بما لا يعطي الفرصة لأي مستثمر لتحقيق عوائد غير عادية وهذا تأييدا لهذا الفرض، في حين كشفت دراسات أخرى أن هناك فاصل زمني يعطي فرصة لتحليل المعلومات الواردة للسوق وإمكانية تحقيق عوائد غير عادية مما يعني رفض صيغة الفرض متوسط القوة وعدم تأييده. ولقد اختبرت هذه الدراسات مستوى الكفاءة المتوسط من خلال عدة متغيرات، منها قياس استجابة الأسعار للإعلان عن التوزيعات، تغيير المعالجة المحاسبية لبعض عناصر القوائم المالية، إعلان اشتقاق أو تجزئة الأسهم ومدى تأثيرها على أسعار الأسهم، ونذكر بعض هذه المتغيرات حسب ورودها في دراسات سابقة كما يلي:

1.2. اشتقاق أو تجزئة الأسهم

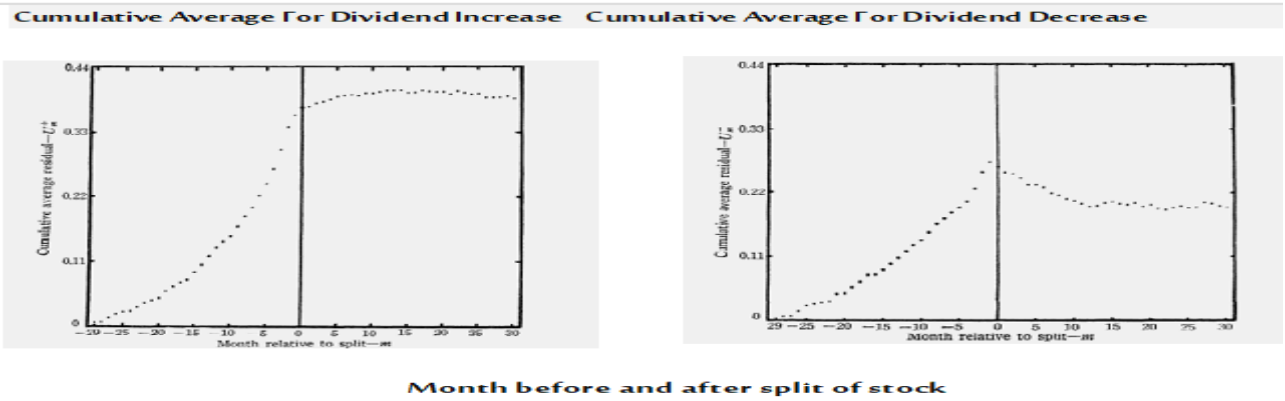
أجرى الباحثون **(Fama, Fisher , Jensen & Roll)** من العام 1969م اختبار لكفاءة سوق نيويورك خلال الفترة الممتدة من جانفي 1927م إلى ديسمبر 1959م باستخدام المنهجية التقنية دراسة الحدث، وذلك من خلال التركيز على سلوك الأسهم التي تم اشتقاقها، حيث شملت الدراسة 950 سهم مشتق ولوحظ أن البعض منها خلال السنة الموالية للتجزئة عرف زيادة أو انخفاض للأرباح ، وقد تم استخدام نموذج تسعير الأصول المالية **(CAPM)** لتقييم العوائد الإضافية للأوراق المالية ،كما لوحظ أن البواقي المتراكمة للعوائد الإضافية أي العوائد غير المفسرة من قبل النموذج قد عرفت استقرارا ولقد توصلت الدراسة إلى النتائج التالية:[1]

- كما هو مبين في الشكل رقم (4-1) أدناه فإن متوسط البواقي التراكمي من الأوراق المالية بعد عملية التجزئة كان مستقرا، وهذا ما يتفق مع فرضية تعديل الأسعار بشكل سريع وفوري؛

[1] Fama, E, Fisher, L, Jensen, M & Roll, R., **" The adjustment of stock prices to new information"**, International Economic Review, Vol. 10, no1, (Feb.,1969),PP 1-21

- نمو الأسعار قبل التجزئة أمر منطقي فحسب الباحثين **(Fama, Fisher, Jensen & Roll)** ما هو إلا نتيجة لحقيقة أن التجزئة مرتبطة بشكل عام مع ربحية مستقبلية جيدة لحملة الأسهم، وأن النمو في الأوراق المالية يكشف عن معلومات يستدل بها من قبل السوق؛
- ارتفاع أسعار الأسهم المشتقة خلال أل 30 شهر التي سبقت عملية الاشتقاق وثباتها نسبيا بعد ذلك؛
- إن عملية اشتقاق الأسهم تفسر من قبل المستثمرين على أنها مؤشر تحسن في التدفقات النقدية للمؤسسة المصدرة وارتفاع في توزيعاتها النقدية؛
- إن المعلومات التي يحصل عليها المستثمرون حول عملية الاشتقاق لا يؤدي استعمالها إلى تحقيق عوائد غير عادية، لأنها تنعكس في أسعار الأسهم المعلنة (قبل نهاية الشهر الذي تم فيه الاشتقاق).

الشكل رقم (4-1): تعديلات الأسعار قبل وبعد اشتقاق الأسهم



Source: Fama, E, Fisher, L, Jensen, M & Roll, R**, Ibid,** P 15

2.2. تغيير المعالجة المحاسبية لبعض عناصر القوائم المالية

إن تغيير المعالجة المحاسبية لبعض عناصر القوائم المالية مثل الانتقال من طريق **(FIFO)** إلى طريقة **(LIFO)** في تقييم المخزون أو تغيير طريقة حساب الإهتلاك من متناقص إلى متزايد أو ثابت، له تأثير على نتائج المؤسسة ومنه على أسعار أسهما في السوق، لكن التأثير يكون مؤقت فقط، وسرعان ما تعود أسعار الأسهم إلى قيمتها الحقيقية. وهذا ما أسفرت عليه دراسة الباحث **(Shyam, Sunder)** من العام 1975م حيث توصلت هذه الدراسة إلى أن أسعار الأسهم في أسواق رأس المال تستجيب للتغييرات التي تمس القوائم المالية، لكنها لا تؤدي إلى تحقيق عوائد غير عادية، لأن المتعاملين في السوق يدركون أثر تغيير تلك القواعد المحاسبية على الأسعار، بل قد يودي ذلك إلى المساس بسمعة المؤسسة لأن المستثمرين سيعتقدون أن المؤسسة تسعى لتحسين صورتها بسبب ضعف وتراجع مركزها المالي، ويتصورون أن ذلك تلاعب في الإجراءات المحاسبية من أجل إظهار بأن المؤسسة تحقق نتائج إيجابية.[1]

[1] Shyam Sunder**, " Stock Price and Risk Related to Accounting Changes In Inventory Valuation"**, The Accounting Review,USA, (April., 1975), P 305

المطلب الثالث: فرض الصيغة القوية

سنحاول من خلال هذا المطلب إلى التطرق إلى مفهوم الكفاءة في الصيغة القوية إضافة إلى اهم الاختبارات المعتمدة لقياسها.

1. مفهوم فرض الصيغة القوية

نقول عن السوق أنه ذو كفاءة قوية إذا كانت أسعار الأوراق المالية تعكس جميع المعلومات المتاحة عنها الماضية والحالية والمميزة، وهذه الأخيرة أي المعلومات المميزة فإنها تكون بحوزة فئة خاصة مثل أعضاء مجلس الإدارة في المؤسسة المصدرة للأوراق المالية أو المقربين منهم أو المؤسسات المالية أو بعض الأشخاص ذوي العلاقة بالقرارات التي تؤثر على المؤسسة، دون وصولها للمستثمرين الأخرين (جمهور المستثمرين)[1]. وقد تكون هذه المعلومات المميزة عبارة عن استنتاجات من قبل كبار المحللين الماليين أو المساهمين نظرا للخبرة والمهارة اللتين يتمتعون بها، فالمستثمرين الذين يتمكنون من الوصول لهذه المعلومات يسمون بالمستثمرين المحظوظين، وعليه فمهما امتلك المستثمر من الخبرة والمهارة في تحليل هذه المعلومات ناهيك عن الوصول إليها فلن يستطيع تحقيق عوائد غير عادية لأنها تنعكس في السعر المعلن وبسرعة.

2.اختبار فرض الصيغة القوية

إن المنهجية المعتمدة في اختبار هذا المستوى من الكفاءة يكون بمقارنة أداء المستثمرين المحظوظين أو المميزين الذين يحوزون على معلومات مميزة مع باقي المستثمرين العاديين في القدرة على تحقيق العوائد غير عادية، (**Abnormal Return**) حيث يتوقع أن تكون الفروقات في تحقيق العوائد غير العادية بين المستثمرين المميزين والعاديين في مصادر المعتمدة في الحصول على أفضل المعلومات أو في الطرق المستخدمة في تحليل ومعالجة نفس المعلومات.

1.2.أعضاء إدارة المؤسسة وكبار الملاك

لدى أعضاء مجلس إدارة المؤسسة المصدرة وكبار المساهمين فيها(الملاك) وعائلاتهم والمقربين منهم السبق في حيازة المعلومات قبل باقي جمهور المستثمرين، وعليه فباستطاعتهم تحقيق عوائد غير عادية من خلال التخلي عن الأسهم التي يتوقعون الانخفاض في سعرها، واقتناء الأسهم التي يتوقعون الارتفاع في سعرها، ولقد اختبرت العديد من دراسات المستوى القوي للكفاءة من خلال قياس مدى قدرة هؤلاء العاملين أو أعضاء مجلس الإدارة **(insider)** على تحقيق عوائد غير عادية، ومن بين أهم هذه الدراسات نجد الدراسات التي قدمها كل من الباحثين

(**E.G. Seyun** 1988, **Rozeff & Zaman** 1988, **Born** 1988) والتي أكدت أن هؤلاء العاملين يحققون عوائد غير عادية.[2]

2.2.المؤسسات المالية المتخصصة في تحليل الأوراق المالية

[1] Eugene F. Fama (1970), **Op.cit**, P 409.

[2] R Harid, K Belaaze, R Khounim, **"The financial markets efficiency and Random walk of prices"**, International Journal of Innovation and Scientific Research Vol.7, no 1, (Aug., 2014), P 46

لدي هذه المؤسسات كل الإمكانيات سواء المادية أو البشرية للتنبؤ باتجاه الأسعار، بالإضافة إلى المهارات والخبرات المتراكمة في مجال الاستثمار والتحليل المالي مع القدرة على الوصول إلى المعلومات، وذلك لما تمتلكه من نظام معلومات ضخم ناهيك عن العلاقات المتميزة التي تربطها بأعضاء مجلس الإدارة لكبرى المؤسسات، مما يسمح لها بالحصول على المعلومات قبل وصولها لباقي المستثمرين، وبالتالي تحقيقها لعوائد غير عادية.

ولقد كانت هنالك العديد من الدراسات التي اهتمت باختبار مدى قدرة هذه المؤسسات المتخصصة على تحقيق عوائد غير عادية، وكانت نتائجها مختلفة، ومن بين هذه الدراسات نجد الدراسة التي قام بها الباحث **(Jensen)** من العام 1968م والتي أسفرت على أن المؤسسات المالية المتخصصة لا تحقق عائد غير عادي يفوق العائد الذي يمكن أن يحققه المستثمر العادي الذي يقوم بتكوين محافظ أوراق مالية بطريقة عشوائية.[1]

3.2. مدراء الصناديق الاستثمارية

لقد أجريت العديد من البحوث على المحافظ الاستثمارية بهدف قياس مدى قدرتها على تحقيق عوائد غير عادية، ومن بين هذه الأبحاث نجد الدراسة التي قام بها الباحث **(Ippolito،Richard)** والذي قام بدراسة العوائد الخاصة بمدراء: 143 صندوق استثماري خلال الفترة الممتدة ما بين 1695م و1984م حيث توصل إلى نتيجة مفادها أن مدراء صناديق الاستثمار يحققون عوائد غير عادية.[2] وتتابعت العديد من الدراسات بعد هذه الدراسة غير أنها صادفت بعض المشاكل المتمثلة في عدم القدرة على قياس مخاطر المحافظ الاستثمارية بشكل دقيق، ومنه لا يمكننا الجزم بصفة نهائية على قدرة مدراء صناديق الاستثمار على تحقيق عوائد غير عادية.[3]

3. النتائج التي يمكن استخلاصها من كفاءة أسواق رأس المال

لقد قام كل من الباحثين **(Richard Brealy & Stewart Myers)** في عام 1981م بتقديم ستة نتائج يمكن استخلاصها من كفاءة أسواق رأس المال نوجزها في النقاط التالية:[4]

- لا تمتع أسوق رأس المال بالذاكرة، حيث لا تتضمن الأسعار الماضية وتغيراتها على أية معلومات حول الأسعار المستقبلية، وعليه فلا أهمية ترجى من تحليلها لتوقع المستقبل؛
- إمكانية الوثوق في أسعار السوق وهذا لأن سعر الورقة المالية يعكس جميع المعلومات المتاحة، وعليه فإن القيام بأي تحليل مالي للورقة المالية سيكون مجرد جهد مكلف خال من أي عائد؛
- لا يمكن للتلاعب بالقواعد المحاسبية المؤثرة على النتيجة خداع المستثمرين أو تأثير على قراراتهم لأن الأهمية لا تكون إلا للتدفقات النقدية المستقبلية؛

[1] عائشة بخالد، **مرجع سبق ذكره**، ص 28

[2] Richard A. Ippolito, **"Efficiency with Costly Information: A Study of Mutual Fund Performance, 1965–1984",** The Quarterly Journal of Economics, vol104, no1, (Feb., 1989), P 112

[3] Eugene F. Fama (1970) **,Op.cit**, P 412

[4] Michel Albouy, **Op.cit.** PP 173-176

- المستثمر هو الذي يقوم بعمليات التحكيم والتنويع. فلا وجود في ظل السوق الكفء لعلاوة عائد هدفها مكافأة الأعمال التي في استطاعة المستثمرين القيام بها بأنفسهم، بحيث لا يحق للمستثمر المطالبة بعلاوة المخاطرة في مقابل المخاطرة القابلة للإلغاء من خلال التنويع مثلا؛
- تمثل الأسهم البدائل الأمثل فيما بينها. وعلى اعتبار أن جميع المستثمرين يحوزون المعلومات ذاتها، بما أن المقباس في التعامل على أساس المعيار (عائد/مخاطرة) فلن يرغب أي مستثمر في ورقة مالية تحتوي على علاوة مخاطرة أقل من تلك التي تحتوي عليها الأوراق الأخرى والعكس صحيح، وعليه فإن سعر الورقة المالية سيتحدد على أساس علاوة المخاطرة وليس على أساس العرض والطلب، فعملية بيع كميات كبيرة من الأسهم مثلا لن تؤدي بالضرورة إلى انخفاض سعرها؛
- على المستثمر أن يتعلم مهارات تفسير وتحليل المعطيات في السوق إذ يمكن للسعر أو لمعطيات السوق أن تقدم معلومات دقيقة حول المؤسسة وأفاقها المستقبلية، وهي تعد أفضل من المعلومات المحاسبية، لأن القيمة السوقية تتضمن جميع المعطيات المحاسبية إضافة إلى معطيات المتغيرات الخارجية كمعدل الفائدة، معدل سعر الصرف...الخ.

4. طبيعة العلاقة بين الصيغ المختلفة للسوق الكفء وتداخل المعلومات فيما بينها

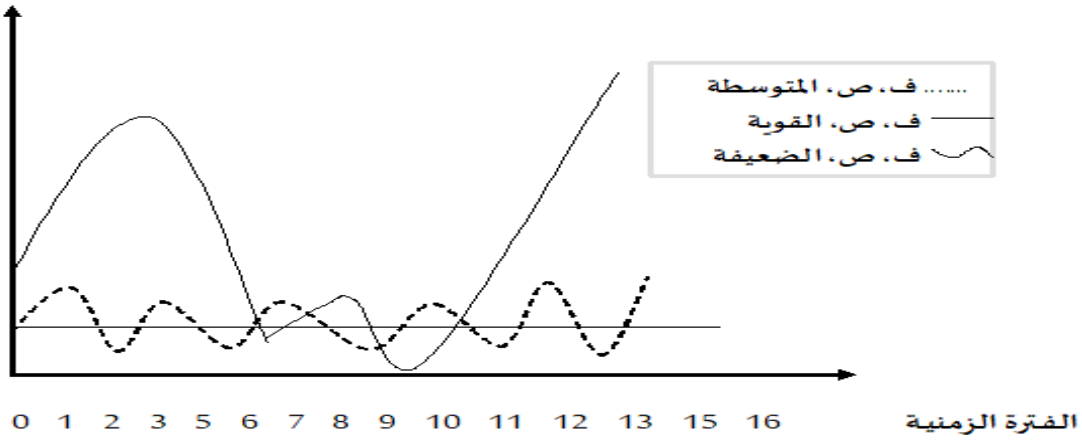
تعتبر المعلومات عنصرا حاسما لابد من توافره لاتخاذ القرارات الاستثمارية المثلى، وفي مجال الأوراق المالية تكتسي المعلومات أهمية كبيرة، حيث أن غيابها أو عدم توفرها بالشكل المطلوب من شأنه أن يحول سوق الأوراق المالية من لعبة عادلة إلى لعبة غير عادلة تتحكم فيها العشوائية والصدفة. وتتميز الأسواق المتطورة بتعدد مصادر المعلومات التي تساهم في توفير المعلومات بكثرة في نفس الوقت الذي تكون فيه هذه المعلومات متاحة للجميع إما بالمجان أو بتكلفة منخفضة، وحتى في الحالات التي تعتبر فيها مصادر المعلومات مكلفة نسبيا، فإن الأسواق التي تتسم بالكفاءة تتوفر عدد هائل من هذه المصادر وهي كالآتي: الصحف والمجلات المتخصصة، سماسرة الأوراق المالية، الصحف والمجلات عامة، بورصة الأوراق المالية، والإنترنيت...الخ. لذلك فإن مجاميع المعلومات ذات الصلة بكل صيغة من صيغ السوق تندرج من حيث السعة والشمول من المفهوم الضيق للكفاءة إلى المفهوم الواسع والشامل لها، وان هذه الصيغ الثلاث تكون متداخلة مع بعضها البعض، فالمعلومات في المستوى القوي تضم معلومات لها علاقة بكل من المستوى شبه القوي والضعيف، وان معلومات المستوى شبه القوي تتضمن معلومات عامة ومعلومات تاريخية من المستوى الضعيف.

ولكي يكون السوق كفوا بالمستوى المطلوب لابد أن يكون كفوا بالمستوى شبه القوي والضعيف ففي الشكل **(5-1)** فإن المنحنى الغامق يوضح التباين الكبير ما بين سعر الورقة المالية في السوق (القيمة السوقية) وقيمتها الحقيقية ليشير بذلك إلى المستوى الضعيف للكفاءة **(ف، ص، الضعيفة)**،

في حين أن المنحنى المنقط يوضح عدم وجود فروق كبيرة جدا بين سعر الورقة المالية في السوق وقيمتها الحقيقية ليشير بذلك إلى المستوى الشبه القوي للسوق **(ف، ص، شبه القوي)**، أما الخط المستقيم فيشير إلى أن التبيان يكاد يكون معدوما **(يساوي الصفر)** بين سعر الورقة المالية في السوق وقيمتها الحقيقية، لذلك يطلق

على السوق المالي الذي يصل إلى هذا المستوى بالسوق قوي الكفاءة والذي تكون فيه الأسعار السوقية للأوراق المالية المتداولة في حالة توازن مستمر لتتساوى هذه الأسعار مع قيمتها الحقيقة.[1]

الشكل رقم (5-1): طبيعة العلاقة بين الصيغ الثلاثة للسوق الكفء



المصدر: بن اعمر بن حاسين، محمد بن بوزيان، لحسين جديدين، **"كفاءة الأسواق المالية في الدول النامية دراسة حالة بورصة السعودية، عمان، تونس والمغرب، "**، مجلة أداء المؤسسات الجزائرية، العدد 02، (2012)، ص 239

خلاصة الفصل الأول

من خلال استعراض الإطار النظري تبين بأن الأسواق المالية ما هي في الحقيقة إلا انعكاس للأنظمة المالية والاقتصادية لأي دولة، وبإمكانها التأثير على التنمية الاقتصادية من خلال تعبئة المدخرات وتوزيعها على الاستثمارات المختلفة عن طريق الاستثمار في الأوراق المالية من أسهم وسندات، باعتبارها السلعة الأساسية المتداولة في سوق أرس المال، وبسبب التطورات التي شهدتها الأسواق المالية في منتصف الثمانينات ظهرت عقود حديثة مبتكرة يطلق عليها اسم المشتقات المالية. وتم في هذا الفصل أيضا تناول مفهوم كفاءة سوق رأس المال، فالسوق الكفء هو السوق الذي يكون فيه سعر الورقة المالية مساويا لقيمتها الحقيقية، وحتى تتصف الأسواق المالية بالكفاءة لابد من توفر المعلومات اللازمة لاتخاذ القرارات الاستثمارية المناسبة.

ومن الجدير بالذكر أن كفاءة سوق رأس المال تأخذ صيغ مختلفة تبعا لطبيعة المعلومات التي ترد إليها، فبالإضافة إلى الكفاءة في صيغتها الضعيفة والقوية، هناك صيغة تحظى بقبول عام من قبل المحليين الماليين وهي الصيغة النصف القوية من الكفاءة والتي تشتمل على المعلومات التاريخية والمعلومات المحاسبية لما لها من دور كبير في التأثير على أسعار الأسهم المتداولة في السوق ففي هذه الصيغة تستجيب أسعار الأوراق المالية لوصول المعلومات الجديدة إلى السوق، فكلما كانت استجابة السوق أسرع كان هذا دليلا على الكفاءة في المستوى المتوسط، وبالتالي فالمستثمر لا يتمكن من تحقيق عوائد غير عادية من خلال تحليل هذه المعلومات أو هو ما يعرف بالتحليل الأساسي، لأن كل المعلومات قد انعكست في الأسعار المعلنة، بل سيتحمل المستثمر نتيجة لبذله جهد في التحليل تكاليف إضافية ومخاطر أكبر.وبالتالي فقياس المستوى المتوسط القوة يقوم على اختبار رد فعل

[1] Ross,Westerfied, Jaffe**, Corporate Finance**,6th edition, McGraw Hill Companies, USA,2003,P 347

سوق رأس المال للإعلان عن معلومات جديدة غير متوقعة، ويجب مراعاة سرعة استجابة الأسعار للمعلومات الجديدة، فكلما كانت الاستجابة (التعديل) سريعة وآنية يتم قبول المستوى متوسط القوة، وعليه، فالمعلومات المحاسبية (الإعلانات العامة) المتاحة والمفصح عنها في الوقت المناسب تزيد من درجة كفاءة أسواق رأس المال.

الفصل الثاني: الإطار النظري لقيمة المؤسسة في الفكر المالي

تمهيد

لا يزال مفهوم قيمة المؤسسة محور اهتمام العديد من الباحثين الأكاديميين والخبراء في الأدب المال والمحاسبي كون أن غالبية القرارات المالية سواء الداخلية منها أو الخارجية، ذات البعد الطويل الأجل أو القصير، تبنى على أساس قيمة المؤسسة لما لها من انعكاسات بالغة الأهمية للمهتمين بشؤون المؤسسة، ويكاد يكون مصطلح القيمة مرافقا مصطلح المؤسسة في اغلب الأبحاث المعاصرة فهما مصطلحان متلازمان ومقترنان يبعضهما البعض.

ويعود الفضل في ظهور مفهوم القيمة في الأدبيات المالية إلى الباحث **(John Bur Williams)** من العام 1938م والذي بين بأن قيمة أي أصل مالي تتحدد انطلاقا من قيمة جميع التدفقات المالية المتوقعة التي يدرها هذا الأصل، وعلى هذا الأساس ارتبط مفهوم القيمة بالمؤسسة وتطور هذا الأخير مع ظهور النظرية المالية الحديثة وبالتحديد مع الأبحاث والدراسات التي قام الباحثين **(Modigliani&miller) (M&M)** سنة 1958م في هذا المجال.

وتزايد الاهتمام بقيمة المؤسسة بعدما اتضح أن هدف تعظيم الأرباح هو هدف قصير الأجل، فعمدت النظرية المالية لتعظيم هدف آخر يستوعب جميع العوامل وهو تعظيم ثروة الملاك من خلال تعظيم قيمة المؤسسة، ولا يمكن الوصول لتحقيق هذا الهدف إلا من خلال تعظيم قيمة أسهمها في سوق رأس المال، ومن الجدير بالذكر أن المدير المالي لا يملك أي تأثير مباشر على القيمة السوقية لأسهم مؤسسته باعتبارها تخضع لعاملي العرض والطلب، وهذان العاملان يتحددان أساسا من خلال العائد والمخاطرة. وعليه سنتطرق في هذا الفصل إلى توضيح الإطار النظري لقيمة المؤسسة في الفكر المالي، حيث تم في المبحث الأول عرض مفاهيم أساسية حول قيمة المؤسسة في الفكر المالي، أما المبحث الثاني فقد اهتم بقيمة المؤسسة وفق النظريات المالية المعاصرة.

المبحث الأول: مفاهيم أساسية حول قيمة المؤسسة في الفكر المالي

تعد القيمة من المفاهيم المعقدة وغير الواضحة في الفكر المالي على اعتبار أن كل طرف يحدد مفهومها من الزاوية التي ينظر من خلالها لهذا المفهوم مما ينتج عنه بضرورة صعوبة عملية التقييم. ومن خلال هذا المبحث سنحاول التطرق إلى المفاهيم المتعلقة بقيمة المؤسسة وأنواعها المختلفة إضافة إلى اهم الطرق المعتمدة في تقييم المؤسسة في المطلب الأول، ثم التطرق إلى نماذج تقييم الأسهم والعوامل المؤثرة على قيمة السهم من خلال المطلب الثاني.

المطلب الأول: مفهوم قيمة المؤسسة في الفكر المالي

يعتبر هدف تعظيم القيمة السوقية للمؤسسة من بين أهم الأهداف التي تسعى المؤسسة لتحقيقها، وهذا من أجل المحافظة على استمرارها إلا أن مفهوم القيمة ليس واضح ومباشر وذلك كونه يتوقف على العديد من العوامل، والمفاهيم الداخلة في تحديده. وسنحاول فيما يلي التعريف بقيمة المؤسسة وأنواعها ثم التطرق إلى عملية التقييم في المؤسسة، بعدها سنركز على اهم المناهج المعتمدة في تحديد قيمة المؤسسة.

1.التعريف بقيمة المؤسسة

وتعرف القيمة بأنها عبارة عن مبلغ يدفع مقابل أصل، أو الحق في الحصول على عوائد مستقبلية. من وراء استخدام ذلك الأصل، والقيمة تختلف عن السعر الذي يمثل المبلغ المدفوع للحصول على أصل ما، بمعنى أن القيمة موجودة في جوهر الشيء وبحدوث عملية التبادل يتم ترجمتها إلى سعر. ولقد عرفت لجنة معايير التقييم الدولية (IVSC) تقييم الأصول لأغراض إعداد القوائم المالية، والحسابات المرتبطة بها كما يلي:

"مبلغ تقديري يمكن في مقابله تبادل أصل في تاريخ التقييم بين مشتر وبائع راغبين في عقد صفقة، وفي ظل سوق محايد بحيث يتوافر لكل منهما المعلومات الكافية، مع مطلق الحرية وبدون وجه إكراه على إتمام الصفقة".[1]

وتعرف قيمة أي أصل بأنها عبارة عن القيمة الحالية للتدفقات النقدية المستقبلية التي سيتم الحصول عليها طيلة عمر الأصل وفي أغلب الأحيان يمكن أن تطول الفترة الزمنية إلى ما لا نهاية ولهذا فإن قيمة الأصل تتحدد بخصم التدفقات النقدية بسعر خصم يتناسب مع المخاطر التي ينطوي عليها هذا الأصل.[2] وعليه يمكن القول بأن تحديد قيمة المؤسسة يتم من خلال تقييم مختلف أصولها المالية: من أسهم عادية وممتازة؛ سندات وكذلك الديون هذا في حال كونها أوراق مالية متداولة، أما في حال عدم تداولها فيتم تقييم المؤسسة كوحدة واحدة وباستخدام مجموعة من الطرق التي سيتم الإشارة إليها فيما بعد.

2. أنواع القيمة المختلفة

لقد تعددت المفاهيم المتعلقة بقيمة المؤسسة، ويعزي ذلك إلى اختلاف وتعدد الأهداف من عملية تحديد قيمة المؤسسة والتي تتمثل عموما في إعداد القوائم المالية، وتخطيط الأعمال، وكذلك قد تكون لغرض العمليات المتعلقة الاندماج أو الاستحواذ. كما يمكن أن تكون عملية تقييم المؤسسة ناتجة المنازعات القضائية خصوصا تلك المتعلقة بالملكية منها، أو حالات المتعلقة بعمليات إعادة التنظيم والإفلاس والتصفية. ومنه فقيمة المؤسسة يمكن أن تأخذ عدة مفاهيم كما بلي:

1.2. القيمة الدفترية (Book Value)

وتمثل عموما التكلفة التاريخية، أما بالنسبة للمؤسسة فتمثل القيمة الدفترية لمجموع الأصول منقوصا منها القيمة الدفترية للخصوم، مما ينتج عنها القيمة الصافية، وعليه هذا المفهوم هو الأكثر ميلا للجانب المحاسبي.[3]

2.2. القيمة مع مبدأ استمرارية النشاط (Going-concern value)

وتعبر عن قيمة المؤسسة كأنشطة تشغيلية وهذ النوع من القيمة مرتبط بقدرة المؤسسة على توليد تدفقات نقدية مستقبلية بغض النظر عن أصولها الموجودة في ميزانيتها العامة، وهذه القيمة تكتسي أهمية بالغة خصوصا إذا أرادت المؤسسة القيام بعملية الاستحواذ على مؤسسة أخرى.[4]

3.2. قيمة شهرة المحل (Good Will Value)

---

[1] طارق عبد العال حماد، **التقييم وإعادة هيكلة الشركات وتحديد قيمة المنشأة**، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر ،2008؛ ص 28

[2] فايز سليم حداد، **الإدارة المالية**، الطبعة الثالثة، دار حامد للنشر والتوزيع، عمان، 2010، ص173

[3] J, Berk, P. DeMarzo, J.Harford, **Fundamentals of Corporate Finance**, 2nd edition, Library of Congress, Pearson Education, Inc., USA, 2012, P 28

[4] H. Kent Baker and Gary Powell, **Understanding Financial Management**, Black Well Publishing, USA, 2005,P 104

تمثل شهرة المحل الزيادة في قيمة المؤسسة الكلية عن قيمة أصولها، فهي بذلك تمثل القيمة الإضافية للمؤسسة والتي لا يمكن أن تظهر مباشرة في ميزانيتها، وبالتالي تكون غير قابلة للوزن أو القياس، حيث تمثل نوعا من الأصول غير المادية (المعنوية).

5.2.قيمة التصفية (Liquidation Value)

وهي تحديد أو تقييم المؤسسة خلال ظرف محدد حيث تمثل المبلغ الصافي الممكن تحقيقه إذا ما تم القيام بإجراء حل الشركة، وذلك ببيع كل أصولها بصفة فردي وأداء كل التزاماتها.[1] وقد تؤدي الظروف التي تتم فيها عملية حل الشركة إلى وجود نوعين من عمليات التصفية وهما:

1.5.2.التصفية الإجبارية

وهو ذلك المبلغ الصافي المتحصل عليه في حالة البيع الفوري مع اضطرار البائع للبيع.

2.5.2. التصفية المنظمة

وهو ذلك المبلغ الصافي المتحصل عليه في حالة إتاحة مدة معقولة لإيجاد المشتري، ويكون خلالها البائع مضطرا للبيع لكن المشتري غير مجبر مع رغبته في الشراء.

6.2. القيمة السوقية (Market Value)

وهي القيمة التي ترتكز عليها أهم طرق التقييم، وتعبر عن قيمة المؤسسة في السوق والتي من خلالها يتم السماح بانتقال الملكية من البائع إلى المشتري، كما تعرف أيضا بالقيمة النقدية.[2]

7.2.قيمة التأمين

ويتم تحديد هذه القيمة عن طريق تقرير خبير التأمين في إطار التعاقد بين مؤسسة التأمين والزبون لتغطية المخاطر المتعلقة بأصل معين.

8.2. القيمة المتبقية

وهي المبلغ المحقق عند بيع أصل أو التصرف فيه بأي صورة أخرى بعد أن يصبح عديم النفع للمالك الحالي ويقرر إخراجه من الخدمة، وهي مختلفة عن مفهوم قيمة الخردة التي تفترض أن الأصل أصبح عديم الفائدة لأي شخص وفي أي غرض.

وقبل التطرق إلى إبراز المقاربات المعتمدة في تحديد قيمة المؤسسة لابد من التنويه إلى المفاهيم المتعلقة بالتقييم الذي يعتبر في مجال الإدارة المالية من الأمور المهمة والمعقدة في آن واحد، حيث تتجه معظم المؤسسات للقيام بعملية التقييم بصورة صحيحة ودقيقة من خلال البحث عن الطرق المناسبة للتقييم وعدم الاكتفاء بطريقة واحدة بغرض اتخاذ القرارات الاستثمارية المناسبة.

3. مفهوم التقييم

[1] John D. Stowe, Thomas R. Robinson, Jerald E. Pinto, Dennis W. Mcleavey, **Analysis of Equity Investments: Valuation,** United Book Press, Inc., USA, 2002,P 17

[2] W. Steve Albrecht, Earl K. Stice, James D. Stice, **Financial Accounting**, 11th Edition, South-Western, Cengage Learning, USA, P 31

تعرف عملية التقييم حسب المؤلف **طارق عبد العال حماد** "بأنها ذلك الإجراء المنظم الذي يتحدد عن طريقه السعر السوقي للورقة المالية، وذلك باستخدام مجموعة من النماذج الرياضية التي تقوم على أساس وجود علاقة طردية بين المخاطرة والعائد المتوقع".[1]

وبالنسبة للمؤلف **فليب دو لاشبال** فتقييم المؤسسة هو " إعطاء قيمة لعناصر ذمتها المادية وغير المادية التي تمتكها، حيث تستعمل لتحقيق ذلك منهجية ووسائل وأدوات من أجل تحديد مجال للقيم، يتم التفاوض حولها فيما بعد لتحديد السعر النهائي للمؤسسة وأسهمها".[2]

وهناك من يعرف التقييم بأنه تلك العملية التي تربط بين العائد والمخاطرة لتقدير قيمة أصل مالي معين أو مؤسسة.[3]

وبالتالي يمكن القول بأن عملية التقييم هي تحديد القيمة المستقبلية لمؤسسة ما انطلاقا من واقعها وتوقعاتها المستقبلية وقدرتها عل تحقيق الربح من عدمه، وذلك لعدة أغراض منها: التنازل عن المؤسسة، الاندماج، الدخول للبورصة، دخول شركاء جدد خروج أحد الشركاء توقيف النشاط. الخ. كما أن إجراءات تحديد قيمة المؤسسة تتطلب الاهتمام بالعديد من الجوانب المتعلقة بالمؤسسة محل التقييم، وذلك من خلال جمع مختلف المعلومات المتعلقة بها وتحليلها وهذا طبعا بعد فهم طبيعة ومهمة التقييم (طبيعة ووضوح الهدف، الدوافع من وراء عملية التقييم، الوضعية المالية للمؤسسة، طبيعة القطاع الذي تنشط فيه المؤسسة، حجم المؤسسة، وضعية المحيط والنظام الاقتصاديين للبلد، تكاليف العملية المستعملة في التقييم)، إضافة إلى تعريف القيمة. ولكن كل لذلك لا يتم إلا بالاعتماد على مقاربة أو منهج لتحديد القيمة يكون مناسبا وملائما للمؤسسة، فحسب (**James R. Hitcher**) فإن تحديد قيمة أي أصل مالي تعتمد على انتهاج واحدة من المقاربات الأساسية الثلاثة: مقاربة الدخل (**Income Approach**)؛ مقاربة السوق (**Market Approach**)؛ ومقاربة الأصول (**Asset Approach**)، وضمن كل مقاربة توجد مجموعة من المناهج والطرق التي تتيح للخبير التقييم استخدامها في تحديد قيمة أصل ما[4] حيث ومن خلالها يقوم بدراسة هذه المقاربات وتطبيق الأنسب منها.

1.3. مبادئ التقييم

هناك جملة من المبادئ والإجراءات التي يجب على المقيم التقيد بها عند القيام بعملية التقييم وهي:

1.1.3. مبدأ وجود بدائل

يفضي مبدأ البدائل أنه التفكير في أي نقل للملكية أن يكون لدي كل من البائع والمشتري بدائل لإتمام الصفقة أو المعاملة، ولا يعني هذا المبدأ أن كل من البدائل مرغوبة بدرجة متساوية، ولكن يعني ببساطة أن البائع غير ملزم على البيع لمشتري معين وأن المشتري هو الأخر غير ملزم على الشراء من بائع بعينه. فإن لم يكن هذا الوضع قائما فإن آليات السوق سوف تتشوه ولن يكون بالإمكان تحقيق القيمة السوقية العادلة.[5]

---

[1] طارق عبد العال حماد، **مرجع سبق ذكره**، ص 11

[2] Philipe de la chapelle : **L'évaluation des entreprises**, édition ECONOMICA, Paris, 2007, P 25

[3] H. Kent Baker and Gary Powell, **Op.cit,**P 104

[4] James R. Hitchner. **Financial Valuation: Applications and Model**s. John Wiley & Sons, Inc. Hoboken, New Jersey, USA,2003.PP 7-8

[5] طارق عبد العال حماد، **التقييم :تقدير قيمة بنك لأغراض الاندماج أو الخصخصة**، الدار الجامعية، الإسكندرية مصر،2000 ، ص ص 18-20

2.1.3مبدأ الاستبدال

يقضي هذا المبدأ بأن المشتري يتصف الرشد بمعنى أنه لا يمكن أن يدفع في أصل معين ما يزيد عن تكلفة استبداله بآخر له نفس الوظيفة، فعلى سبيل المثال قيمة الأجهزة والمعدات المستعملة، يفترض أن المشتري الرشيد لا يدفع مقابلها أكثر مما يمكن أن يدفعه مقابل أجهزة ومعدات جديدة تؤدي نفس الوظيفة، ذلك لأنه على الأقل يوجد عامل القدم الذي ينبغي أن يطبق على الأصول المستعملة.

غير أن تطبيق هذا المبدأ على المؤسسة ككل سيكون صعبا للغاية، ذلك أن تقدير التكاليف المطلوبة لاستبدال مؤسسة بمؤسسة أخرى أمر في غاية التعقيد، ينتج أساساً على تمييز بعض أصول المؤسسات عن بعضها البعض، مما يصعب إيجاد أصول في السوق تتميز بنفس الخصائص، الأمر الذي ينتج صعوبة في إعادة تكوين التكاليف الواجب إنفاقها للحصول على الأصل محل التقييم.[1]

3.1.3.مبدأ الإحلال

يعد مبدأ الإحلال مفهوماً هاماً للغاية بالنسبة للتقييم، فهو يقضي بأن قيمة الأصل تتحدد بواسطة التكلفة التي سوف يتم تكبدها لامتلاك بديل مرغوب بدرجة متساوية. فعلى سبيل المثال، إذا كانت هناك مجموعة من المشترين تدرس إمكانية شراء مؤسسة ما، وباعتبارهم مستثمرين فطنين فإنهم لن يكتفوا بدراسة المؤسسة المستهدفة فقط بل أيضاً يدرسون السعر المدفوع في مؤسسة مماثلة أي مقابل البدائل المرغوبة بدرجة متساوية.

ويبدوا أن هذا المبدأ لا يختلف عن المبدأ السابق وذلك لاستعمالها السوق كمرجع في التقييم، غير أن الفرق بينهما يكمن في أن المبدأ السابق يعتمد على السوق في إعادة تكوين الأصل من خلال معرفة التكاليف الواجب تحملها، أما هذا المبدأ فإنه يعتمد على السوق في معرفة القيمة أو السعر المدفوع في أصول أو مؤسسات لها نفس الخصائص، ويمثل هذا المبدأ الأساس النظري لمدخل السوق في تقدير القيمة.[2]

4.1.3. مبدأ المنافع المستقبلية

يقضي هذا المبدأ الذي يكتسي أهمية خاصة في إطار عمليات الاندماج والاستحواذ بأن قيمة الأصل تعكس المنافع الاقتصادية المستقبلية المتوقعة من امتلاكه والسيطرة عليه، ومن هذا المنظور فإن قيمة المؤسسة تتحدد عن طريق القيمة الحالية الصافية لكافة المنافع الصافية المستقبلية المتأتية من أصول المؤسسة المملوكة. فوفقا لهذا المبدأ من الناحية النظرية، لا يكون ما حققته المؤسسة في الماضي أي علاقة بقيمتها إلا أنه من الناحية العملية فلا يمكن إهمال الأداء السابق لها الذي يكون عادة مؤشراً جيداً لأدائها في المستقبل خصوصا إذا لم تكن هناك أحداث خارجية غير عادية قد أثرت على الأداء في الماضي. كما أن تطبيق مبدأ المنافع المستقبلية ليس بالأمر البسيط بل يتطلب عمل افتراضات (سيناريوهات) عديدة بشأن التنبؤ بمستقبل المؤسسة. ومع ذلك فإن القيمة الحالية الصافية للمنافع الاقتصادية المستقبلية تكون غالباً من أفضل

[1] **المرجع نفسه**
[2] **نفس المرجع**

المقاييس للقيمة خاصة بالنسبة للمستثمرين (عملية استثمار). ويشكل مبدأ المنافع المستقبلية أساس مدخل التقييم بواسطة (مقاربة التدفقات النقدية).[1]

2.3. دو افع التقييم

تنقسم دوافع التقييم إلى ثلاثة عوامل وهم:

1.2.3. ظروف التقييم (متى نقيم)

نقوم بعملية التقييم لأصل ما في ظل الظروف التالية:[2]

- حالة الاستحواذ حيث تكون المؤسسة فيها في وضعية المشتري **(Position D'acheteur).**
- حالة التنازل كالتنازل الكلي عن المؤسسة أو التنازل عن شهرة المحل حيث تكون فيها المؤسسة في وضعية البائع **(position vendeur).**
- حالة الاندماج من أجل إعادة تقيم الأصول الثابتة.
- حالة إعادة الهيكلة من أجل تخفيض التكاليف
- حالة طرح رأسمال الشركة للاكتتاب العام.

2.2.3. الأطراف المستفيدة من التقييم (لمن نقيم)

يجب أن يكون التقييم موجهة لتلبية حاجات خاصة محددة لشركاء المؤسسة فمثلا تقوم هذه الأخيرة بإعادة تقييم عناصر الميزانية للوقوف على حقيقتها لفائدة الأطراف الداخلية أو الخارجية المتعاملة معها. [3]

3.2.3 حجم المؤسسة

عند أي عملية تقييم للمؤسسات، توجد مجموعة من العناصر ينبغي البحث والتدقيق فيها باعتبارها تمثل محددات العملية، من بين هذه العناصر التو وجب أخذها بعين الاعتبار في عملية التقييم حجم المؤسسة (صغيرة، متوسطة، أم كبيرة)، وقطاعها الذي تنشط فيه (خدمي، صناعي. الخ)، وهل هي مسعرة بالبورصة أم لا.

3.3. مراحل التقييم المختلفة:

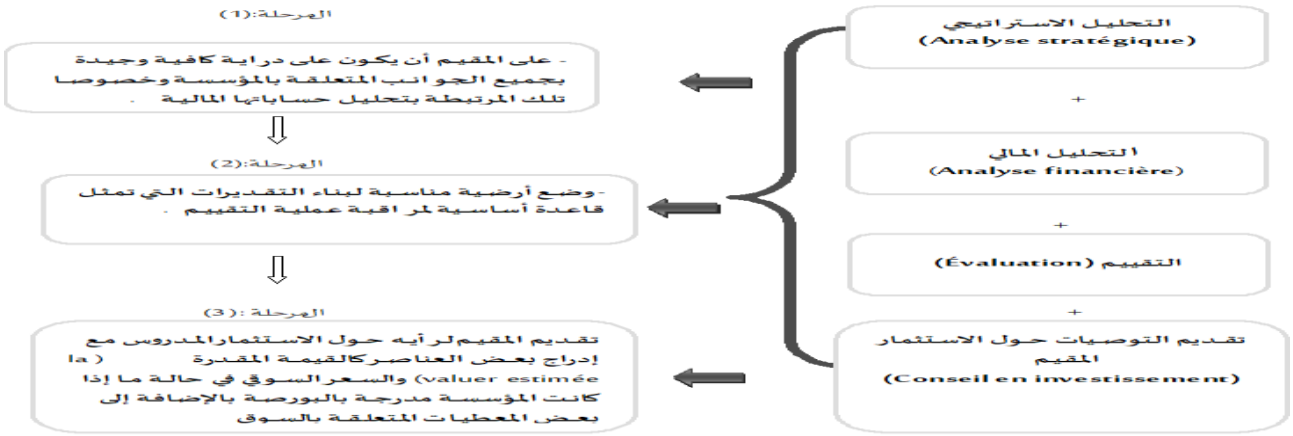
هناك العديد من المراحل التي تمر عليها عملية التقييم والتي يمكن أن تلخيصها من خلال الشكل (1-2) على النحو التالي:

[1] **نفس المرجع**

[2] Tournir J.C, **Méthode D'évaluation Des Entreprises**, Economica, France, 1990, P 65

[3] Cohen .E, **Analyse Financie**r, 4eme édition, Economica, France, 1997, P112

الشكل رقم (1-2) مراحل التقييم



Source : Pascal Barneto, Georges Gregorio**, DSCG 2 finance : Manuel ET Applications**, 2eme Edition, Dunod, Paris, 2009, P 271

4. مناهج تحديد القيمة

تعددت مناهج طرق تقييم المؤسسة حسب ما جاء به الفكر المحاسبي والمالي، مما يجعل المعنيين بعملية التقييم أو من ينوب عنهم (الخبراء) أمام العديد من الطرق، تحتم عليهم اختيار الأنسب منها بما يخدم أهدافهم وفيما يلي سنقوم باستعراض أهم هذه الطرق أو المناهج.

1.4. منهج الدخل (Income Approach)

يقوم هذا المنهج على تقييم حصة الملكية التي تعتبر استثمارا يمكن قياسه كغيره من الاستثمارات، وعموما فإن هذا المنهج عبارة عن كسر رياضي مؤلف من بسط ومقام، فالبسط يمثل المنافع الاقتصادية المستقبلية، بينما يعكس المقام معدل العائد المطلوب لحصة الملكية ويعكس تكلفة رأس المال، وبالتالي فمنهج الدخل إنما يحسب القيمة على افتراض أن قيمة حصة ملكية ما تساوي مجموع القيم الحالية للمنافع الاقتصادية المتوقعة لامتلاك تلك الحصة. وقيمة المؤسسة وفق منهج الدخل إنما تمثل دالة لثلاثة متغيرات أساسية، والمتمثلة في: تدفق المنافع الاقتصادية والتي غالبا تمثل بالتدفق النقدي، إضافة إلى إمكانية نمو المؤسسة على المدى القصير والبعيد، بالإضافة المخاطر المرتبطة بتحصيل المنافع أو العوائد المتوقعة في المستقبل والذي يعكسه معدل الخصم، فقيمة المؤسسة تختلف وفقا لاختلاف مستوى المنافع الاقتصادية المتوقعة ومعدل نمو هذه الأخيرة، بينما تربط علاقة عكسية بين القيمة ودرجة المخاطرة، فارتفاع المخاطر يؤدي بالضرورة إلى ارتفاع معدل العائد المطلوب.[1]

ومن بين أهم الطرق التي يتضمنها هذا المنهج نجد طريقة التدفق النقدي المخصوم **(DCF)** وطريقة التدفق المرسمل **(CCF)** (إيرادات الفترة الواحدة؛ نموذج خصم أرباح الأسهم؛ نموذج جوردن)، بالإضافة إلى طريقة التدفق النقدي الزائد **(ECF) ولكن** من الصعوبة بمكان التنبؤ بتدفق المنافع الاقتصادية، خاصة في ظل

[1] James R. Hitchner, **Op.cit**,P 8

استمرارية المؤسسة وصعوبة التحديد دقيق لمعدل الخصم المناسب، وهي من بين أهم الجوانب التي تؤخذ على هذا المدخل.

1.1.4.طريقة التدفقات النقدية المخصومة (Discounted Cash Flow)

تعتمد طريقة التقييم على أساس تدفقات النقدية المخصومة في تحديدها لقيمة مؤسسة على القيمة الحالية للتدفقات النقدية الممكن تحقيقها، والتي تقوم بتحيينها بمعدل يأخذ في الحسبان المخاطر التي تحيط بهذه التدفقات المستقبلية، كما أن مجموع هذه الأخيرة يكون وفق آفاق توقعيه (تقديرية).

1.1.1.4. مفهوم التدفق النقدي (Cash Flow)

يعد مفهوم التدفق النقدي مفهوم انجلوسكسوني ويظهر ذلك من خلال تسميته **(Cash-Flow)** حيث يمثل الفرق بين التدفقات النقدية المحصلة والتدفقات النقدية الخارجة خلال فترة زمنية معينة.[1]وتعطينا التدفقات النقدية صورة واضحة عن السياسات وقرارات الإدارة المتعلقة الأنشطة التشغيلية والاستثمارية والتمويلية، حيث أنها تعبر عن قدرة المشروع على جلب العوائد اللازمة للعمليات الجارية أو لإعادة استثمارها أو لدفع التوزيعات النقدية وبالتالي تعبر عن القيمة الاقتصادية للمؤسسة. كما أنها تساعد في التنبؤ بالعائد السوقي المتوقع للسهم، بالإضافة إلى أنها تخدم بصورة مباشرة نماذج تقييم الأصول الرأسمالية والتي تفترض أن قيمة الأصل تتوقف على القيمة الحالية للتدفقات النقدية المستقبلية بعد خصمها بمعامل الخصم المناسب.

2.1.1.4. طريقة التدفقات النقدية المخصومة Discounted Cash-Flow (DCF)

لتقدير قيمة المؤسسة يجب حساب القيمة الحالية لصافي التدفقات النقدية (FCF) المتولدة عن النشاط العادي للمؤسسة (الاستغلال)،[2] يعني ذلك ألا ندخل التدفقات المرتبطة بالهيكل المالي للمؤسسة (كدفع الفوائد الأسهم أو الإيرادات الناتجة عن التصحيح الضريبي) بعد الضريبة، مضافا إليها التدفق النقدي الكلاسيكي (CAF) ويتم استبعاد كل من التغير في احتياجات رأس المال العامل (ΔBFRR) والاستثمارات ويضاف إليهما صافي التنازل عن الأصول الثابتة ويمكن توضيح ذلك من خلال المعادلة التالية:[3]

التدفقات النقدية المتاحة (FCF) = نتيجة الاستغلال الصافية (RN) -[الفوائد المالية المسددة –الإيرادات الناتجة عن التصحيح الضريبي **(Reçus Après Correction Impôts)**]+ الإهتلاك (التدفق الكلاسيكي)-التغير في احتياجات رأس المال العامل (ΔBFRR) – الاستثمارات + صافي التنازل عن الأصول الثابتة .

حيث يقوم المحلل بتحديد العناصر المكونة للتدفق النقي المتاح (الحر)بتشكيل سلسلة من التدفقات النقدية المتوقعة لعدة سنوات ثم يقوم باستحداثها بمعدل خصم معين كما يلي:[4]

$$\mathbf{V = \sum_{i=1}^{i=n} FCFi * (1+t)^{-i} + VRn * (1+t)^{-n} \ldots\ldots\ldots\ldots (1-2)}$$

حيث

[1] Glen Arnold, **The Handbook of Corporate Finance**, financial Times Prentice Hall, Pearson Education, Great Britain, 2005, P 174
[2] J Berk, P Demarzo, J Harford, **Op.cit.**P 285
[3] Dov Ogien, **Gestion Financière De L'entreprise**, Dunod, Paris, 2008, P 129
[4] **Idem**

V: تمثل قيمة المؤسسة

FCFi: تمثل التدفق النقدي المتاح الخاص بالفترة i.

VRn: القيمة المتبقية للمؤسسة في نهاية الفترة

t: تمثل معدل الاستحداث (معدل الخصم).

n : الفترة المأخوذة لحساب التدفقات.

يتم تحديد القيمة المتبقية المؤسسة على افتراض ثبات التدفق الأخير بالإضافة إلى اعتبار أن التدفقات النقدية لا متناهية، غير أنه في الواقع العملي فإن مدة الحياة الافتراضية تختلف بحسب القطاع الذي تمارس فيه المؤسسة نشاطها فمثلا قطاع الاتصالات والتكنولوجيا المتطورة تكون المدة ما بين سنة إلى ثلاث سنوات وقطاع السلع الاستهلاكية ما بين 7 إلى 5 سنوات بينما في قطاع الخدمات العامة فتكون المدة ما بين 20 إلى 30 سنة. [1]

يمكن استخدام طريقة خصم التدفقات النقدية كذلك في تقييم حقوق الملكية (الأموال الخاصة) من خلال استحداث أو خصم التوزيعات بمعدل العائد الذي يطلبه المساهمون والذي سنتطرق إليه لاحقا عند تقييم الأسهم، أما فيما يخص الديون فإذا كانت على شكل قروض فإنها تقيم بواسطة إعادة خصم التدفقات النقدية المتعلقة بالاستدانة بمعدل الفائدة السوقي للحصول على القيمة العادلة.

3.1.1.4. طريقة التدفقات النقدية المرسملة Capitalized Cash Flow (CCF)

طريقة التدفقات النقدية المرسملة هي طريقة تندرج ضمن مقاربة الدخل (**Income Approac**h) وتمثل نسخة مختصرة من طريقة خصم التدفقات النقدية (DCF) والتي تفترض بأن كل من معدل النمو **(Growth)** ويرمز له بالرمز (g) ومعدل الخصم أو معدل العائد المطلوب (K) يبقيان ثابتان إلى ما لانهاية. والصيغة الرياضية لهذه الطريقة تكون على النحو التالي:[2]

$$E = \frac{NCF1}{(K-g)} \quad \text{..... (2-2)}$$

حيث:

E: قيمة الأصل المالي

NCF_1: التدفق النقدي الصافي للفترة (1)

K: معدل الخصم

g: معدل النمو إلى ما لانهاية.

على حساب هذه الطريقة (CCF) فإن قيمة الأصل المالي هي القيمة الحالية للعوائد الاقتصادية المستقبلية له حيث يعتبر معامل القيمة الحالية المحور الأساسي في هذه الطريقة والذي يسمى بمعدل الرسملة

[1] Pierre Vernimmen, **Corporate Finance Theory and Practice,** John Wiley & Sons, West Sussex, UK, 2005,.P 818

[2] James R. Hitchne, **Op.cit,** PP 114-115

(Capitalization Rate) والذي يتشكل من معدلين وهما (k) معل الخصم والذي يعبر عن العوائد الاقتصادية المستقبلية و (g) معدل النمو على المدى الطويل .

4.1.1.4. طريقة التدفقات النقدية الزائدة (Excess Cash Flow Method)

وردت هذه الطريقة في الأدبيات المالية المحاسبية بعدة أسماء نذكر منها طريقة الأرباح الزائدة أو الإيرادات الزائدة **(Excess Earnings Method)**، إضافة إلي طريقة الخزينة **(Treasury Method)** و تمزج هذه الطريقة بين مقاربتين من مقاربات التقييم و هما مقاربة الدخل **(Income Approach)** ومقاربة الأصول **(Assets Approach)** و لقد ظهرت هذه الطريقة لتقييم الأصول غير الملموسة (المعنوية) لأول مرة عام 1920م و بمرور الوقت أضحت هذه الطريقة أكثر انتشارا في مجال التقييم المالي و التجاري وخصوصا فيما تعلق بالمسائل ذات الطابع القانوني والقضائي ،حيث تعتبر شهرة المحل **(Goodwill)** أصل مالي غير ملموس (معنوي).[1]

2.4. منهج السوق (Market Approach)

تتركز الفكرة الأساسية لهذا المدخل على أن قيمة المؤسسة (غالبا ما تكون شركة صغيرة مملوكة للقطاع الخاص) تتحدد من خلال مقارنتها بمؤسسات معيارية ذات قيم معروفة ومعلومة يتم تداولها أسهمها علنا في البورصة أو بمؤسسات معيارية بيعت حديثا وتمت تصفيتها. [2] وتعتبر المعلومات المالية المستخدمة من حيث نوعيتها وكميتها من أهم العناصر المؤثر في القيمة التي يتم الحصول عليها من خلال الاعتماد على هذا المدخل.

ويتم ذلك من خلال استخراج جملة من المعايير والنسب المستخدمة في التقييم انطلاقا من القوائم المالية كالميزانية العامة، قائمة الدخل...الخ، غير أنه في معظم الأحيان لا تكون هذه المعايير الكمية وحدها كافية إذ يتوجب كذلك دراسة مختلف الجوانب النوعية المتعلقة أداء الإدارة ومدى فعاليتها، وذلك من أجل تحديد قيمة المؤسسة بالدقة المطلوبة.

ويتركز هذا المدخل على مؤشرات محددة من أجل تحديد القيمة، ويمكن إيجاد هذه القيمة من خلال العلاقة التالية:[3]

$$\text{VALUE subject} = \left[\left(\frac{\text{PRICE}}{\text{PARAMETER) Comps}}\right) * \text{PRAMATER subject}\right] - \text{DEBT subject}$$

وقد تمثل **(PARAMATER)**: المبيعات؛ الدخل الصافي؛ القيمة الدفترية.

(Comps): مؤسسة المقارنة؛

(Subject) : المؤسسة محل التقييم

والميزة الأساسية لهذا المدخل هي في كونه يعتمد على بيانات فعلية إلى جانب السهولة النسبية في تطبيقه، والملاحظ عدم اعتماده على التنبؤات أو الافتراضات، غير أنه من الناحية العملية لا يعتبر الحصول على المعلومات بالأمر الهين، مما قد يمنع القيام بعملية المقارنة وبالتالي عملية التقييم وهو ما يعاب على هذا المدخل إضافة إلى عدم أخذه في الحسبان لاعتبارات مهمة كالنمو المتوقع في المبيعات أو إيرادات المؤسسة.

[1] **Ibid,** PP 116-117
[1] **Ibid**, P 184
[3] **Ibid,** PP 187-188

3.4. منهج الأصول (Asset Approach)

يقوم هذا المنهج بتحديد قيمة المؤسسة بالاعتماد على قيمة أصولها الصافية بعد خصم التزاماتها، وهذا من خلال ما يتم عرضه في الميزانية العامة والتي تكون فيها مختلف العناصر مسجلة بالقيمة الدفترية، مما يفرض ضرورة القيام بمجموعة من التعديلات من أجل الحصول على القيمة السوقية، سواء لأصول المؤسسة أو التزاماتها.

1.3.4. الطريقة المحاسبية

يعتمد التقييم وفقا للطريقة المحاسبية على أهم القوائم المالية المتمثلة أساسا في الميزانية والهدف منه هو إعطاء قيمة إجمالية للأصول والخصوم انطلاقا من منظور استمرارية النشاط، وبالتالي يمكن القول بأن هذه الطريقة تعتمد في عملية التقييم على القيمة الدفترية لكل من الأصول والخصوم المستحقة الدفع فقيمة المؤسسة وفقا لهذه الطريقة تكون كما يلي:

قيمة المؤسسة = إجمالي الأصول -إجمالي الخصوم المستحقة..... (2-3)

تعتبر هذه الطريقة سهلة وموضوعية وواقعية نسبيا فالأصول الموجودة في الميزانية عادة ما تكون مسجلة بتكلفتها التاريخية (مبدأ التكلفة التاريخية) والتي لا تعبر عن الوضعية الحقيقية للمؤسسة خاصة في ظل وجود معدلات التضخم وطرق الإهتلاك الذي هو في الحقيقة معد لأغراض ضريبية، وعلى هذا الأساس لابد من إعادة النظر في قيمة المؤسسة لإعطائها صورة أكثر واقعية وموضوعية وذلك من خلال الاعتماد على طرق أخرى ومن بينها طريقة صافي الأصل المصحح (ANC) وطرق فائض القيمة.

2.3.4. طريقة صافي الأصل المصحح (ANC)

لتحديد قيمة المؤسسة وفقا لهذه الطريقة لابد من القيام بمجموعة التصحيحات أو التعديلات الاقتصادية التي من شأنها أن تجعل العناصر مقيمة بقيمتها الحقيقية بدلا من قيمتها المحاسبية (الدفترية) كالأصول المعنوية، وكذا الاستثمارات الغير قابلة للتقييم التي تأخذ بعين الاعتبار الأصول المتحصل عليها عن طريق الإيجار التمويلي والتي لابد أن تضاف إلى الأصل المحاسبي الصافي، وإضافة بعض العناصر إلى الديون كضرائب على الأرباح ؛الضرائب على توزيعات الأسهم والضرائب المتعلقة بمخصصات الخسائر وعليه يمكن توضيح قيمة المؤسسة وفقا لهذه الطريقة على النحو التالي:[1]

قيمة المؤسسة = قيمة الأصول الحقيقية(المعدلة) – إجمالي الديون الحقيقية(المعدلة).... (2-4)

يمكن الاعتماد على هذه العلاقة في تقييم المؤسسة في الظروف العادية ولكن إذا كانت عملية التقييم في الظروف الاستثنائية (التصفية) فإنه يتم طرح كل التكاليف الخاصة بتسريح العمال وتكاليف التصفية من قيمة الأصول المعدلة أو المصححة وعليه فإن قيمة المؤسسة في هذه الحالة تكون كما يلي:[2]

$$VL = ANC - CL - FL \quad \text{..... (5-2)}$$

[1] Hubert De La Bruslerie, **Analyse Financière : Information Financière, Diagnostic Et Evaluation**, 4eme Edition, Dunod, Paris, 2010, P 360

[2] Philipe de la chapelle**, Op.cit., P 84.**

حيث:

VL : قيمة المؤسسة عند التصفية؛

ANC : قيمة الأصول المعدلة؛

CL : تكاليف تسريح العمال؛

FL : تكاليف التصفية.

تعتبر طريقة الأصل المحاسبي المصحح الطرق الأكثر استعمالا نظرا لبساطتها غير أن ذلك لا ينفي أنها لا تعاني من نقائص فهي على سبيل المثال تتجاهل شهرة المحل التي تعتبر جزأ لا يتجزأ من الذمة المالية للمؤسسة وتنظر إليها بنظرة قاصرة لا تأخذ بعين الاعتبار العوائد الحالية والمستقبلية التي يمكن أن تتولد عنها.

3.3.4. طريقة شهرة المحل (Good Will Method)

إن طريقة شهرة المحل أو ما يصطلح عليه ب (Good Will) شائعة كثيرا في الأوساط المالية والمحاسبية، حيث استعملت لفترة طويلة كطريقة مفضلة لتصحيح قيم الذمة المالية، لأنها تأخذ في الحسبان المردودية الاقتصادية المحققة من قبل المؤسسة، وتقارنها مع التكلفة الوسطية المرجحة لرأس المال ومن ثم تقييم رأس المال المعنوي للمؤسسة.

1.3.3.4. مفهوم فائض القيمة

يمثل مفهوم فائض القيمة جميع العناصر المعنوية المرتبطة بنشاط المؤسسة التي لا يمكن تقييمها بشكل مباشر كمؤهلات العامل البشري والتي تتمثل خصوصا في المعرفة **(le savoir fair)** وكفاءة التسيير إضافة إلى المحيط الملائم الذي تعمل فيه المؤسسة وهي مقدرات إضافية لخلق وزيادة الثروة وبالتالي زيادة قيمتها،[1] على خلاف العناصر المادية وبعض العناصر المعنوية (براءات الاختراع، حقوق الإيجار. الخ.) التي تملك قيمة مستقلة عن نشاط المؤسسة. وبصفة عامة يمكن القول بأن فائض القيمة هو عبارة عن محصلة لجميع العناصر الداخلية والخارجية التي تساهم في تعظيم الأرباح المحققة أو التي بالإمكان تحقيقها في المستقبل من طرف المؤسسة. ويكون فائض القيمة إيجابيا عندما تتمكن هذه العناصر من تحقيق عوائد أكبر من تكلفة رأس المال (الأموال المرصدة واللازمة للسير الحسن للمؤسسة) وبالتالي فهي تعبر عن مكافأة **(Rémunération)** أما في الحالة العكسية فإننا نكون أمام وضعية نقص قيمة **(bad Will)**.

2.3.3.4. طرق حساب شهرة المحل (Good Will Method)

على اعتبار أن الطريقة السابقة تتجاهل قدرة شهرة المحل على تحقيق العوائد في المستقبل ولا تأخذ بعين الاعتبار عنصر الأصول البشرية، فإنه وفق هذه الطريقة تحدد قيمة المؤسسة بطرق مختلفة وهي:

1.2.3.3.4. الطرق غير المباشرة

سميت هذه الطرق بالطرق غير المباشرة لأنها تقوم بتحديد القيمة الكلية للمؤسسة ككل ومن ثم تستنتج قيمة شهرة المحل بعد ذلك ونجد هنا طرقتين:

- طريقة تعتمد على قيمة الأصول المعدلة

[1] Hubert De La Bruslerie, **Op.cit.,** P 360

أي لتقدير شهرة المحل لابد من المرور عبر القيمة الكلية للمؤسسة وذلك بإضافة شهرة المحل (GW) إلى قيمة المؤسسة المتحصل عليها من خلال صافي الأصول المصححة (ANC) أي:[1]

V=ANC + GW....................... (2-6)

أو حساب المتوسط الحسابي لقيمة المردودية (VR) وقيمة الأصول الصافية المعدلة (ANC) أي:

V= (ANC+VR)/2

وبعد المساواة بين المعادلتين نجد:

GW= (VR-ANC)/2 .... (2-7)

- طريقة تعتمد على القيمة الجوهرية أو الإحلالية الإجمالية (Substantial Value)

لقد تم إدخال مفهوم القيمة الجوهرية الإجمالية في مجال تقييم المؤسسات من قبل الخبراء الألمان عام 1961م، ثم مصنف الخبراء المحاسبين والتي تعرف بأنها القيمة المرتبطة بقيمة الاستمرارية والمقدرة بقيمة الاستبدال الحقيقة(الحالية) للأصول التي تكوّن الذمة المالية للمؤسسة.[2]

ويمكن حساب القيمة الجوهرية الإجمالية على النحو التالي:

القيمة الجوهرية الإجمالية (GVS) = الأصول الإجمالية المعاد تقييمها من منظور الاستمرارية + مصاريف الاستثمار الضرورية للاستغلال+الأملاك المستأجرة (بقيمتها الاستعمالية) -العناصر خارج الاستغلال بالقيمة الحقيقية.[3]

- طريقة الأموال الدائمة الضرورية للاستغلال

لقد كان الباحثان **(A.Bernay & Calba)** أول من أدخل طريقة الأموال الدائمة الضرورية للاستغلال إلى مجال التقييم والتي كانت بمثابة البديل الذي جاء على إثر الانتقادات التي طالت طريقة القيمة الجوهرية خاصة فيما تعلق بمشكل تمويل العناصر الضرورية للاستغلال.*

وعلى اعتبار أن القيمة الجوهرية الإجمالية (GVS) لا تولى اهتمام لمصادر التمويل الخارجي في المؤسسة فإن ذلك سينعكس حتما على مقدار الربح الذي سيعتمد عليه في حساب قيمة المردودية المحققة من خلال استغلال قيمة (GVS)، بحيث يجب أن يضاف الربح المحقق من استغلال قيمة الأصول الصافية الحقيقة (المعدلة) إلى المصاريف المالية الصافية من الضريبة ويعبر عن ذلك بالعلاقة التالية:

B2 =B1 – FF (1-IS)........................... (2-8)

حيث:

B2: الربح المحقق عند استغلال ما يعادل قيمة الإحلال (VS) ؛

B1: الربح المحقق عند استغلال ما يعادل قيمة الأصول الصافية الحقيقة (المعدلة) ANC؛

---

[1] علال بن ثابت،" **أساليب تقييم المؤسسات وتطبيقاتها في الجزائر**"، مجلة دراسات العدد الاقتصادي، المجلد 5، العدد 1، جامعة الأغواط، (جانفي،2014)، ص 36

[2] Pablo Fernandez, **Valuation Methods and Shareholder Value Creation**, Elsevier, USA, 2002, P 26

[3] علال بن ثابت **مرجع سبق ذكره، ص** 31

* **الأموال الضرورية للاستغلال = القيم الجوهرية الخام (خارج الأصول المتداولة) + الاحتياج في رأس المال العامل.**

FF: المصاريف المالية الناتجة عن التمويل الخارجي ؛

IS: الضريبة على الأرباح

وإذا عوضنا قيمة الأصول الصافية الحقيقة (المعدلة) ANC قيمة الإحلال (VS) في المعادلة (2-8) نحصل على قيمة شهرة المحل كالاتي:

GW= (VR-VS)/2 .... (2-9)

2.2.3.3.4 . الطرق المباشرة

تتوقف شهرة المحل حسب هذه الطرق على فائض القيمة الناتج عن استغلال المؤسسة المتوقع لكامل أصولها بما في ذلك شهرة المحل والمردودية النظرية التي يفترض أن تحققها المؤسسة في ظل غياب العناصر المعنوية وعادة ما تقاس بالعائد الناتج عن استثمار قيمة الأصول الحقيقة (المعدلة) ANC أو من قيمة الإحلال (GVS)؛ في الاستثمارات الخالية من المخاطر (شراء أذونات الخزينة مثلا). فإذا رمزنا لفائض الريع الناتج عن شهرة المحل (**$Rent_{GW}$**) أي **Rent Du Goodwill** وب: (**i**) معدل العائد الخالي من المخاطرة وب: (**B_1**) المردودية الناتجة عن استغلال المؤسسة ما يعدل قيمة أصولها الحقيقية (**ANC**)نحصل على ريع شهرة المحل بالعلاقة التالية:

($Rent_{GW}$) = B_1 – (i)*ANC.......................... (2-10)

وعلى اعتبار أن شهرة المحل جزء لا يتجزأ من الذمة المالية للمؤسسة فذلك يفرض علينا إضافة قيمتها إلى صافي الأصول الصافية الحقيقية (المعدلة) التي أهملت من قبل لكن قد يحدث أن تكون قيمة شهرة المحل سالبة وفي هذه الحالة لا نكون بصدد فائض (Goodwill) بل نقص في القيمة (Bad Will) ويجب طرحها من قيمة الأصول الصافية الحقيقية (المعدلة).

المطلب الثاني: نماذج تقييم الأسهم

سنحاول فيما يلي التعريف بالقيمة الحقيقة للأسهم إضافة إلى محاولة تبين اهم المقاربات المعتمدة في تقيمها.

1. مفهوم القيمة الحقيقة

تعرف القيمة الحقيقة للأصل على أنها " ذلك المبلغ الذي يتم بواسطته بيع أو شراء الأصل من خلال عملية تبادلية حقيقية بين أطراف مطلعة وراغبة في التبادل بعيداً عن ظروف التصفية، وفي المقابل تعد القيمة العادلة للمطلوبات على أنها تلك القيمة التي تستحق أو المبلغ الذي يتم سداده من خلال عملية تبادلية حقيقية بين أطراف راغبة في العملية، مع استبعاد أثر التصفية.[1]

وعرفت القيمة الحقيقة على إنها " أنها قيمة التنازل أو سعر البيع في السوق وبالتالي فهي المبلغ الذي يمكن أن يبادل به الأصل، أو تسوي به التزام، بين أطراف مطلعة في معاملة مستقلة [2]

[1] صالح، رضا إبراهيم،" **أثر توجه معايير المحاسبة نحو القيمة العادلة على الخصائص النوعية للمعلومات المحاسبية في ظل الأزمة المالية العالمية**"، مجلة كلية التجارة للبحوث العلمية، جامعة الإسكندرية، العدد 2، المجل 46، 2009، ص 22

[2] Belverd E. Needles, Jr., Marian Powers, **International Financial Reporting Standards: An Introduction**, Second Edition, South-Western, Cengage Learning, USA, 2011, P17

إن القيمة الحقيقة تختلف عن القيمة السوقية المحددة في السوق المالية، أي أن القيمة العادلة تختلف عن القيمة السوقية الفعلية ويعود سبب الاختلاف إلى أن الأحكام المستخدمة لتطوير القيمة العادلة قد لا تكون نفس أحكام المساهمين في السوق نفسها، فهي القيمة المعتمدة على تحليل المعلومات المالية حول وحدة اقتصادية معينة، وقد سمي مصطلح القيمة العادلة بعدة تسميات منها القيمة الحقيقية والقيمة البديلة والقيمة الحالية، والقيمة الصحيحة.[1]

من خلال ما سبق فيمكن تعريف القيمة الحقيقية بأنها ذلك المبلغ الذي يمكن مقابله مبادلة الأصل أو تسوية الالتزام في سوق تتوافر فيه ظروف العرض والطلب العادية، وتعكس فيه كافة المعلومات المتاحة، وبين أطراف راغبة ومطلعة في المعاملة.

وهناك مقاربتين أساسيين من المقاربات المعتمدة في تقييم الأسهم وهما مقاربة نماذج القيمة الحالية ومقاربة نماذج المقارنة أو النسبية.

2.نماذج مقاربة القيمة الحالية

تعتمد نماذج القيمة الحالية على خصم التدفقات النقدية المتوقعة للورقة المالية أو السهم باستخدام معامل العائد المطلوب أو ما يعرف بمعدل الخصم فهذه النماذج تعتبر أن القيمة الحقيقية للسهم ما هي إلا القيمة الحالية للعوائد المستقبلية لهذه الورقة المالية ويعتبر مدخل القيمة الحالية مناسبا لقياس كافة الأسهم نظرا للارتباط الوثيق بين سعر السهم وتكلفته وذلك في حالة معرفة سعر السهم ونصيبه من الأرباح الموزعة (التوزيعات). وتتباين نماذج القيمة الحالية للأسهم من حيث طبيعة التدفقات الداخلة في عملية التقييم فمن الممكن حساب القيمة الحالية لتدفقات نقدية مستقبلية متوقعة قد تكون على شكل توزيعات أرباح أو توقعات لأرباح رأسمالية عند بيع السهم، والبداية كانت من خلال نموذج خصم التوزيعات على أساس أن التوزيعات هي التدفقات النقدية الأساسية المتوقعة والناتجة عن الاستثمار في السهم العادي.

1.2. نموذج خصم التوزيعات (Dividend Discounted Model)

ظهر هذا النموذج لأول مرة سنة 1938م من قبل الباحث جون وليامس **(John Williams)** من خلال مقاله بمجلة جامعة **(Harvard)بعنوان نظرية قيمة الاستثمار** وبعدها تم تطويره سنة 1956 م من طرف الباحث **(Myron Gordon)** بالتعاون مع **(Eli Shapiro)** من خلال مقال بمجلة علم الإدارة بعنوان **معدل الربح المطلوب** ثم أتبعاه بمقال أخر سنة 1959م في مجلة الاقتصاد والإحصاء **بعنوان التوزيعات والأرباح وسعر السهم.** ويقوم هذا النموذج على أساس خصم التوزيعات المستقبلية المتوقعة لسهم شركة ما باستخدام طريقة القيمة الحالية وعلى أساس معدل خصم يتمثل في معدل العائد الذي يطالب به المستثمر أو معدل العائد المطلوب والذي يتناسب مع درجة المخاطرة المرتبطة بالسهم، ويأخذ هذا النموذج الصيغة الرياضية التالية:[2]

[1] العامري محمد، علي إبراهيم **الإدارة المالية المتقدمة**، دار ثراء للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، عمان، 2010، ص 478

[1] Bodie,Kane, Marcus**, Essentials of Investments**, 7th Edition the McGraw−Hill Companies, 2008, New York , USA, P 406

$$P_0 = \frac{D_1}{(1+Ke)} + \frac{D_2}{(1+Ke)^2} + \cdots \frac{D_\infty}{(1+Ke)^\infty} \quad \text{..... (2-11)}$$

ويمكن اختصار المعادلة السابقة كما يلي: [1]

$$P_0 = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{Dt}{(1+Ke)t} \quad \text{..... (2-12)}$$

حبت:

P_0: تعبر عن القيمة الحقيقية أو الجوهرية للسهم.

Dt: تعبر عن مقدار التوزيعات في نهاية الفترة.

Ke: معد الخصم أو معدل العائد الذي يطلبه المستثمر

يلاحظ من المعادلة السابقة أن هذا النموذج يفترض الاحتفاظ الدائم بالسهم لذا لا يركز على الأرباح الرأسمالية والناتجة عن التقلبات الحاصلة في سعر السهم السوقي، ولكن الحقيقة أن الكثير من المستثمرين لا يحتفظون بأسهمهم بل يتداولونها أكثر من مرة ولنفس الشركة.

ومن الجدير بالذكر هنا أن أي مستثمر لا يمكنه أن يعرف الفترة التي سوف يبقي فيها مالكا للسهم ففي الواقع العملي فإن المستثمر يحصل على توزيعات ومن ثم يتخلى عن قيمة السهم السوقية في حالة بيعه للسهم، وعليه فعدم معرفة المستثمر لفترة ملكية السهم وجهله بقيمة السهم السوقية في نهاية فترة الملكية وعلى اعتبار أن المستثمرين ليسوا جميعا مضاربين وربما يحتفظون بأسهمهم لفترة طويلة، فإن معظم النماذج تهمل القيمة السوقية للسهم عند البيع وسيكتفي الباحث بمثال عن فترة احتفاظ لسنة واحدة وعليه فإن القيمة الحقيقية لسهم يعبر عنها بالصيغة الرياضية التالية:

$$P_0 = \frac{D1}{(1+ke)} + \frac{P1}{(1+ke)} \quad \text{..... (2-13)}$$

حيث:

P_0: القيمة الحقيقية للسهم

D_1: مقدار التوزيعات خلال السنة

P_1: يعبر عن سعر السهم السوقي المتوقع في نهاة السنة

ويمكن استخراج ثلاثة نماذج أساسية من نموذج خصم التوزيعات وهي:

1.1.2. نموذج النمو الصفري (Zero Growth Model)

[1] Bodie, Kane, Marcus**, Essentials of Investments**, 5th Edition the McGraw−Hill Companies, 2003, New York, USA,P 417

يفترض هذا النموذج ثباتا في مقدار توزيعات أرباح الأسهم أي تساوي توزيعات الفترة الأولى مع توزيعات الفترة الثانية والثالثة مع الثانية ...الخ وبسبب عدم وجود تاريخ استحقاق محدد للأسهم فيكون اشتقاق الصيغة الرياضية للنموذج في حالة النمو الصفري كما يلي:[1]

$$P_0 = \frac{D1}{(1+Ke)} + \frac{D2}{(1+ke)^2} + \cdots = \frac{D1}{ke} \quad \text{(2-14)}$$

حيث:

P_0: القيمة الحقيقية للسهم

D_1: مقدار التوزيعات في الفترة الأولى

Ke: معدل الخصم أو العائد المطلوب

2.1.2. نموذج النمو الثابت (The Constant-Growth DDM)

يتم استخدام هذا النموذج عند العلم بأن الشركة تقوم بزيادة في مقدار التوزيعات وبمعدل ثابت من خلال استقراء توزيعاتها التاريخية ويرمز لمعدل النمو بالرمز (g) ففي حال كانت قيمة التوزيعات في الفترة السابقة (D_0) فستكون في الفترة اللاحقة:[2]

$$D_1 = D_0 (1+g)^1$$

في الفترات الموالية:

$$D_2 = D_0 (1+g)^2$$

$$D_3 = D_0 (1+g)^3$$

$$Dt = D_0 (1+g)^t$$

وبناء على ما سبق فإن القيمة الحالية للسهم تساوي:

$$P_0 = \frac{D1}{(1+Ke)} + \frac{D2}{(1+ke)^2} + \frac{D3}{(1+ke)^3} + \cdots$$

وبعد التعويض نجد:

$$P_0 = \frac{D_0(1+g)^1}{(1+ke)^1} + \frac{D_0(1+g)^2}{(1+ke)^2} + \frac{D_0(1+g)^3}{(1+ke)^3} + \cdots$$

وبعد الاختصار تحسب القيمة الحالية بالعلاقة التالية:

$$P_0 = \frac{D_0(1+g)}{ke-g} = \frac{D1}{ke-g} \quad \text{(2-15)}$$

تستخدم المعادلة الأخيرة لحساب القيمة الحالية في حالة نمو التوزيعات بمعدل ثابت ولكن بشرط أن يكون معدل النمو أقل من معدل العائد المطلوب (g<ke).

[1] Stephen A. Ross, Randolph W. Westerfield, Bradford D. Jordan, **Fundamentals of Corporate Finance**, 6th Edition McGraw-Hill Companies, New York, USA,2013,P 237

[2] Bodie, Kane, Marcus**, Essentials of Investments**, 9th Edition McGraw−Hill Companies, 2013, New-York, USA ,PP 410-411

ويمكن حساب القيمة الحالية لنفس الحالة وعند أي نقطة زمنية من خلال تعديل المعادلة الأخيرة كما يلي: [1]

$$Pt = \frac{D_t(1+g)}{ke-g} = \frac{D_{t+1}}{ke-g} \quad \text{..... (2-16)}$$

وذلك من خلال استخدام عامل الزمن (t).

3.1.2. نموذج النمو المتعدد (The Multiple-Growth Mode)

يتم تطبيق هذا النموذج في حالة توقع نمو التوزيعات بمعدل محدد لفترة معينة ومن ثم استمرار النمو ولكن بمعدل مختلف قد يكون أكبر أو أصغر من المعدل المستخدم في فترة النمو الأولى وذلك من أجل جعل نموذج نمو التوزيعات الثابت أقرب قليلا إلى الواقع فإذا افترضنا أن معدل النمو (g) سوف يستمر في الفترة الأولى (t) ومن ثم سيكون هناك معدل نمو مختلف (b) يبدأ من نهاية الفترة الأولى إلى اللانهاية ولتكن هذه الفترة (n)، وبالتالي يمكن حساب القيمة الحقيقية للسهم من خلال الصيغة الرياضية التالية:[2]

$$P_0 = \sum_{t=1}^{t} \frac{D_0(1+g)^t}{(1+ke)^t} + [\frac{1}{(1+ke)^t}] [\frac{D_0(1+ke)^{t+1}}{ke-b}] \quad \text{..... (2-17)}$$

ولا تقتصر حالات هذا النموذج على فترتي نمو مختلفتين للتوزيعات وإنما يمكن تطبيقه على عدة فترات مختلفة من حيث معدل النمو مع الأخذ بعين الاعتبار أن الصيغة الرياضية ستصبح أعقد.

2.2. تقييم الأسهم الممتازة

تعتبر عملية التقييم بالنسبة للأسهم الممتازة سهلة مقارنة مع تقييم الأسهم العادية بسبب المعرفة المسبقة بالتدفقات النقدية المستقبلية ويتم حساب القيمة الحقيقية للسهم الممتاز من خلال خصم الأرباح الموزعة بمعدل الخصم أو معدل العائد المطلوب على الشكل التالي:[3]

$$P_0 = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{D_p}{(1+K_p)^t} \quad \text{..... (2-18)}$$

$$P_0 = \frac{Dp}{Kp} \quad \text{..... (2-19)}$$

حيث:

Dp: تعبر عن مقدار التوزيعات الثابتة للسهم الممتاز

KP: معدل العائد المطلوب للاستثمار في السهم الممتاز

[1] Bodie, Kane, Marcus**, Investments**, 5th Edition ,McGraw−Hill Companies, New York ,USA, 2003,P 567

[2] Van Horne, James. C, Wachowicz, John ,**Fundamentals of Financial Management**, 13th edition, Prentice-Hall, Inc. London,2009,P 82

[3] Lasher, William. R, **Financial Management: A Practical Approach**, 5th edition, Thomson South-Western, USA, 2008,P 346

وتجدر الإشارة إلى أن النموذج السابق جاء على ضوء الافتراضات المتعلقة بطبيعة السهم الممتاز التالية:

- لا تتباين توزيعات الأسهم الممتازة فهي ثابتة بطبيعتها.
- لا يوجد تاريخ استحقاق محدد للأسهم الممتازة عموما فيتم تملكها لفترات طويلة (أبدية) **(Perpetual)**.

ولقد تم عرض هذه الفقرة من أجل المقارنة فقط بين الأسهم العادية والأسهم الممتازة بخصوص عملية التقييم حيث أن أسلوب التقييم يختلف بسبب اختلاف طبيعة التوزيعات واختلاف فترة الاستحقاق.

3. النماذج المقارنة

تعتمد هذه النماذج على المقارنة بين أسهم الشركات الخاضعة للتقييم بالاعتماد على متغير أساسي يكون غالبا السعر السوقي وتتم قسمته على متغيرات أخرى مختارة ،حيث تعتبر هذه النماذج أن قيمة أي كيان اقتصادي (سوق؛صناعة؛شركة)يمكن تحديدها من خلال مقارنتها مع نظرائها على أساس عدد من المؤشرات التي تنسب سعر السهم السوقي إلى متغيرات مختلفة ذات تأثير على سعر السهم كالقيمة الدفترية ، الدخل والتدفقات النقدية والمبيعات، ولذلك تسمى هذه النماذج في بعض الأدبيات المالية والمحاسبية أحيانا ب النماذج النسبية **(Relative Model)** . وتعود أهمية هذه النماذج في بعض الحالات التي تكون فيها النماذج السابقة (نماذج القيمة الحالية) غير قادرة على التمييز بين شركتين لهما نفس القيمة الحانية للسهم من واقع أن كليهما توزعان نفس المقدار من التوزيعات.[1] فعند معدل العائد المطلوب في السوق (المتفق عليه) تتساوى القيمتان الحقيقيتان لسهمي الشركتين ولكن ربما تكون إحدى الشركتين في مرحلة نمو ولا توزع كل الأرباح مقارنة مع شركة أخرى تقوم بتوزيع كامل أرباحها من أجل المساهمة في زيادة سعر سهمها في السوق وبالتالي زيادة قيمتها. وتكون هذه النماذج غالبا على شكل نسب أو مؤشرات تسمى أحيانا في بعض الأدبيات بتقنيات التقييم النسبية **(Relative Valuation Techniques)** ومن هذه النماذج نجد:

1.3.مضاعف السعر إلى الربحية (Price To Earnings Multiple)

يعتبر هذا المؤشر من أهم النماذج المستخدمة والمعروفة في المدخل المقارن لتقييم الأسهم وتعبر هذه النسبة عن سعر السهم مقسوما على ربحية هذا السهم، ويرمز لها بالرمز (P/E) وتعطى بالعلاقة التالية:[2]

$$(P/E) = \text{Share Price/Earnings per Share}$$

حيث ينطلق المستثمرون الذين يعتمدون هذا المضاعف من أن قيمة أي استثمار هي القيمة الحالية لتدفقاته النقدية المستقبلية فهذا المضاعف مهم لتحديد عدد الوحدات النقدية التي يمكن دفعها من أجل الحصول على وحدات نقدية مستقبلية، حيث يقارن المستثمرون هذا المضاعف لسهم شركة ما مع المضاعف الكلي للسوق أو الصناعة أو الشركات المماثلة لتحديد فيما إذا كانت صغيرة أو كبيرة. وتستخدم هذه النسبة في

[1] Jack Broyles, **Financial Management and Real Options,** John Wiley and Sons, West Sussex, England, 2003,P 176

[2] Glen Arnold, **Handbook of Corporate Finance, A Business Companion to Financial Markets, Decisions & Techniques**, Pearson Education Limited, Glasgow, Great Britain, 2005, P 324

حساب القيمة الحقيقية للسهم من خلال جداء الأرباح المتوقعة في هذه النسبة ولكن بشكلها المتوقع **(forecasted)**.

تبدو هذه العملية سهلة ولكن التنبؤ بالأرباح أمر صعب لأنها تتأثر بعدة عوامل كالظروف الدولية وأحوال الصناعة والعوامل الاقتصادية، والأصعب من ذلك هو التنبؤ بالنسبة (P/E) لأنها تختلف مع مرور الزمن وخاصة السعر الذي يتأثر بتغيرات أداء الشركة وكذا آلية السوق.

2.3. نسبة السعر إلى القيمة الدفترية (Price to book value ratio)

تستخدم هذه النسبة على نطاق واسع وخاصة في قطاع المصارف،[1] كمقياس للقيمة النسبية وذلك لأن هذه النسبة (P/BV) مناسبة للمصارف حيث تكون نصف أصول (موجودات) المصارف في الواقع عبارة عن سندات وقروض تجارية ولكن تم اعتماد هذه النسبة لمختلف أنواع الشركات بعد الدراسة التي قام بها الباحثان **(French & Foam)** من العام 1992م والتي بينت وجود علاقة عكسية ذات دلالة إحصائية بين هذه النسبة ومعدل العائد الإضافي لحملة من الأسهم. ويمكن حساب هذه النسبة من خلال قيمة السعر السوقي مقسوما على القيمة الدفترية المتوقعة للفترة المقبلة من خلال معدل النمو المتوقع كما يلي:

(P/BV) =Price per share / Book value of equity per share

3.3. نسبة السعر إلى التدفقات النقدية (Price to Cash flow Ratio)

يرى بعض المحللين أن الإيرادات التي تفصح عنها الشركة تكون خاضعة لأساليب وممارسات الشركة المحاسبية وقد تتعرض في بعض الأحيان للتجميل أو التلاعب على العكس من ذلك فإن التدفقات النقدية الداخلة والخارجة أقل عرضة لتأثير القرارات المحاسبية لذا يفضل بعض المحللين استخدام هذه النسبة (P/CF) بدلا من (P/E) فيقومون باستخدام التدفقات النقدية بدلا من الإيرادات .

وتحسب هذه النسبة بقسمة سعر السهم على التدفق النقدي السنوي للسهم هذه النسبة كما يلي:[2]

(P/CF) = share price/ Annual cash flow per share

4.3. نسبة السعر إلى المبيعات (Price to Sales Ratio)

تتجلى أهمية هذه النسبة بشكل واضح في الشركات الجديدة والتي لا تملك أي إيرادات بعد وبالتالي تكون النسبة (P/E) بلا معنى وعند استخدام هذه النسبة يجب مراعاة أن نسبة السعر السوقي إلى المبيعات تتباين بشكل واضح بين الصناعات لأن هوامش الربح أساسا تختلف بين هذه الصناعات المختلفة ويمكن صياغة نسبة السعر إلى المبيعات بالعلاقة التالية:[3]

(P/S) = share price /sales per share

[1] Reilly, Frank. F. Brown Keith. C. **Investment Analysis and Portfolio Management**, 8th Edition, Thomson south western, 2006, P 383.
[2] Christine Brentani, **Portfolio Management in Practice**, Elsevier Ltd. UK, 2004,P 143
[3] Steven, M. Bragg, **Business Ratio and Formulas ,**John Wiley and Sons, New Jersey**,** USA, 2002,P 147

تجدر الإشارة إلى أن هذه النسبة أظهرت كفاءتها في تحليل الأسهم مقارنة مع (P/E) بسبب ضعف الثقة في هذه الأخيرة التي تتأثر بالقرارات المحاسبية كما ذكرنا سابقا، ولأن (P/E) تعد قاصرة في حالة شركات النمو التي لا توزع أرباح حالية وكذلك في حالة الشركات الجديدة.

وفي الأخير فإنه من المهم للغاية النظر إلى نماذج القيمة الحالية ونماذج المقارنة كمدخلين متممين أو مكملين لبعضهما ويساهمان معا في دعم قرار المستثمر.

4.نماذج أخرى لتقييم الأسهم

إضافة إلى النماذج المذكورة سالفا هناك بعض النماذج الأخرى لتقييم الأسهم وهي:

1.4.نموذج القيمة الحالية لفرص النمو

يستمد هذا النموذج افتراضاته من طبيعة العلاقة بين التوزيعات المستقبلية والفرص الاستثمارية المتاحة، إذ إن الزيادة في التوزيعات المستقبلية ترتبط بمدى توفر الفرص الاستثمارية المستقبلية، فالفرص التي يكون لها صافي قيمة حالية موجب من شأنها أن تجعل المؤسسة تخفض من القيمة المخصصة للتوزيعات و تعيد استثمارها في تلك الفرص، مما ينتج عنه زيادة في سعر السهم والتي تعكس كافة حقائق الاستثمارات المخططة، كما توفر معدل عائد متوقع اكبر من معدل العائد المطلوب نتيجة زيادة المنافع المتحققة من تلك الاستثمارات في ضوء القيمة الحالية لفرص النمو، وفي ظل هذه العلاقة يعد قرار المفاضلة بين توزيع الأرباح واحتجازها مرتبط باتجاهات الإدارة نحو الفرص الاستثمارية المتاحة أمامها.[1]

2.4. نموذج تقييم الأرباح (Earnings Valuation Model)

نموذج تقييم الأرباح هو نموذج آخر لتقييم الأسهم العادية وذلك على أساس ربحيتها، حيث تحتسب ربحية السهم الواحد من خلال قسمة الأرباح المحققة على عدد الأسهم المصدرة. وعليه فان تقييم السهم يكون على أساس ربحيته المستقبلية وليس توزيعاته،

ومن خلال المعادلة التالية نعرض فكرة **Modigliani-Miller (M&M)** للتعبير عن نموذج تقييم السهم العادي بالاستناد إلى الأرباح بالعلاقة التالية:[2]

$$P_0 = \sum_{t=1}^{n} \frac{E_t - I_t}{(1+k)^t} \quad \text{.....(2-20)}$$

حيث:

E_t: ربحية السهم المتوقعة في نهاية الفترة t من الاستثمارات الجديدة ؛

I_t: الأرباح المحتفظ بها (المحتجزة) في الفترة t لاستثمارات الوحدة المستقبلية

3.4. نموذج ليرنروكارلتون (Lerner & Carleton(L-C) Model)

[1] Bodie, Kane, Marcus**, Investments**, 5th Edition, McGraw−Hill Companies, 2001, P 571

[2] إبراهيم يعقوب إسماعيل، هلال يوسف صالح،**" إمكانية تطبيق نماذج القيمة العادلة في قياس القيمة الحقيقية للأسهم العادية دراسة تطبيقية على عينة من المصارف السودانية المدرجة في سوق الخرطوم للأوراق المالية"**، مجلة العلوم الاقتصادية، جامعة السودان للعلوم والتكنولوجيا-كلية الدراسات التجارية، المجلد:17، العدد 2، 2016، ص14

يعد هذا النموذج (L-C) صيغة مطورة لنموذج **(Gordon & Shapiro)** ,حيث يبين هذا النموذج العلاقة المهمة بين القيمة الحقيقية للسهم العادي وقيمته الدفترية, فعندما يكون معدل العائد على الاستثمار في صيغة القيمة الدفترية اقل من العائد المطلوب على السهم العادي, فان القيمة الحقيقية تنخفض لمستوى اقل من القيمة الدفترية.[1] أما في حالة ما إذا كان معدل العائد على الاستثمار أكبر من معدل العائد المطلوب على السهم العادي، فان القيمة الحقيقية للسهم في هذه الحالة تكون أكبر من القيمة الدفترية. وتتوازن القيمة الدفترية مع القيمة الحقيقية عندما يتساوى معدل العائد المطلوب مع معدل العائد على الاستثمار.

وبناءً على هذا النموذج لا توجد ضرورة لأن تكون القيمة الحقيقية للسهم والقيمة الدفترية متماثلتين في بيئة دائمة التغير. بالإضافة إلى ذلك فان هذا النموذج يدل على خطة تخص سياسة توزيع الأرباح والتي تهدف إلى تعظيم القيمة الحقيقية للأسهم، إضافة إلى سعر السهم السوقي. حيث تقوم هذه الاستراتيجية على مبدأ تخفيض الأرباح الموزعة لمالكي الأسهم في حالة كون معدل العائد على الاستثمار أكبر من معدل العائد المطلوب، والعكس صحيح. ويمكن توضيح الصيغة الرياضية لهذا النموذج من خلال المعادلة التالية:

$$P_0 = \frac{(1-b)rBV}{K-rb} \quad \text{.....(2-21)}$$

حيث:

b: نسبة احتجاز الأرباح في الوحدة

(1-b): توزيعات الأرباح النقدية للسهم العادي

Rb: معدل نمو الأرباح للسهم العادي EPS, وتوزيعات الأرباح للسهم DPS, والقيمة الدفترية BV, وأيضا (rb = g)وذلك حسب نموذج .Gordon & Shapiro

المطلب الثالث: القيمة السوقية للسهم والعوامل المؤثرة عليها

وسنحاول فيما يلي التعريف بالقيمة السوقية للأسهم بالإضافة إلى محاولة إبراز اهم العوامل التي تؤثر فيها.

1. مفهوم القيمة السوقية للسهم

وتعرف بأنها سعر السهم خلال التداول في الأسواق المالية والذي يخضع لظروف العرض والطلب في تلك الأسواق، علما بأن هذه الظروف غالبا ما تعكس البيئة الاقتصادية والسياسية والاجتماعية المحيطة وخاصة بالنسبة لظروف التبادل الدولي والداخلي.[2]

وتعرف أيضا القيمة السوقية للسهم بأنها القيمة التداولية للسهم في سوق الأوراق المالية والتي تتأثر بثلاثة عوامل رئيسية، فوفقاً لإحدى الدراسات التي أجريت من قبل الباحثين **(Bhatt & Sumangal)**، من العام

[1] **نفس المرجع**، ص 15

[2] Kapoor, J.R. D.Lesr , H. Robert, **Personal Finance**, 9th Edition, McGraw-Hill, USA, 2009, P 81

2012م والتي بينت بأن القيمة السوقية للسهم تتأثر بثلاثة عوامل وهي: [1]العوامل الاقتصادية والعوامل الصناعية بالإضافة إلى عوامل تتعلق بالشركة المصدرة للسهم.

وشملت العوامل الاقتصادية على سبيل المثال عامل ناتج النمو المحلي والسياسات الاقتصادية الحكومية وغيرها من العوامل ذات العلاقة، أما العوامل الصناعية فهي تلك المتعلقة بطبيعة الصناعة التي تساهم في منتجات الشركة بالإضافة إلى حدة المنافسة التي تتعرض لها، كذا مرحلة دورة حياة منتجاتها في حين تشتمل عوامل الشركة المصدرة للسهم على العوامل الداخلية التي تخص إجراءات الشركة المتبعة، فيما يخص سياساتها المالية، كسياسات التمويل والاستثمار وسياسة توزيع الأرباح وكذا أداء الشركة المتوقع. وعليه يمكن القول بأن القيمة السوقية للسهم هي تلك القيمة التي يحددها السوق للسهم العادي نتيجة التقاء عاملي العرض والطلب في السوق ويتحدد السعر التوازني للسهم من خلال تساوي عرض السهم مع الطلب عليه.

2. العوامل المؤثرة على القيمة السوقية للسهم

وتعد القيمة السوقية للسهم من أهم القيم من وجهة نظر المستثمر، كما أنها لا تتسم بالثبات بل التغير من وقت لأخر وفقاً لتغير العوامل المؤثرة عليها.

1.2. سياسة توزيع الأرباح

تعتبر سياسة توزيع الأرباح أكثر من مجرد وسيلة لتوزيع الأرباح الصافية، وذلك على اعتبار أن القيمة السوقية تتأثر كثيرا بمعدلات الأرباح التي تقوم الشركة بتوزيعها على الأسهم وبمدى دوريتها وانتظامها وكلما كانت هذه المعدلات منتظمة ومرتفعة كلما زادت القيمة السوقية للسهم.

2.2. العائد (Return)

يرغب الأفراد في تعظيم ثرواتهم المستثمرة في الأوراق المالية لمواجهة المخاطر المصاحبة لمثل هكذا نوع من الاستثمارات، ولذلك يعتبر العائد المكافأة الرئيسية في عملية الاستثمار، ويوفر المعيار الأساسي للمستثمرين في مقارنة الاستثمارات البديلة، كما أن قياس العوائد يتيح للمستثمرين تقييم ما قاموا به من استثمارات في السابق وتقدير العوائد المستقبلة لها.[2]

فالعائد وفق مفهوم الاستثمار في الأسواق المالية هو ذلك المقابل الذي يطمح المستثمر بالحصول عليه مستقبلا نظير استثماره لأمواله في الأوراق المالية، فالمستثمر يتطلع دائما إلى هذا العائد بغرض تنمية ثروته وتعظيم أملاكه أي أن المستثمر في الأوراق المالية أو في غيرها يتطلع للحصول على أحد النوعين من العوائد أو كليهما معًا، العائد الجاري والعائد الرأسمالي، لذلك يتخذ العائد صيغ متعددة منها:

1.2.2.العائد الجاري (Current Yield)

[1] Bhatt, P., J.K. Sumangala, **"Impact of Earnings per share on Market Value of an equity share: An Empirical study in Indian Capital Market"**. Journal of Finance, Accounting and Management, Vol.3, India,(Jul., 2012),P 5

[2] Christopher, N, I; L,Omisore , M.Yusuf, **"The modern portfolio theory as an investment decision tool",** Journal of Accounting and Taxation Vol.4,no 2 ,(Mar.,2012),P 22

وهو ذلك العائد الذي ينتج عن التدفقات النقدية المحصلة إما على شكل فوائد أو على شكل أرباح موزعة، ويمكن حسبه كالاتي:[1]

العائد الجاري = قيمة التوزيعات / سعر السهم في بداية الفترة

$$\text{Current Yield} = Div_{t+1} / P_{t.} \quad \ldots\ldots\ldots\ldots (2\text{-}22)$$

2.2.2.العائد الرأسمالي (Capital Yield)

وهو ذلك العائد الذي ينتج عن تغير سعر الأصل محل الاستثمار (سهم أو سند) بالزيادة أو بالنقصان، والذي يمكن حسابه كالاتي:[2]

العائد الرأسمالي = (سعر السهم في نهاية الفترة – سعر السهم في بداية الفترة) / سعر السهم في بداية الفترة.

$$\text{Capital Yield} = (P_{t+1} - P_{t.}) / P_{t.} \quad \ldots\ldots\ldots\ldots (2\text{-}23)$$

3.2.2. العائد الكلي (Total Return)

وهو ذلك العائد الذي يمكن الحصول عليه عن طريق إضافة مقسوم الأرباح إلى العائد الرأسمالي ويسمى هذا العائد الكلي بالعائد لفترة الاحتفاظ **(Holding Period Return)**، ويمكن حسبه كالاتي:[3]

$$\text{Total return} = (P_{t+1} - P_{t.}) + Div_{t+1} / P_{t.} \quad \ldots\ldots\ldots\ldots (2\text{-}24)$$

4.2.2. معدل العائد المطلوب (Required Rate of Return)

يعتبر معدل العائد المطلوب على الاستثمار في السهم أدنى عائد يعوض المستثمر مقابل تحمله المخاطر، ويعتمد هذا المعدل على درجة المخاطرة التي تصاحب هذا العائد، والمخاطرة هنا هي المخاطرة النظامية التي لا يمكن تجنبها بالتنويع، لذلك يركز المستثمر على حجم المخاطرة لقياس العوائد التي يطالب بها (معدل العائد المطلوب)، فكلما ازدادت المخاطرة النظامية يزداد معها العائد المطلوب.

ويستخدم نموذج تسعير الأصول الرأسمالية لحساب معدل العائد المطلوب على الاستثمار في الأسهم العادية لكونه يأخذ بعين الاعتبار المخاطرة النظامية والذي سوف نتطرق إليه لاحقا.

5.2.2. العائد المتوقع (Expected Return)

ويعرف العائد المتوقع بأنه القيمة المتوقعة للعوائد المحتمل تحصيلها عند الاستثمار في الأوراق المالية أي التدفقات النقدية التي يتوقع المستثمر بأنه سيحصل عليها وفقاً للمعلومات المتاحة عنده عن هذه الأوراق المالية، وهنا يشير (Lasher) إلى حالة عدم التأكد والتي يصعب فيها تحديد عائد الاستثمار المتوقع بسهولة، حيث أن المستثمر يصعب عليه أن يحدد بدقة معدل العائد المتوقع على الاستثمار، ولذلك فإن المستثمر يسعى لتقدير العائد حيث أن ذلك يساعده في تقدير المخاطر المحيطة بهذا العائد.

---

[1] Jeffrey F. Jaffe, Bradford D. Jordan, Stephen A. Ross et Randolph, **Modern Financial Management** 8th, , McGraw-Hill/Irwin, Boston, USA, 2008,P 259

[2] **Idem**

[3] **Idem**

ويمكن تعريف العائد المتوقع بأنه "هو المقابل الذي يطمح المستثمر بالحصول عليه مستقبلا مقابل استثماره لأمواله، فالمستثمر يتطلع دائما إلى هذا العائد بهدف تنمية ثروته وتعظيم أملاكه، وان الصيغة الرياضية التي اعتمدها Ross لإيجاد العوائد الكلية نفسها يعتمدها lasher إيجاد العوائد الكلية المتوقعة ويمكن حساب العائد المتوقع كالاتي: [1]

$$\text{Expected Return} = (P_{t+1} - P_{t.}) + Div_{t+1} / P_{t.} \quad \text{..... (2-25)}$$

حيث أن:

Divt+1: قيمة التوزيعات المتوقع الحصول عليها؛

Pt+1: سعر السهم في نهاية الفترة ؛

.Pt: سعر السهم في بداية الفترة.

2.3. المخاطر (Risk)

إن من أهم المتغيرات التي تهم المستثمر في الأوراق المالية هي العائد والمخاطرة، حيث أن المستثمر يتجه نحو الاستثمارات التي تحقق له أكبر عائد وأقل مخاطرة، لذا يقوم بقياس عائد ومخاطرة الأوراق المالية قبل اتخاذ قرار الاستثمار المتمثل ببيع أو شراء الورقة المالية. والمخاطر في مجال التحليل الاستثماري تعرف بعدم القدرة على تنبؤ بالعوائد المستقبلية للاستثمارات ويمكن تعريف مفهوم المخاطر بأنها احتمال أن العائد الفعلي قد لا يكون هو نفسه العائد المتوقع. أي أن المخاطر تشير إلى احتمال أن النتائج الفعلية من الاستثمار سوف تختلف عن النتيجة المتوقعة منه. وتنقسم مخاطر الأصل المالي إلى قسمين رئيسين هما: المخاطر النظامية والمخاطر غير النظامية.

1.3.2. المخاطر النظامية (Systematic Risk)

وهي مخاطر مرتبطة بالمؤسسة المصدرة للورقة المالية وتمثل ذلك الجزء من مخاطر الورقة المالية الذي يمكن التخلص منه عن طريق التنويع. كما وتُعرف على أنها المخاطر التي تؤثر على عدد كبير من الأصول، وتسمى أيضا بمخاطر السوق [2]

2.3.2. المخاطر غير النظامية

وهي المخاطر الناتجة عن عوامل تتعلق بشركة معينة أو بقطاع معين وتكون مستلفة عن العوامل المؤثرة في النشاط الاقتصادي ككل، ومن الأمثلة على هذا النوع من المخاطر حدوث إضرابات عمال في قطاع معين أو شركة معينة، والأخطاء الإدارية في شركة ما، وظهور اختراعات جديدة منافسة لما تنتجه الشركة، والحملات الإعلامية من المنافسين. وكذلك تُعرف بأنها المخاطر التي يمكن تجنبها بتنويع مكونات المحفظة[3] وتتضمن هذه المخاطر التغيرات التي تطرأ على سعر السهم نتيجة الدورات الاقتصادية التي ترتبط بالصناعة وتتفاوت هذه المخاطر من

[1] Lasher William, **Op.cit,**.P 403

[2] Ross, Stephen A., Westerfield , Randolph W., & Jordon, Bradford D. **Essentials of Corporate Finance** , 4th edition , McGraw – Hill Irwin, 2004, P 333

[3] Greg N. Gregoriou, **Encyclopedia of Alternative Investments**, Taylor & Francis Group, LLC,USA,2009,P 284

شركة لأخرى في القطاع الواحد ومن قطاع لآخر داخل الدولة الواحدة بسبب التطورات التكنولوجية داخل القطاع وتفاوت كفاءة الإدارة.

4.2. العرض والطلب (Supply & Demand)

معظم المستثمرين يرغبون بشدة بالتأكد من أن قيمة استثماراتهم سوف تزداد في المستقبل وهذه الزيادة تتحقق بالإدارة الجيدة للاستثمار وتنظيم الأرباح وعملية توزيعها وهو ما يجذب المستثمرين ويزيد من قيمة أسهم الشركة، لكن في حالة إذا ما انخفض الطلب على الأسهم بسبب الإدارة الغير الجيدة أو لأسباب أخرى فان قيمة الأسهم سوف تنخفض.[1]

5.2. سعر الصرف (Exchange Rate)

يعبر سعر الصرف عن سعر عملة واحدة مقابل عملة أخرى وإن عوائد الأوراق المالية في السوق لا تعتمد فقط على ارتفاع وانخفاض أسعارها أو أسعار الفائدة عليها، بل تعتمد أيضا على التغيرات في أسعار الصرف بين العملات أو بمعنى اصح بين الدولار وباقي العملات على اعتبار أن الدولار أصبح مقياس لكل العملات الأخرى وبذلك فان نجاح الاستثمار بالأوراق المالية وتحقيق العوائد المرغوب فيها يعتمد على أداء السوق وسعر صرف العملات.[2]

6.2. معدل التضخم (Inflation Rate)

إن ارتفاع معدل التضخم يكون تأثيره سلبيا على أسعار الأسهم لأنه يرفع من أسعار الفائدة وذلك لتحوط من آثار التضخم مما يقلل من قيمة الأسهم، وان الاضطرابات التي تسود السوق المالي في ظل ارتفاع معدلات التضخم يؤدي إلى حالة من التخوف لدي المستثمرين مما يدفعهم إلى بيع الأوراق المالية دفعة واحدة مما يزيد من عرضها ويقلل من قيمتها.[3]

7.2. سعر الفائدة (Interest Rate)

تتأثر أسعار الأسهم بشكل عكسي اتجاه أسعار الفائدة وذلك لان قيمة الورقة المالية هي القيمة الحالية للتدفقات النقدية المستقبلية وان سعر الفائدة هو معامل الخصم الذي يستخدم لخصم هذه التدفقات، فعند ارتفاع سعر الفائدة تنخفض أسعار الأسهم وأكثر الأوراق المالية تأثراً بانخفاض أو ارتفاع أسعار الفائدة هي السندات طويلة الأجل ذات العوائد أو الأقساط الثابت.[4]

3. المعلومات وأهميتها في تسعير الأسهم العادية

تنعكس أهمية المعلومات في ثقة المساهمين بكفاءة بورصة الأوراق المالية أي كفاءة التسعير، حيث تتحدد هذه الثقة بنوعية وكمية المعلومات المتاحة للمساهمين (المستثمرين) بأقل تكلفة وذات دلالة، على أن تعطي هذه المعلومات مؤشرات حقيقية عن واقع ومستقبل الشركة المصدرة لها، إضافة إلى الوضع الاقتصادي العام والخاص (البلد)، حيث أن توفر المعلومات في الوقت المناسب وبشكل واضح ومفهوم يجنب المساهمين

[1] Dlabay. L. L. Burrow James, **Business Finance**, Thomson South Western, USA.2008, P 8
[2] Herbert B. Mayo, **Investments: An Introduction**, 9th, edition, Library of Congress, Thomson South-Western, 2008, USA,P 11
[3] Copeland Laurences, **Exchange Rates and International Finance**, 5th Edition, Prentice Hall, 2009, P 100
[4] Herbert B. Mayo **,Op.cit,** P 10

سواء داخل البورصة أو خارجها التسعير الخاطئ للسهم. والشكل الموالي يوضح مدى أهمية المعلومات ومدى انعكاسها على سلوك المساهم في تسعير السهم.

الشكل رقم (2-2): دور المعلومات في تسعير السهم

المصدر: فؤاد أرشد التميمي، **مرجع سبق ذكره** ص 133

طبقا لطبيعة المعلومة التي يستلمها المساهم فإذا كان التشاؤم يسيطر على التوقعات حول عوائد الأسهم فإن أسعارها المطروحة في سوق الأوراق المالية في لحظة معينة لا تعكس جدوى الاستثمار فيها، مما يدفع بحاملي هذه الأسهم إلى عرضها بكميات كبيرة (التنازل عنها) كمحاولة للحد من الخسائر المحتملة منها الأمر الذي يؤدي إلى انخفاض أسعارها. أما إذا كانت التوقعات متفائلة ومبنية على معلومات واردة في القوائم المالية أو التقارير المالية للشركات المصدرة للأوراق، فإن الأسعار الحالية التي تطرح بها الأسهم في سوق الأوراق المالية تكون منخفضة من وجهة نظر المساهمين المحتملين، أي أن هذه القيمة لا تعكس القيمة الحقيقية للأسهم ، فيزداد الطلب عليها فترفع أسعارها، أملا في الحصول على التدفقات النقدية المتوقع حدوثها مستقبلا، لكن وعلى الرغم من أهمية المعلومات فإنه لا يجب استبعاد سلوك المساهم الذي تحكمه عوامل شخصية ونفسية تؤثر على توجهاتهم اتجاه المعلومات المتاحة.

المبحث الثاني: قيمة المؤسسة وفق النظريات المالية المعاصرة

يهدف هذا المبحث إلى توضيح مفهوم قيمة المؤسسة وفق النظريات المالية المعاصرة، حيث سنتطرق في المطلب الأول إلى دراسة تأثير نظرية الوكالة على قيمة المؤسسة، أما في المطلب الثاني والثالث سيتم عرض تأثير كل من نظرية الإشارة ونظرية الإفلاس على قيمة المؤسسة.

المطلب الأول: قيمة المؤسسة وفق نظرية الوكالة

سنحاول فيما يلي التطرق إلى حوكمة المؤسسة ثم محاولة فهم العلاقة التي تربط نظرية الوكالة بقيمة المؤسسة.

1. حوكمة المؤسسة (Corporate Governance)

يهتم هذا المجال بالإدارة على نحو مشترك وكذا علاقات الوكالة بين المسيرين والمالكين[1] فالمؤسسة تضم عن عدة أطراف كل منها يعطي للمؤسسة نوع من الاستقرار وهذا الأخير لا يتم إلا إذا كان المالكون هم من يسر المؤسسة.

لنفترض أن بعض حملة الأسهم المالكين لا يرغبون في الاحتفاظ بأسهمهم داخل الشركة أو المؤسسة أي بإمكانهم بيع أسهمهم لمستثمرين آخرين، على ألا يكون هناك تأثير على إدارة المؤسسة، و بالتالي فإن القدرة على بيع وشراء الأصول المالية في الأسواق المالية تسمح بانفصال سلس وسهل بين الملكية والإدارة.[2]

وعليه كيف يكون هناك اتفاق فيما يخص أهداف المؤسسة بين مجموعة من المالكين الذين يحملون عدد كبير من الأسهم ومجموعة من المستثمرين الصغار الذين يملكون سهم واحد.

إضافة إلى ذلك فإن السوق المالي قد يفرض على إدارة المؤسسة إتباع استراتيجيات تزيد من قيمة أسهم الملاك كالسياسات التي تجعل حملة الأسهم يحصلون على الثورة كما تسمح لها أيضا بإتباع الأهداف الشخصية، فهل المسيرين فعلا يسعون إلى تعظيم قيمة المؤسسة.

إنه من السهل معرفة فيما إذا كان المسيرون يسعون إلى ذلك أم لا، وذلك من خلال الاستثمار في المشاريع التي لا تخدم المصلحة الأفضل لحملة الأسهم مثل الاستثمار في العقارات وتفادي المشاريع التي تنطوي على درجة عالية من المخاطر وذلك من أجل المحافظة على مناصبهم أو زيادة دخلهم الخاص والبحث عن الرفاهية، إن هذا التضارب في المصالح يدعى مشاكل الوكالة **(Agency Problems)**. إلا أن هناك عدة آليات من شأنها التخفيف من حدة هذا التضارب والتي يمكن أن نلخصها في النقاط التالية:

- مخططات التعويض **(Compensation Plans)** هذه المخططات تعمل على الربط بين مداخيل المسيرين ونجاح المؤسسة وأغلب التعويضات التي يتم اعتمادها تكون على شكل خيارات **(Stock Option)**؛
- عندما يكون مجلس الإدارة في بعض الأحيان مدافع عن الإدارة العليا فبإمكانه وخصوصا في الآونة الأخيرة التحكم في الأجهزة الإدارية التي تكون أقل أداء؛
- إن بعض الأطراف الخارجية كمحللي السلامة والمؤسسات الاستثمارية الكبرى قد تجعل المؤسسة تحد من حالة الرفاهية التي يعيشها المسيرون.

2. نظرية الوكالة

سنحاول فيما يلي إعطاء نظرة عن مفهوم نظرية الوكالة ودورها في إعطاء حلول لمشاكل تضارب المصالح.

1.2. مفهوم نظرية الوكالة

لقد أدخلت نظرية الوكالة في الفكر الاقتصادي بشكلها الرسمي في بداية السبعينات من القرن الماضي، غير أن المفاهيم التي تستند إليها هذه النظرية تعود إلى الاقتصادي المعروف **(Adam Smith)**، عند مناقشته لمشكلة الفصل بين الملكية والسيطرة في كتابه ثروة الأمم، أين حث الاقتصاديون كل الممثلين الفعالين في

[1] Jack Broyles, **Management and Real Options**, John Wiley & Sons Ltd, West Sussex, England, 2003, P 14
[2] Bodie, Kane, Marcus, **Essentials of Investments**, 5th Edition the McGraw–Hill Companies , USA, 2003, P 77

المؤسسة على ضرورة الاشتراك الجيد، لكن في العقود الثلاثة الأخيرة أكتشف تضارب المصالح بينهم والحلول النظرية التي حاولت الحد من مشكلة تضارب، عرفت تحت مسمى نظرية الوكالة.[1] حيث نشأت هذه النظرية مع التأكيد على العقود الاختيارية التي ظهرت بين الأطراف العديدة في المؤسسة كحل كفؤ وفاعل للصراعات بين المصالح. ولقد تطورت النظرية إلى حد إظهار المؤسسة على أنها مجموعة مترابطة من العقود، حيث وصفت المؤسسات بأنها نصوص قانونية تعمل كمجموعة مترابطة لتشكيلة من العلاقات التعاقدية بين الأفراد، ولقد تم توسيع تلك العقود المترابطة لتشمل أسواق رأس المال.

وتظهر علاقة الوكالة عندما يقوم شخص (الأصيل) باستخدام شخص آخر (الوكيل) للقيام بأعمال معينة نيابة عنه حيث يقوم الأول بتفويض عملية اتخاذ القرار إلى الثاني.[2]

ومن هنا يمكن تعريف نظرية الوكالة بأنه هي عقد بموجبه يقوم شخص يدعى الموكل باللجوء إلى شخص آخر يسمى الوكيل، من أجل القيام بمهمة معينة نيابة عنه وباسمه [3] هذه العلاقة في إطار الوكالة توجد بين الملاك أو المساهمين أو المقرضين، والمدراء أو المسيرين حيث بموجبها يتنازلون عن جزء من سلطاتهم، إلا أن علاقة الموكل والوكيل تتميز بالتعارض حيث يحاول كل منهما تعظيم منفعته على حساب الآخر مما يجعل من علاقتهما مصدر للتناقض. وهدف هذه النظرية هو تقديم خصائص التعاقد الأمثل التي يمكن أن تعقد بين الموكل متعمدة في ذلك على مبدأ النيوكلاسيكي الذي مفاده" أن كل عون اقتصادي يبحث عن تعظيم مصلحته الخاصة قبل المصلحة العامة".

وفي 1976 أدخل **(Jensen & Meckling)** عامل تعدد الأهداف لشركاء المؤسسة التي قد تكون متناقضة في أغلب الأحيان. وتنطلق هذه النظرية -نظرية الوكالة -من فرضيتين هما:

- ليس بالضرورة أن تكون أهداف المدراء والملاك متطابقة؛
- أن المتعاملين ليسوا متساوين في الحصول على المعلومة المتعلقة بالمؤسسة ومحيطها.

فنظرية الوكالة هي نظرية تحاول البحث عن تصور العقود المثلى بين الأطراف وتفسير سلوكهم بمجرد أن تكون هناك علاقة وكالة. فعلاقة الوكالة ينجم عنها نوعان من تضارب المصالح، فهي تؤدي إلى ظهور التناقض في المصالح بين المسيرين والمساهمين من جهة وبين المساهمين والمقرضين من جهة أخرى.

2.2. تكاليف الوكالة (Agency Cost)

إن التضارب الحاصل بين المسيرين والملاك فيما يخص الأهداف يؤدي إلى خلق ما يسمى بمشاكل الوكالة الرئيسية **(Principal – Agent Problems)** فالملاك يعتبرون هم الأساس والمسيرين وكلاء لهم لذا فإن حملة الأسهم يرغبون في زيادة قيمة المؤسسة لكن المسيرين قد يكون لهم هدف شخصي يسعون إلى تحقيقه.[4]

---

[1] Richard Brealy, **Principes De Gestion Financière**, 8eme Edition, Paris 2006, P 103

[2] محمد صالح الحناوي وآخرون، **الإدارة المالية، مدخل اتخاذ القرارات**، الدار الجامعية، القاهرة، مصر، 2004، ص 3

[3] مهدي شرقي،**" مراقبة المديرين التنفيذيين في ضوء نظرية الوكالة، حالة المؤسسات العمومية الاقتصادية في التشريع الجزائري"**، المجلة الجزائرية للدراسات المحاسبية والمالية، جامعـــة غرداية، العدد 1، 2015، ص 135

[4] Brealy Meyers**, Principles of Corporate Finance**,7th edition ,McGraw–Hill Companies, USA, 2003, PP 8-9

تظهر تكلفة الوكالة عند عدم قيام المسيرين بتعظيم قيمة المؤسسة فيقوم حملة الأسهم بتحمل تكاليف مراقبة المسيرين وذلك لضمان السير الحسن للأسهم وعدم تأثرها وبالطبع لا توجد هناك تكلفة وكالة عند قيام حملة الأسهم بالإدارة وهذا من بين إيجابيات الملاك المسيرين **(Owner – Managers)** بحيث لا يكون هناك تضارب في المصالح . بعبارة أخرى إذا ما أحس الملاك أن الإدارة لا تعمل على تعظيم مصالحهم (قيمة المؤسسة كأموال مستثمرة)، ففي هذه الحالة سيعملون على وضع نظام يجعل المدير يتجه لتعظيم مصلحة الملاك أو وضع نظام رقابي يضمن سلامة تصرفات المدير بما لا يضر بمصالح الملاك. وفي كلتا الحالتين فالأمر يتطلب نوعا من التكاليف، ومن هنا يأتي أحد المصادر الأساسية لما نطلق عليه بتكلفة الوكالة. ولهذه التكلفة أثرها على قيمة المؤسسة كأموال مستثمرة (مصلحة الملاك) خاصة عند المقارنة بين تصرفات المدير المالك للمشروع بالكامل، وبين تصرفاته عندما يبيع جزء من ملكية المشروع لملاك آخرين عن طريق إصدار أسهم عادية جديدة تطرح للبيع، ولكنه يحتفظ لنفسه بحق الإدارة والرقابة. ومن خلال ما سبق يمكن تصنيف تكاليف الوكالة إلى ثلاث أصناف:

- تكاليف المراقبة: وهي ناتجة عن تتبع الموكل ورصده للمسير إن كان يسير وفقا لمصلحته، أم لا أي التحقق من أن التسيير يتفق وأهداف الملاك المسطرة؛
- تكاليف التبرير: وهي تلك النفقات التي يتحملها المسير ليبين للموكل بأن التسيير يخدم مصلحته؛
- التكاليف الباقية: تظهر هذه التكاليف عندما تتجاوز تكاليف المراقبة العائد الحدي لنشاط المؤسسة.

ووفقا لمفهوم هذه النظرية يجب مراعاة عاملين أساسين هما:

- أن الملاك يفضلون أن تكون تكلفة الوكالة في أدنى حد لها.
- أن الملاك أيضا لا يرغبون في تحمل تكاليف إصدار إضافية عند طرح أسهم جديدة في السوق.

إن مشاكل الوكالة الرئيسية يمكن أن يتم حلها إذا توفر لكل الأطراف نفس المعلومة وهذه حالة نادرة في الأوساط المالية، فكل من المساهمين والمقرضين والمسيرين يملكون معلومات مختلفة فيما يخص القيمة الحقيقية للأصول المالية إذن فالمسير المالي يحتاج إلى التنظيم والتقليل من عدم التماثل في المعلومات **(Information Asymmetries)** والبحث عن ظرف لطمأنة المستثمرين.

المطلب الثاني: قيمة المؤسسة وفق نظرية الإشارة

سنحاول فيما يلي عرض مفهوم نظرية الإشارة ثم محاولة فهم العلاقة التي تربط نظرية الإشارة بقيمة المؤسسة.

1.مفهوم نظرية الإشارة

يمكن أن نفهم معني النظرية من خلال اسمها أي الإشارة المستمدة من الفعل أشار، يشير، بمعني دل على شيء، أي معرفة شيء ما فهو لا يدلنا بالضرورة على شيء أو عدة أشياء ولتوضيح ذلك نستعين بمثال **(Akerfol)** في سوق السيارات المستعملة حيث إذا قرر شخص ما بيع سيارته يكون السؤال المطروح لماذا سيبيع هذا الشخص سيارته؟ وتكون لدينا عدة إجابات من بينها لم تصبح سيارته تعمل بشكل جيد، صاحب السيارة

بحاجة إلى أموال، يريد شراء سيارة أخرى، أكثر فعالية...الخ، فيعمل صاحب السيارة بإقناع المشتري بسبب بيعه لسيارته، أي يقوم بإرسال إشارة للمشتري.[1] وبإسقاط هذا المثال على السوق المالي، حيث يصبح المسير في المؤسسة بمثابة البائع والمستثمر بمثابة المشتري، يفهم سبب نشوء نظرية الإشارة والمتمثل في معالجة عدم تماثل المعلومة لدي كل الأطراف المهتمة بالمؤسسة من مساهمين ومسيرين ومقرضين...، بعبارة أخرى أن المعلومة ليست مقسمة بشكل متماثل أو متناظر، بحيث نجد أن المسيرين لديهم أكثر المعلومات من الأطراف الأخرى.[2]

2. نظرية الإشارة وعدم تماثل المعلومات

يرجع الفضل في ظهور هذه النظرية إلى الباحث **(Ross Stephen)** من العام 1977م، حيث تستند هذه النظرية على مبدأ أساسي وهو عدم التماثل (التناظر) ألمعلوماتي الذي تتصف به الأسواق. والواقع أن المعلومات التي تنشرها المؤسسات ليست بالضرورة حقيقية وصادقة، ومن ثم فإن هذه النظرية تنطلق من حقيقة أنه بإمكان المسيرين في المؤسسات الجيدة إصدار إشارات خاصة وذات دلالة، تميزها عن مؤسسات أخرى ذات مستوى أقل من الأداء.[3] وتعتمد نظرية الإشارة على قاعديتين أساسيتين هما:[4]

- نفس المعلومات ليس موزعة للجميع أي حتى مسيري المؤسسات بإمكانهم عرض معلومات ليست عند المستثمرين.
- على افتراض أن المعلومات متاحة للجميع، غير أنها ليست مستوعبة أو محللة بنفس التفسير.

وتكون الإشارة المستعملة بأشكال عديدة، قد تكون وصفا لتكلفة رأس المال، سياسة توزيع الأرباح...الخ. كما أن الإشارة ليست مجرد وسيلة للتمويه، بل هي قرار مالي حقيقي وواقعي، يؤدي إلى حدوث انعكاسات سلبية على مرسلها في حالة اكتشاف عدم صحتها. وفي الواقع فإن المستثمر أبعد من أن يكون ساذجا في تصديقه لأي معلومة أو إشارة فهو يستقبل كل إشارة بدرجة معينة من الشك.

فعلى المستثمر أن يأخذ في الحسبان عند استقباله للإشارة جملة من النقاط كما يلي :

- يتساءل المستثمر أولا عن الفائدة التي تهدف إليها جهة المرسلة للإشارة؛
- يحاول فهم صورة الفريق المسير للمؤسسة وسياسته في الاتصال؛
- يراعي ويراقب حكم سلطات البورصة في حالة نشر معلومات غير صحيحة.

وتثير هذه النظرية العديد من المشاكل حول التكلفة الحدية للأموال، حيث يتضح أن التكلفة الحدية المتوسطة المرجحة تزداد عندما تلجأ المؤسسة إلى التمويل الخارجي بإصدار وبيع أسهم جديدة؛ بدلا من اللجوء إلى استخدام الأرباح في التمويل.[5]

---

[1] Pierre Vernimmen, **Corporate Finance Theory and Practice**, John Wiley & Sons Ltd, West Sussex, England, 2005, PP 654-655

[2] **Idem**

[3] عبد الوهاب دادن،**" تحليل المقاربات النظرية حول أمثليه الهيكل المالي -الإسهامات النظرية الأساسية"**، مجلة الباحث، جامعة ورقلة، العدد 04، 2006، ص 3

[4] Pierre Vernimmen, **Op.cit.**, P 628

[5] عبد الوهاب دادن، **نفس المرجع**

1.2. الفائدة التي يتحصل عليها مرسل الإشارة

حيث يسأل المستثمر عن الفائدة التي يتحصل عليها المرسل وما إذا كانت الفائدة تتعارض مع فائدته، وإذا تأكد ذلك فإن هذه الإشارة ستستقبل بشكل سلبي من طرف المستثمرين، وبالتالي يعمل المسيرون على إثبات العكس وذلك بإعادة استثمار أموالهم الخاصة.

2.2. المر اقبة والعقوبات من طرف سلطات البورصة

وذلك في حالة انتشار المعلومات الخاطئة حيث إذا علم المستثمر وخاصة الأجنبي بأن المراقبة فعالة فسوف يدمجها في ملاحظاته وتعتبر من الإشارات التي تدل على كفاءة السوق المالية إلا أن بعض المسيرين يحاولون إرسال إشارات خاطئة للحصول على ميزات مشجعة مثلا أن مسيري مؤسسة ما بالغو في تفاؤلهم بالأفاق المستقبلية لمؤسستهم الشيء الذي يمكنهم من بيع الأسهم بسعر مرتفع ، ولكن السوق المالي سيتدارك هذا التضليل بالإضافة إلى فرض غرامات مالية بسبب الإشارات الخاطئة و بالتالي، فإن دور سلطات البورصة يعتبر جد ضروري ومهم في جعل السوق المالي كفء ومن ثم تمويل الاقتصاد بأقل تكلفة ممكنة [1].

ومن خلال ما سبق يتضح أن نظرية الإشارة لا تعمل فقط على تحليل القرارات المالية للمؤسسة بل تسمح أيضا بدراسة نظم التحفيز التي تدفع أو تشجع مسيري المؤسسات الجيدة للإيصال الإشارات الصحيحة وفي نفس الوقت تردع مسيري المؤسسات غير الجيدة لاستعمال نفس الإشارات لتحريف القيمة الحقيقية لمؤسساتهم.

3. أهم أدوات نظرية الإشارة

يعتبر الهيكل التمويلي وسياسة توزيع الأرباح من أهم المحددات لقيمة المؤسسة التي تتم دراستها بتحري كبير في النظرية المالية وهي إشارات حاملة لمعاني ومعلومات تفيد في توجيه واتخاذ القرارات المختلفة للفاعلين في المؤسسة.

1.3. هيكل رأس المال كأداة للإشارة

يعتبر **(Ross، Stephen)** الرائد في هذه المقاربة والتي تعني أن أي تغيير في السياسة المالية يؤدي إلى تغيير نظرة المستثمرين للمؤسسة، وبالتالي تكون لدينا إشارة مرسلة من السوق المالي ويمكن التطرق لهيكل رأس المال من خلال العوامل الثلاثة:

1.1.3. سياسة الاستدانة

أي أن الزيادة من هذه الأخيرة تزيد من خطر الأموال الخاصة وبالتالي فإن مسيري المؤسسة يبررون هذه الزيادة بإرسال إشارة للسوق بأن المؤسسة لديها القدرة على تسديد حجم ديونها بدون أي صعوبة، وهذا ما يدل على كفاءة المؤسسة وفي حالة ما إذا كانت الإشارة خاطئة أي عدم قدرة المؤسسة على تسديد ديونها فإنها ستتعرض لعقوبات مالية، ودائما وفي ظل افتراض أن المسيرين لديهم معلومات مميزة في المستقبل.

2.1.3. زيادة رأس المال

[1] شوقي بورقبة،" **دور نظرية الإشارة في الرفع من كفاءة السوق المالي**"، مجلة العلوم الاقتصادية، جامعة سطيف، العدد 10 الجزائر،2010، ص 145

فمن وجهة نطر عدم تماثل المعلومات فإن زيادة رأس المال هو إشارة على أن السهم مقيم بأعلى من قيمته السوقية وأن المسيرين يتوقعون بأن التدفقات النقدية المستقبلية للمؤسسة ستكون أقل مما يعكسه السهم في البورصة وبالتالي فإن فريق المسيرين يغتنمون فرصة التقييم المرتفع للسهم لرفع رأس المال وتوجيه الأموال المحصلة إلى تغطية عجز الخزينة الحاصل من تدفقات الاستغلال الضعيفة مقارنة بالمتوقعة. ومن جهة أخرى أثبتت الدراسات بأن الإعلان في زيادة رأس المال يقودنا في أغلب الأحيان إلى تخفيض سعر السهم بنسبة من (3-5 %) بسبب آلية السوق أو الإشارة السلبية المستقبلة من طرف المستثمرين.

3.1.3. انخفاض رأس المال (إعادة شراء الأسهم)

أي أن تخفيض رأس المال لا يخفض من التكلفة المتوسطة المرجحة ولا يؤدي إلي زيادة قيمة السهم ولكن يسمح بتجنب استثمار الأموال في المشاريع التي تكون مردوديتها أقل من تكلفة الأموال الخاصة، ولا يتحقق هذا إذا نجحت المؤسسة في شراء أسهمها بسعر أقل من القيمة المتوقعة، وبالتالي فإن انخفاض رأس المال يعبر عن إجراء يشير بأن المسيرين يعملون لصالح المساهمين.

2.3 سياسة التوزيع والإشارة

حيث نجد أنه كلما كانت نسبة الأرباح الموزعة مرتفعة فهو إشارة على مردودية المؤسسة المرتفعة والعكس صحيح وإذا ما كانت نسبة الأرباح الموزعة منخفضة فعلى المسيرين أن يقوموا بإقناع المستثمرين بأنها مرحلة عابرة لأسباب ما وستزول في الأجل القريب. ومنه فإن سياسية توزيع الأرباح تشكل عامل معلوماتي مميز يستعمله المسيرون لإقناع المستثمرين بأن الصورة التي تظهر بها المؤسسة تعبر عن الحقيقة. وسنحاول التطرق إلى نظرية الإشارة بشيء من التفصيل في الفصل الثالث والرابع.

المطلب الثالث: قيمة المؤسسة في ظل وجود تكاليف الإفلاس

سنحاول فيما يلي تحليل العلاقة التي تربط تكاليف الإفلاس بقيمة المؤسسة وذلك من خلال مقاربة نظرية الوكالة.

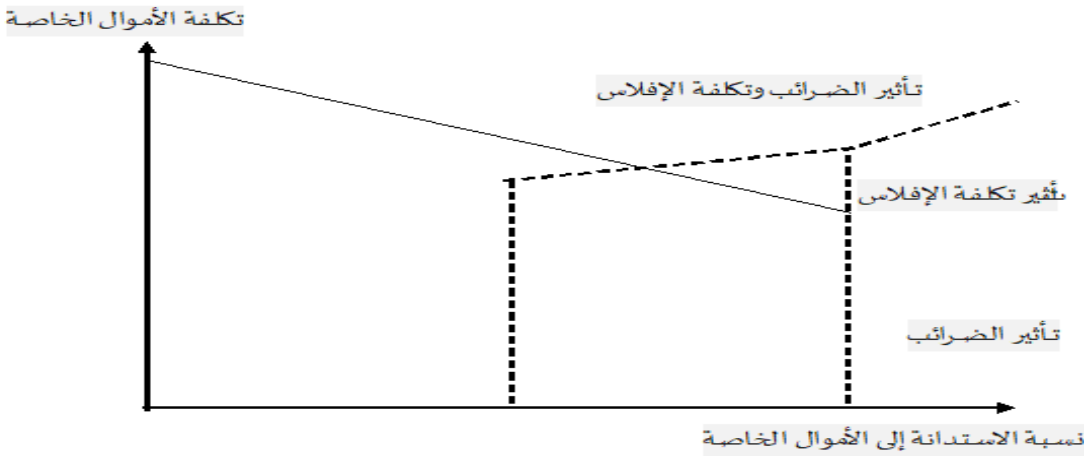
1.علاقة تكاليف الإفلاس بقيمة المؤسسة

تنطلق هذه النظرية من الأعمال الريادية للباحث **(Myers)** من العام 1984 م، حيث قام بإدخال تكلفة الإفلاس على نموذج**(Modigliani &Miller)**.[1] حيث قد تواجه المؤسسات الاقتصادية التي تمول جزء من أصولها عن طريق الاستدانة مخاطر الإفلاس الناتجة عن المماطلة في دفع فوائد القروض عند تواريخ استحقاقها المحددة، الأمر الذي يدفع الدائنين والمقرضين لإتباع الإجراء القانوني وقد يؤدي الأمر إلى إشهار إفلاسها. وفي بعض الحالات قد يكون للاستدانة المالية أثر إيجابي من حيث الرافعة المالية الموجبة، ومن حيث ارتفاع القيمة السوقية للمؤسسة الاقتصادية بالقدر التي تحققه من الوفورات الضريبية، ولكن بالمقابل فزيادة الاستدانة قد تصل إلى حد معين ثم تبدأ مخاطر الإفلاس بالظهور ومعها تكاليف الإفلاس، حيث تتضمن تكاليف الإفلاس مختلف

[1] Angelo Corelli, **Analytical Corporate Finance**, Springer International Publishing, Switzerland, 2016, P 225

التكاليف التي قد تتحملها المؤسسة عند الإفلاس سواء كانت مباشرة (كأتعاب المحامين، تعويضات تسريح العمال، مصاريف إدارية...) أو غير مباشرة (عدم إمكانية الحصول عن تمويلات تخفيض. قروض الموردين. إلخ).[1] وحرصا من الدائنين والمقرضين لحماية أنفسهم من مخاطر الإفلاس فإنهم يلجئون منذ البداية إلى نقل تكاليف الإفلاس نحو المساهمين وذلك برفع معدل عوائد الاستثمار في سندات المؤسسة أو رفع فوائد القروض، مما ينذر بارتفاع تكلفة الأموال، فالإجراء الأول يجعل المساهمين يتحملون وحدهم خطر الإفلاس فيطالبون بمعدلات مرتفعة وبالتالي ارتفاع تكلفة الأموال. ويمكن تخليص ما سبق في شكل التالي:

الشكل رقم(3-2): العلاقة بين الاستدانة والأموال الخاصة وبين قيمة المؤسسة



المصدر: منير إبراهيم الهندي، **الفكر الحديث في هيكل تمويل الشركات**، منشأة المعارف الإسكندرية، مصر، 2003، ص 174.

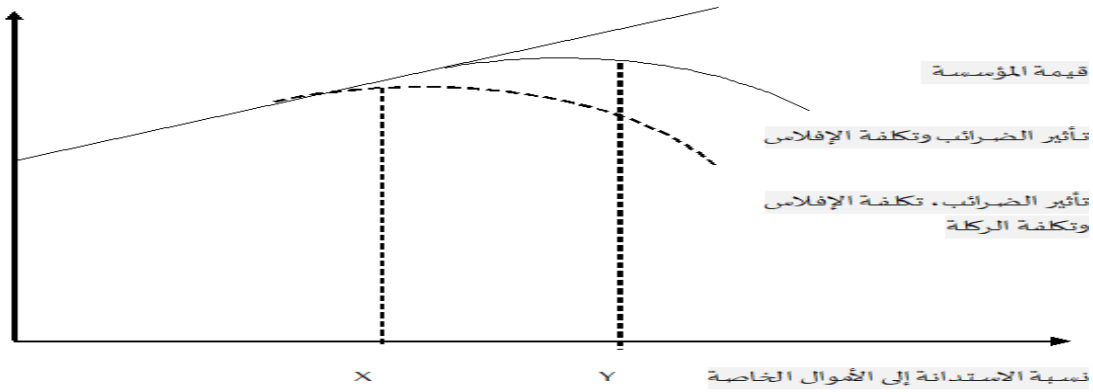
يوضح الشكل أثر الاستدانة على قيمة المؤسسة في ظل خضوع أرباح المؤسسة للضريبة فالقيمة السوقية للمؤسسة التي تعتمد على الاستدانة في تمويل أصولها، تفوق القيمة السوقية لمؤسسة مماثلة تعتمد فقط على الأموال الخاصة في التمويل، أما قيمة الزيادة فتتمثل في قيمة الوفورات الضريبة المترتبة على الاستدانة. ومنه نستنتج أنه يجب تحديد معدل استدانة أمثل، لأنه في حالة ارتفاع الاستدانة سيؤدي إلى ارتفاع أثر الرافعة المالية.

2.علاقة قيمة المؤسسة بتكاليف الإفلاس وتكلفة الوكالة

إن لتكلفة الإفلاس انعكاس سلبي على قيمة المؤسسة. ومع وجود تكلفة الوكالة إلى جانب تكلفة الإفلاس فإن ذلك سوف يؤثر على النسبة المثالية للاستدانة أي نسبة إجمالي الديون إلى الأموال الخاصة (تخفيض نسبة الأموال المقترضة داخل هيكل التمويل) وهو ما يوضحه الشكل البياني التالي:

[1] Aswath Damodaran, **Applied Corporate Finance**, Fourth Edition, John Wiley & Sons, Inc. USA, 2015, P 31

الشكل رقم(4-2): قيمة المؤسسة في ظل خضوع المؤسسة للضريبة ووجود تكلفة الإفلاس والوكالة



Source: James C. Van Horne**, Financial management and polic**y, 12th edition, Library of Congress, Prentice-Hall, Inc., New Jersey, USA, 2002, P 277

يوضح الشكل التالي أن النسبة المثلى للاقتراض إلى الأموال الخاصة قد انخفضت من (Y) إلى (X) على أن يؤخذ بعين الاعتبار أن النقطة (X) هي تلك النقطة التي تتعادل عندها الوفورات الضريبية الناتجة عن الاقتراض مع تكلفة الوكالة، هذه النقطة وقبل أن تبلغ الاستدانة تكون الوفورات الضريبية أكبر من تلك التكاليف أما بعدها فيحدث العكس.

خلاصة الفصل الثاني

بعد أن تطرقنا في هذا الفصل إلى المفاهيم المتعلقة بالقيمة بصفة عامة والمفاهيم المتعلقة بقيمة المؤسسة بصفة خاصة، وبعد استعراض المفاهيم المتعلقة بعملية التقييم وتناول مختلف الطرق والمناهج الخاصة بهذه العملية والتي وجدنا من خلالها ثلاثة نماذج رئيسية وهي منهج الدخل، منهج السوق ومنهج الأصول، بالإضافة إلى عرض نماذج المقارنة، وبعد القيام بتوضيح نماذج تقييم الأسهم وتركيز على القيمة السوقية للمؤسسة والعوامل المؤثرة عليها. قمنا بتفسير القيمة السوقية للمؤسسة من خلال النظريات المالية الحديثة والمتمثلة أساسا في نظريتي الوكالة والإشارة ووجود تكاليف الإفلاس.

فقد تم التوصل إلى أن القيمة السوقية للمؤسسة تعتبر القيمة الأكثر شيوعا في مناهج التقييم المختلفة والتي تهم كثيرا الباحثين الأكاديميين والخبراء المحاسبين كون أن أغلب القرارات المالية سواء المتعلقة بقرارات التمويل والاستثمار أو توزيعات الأرباح تبنى على أساس تعظيم قيمة المؤسسة وهو الهدف الأساسي الذي تسعى جميع المؤسسات لتحقيقه من خلال تعظيم سعر السهم.

الفصل الثالث: سياسة التوزيعات وقيمة السهم

تمهيد:

مند ظهور النظرية المالية تطورت الكثير من الأفكار على مستوى المالي، فقد كان من الأهداف الأساسية لنظرية المالية البحث في قضايا المؤسسات والأواق المالية من خلال البحث في مختلف القرارات المالية (الاستثمار/ التمويل/توزيع الأرباح) والتي تعكس استراتيجيات المؤسسات لما لها من تأثير على القيمة المؤسسة وتحقيق الأهداف المرجوة والمسطرة من طرف مؤسسة.

تمثل سياسات توزيع الأرباح أحد القضايا الهامة في مجال الإدارة المالية، ينبع ذلك من عدم الاتفاق على العديد من الجوانب المرتبطة بسياسة التوزيعات، فمثلا هل يتم إجراء توزيعات على المساهمين؟ أم يتم احتجاز الأرباح واستخدامها كمصدر أموال داخلي لتمويل عمليات التوسع والمساهمة في النمو؟

والواقع أن قيام المؤسسة بتوزيع الجزء الأكبر من أرباحها يعني احتجاز نسبة اقل من الأرباح، وهو ما يترتب عليه انخفاض فرص النمو ومن ثم انخفاض سعر السهم، ومن هنا يأتي اهتمام الوظيفة المالية بدراسة عملية تخصيص الأرباح التي تحققها المؤسسة بين التوزيعات والأرباح المحتجزة، والهدف من ذلك هو تحديد سياسة التوزيعات التي من شأنها تعظيم القيمة السوقية لثروة الملاك .وتتضمن سياسة توزيع الأرباح اتخاذ القرار بتوزيع الأرباح أو احتجازها بغرض إعادة استثمارها داخل المؤسسة، وتعتبر هذه السياسة من الأهمية بما كان لأنها تؤثر على اتجاهات المستثمرين وعلى العديد من المجالات المالية في المؤسسة مثل: الهيكل المالي، تدفق الأموال والسيولة، معدل النمو، تكلفة الأموال.

وحظيت سياسة توريع الأرباح بقسط وافر من الدراسات ضمن النظرية المالية والتي حاولت دراسة تأثير هذه السياسة على قيمة الأسهم -قيمة المؤسسة– وانقسمت هذه الدراسات بين مؤيدة ومعارضة لها.

ونظرا للجدل القائم حول هذه السياسة وتأثيرها على قيمة الأسهم سنحاول في هذا الفصل تسليط الضوء على الجانب النظري للسياسة توزيع الأرباح وعلاقتها بقيمة المؤسسة حيث سنتطرق في المبحث الأول إلى الإطار لمفاهيمي لسياسة توزيع الأرباح، أما في المبحث الثاني فسنعرض المقاربات النظرية المفسرة لأثر سياسة التوزيعات على قيمة السهم في ظل فرضيات السوق ذات الكفاءة التامة في حين سنتناول في المبحث الثالث المقاربات النظرية المفسرة لأثر سياسة التوزيعات على قيمة السهم في ظل اختلال فرضيات السوق ذات الكفاءة التامة.

المبحث الأول: الإطار لمفاهيمي لسياسة توزيع الأرباح

إن المحتوي الأساسي لسياسة توزيع الأرباح يتمثل في اتخاذ القرار بتوزيع الأرباح على المساهمين أو احتجازها لإعادة استثمارها، حيث تعد هذه السياسة ذات أهمية بالغة على اعتبار أنها تؤثر على سلوك المستثمرين وعلى العديد من الجوانب المالية في المؤسسة كالمزيج التمويلي، تدفقات الأموال والسيولة، معدلات النمو، تكلفة مصادر التمويل. وهذا له أثر كبير على تحقيق هدف تعظيم قيمة المؤسسة ومنه تعظيم ثروة الملاك.

ومن هنا سنحاول من خلال هذا المبحث عرض المفاهيم المتعلقة بسياسات التوزيع وأشكالها ثم التطرق لبدائل سياسات التوزيع في المؤسسة وفي الأخير إبراز مختلف العوامل التي توثر فيها وتحددها.

المطلب الأول: مفهوم سياسة توزيعات الأرباح

وسنحاول فيما يلي التعريف بسياسة التوزيعات وأنواعها ثم التطرق إلى آلية دفع التوزيعات، بعدها سنعرض مخطط إعادة استثمار التوزيعات.

1. تعريف سياسة التوزيعات

تسعى المؤسسة من خلال العمليات المحققة أثناء الدورة السنوية إلى تحقيق أهدافها، إذ يكون تحقيق الأرباح أحد أهم أهدافها ومؤشر من مؤشرات نجاحها. وتختلف عملية التصرف في هذه الأرباح من مؤسسة إلى أخرى أو حتى في المؤسسة ذاتها خلال دوراتها المتعاقبة، وهذا يرجع أساسا إلى اختلاف سياسة توزيعات الأرباح المتبعة من قبلها.

فسياسة توزيع الأرباح يمكن أن تعرف على أنها كيفية التصرف في الأرباح التي حققتها المؤسسة، وذلك إما باحتجازها ومن ثم إعادة استثمارها في المؤسسة، أو توزيعها على المساهمين بإتباع شكل من أشكال التوزيعات المختلفة؛ وذلك إما في شكل نقدي أو عن طريق أسهم.... الخ، وتقضي بدفع الزائد من الأموال وتحويله من أنشطة المؤسسة إلى المساهمين[1]. وكشرط ضروري لإتمام هذه العملية هو توفر السيولة اللازمة لدفع هذه التوزيعات.

فالتوزيعات هي الصورة العكسية للأرباح المحتجزة، ومن ثم فإن سياسة التوزيعات ما هي إلا المفاضلة بين توزيع الأرباح واحتجازها بغرض إعادة استثمارها. وتكون سياسة توزيع الأرباح بمثابة الأداة التي تمكننا من تحديد النسبة التي ينبغي توزيعها من الأرباح المحققة.[2]

وتلعب سياسة التوزيعات دورا بارزا في التأثير على اتجاهات المستثمرين، وهذا من خلال خلق فرص استثمارية ذات عوائد مغرية وانتهاج سياسة التوزيعات الملائمة لرغباتهم، مما يؤثر على اتجاهاتهم الاستثمارية ويزيد في رغبتهم في اقتناء أسهم المؤسسة الموافقة لرغباتهم، كما تؤثر هذه السياسة على الهيكل المالي للمؤسسة وذلك من خلال التأثير على تكلفة التمويل، وعلى درجة توفير كل من عنصري السيولة والتدفقات النقدية.

إضافة إلى التأثير على انخفاض مستوى معدل النمو الناتج أساسا عن الأرباح المحتجزة؛ هذه الأخيرة التي تستغلها المؤسسة في أغراض النمو والتوسع؛ والتي ينتج عنها الزيادة في الأرباح الموزعة مستقبلا مما يؤثر على القيمة السوقية للسهم، فالمؤسسة تكون أمام حتمية انتهاج سياسة توزيعات مثلى تمكنها من التوسع مستقبلا وذلك لمحاولة تعظيم القيمة السوقية لأسهمها، ومن دون إهمال أهمية التوزيعات الحالية والدور الذي تلعبه في التأثير على اختيارات ورغبات المستثمرين.

2. سياسات التوزيع المختلفة

تنقسم سياسات توزيع الأرباح إلى قسمين رئيسيين هما: سياسة احتجاز الأرباح أو سياسة توزيعها، وذلك حسب أهداف وظروف المؤسسة، كما قد تمزج المؤسسة بين سياسة التوزيع وسياسة الاحتجاز في ظل نسب متفاوتة.

---

[1] Justin Pettit, **Strategies Corporate Finance: Applications in Valuation and Capital Structure**, John Willy & Sons. Inc., New Jersey ,USA, 2007, P 161

[2] منير إبراهيم الهندي، **الفكر الحديث في هيكل تمويل المؤسسات**، منشأة المعارف، الإسكندرية مصر، 2005، ص 307

1.2. الاحتجاز (عدم التوزيع)

إن الأرباح المحتجزة إنما تمثل مصدرا مهما للمؤسسة من أجل تمويل استثماراتها والتي تستعمل خاصة في عمليات النمو والتوسع، وتتحدد نسبة الأرباح المحتجزة وفقا لسياسة التوزيعات المتبناة من قبل المؤسسة، وذلك حسب ما يقرره مجلس الإدارة، والذي يقضي باحتجاز كل الأرباح المحققة في الدورة، أو يحدد نسبة فقط يتم احتجازها على أن يوزع الباقي، أو عدم احتجاز الأرباح مطلقا، وهذا وفق ما تمليه الظروف التي تمر بها المؤسسة، وبما يكون في صالح كل من المؤسسة والمستثمرين.

2.2. التوزيع

إلى جانب قرار المؤسسة باحتجاز نسبة من الأرباح فإنها تقرر توزيع النسبة الباقية من الأرباح، فهي بذلك إنما تحاول توفير التمويل الكافي إضافة إلى محاولة تعظيم ثروة الملاك، مما يضطرها إلى انتهاج سياسة توزيع معينة. وقد تكون في أشكال مختلفة كالاتي:

2.2.1 سياسة التوزيعات الباقية (Dividend As A Passive Residual Policy)

وفقا لهذه السياسة فإن المؤسسة تعطي الأولوية للمشاريع الاستثمارية التي تحقق صافي قيمة حالية موجبة وتكون بدورها مشاريع مربحة. [1] وتقضي هذه السياسة بتوزيع ما تبقى بعد احتجاز ما يلزم لتمويل مشاريع المؤسسة، فهذه السياسة مبنية على حقيقة أن المستثمرين يفضلون الأرباح المحتجزة شرط أن يعاد استثمارها بمعدل عائد يفوق ذلك المعدل الذي يمكن للمستثمر الحصول عليه بنفسه من خلال استثمارات بديلة وذات مخاطر مماثلة. [2] وهذا ممكن على اعتبار أن توزيع الأرباح يتضمن دفع ضرائب على الأرباح الموزعة وكذلك تكاليف العمولات والوسطاء مما يجعل العائد على الأرباح المحتجزة أعلى من العائد الذي يستطيع المستثمر تحقيقه من خلال استثمارات بديلة.

2.2.2. سياسة التوزيع المستقرة (Stables dividend policy)

يجب أن يكون الهدف الجوهري للمؤسسة هو الحرص على مصالح المساهمين فإذا كان الحفاظ على سياسة ثبات مقدار التوزيعات لكل وحدة نقدية ما يبررها، فإنه يجب مراعاة مصلحة الملاك قبل كل شيء آخر، لذلك توجد العديد من التفسيرات لتفضيلات المستثمر، فيما يتعلق بثبات سياسة التوزيعات عن كل وحدة نقدية. [3]

وعليه فإن اختيار نسبة التوزيعات تكون محددة سلفا، ولا يتم الزيادة في هذه النسبة إلا إذا وافقتها زيادة في الأرباح، وهذا في ظل التأكد من القدرة على المحافظة على هذا المستوي الجديد من التوزيعات، فهذه الطريقة تقوم على قاعدة عدم التخفيض من نسبة التوزيعات حتى في أوقات الأزمات المالية، فهي بالتالي تقوم على نسبة مستهدفة من التوزيعات دون السماح بتقلبها أو تذبذبها.

ولهذا تعتبر سياسة التوزيعات المستقرة هي الأفضل بالنسبة للمؤسسات، وذلك لعدة أسباب نذكر منها:

---

[1] Mondther Bellala, **Finance Modern D'Enterprise**, Economica, Paris, 1998, P 5

[2] عدنان تايه النعيمي وآخرون، **الإدارة المالية**، دار الميسرة للنشر والتوزيع والطباعة، عمان الأردن، 2009، ص 460

[3] Richard Pike & Bill Neale, **Corporate Finance and Investment Decisions & Strategies**, 5th Edition, Pearson Education Limited, London, Uk, 2006, P 470

- أن اعتماد المؤسسة على سياسة التوزيعات المستقرة بدرجة كبيرة من شأنه أن يخفض تكلفة رأسمال إلى أدنى ما يمكن ويعظم سعر السهم إلى أقصى ما يمكن[1].
- يفضل المستثمر سياسة التوزيعات المستقرة لأنها تطمأنه من حالة عدم التأكد، كما أنه يفضل أن تأخذ التوزيعات صفة الاستقرار والنمو المنتظم والذي يعد مؤشرا إيجابيا على قدرة المؤسسة في جذب المزيد من المستثمرين الراغبين في شراء أسهمها .
- كما أن عملية التنازل عن بعض الأصول المالية بالبيع كالأسهم تتطلب تكاليف يمكن تجنبها إذا كانت هناك سلسلة توزيعات مستقرة ويمكن التنبؤ بها من خلال المحافظة عليها وعدم بيعها.

2.2.3. سياسة التوزيعات ذات النسبة الثابتة (Constant Payout Ratio Dividend Policy)

في بعض الظروف قد تتجه المؤسسة إلى الاعتماد على إجراء التوزيعات في شكل نسبة ثابتة من الأرباح (Constant Pourcentage of Earnings)، فالتوزيعات تتأثر بالموازاة مع التغيرات في مقدار الأرباح المحققة،[2] غير أن هذه السياسة قد لا تكون فعالة نتيجة لعدم استقرار الأرباح المحققة من فترة إلى أخرى الأمر الذي يؤثر على استقرار التوزيعات.[3]

كما أن (Linter) قام في منتصف الخمسينيات (1956) وبناء على المقابلات الشخصية مع المسيرين بتقديم إطار علمي لما تقوم به المؤسسة عند تحديد سياسة التوزيعات يمكن أن يلخص في النقاط التالية:[4]

- تقوم الإدارة بتحديد نسبة مستهدفة للأرباح الموزعة؛
- لا تهتم الإدارة بتحديد التوزيعات وإنما بالتغيرات التي تحدث فيها من سنة إلى أخرى؛
- تفضل الإدارة إجراء تغيرات في التوزيعات يمكن الحفاظ عليها مستقبلا؛
- يرتبط التغير في التوزيعات بالتغيرات الدائمة في الأرباح وليس التغيرات الطارئة.

وعليه فقد أشار(Linter) إلى أن المؤسسة يجب أن تحدد نسبة مستهدفة من الأرباح الموزعة على المدى الطويل بحيث تكون التوزيعات على السهم "D " تساوي نصيب السهم من الأرباح "BPA" مضروبا في نسبة المستهدفة (Ratio Cible) أي أن:

$$D = BPA \times Ratio\ Cible \quad \text{..... (3-1)}$$

وبما أن الإدارة تهتم بالتغيرات في التوزيعات فإنه يمكن أن نعبر على ذلك التقييم كما يلي:

$$D_1 - D_0 = (BPA \times Ratio\ Cible) - D_0 \quad \text{..... (3-2)}$$

ولكن أصحاب القرار (الإدارة) يتوقعون بأن المساهمين يفضلون الزيادة التدريجية في التوزيعات و عليه يمكن كتابة المعادلة (2) على الشكل التالي: [5]

---

[1] Eugene F. Brigham, Michael C. Ehrhardt, **Financial Management Theory and Practice**, 12th Edition, Thomson South-Western, USA, 2008,P 647

[2] Jean Louis Ameton, **L'essentiel A Connaitre En Gestion Financie**r, 3eme Edition, Maxima, Paris, 2002, P 45

[3] محمد صالح الحناوي، إبراهيم إسماعيل سلطان، **الإدارة المالية والتمويل**، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 1994، ص 409

[4] John Lintner,**" Distribution of Income of Corporation among Dividends, Retained Earnings, and Taxes"**, American Economic Review, American Economic Association, Vol.45, no 2, (May.1956), PP 97-113

[5] Patrick Piget, **Gestion Financier de l'Enterprise, Economica**, Paris, 1998, P 459

$$D_1 - D_0 = T \times [(BPA \times Ratio\ Cible) - D_0] \quad \text{..... (3-3)}$$

يتضح من هذه المعادلة أن التوزيعات تتوقف على الأرباح الحالية وأيضا على التوزيعات التي يتم إجراءها في الفترة السابقة لها والتي تأثرت بأرباح السنة الماضية وتوزيعات السنة السابقة لها.

وبناء عليه يمكن تحديد التوزيعات في أي سنة على النحو التالي:

$$D_t - D_{t-1} = T \times [\ (BPA \times Ratio\ Cible) - D_{t-1}\ ] \quad \text{..... (3-4)}$$

$$D_t = (T \times BPA \times Ratio\ Cible) - T\,D_{t-1} + D_{t-1} \quad \text{..... (3-5)}$$

$$Dt = (T \times BPA \times Ratio\ Cible) + (1 - T) \quad \text{..... (3-6)}$$

4.2.2. سياسة التوزيع الإضافية (Extra Dividend Policy)

تهدف هذه السياسة إلى تحقيق نوع من المرونة من خلال توزيعات منخفضة للسهم بصورة مستقرة ومنتظمة بالإضافة إلى إجراء توزيعات إضافية وذلك في الفترات التي ترتفع فيها الأرباح، [1] وتناسب هذه سياسة المؤسسات التي تتصف أرباحها وتدفقاتها النقدية بالتقلب الشديد بحيث يمكن للمؤسسة توزيع الحد الأدنى للتوزيعات في السنوات التي تنخفض فيها الأرباح أو تظهر الحاجة فيها إلى احتجاز الأرباح لمواجهة الاستثمارات التي تحتاجها المؤسسة ، أما الفترات التي ترتفع فيها الأرباح ولا توجد فيها حاجة للاحتجاز فيمكن للمؤسسة إجراء توزيعات إضافية. [2]

3. آلية دفع التوزيعات

يعتبر قرار التوزيعات من صلاحيات مجلس إدارة المؤسسة، وذلك من خلال جمع المعلومات المتوفرة عن القدرة التمويلية للمؤسسة إضافة إلى الطموحات التي تتطلع لتحقيقها مستقبلا، بالإضافة إلى رغبات المستثمرين المختلفة حول التوزيعات والتي تعد من بين أهم العوامل المتحكمة في ألية تحديد نسبة التوزيعات (مقدار التوزيعات) ونسبة الأرباح المحتجزة والتي قد يعاد استثمارها، فمقدار التوزيعات يعد أمرا ذا أهمية كبيرة سواء بالنسبة للمؤسسة أو المستثمر، إضافة إلى المهتمين بالشؤون المالية للمؤسسة.

1.3. مقدار التوزيعات (Amount of Dividend)

تعد الأرباح المحققة من قبل المؤسسة المحدد الرئيسي لمقدار التوزيعات، رغم أن الإدارة تسعى إلى تحقيق الاستقرار في هذه النسبة قدر المستطاع، ويكون مجلس الإدارة المسؤول الأول عن تحديد نسبتها، كما يمكن أن يقرر رفعها أو خفضها حسب ما تمليه الظروف. ويتم عموما استخدام معدلين أساسين لتحديد مقدار التوزيعات المحولة من المؤسسة إلى حاملي الأسهم، وتتمثل في: [3]

مردودية السهم (Dividend Yield) = الربح الموزع لسهم العادي / القيمة السوقية لسهم العادي

[1] منير إبراهيم الهندي، **الإدارة المالية مدخل تحليلي معاصر**، الطبعة الرابعة، مكتب العربي الحديث، الإسكندرية، مصر، 1999، ص 715

[2] عبد الغفار حنفي، **أساسيات التمويل والإدارة المالية**، الدار الجامعية الجديدة للنشر، الإسكندرية، مصر، 2002، ص 241

[3] Aswath Damodaran, **Applied Corporate Finance**, 4th Edition, John Wiley & Sons, Inc., USA, 2015, P 439

أما المعدل الثاني فيتمثل في نسبة التوزيعات **(Dividend Payout Ratio)**[1]

نسبة التوزيع (Dividend Payout Ratio) = توزيعات على السهم / ربحية السهم

وتعتبر نسبة التوزيع من أهم النسب المستعملة من قبل المحللين، فهي أداة تستعمل في الغالب للتنبؤ بالتوزيعات في الفترات المستقبلية، إذ يحظى التنبؤ بالنمو في الأرباح المستقبلية بالأهمية البالغة من قبل المحللين مقارنة بالتوزيعات، وخير ما تحدد به هو نسبة الأرباح المحتجزة والتي تمثل الجزء المعاد استثماره من الأرباح المحققة، فارتفاع هذه النسبة ينبأ بارتفاع في معدل نمو الأرباح. ويعتبر هذان المؤشران من أهم المقاييس المستعملة في تحليل سياسة توزيعات الأرباح، حيث أن سعي المؤسسة إلى تحقيق مستوى معين من هذين المؤشرين دلالة على عملية تداول أسهمها.

2.3. السلم الزمني لدفع التوزيعات

إن مجلس الإدارة هو الذي يقرر في بعض الأحيان القيام بدفع التوزيعات ويعلن عن هذا القرار مع الأخذ بعين الاعتبار بأن هناك أربعة تواريخ مختلفة متعلقة بالتوزيعات وهي: تاريخ الإعلان **(Date of Declaration)** وتاريخ القيد في السجلات **(Date of Record)** وتاريخ التوزيعات **(Date of Payement)** إضافة إلى تاريخ التوزيعات الإضافية **(EX-Dividende Date)** [2]

1.2.3. تاريخ الإعلان (Declaration Date)

وهو اليوم الذي يلتقي فيه أعضاء مجلس الإدارة المؤسسة للإعلان عن إجراء التوزيعات،[3] فهذا اليوم يعد ذا أهمية بالغة كونه قد يتم فيه رفع نسبة التوزيعات أو تخفيضها، وبالمقابل يتم توثيقه على مستوى البورصة والإعلان عنه في مختلف الوسائل المعنية.

2.2.3. تاريخ القيد في السجلات (Date of Record)

إن هذا التاريخ يحدد من قبل مجلس الإدارة في الشركة وهو يكتسي أهمية كبيرة لدى حملة الأسهم باعتباره يحدد حملة الأسهم الذين يستفيدون من التوزيعات.

3.2.3. تاريخ التوزيعات الإضافية (Ex-dividend date)

وهو تاريخ يحدد من قبل السوق المالي(4) أيام قبل تاريخ القيد في السجلات وفيه يحدد حملة الأسهم الذين يستفيدون من التوزيعات فكل من يملك السهم يومين قبل هذا التاريخ له الحق في الاستفادة من التوزيعات.

4.2.3. تاريخ الدفع (Payment date)

في هذا التاريخ تقوم المؤسسة بمراقبة وضبط التوزيعات ثم تدفع إلى حملة الأسهم عن طريق إرسال الشيكات .[4]

---

[1] Robert C. Higgins**, Analysis for Financial Management**, 10th Edition, The McGraw-Hill Companies, Inc.,New York,USA,2012,P 404

[2] Baruch Englard, M.S, **Schaum's Outline of Theory and Problems of Intermediate Accounting**, Second Edition, McGraw-Hill Companies, Inc., New York, USA, 2007,P 45

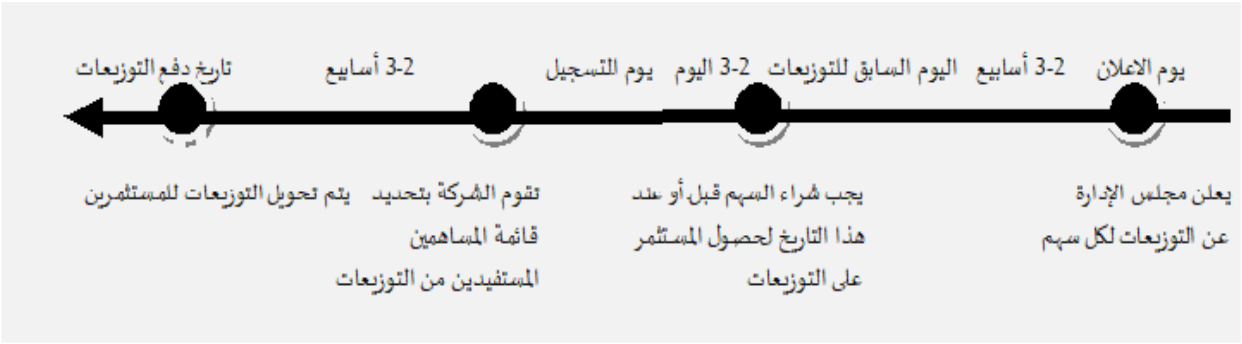
[3] Jonathan Berk، Peter Demarzo، Jarrad Harford، **Fundamentals of Corporate Financ**e، Second Edition. Prentice Hall, Pearson Education, Inc., USA, 2012, P 501

[4] Cheng Few Lee & Alice, **Encyclopedia of Finance**, Springer Science Inc., New York, USA, 2006,P 203

إن حملة الأسهم المقيدين في السجلات قد يواجهون حاليا بعض المشاكل المتمثلة في قصر المدة الممنوحة لهم من قبل الإدارة لإتمام عملية بيع الأسهم ولتسوية هذه الوضعية فإن بورصة أحدثت نظام رقمي يسمي بمخطط ثلاث أيام لتسليم (Three Day Livery Plan) وهذا بغض النظر عمن هم أصحاب الحق في التوزيعات.[1]

فالبورصة تحدد 4 أيام (لتداول لبيع وشراء الأسهم) قبل تاريخ القيد في السجلات وهو تاريخ التوزيعات الإضافية ففي حالة ما إذا قام حامل السهم بشراء الأسهم قبل تاريخ التوزيعات الإضافية فبإمكانه الاستفادة من التوزيعات مستقبلا أما في حالة ما إذا قام بشراء الأسهم أثناء تاريخ التوزيعات الإضافية أو بعده فلا يمكنه الاستفادة من التوزيعات مستقبلا.

الشكل رقم (1-3): السلم الزمني لدفع التوزيعات



Source: Aswath Damodaran**, Op.cit** P 439

4. مخطط إعادة استثمار التوزيعات (DRIP): (Dividend Reinvestment Plan)

إن أحد أبرز التطورات الملحوظة في مجال دفع التوزيعات بطريقة نموذجية نجد ما يعرف بمخطط إعادة استثمار التوزيعات **(DRIP)** حيث ظهر أول مخطط في أواخر العام 1920م من قبل صناديق الاستثمار، ومن بين أول الشركات التي طورت هذا المخطط بصفة نظامية كانت شركة **(Lehman Corporation)** في سنة 1957 م ثم تبعتها مؤسسات أخرى غير مالية و من أبرزها مؤسسة **(Aleph Empower Corporation)** عام 1968 م ثم شركة **(City Bank)** ثم لحقت بها العديد من المؤسسات الأخرى و بالنظر إلى سيرة المؤسسات الأمريكية فهناك ما يقارب 1500 مؤسسة تبنت هذا النظام [2]. ومخطط إعادة استثمار التوزيعات هو عبارة عن نظام يقوم على مشاركة حاملي الأسهم في الموافقة الآلية على إعادة استثمار التوزيعات المدفوعة لهم من قبل الشركة وذلك من خلال اقتناء أسهم عادية إضافية داخل الشركة وعليه فإنهم لا يحصلون على أي نقد [3] هذه الأسهم العادية الإضافية يمكن أن تكون قد أصدرت سابقا أو تكون عبارة عن أسهم تم إصدارها حديثا (جديدة) .

[1] Frank j. Fabozzi Pamela P. Peterson, **Financial Management and Analysis** second edition john, Wiley & sons, Inc. Hoboken, New Jersey, USA, 2003, P 547

[2] George M .Frankfurter & Bob G. Wood, James Wansley, **Dividend Policy Theory and Practice**, Elsevier Science, USA, 2003, P 49

[3] Ivo Welch, **Corporate Finance: an Introduction**, Prentice Hall, Pearson Education, Inc., USA, 2009, P 705

فإذا كانت الأسهم مصدرة سابقا حيث أن المساهمين يقومون بشراء أسهم الشركة المصدرة حديثا على الاستفادة من تخفيض في سعر السهم يتراوح بين 3 % إلى 5 % مقارنة مع سعر السهم الحالي في السوق المالي مع الإشارة إلى أن المساهمين لا يتحملون تكاليف الضرائب في هذا النوع من المخططات.[1]

إن المؤسسات التي تقترح أو تعد هذه المخططات يمكنها الحصول على معدل مشاركة من قبل المساهمين قد يصل إلى حوالي 20 % من قيمة رأسمال الشركة الذي يشكله المساهمون لذا فإن الشركات التي تعرض هذه المخططات في تزايد مستمر.

المطلب الثاني: أشكال وبدائل توزيعات الأرباح

سنحاول فيما يلي عرض أهم أشكال التوزيعات مع الوقوف على اهم الدوافع التي تجعل المؤسسة تعتمد على شكل معين من التوزيعات على حساب شكل أخر.

1. أشكال التوزيعات

تختلف أشكال التوزيعات المعتمدة من قبل المؤسسة بحسب ما تمليه الظروف، وتتمثل أهمها في:

1.1. التوزيعات النقدية (Cash Dividend)

وهي عبارة عن دفعات تدفع مباشرة إلى المساهمين وذلك باقتراح من حملة الأسهم كما أن التوزيعات في شكل نقدي تدفع لكل الأسهم المصدرة ويتم ذلك إما شهريا أو فصليا أو نصف سنوياً ففي أغلب المؤسسات الأمريكية فإن هذا النوع من التوزيعات يدفع فصليا كقاعدة عامة وهي تتميز بانتظامها ، ويتم وصف هذه التوزيعات في شكل نقدي والتي تدفع من قبل المؤسسة في آجال محددة بالتوزيعات على الأسهم (DPS) أي (**Dividend Per Share**) والتي تساوي مقدار التوزيعات على جميع الأسهم على عدد الأسهم و يمكن أن نعرفها بالعلاقة التالية: [2]

DPS = مقدار التوزيعات على الأسهم العادية / عدد الأسهم العادية

2.1. التوزيعات في صورة أسهم (Stock Dividend)

في بعض الأحيان تقوم الشركات بتوزيع الربح على المساهمين على صورة أسهم إضافية بدلاً من الصورة النقدية وهذا ما يعرف باسهم المنحة وفي هذه الحالة يحصل كل مساهم على عدد من الأسهم الإضافية وفقاً لعدد الأسهم التي يمتلكها قبل الإعلان عن تلك التوزيعات ونجد هناك نوعين من التوزيعات في شكل أسهم هما:

1.2.1. توزيعات في شكل أسهم غير عادية (Extra Ordinary)

يمكن أن نعرفها بأنها رسملة جزء من الأرباح المتراكمة للسنة الماضية، أي يمكن أن يعبر عنها في شكل رأسمال ثم يدفع إلى حملة الأسهم في شكل أسهم إضافية[3].

2.2.1. توزيعات في شكل أسهم دورية (Periodic)

وهي رسملة جزء من أرباح السنة الجارية، وبالتالي فإن هذه الأرباح نسبيا تكون بأقل قدر وتسمى بالدورية لأن كل التوزيعات تعاد في بداية كل سنة وفقا للسياسة المعتمدة من قبل المؤسسة.

---

[1] George E .Pinches **, Essential of Financial Management,** 4th Edition, Happer Collins Publisher, New York, USA ,1992,P 459

[2] Frank J. Fabozzi Pamela P. Peterson**, Op.cit.**PP 547-548

[3] Benjamin, Graham, David. Dodd, **Security Analysis**, McGraw-Hill Companies, Inc., USA, 1934, P 339

3.2.1. التعريف بالتوزيعات في شكل أسهم

التوزيعات في شكل أسهم ليست حقيقية لأنها لا تدفع نقدا فالغرض الجوهري من هذه التوزيعات هو زيادة عدد الأسهم التي يمتلكها كل مساهم كما أن التوزيعات في شكل أسهم يمكن التعبير عنها بنسبة معينة، ولتكن مثلا 20 % سنويا في شكل أسهم أي أنه يحصل كل مساهم على سهم إضافي لكل 5 أسهم يملكها حاليا. [1] وبالرغم من أن هذه التوزيعات قد تكون أقل تكلفة بالمقارنة مع التوزيعات في شكل نقدي إلا أنها تهدف إلى الحد من رغبة المساهمين في الحصول على توزيعات في شكل نقدي لأن المؤسسة عموما تنمو بشكل أسرع وبالتالي تحتاج إلى مصادر تمويل خصوصا التمويل الداخلي،إضافة إلى وجود سببين لاعتماد هذا الإجراء (التوزيعات في شكل أسهم) هما :

- تزويد السوق المالي بالمعلومة: إن مثل هذا الإجراء من شأنه أن يترك انطباع إيجابي لدى المستثمرين وحملة الأسهم وذلك لأنهم يعتقدون بأن للمؤسسة فرص استثمارية مغرية إذن فهي بحاجة إلى رؤوس أموال للاستفادة من هذه الأخيرة غير أن التوزيع في شكل نقدي قد لا يترك هذا الانطباع. [2]
- تخفيض القيمة السوقية للسهم : في حالة ارتفاع القيمة السوقية لأسهم الشركة مقارنة بأسهم شركة أخرى وهذا الارتفاع قد يكون مصدره ارتفاع تكاليف الصفقات الناجمة عن ارتفاع تكاليف السمسرة يجعل المؤسسة تقوم بإجراء التوزيعات على شكل أسهم مما يؤدي إلى زيادة عدد الأسهم وبالتالي تخفيض القيمة السوقية للسهم.

ومن بين الأسباب كذلك نجد إمكانية زيادة العائد النقدي الذي يحصل عليه المستثمرون مستقبلاً، وذلك نظراً لأن عدد الأسهم التي يمتلكها كل مستثمر سوف يزداد نتيجة القيام بتوزيعات العائد على صورة أسهم. كما انه عند توزيع الأرباح في شكل أسهم فإن الشركة تقوم بتخفيض رصيد الأرباح المحتجزة بمقدار القيمة السوقية للأسهم الإضافية التي تم توزيعها على المستثمرين مع القيام بزيادة أرصدة العناصر الأخرى لحقوق الملكية بتلك القيمة. .

3.1.عملية اشتقاق الأسهم أو تجزئة الأسهم (Stock Split)

وتتم هذه العملية في حال تسعير أسهم المؤسسة في السوق بأسعار عالية جدا، مما يحتم العمل على تخفيض الأسعار السوقية لهذه الأسهم، ويتم ذلك باللجوء إلى تجزئة الأسهم، كما أن هذه العملية لا تؤثر على قيمة المؤسسة من الناحية النظرية، فهي بذلك تتشابه مع توزيع الأسهم المجانية. وفي مثل هذا الإجراء نجد طريقتين:

1.3.1. اشتقاق الأسهم

[1] Stephen A. Ross, Randolph W. Westerfield, & Bradford D. Jordan**, Fundamentals of Corporate Finance**, 5th Edition, McGraw-Hill, USA, 2001,P 542.

[1] Frank J. Fabozzi Pamela P. Peterson, **Op.cit**, P 550

تتم عملية تجزئة الأسهم من خلال زيادة عدد الأسهم العادية التي يمتلكها كل مساهم، أي ينتج عن كل سهم أسهم إضافية ، مثل لكل سهم قديم ينتج عنه ثلاث أسهم إضافية جديدة .[1] إن اشتقاق الأسهم أو تقسيمها يؤدي إلى ارتفاع عدد الأسهم وذلك عن طريق تخفيض القيمة الاسمية للسهم .

ومن أهم الدوافع التي تؤدي بالمؤسسة إلى اتخاذ هذا النوع من الإجراء نجد ما يلي:

- رغبة الشركة في تخفيض القيمة السوقية لأسهمها العادية لتجعلها أكثر رغبة وجاذبية لدى المستثمرين؛
- القيام بفتح مجال أكبر للتداول (بيع وشراء الأسهم) وهذا يدعى بـ: **(Trading Range)** وهذا الأخير من شانه أن يخفض من تكلفة الصفقات لأنه يسمح لحملة الأسهم بالتداول في ظل عدد كبير من الأسهم ومع تكلفة سمسرة أقل نسبيا؛ [2]
- تمكين المستثمر في ظل زيادة عدد الأسهم التي يمتلكها جراء هذه السياسة المتبعة، وفي ظروف نفسية أقل ضغطا من بيع كمية من الأسهم التي يمتلكها، وبالتالي فإن هذه السياسة تخفف من الحاجز النفسي الذي ينتاب المستثمر سواء لبيع أسهمه أو شراء أسهم جديدة.

2.3.1. عكس اشتقاق الأسهم (Reverse Stock Splits)

يعبر هذا الإجراء عن عملية تخفيض في عدد أسهم المؤسسة، مثل **(1-for -5 revers)** أي أن المستثمر يستفيد من سهم جديد لكل 5 أسهم كان يمتلكها، فالمؤسسة تقوم بهذا الإجراء لتجعل أسهمها أكثر جاذبية في مجال التداول ويبقى هدفها الرئيسي هو رفع أسعار أسهمها وهناك سببين رئيسيين لهذا الإجراء هما:

1.2.3.1. عكس الاشتقاق الاختياري (Reverse Stock Split Discretionary)

في دائرة المؤسسة يستعمل هذا النوع لترويج وزيادة الطلب على أسهمها لأن انخفاض أسعارها من شأنه أن يترك انطباع سلبي لدى المستثمرين، كما أن رفع الإدارة لأسعار أسهمها بواسطة هذه العملية يمكنها من التأثير على صورة أسهمها وجعلها أكثر جاذبية لدى المؤسسات الاستثمارية الأخرى إضافة إلى رفع ربحية أسهمها من خلال تخفيض عدد الأسهم. [3]

2.2.3.1. عكس الاشتقاق غير الاختياري (Reverse Stock Splits Non Discretionary)

تقوم إدارة المؤسسة بهذا الإجراء نزولا عند رغبة بعض المقرضين والمؤسسات المالية فالبورصة الأمريكية مثلا تشترط ألا يقل سعر السهم عن 3 $. ومن بين الأسباب الأخرى لهذا الإجراء (عكس اشتقاق الأسهم) نجد أيضا:

- محاولة المؤسسة التقليص من تكاليف المعاملات إضافة إلى العمل على توفير السيولة، وهو ما ينعكس بالإيجاب على القيمة السوقية لأسهم المؤسسة؛

[1] Stephen A. Ross, Randolph W. Westerfield, Jeffrey Jaffe, **Corporate Finance**, 8th edition, McGraw-Hill Companies, Inc., USA, 2008, P 510

[2] Kent Baker, Gary Powell, **Understanding Financial Management**, Black Well Publishing, USA, 2005, P 447

[3] **Ibid.** P 449

- محاولة إزاحة صغار الملاك، حيث تعمل المؤسسة على إخراج المساهمين أصحاب الحصص الصغيرة بالقوة عن طريق عكس تجزئة الأسهم، إذ تؤول حصصهم إلى دون المستوى المحدد.

4.1. إعادة شراء الأسهم (Stock Repurchase)

وتتمثل هذه العملية في قيام المؤسسة بإعادة شراء أسهمها العادية التي أصدرتها، ومثل هذا الإجراء يؤدي إلى خلق ما يسمى بالأسهم النقدية (Treasury Stock) وهي عبارة عن أسهم سبق إصدارها ثم أعيد شراءها.[1]

وللقيام بعملية إعادة شراء الأسهم نجد هناك ثلاثة إجراءات كما يلي:

1.4.1 . عروض المناقصات (Tender Offer)

في هذا النوع من الإجراءات فإن على إدارة المؤسسة الإعلان عن القيام بإعادة شراء الأسهم وذلك قصد الحصول على عدد من الأسهم وبسعر ثابت ويكون هذا السعر في الأغلب أكبر من السعر السائد في السوق خلال فترة محددة، وفي هذه الحالة فإن حاملي الأسهم يمكنهم اختيار العروض التي تحظى بالقابلية بالنسبة لهم. [2]

2.4.1. السوق المفتوحة (Open Market)

تقوم إدارة المؤسسة بشراء بعض من أسهمها التي سبق لها وأن أصدرتها ويتم ذلك في السوق المفتوحة، [3] وهذا بعد الإعلان عن ذلك شأنها في ذلك شأن أي مستثمر أخر.

3.4.1. إعادة شراء الأسهم المستهدفة (Targeted Share Repurchase) أو (Green Mail)

وهي الطريقة الثالثة لإعادة شراء الأسهم تتمثل في شراء الأسهم من عند حملة الأسهم المميزين، أو الرئيسيين **(Major Shareholders)** وهذه العملية لا تتم إلا بواسطة القيام بالمفاوضات المباشرة مع حملة الأسهم وتدعى ب: **(Targeted Block Repurchase)**. [4]

Targeted: استهداف حملة الأسهم المميزين أو المحددين؛

Block : عدد كبير من الأسهم؛

Repurchase : الأسهم التي يعاد شراؤها في دفعة واحدة .

من خلال ما سبق يمكن القول إن أسلوب السوق المفتوحة أكثر مرونة من أسلوب عروض المناقصات، خاصة فيما يخص وقت تنفيذ عملية الشراء، إذ تكون المؤسسة أكثر حرية في اتخاذ قرارات الشراء، إضافة إلى تكلفتها المنخفضة مقارنة بأسلوب عروض المناقصات، والذي تنجم عنه تكاليف إضافية.

4.4.1. إيجابيات عملية إعادة شراء الأسهم

هناك عدة إيجابيات لإعادة شراء الأسهم يمكن أن نلخصها في النقاط التالية:

[1] Michael C. Ehrhardt, **Corporate Finance: A Focused Approach**, 4th Edition، South-Western، Cengage Learning، USA, 2011, P 563

[2] Angelo Corelli, **Analytical Corporate Finance**, Springer International Publishing, Switzerland, 2016, P 223

[3] Stephen A. Ross, Randolph W. Westerfield, Jeffrey Jaffe, **Corporate Finance**, 11th Edition, McGraw-Hill Companies, Inc., USA, 2013, P 604

[4] Frank j. Fabozzi Pamela P. Peterson, **Op.cit**, P 563

- إعادة شراء الأسهم يمكن استخدامها كوسيلة لإحداث تغير واسع النطاق (Large – Scale) على مستوى هيكل رأسمال الشركة،[1] ويتم ذلك بإصدار سندات جديدة لاستخدام عوائدها في إعادة شراء الأسهم وبالتالي يكون هناك انخفاض في حقوق الملكية وارتفاع في نسبة الأموال المقترضة؛
- الإعلان عن قيام المؤسسة بإعادة شراء الأسهم من شأنه أن يفسر من قبل المستثمرين على أنه إشارة إيجابية، وهذا راجع إلى أن إدارة المؤسسة تتصور بأن أسهمها مقيمة بأقل مما يجب Valued (Under)؛[2]
- إن عملية إعادة شراء الأسهم تمنح عملية الخيار بيع الأسهم أو الاحتفاظ بها بالمقابل فإن التوزيعات في شكل نقدي لا تمنح هذا الخيار، وحامل السهم يجد نفسه مجبرا على قبول التوزيع وتحمل الضريبة، ومن جهة أخرى فإن هذا الإجراء يمكن حملة الأسهم من الحصول على نفد إضافي من خلال بيع أو التنازل عن الأسهم السابقة، أما الذين لا يرغبون في ذلك فبإمكانهم الاحتفاظ بأسهمهم؛ [3]
- تميل الإدارة إلى إجراء التوزيعات في شكل إعادة شراء الأسهم عوضا عن الإعلان عن زيادة في التوزيعات في شكل نقدي وذلك في حالة عدم استقرار التوزيعات **(Sticky)**؛[4]
- بالنسبة للمؤسسات التي تعتمد على خيارات الأسهم كوسيلة لتعويض مستخدميها، فإن عملية إعادة شراء الأسهم تمكن المستخدمين من ممارسة خياراتهم وتجنيب المؤسسة إصدار أسهم جديدة وتحمل تكاليف إضافية.[5]

5.4.1 . سلبيات عملية إعادة شراء الأسهم

من جملة سلبيات هذا الإجراء نذكر ما يلي:

- إن حملة الأسهم قد لا يهتمون كثيرا بطريقة توزيع الأرباح سواء كان ذلك عن طريق توزيعات أو على شكل مكاسب رأسمالية فقيمة السهم قد تكون مفيدة بالنسبة لهم أكثر إذا تم التوزيع على شكل نقدي بدل التوزيع على شكل إعادة شراء للأسهم وذلك لأنهم يثقون في التوزيع على شكل نقدي في أغلب الأحيان؛
- إن إعلان المؤسسة عن برامج منتظمة لإجراء التوزيعات في شكل إعادة شراء للأسهم قد يعرضها إلى ما يعرف بمخاطر التراكم الضريبي؛[6]
- قد لا يكون حملة الأسهم على دراية كافية بمضمون هذا الإجراء (إعادة شراء الأسهم) فمن المكمن أن يكون في غير صالحهم، إضافة إلى ذلك فقد لا يملكون جل المعلومات ذات الصلة بالأنشطة الحالية والمستقبلية للمؤسسة. [7]

---

[1] Michael, C, Earhart ,Eugene Brigham**, Focused Approach on Corporate Finance** , Thomson South Western ,USA , 2003,PP 529-530

[2] **Idem**

[3] Eugene Brigham ,Joel ,F ,Houston**, Fundamentals of Financial Management** , Harcourt College,USA,2002,P 673

[4] **idem**

[5] **Idem**

[6] Eugene F. Brigham, Michael C. Ehrhardt, **Financial Management: Theory and Practice** 12th edition, Thomson South-Western, USA, 2008,P 657

[7] **Idem**

6.4.1. تأثير سياسة إعادة شراء الأسهم على أسعار الأسهم

إذا كانت الموارد المالية المتاحة أمام الشركة تفوق الاحتياجات الاستثمارية فقد يكون من الأفضل توزيع الفائض على المساهمين، وقد يكون التوزيع في صورة نقد أو على شكل إعادة شراء الأسهم ويؤدي هذا الإجراء إلى انخفاض عدد الأسهم وبالتالي ارتفاع ربحية السهم ومن ثم قيمته السوقية . كما أن عدد الأسهم المعروضة للتداول قد يحمل في طياته محتوى معلوماتي يترك أثر إيجابي يترتب عنه ارتفاع القيمة السوقية لسهم بعد قرار (إعادة الشراء) عما كانت عليه قبل القرار .

وفي بعض الأنظمة الضريبية التي يكون فيها معدل الضريبة على الأرباح الرأسمالية أعلى من معدلها على التوزيعات النقدية فذلك يدفع المستثمر إلى تفضيل الحصول على دخله من الأسهم على شكل زيادة في قيمة الأسهم بدلا من الحصول عليها في شكل توزيعات نقدية . أما في حالة تساوي المعدلين فإن الضريبة على التوزيعات تستحق بمجرد الحصول عليها فيما الضريبة على الأرباح الرأسمالية فلا تستحق إلا بعد بيع الأسهم ، و هو ما يجعل معدلها الفعلي **(Effective Rate)** أقل من معدلها الاسمي ، ولعل الميزة الضريبة هي التي تدفع الشركات إلى إجراء توزيعات إضافية في صورة إعادة شراء الأسهم بدلا من إجراءها على شكل توزيعات نقدية .[1]

ومن الجدير بالذكر أن بعض السلطات الرقابية تفرض قيود على عملية إعادة شراء الأسهم وذلك لحماية حقوق الدائنين وكذا حملة الأسهم فمثلا إعادة شراء الأسهم يجب أن يكون من الأرباح المخصصة، كما يتم تحديد نسبة الأسهم لإعادة شراءها.

المطلب الثالث: محددات سياسة التوزيع والعوامل المؤثرة عليها

كثيرا ما نتساءل هل سياسة توزيع الأرباح في المؤسسة، تعد قرارا استثماريا أم قرارا تمويليا، ولماذا. فمن الملاحظ أن سياسة توزيع الأرباح في المؤسسة الاقتصادية كقرار، ليس بالأمر الهين فهي تحمل في مضمونها مشكلة مزدوجة ومعقدة، وعليه فإن معالجة هذه المشكلة يجب أن يتم على ضوء الهدف الذي تسعى المؤسسة إلى تحقيقه وهو ما يعرف بتعظيم قيمة المؤسسة كأموال مستثمرة. وسنحاول فيما يلي عرض محددات سياسة توزيع الأرباح والعوامل المؤثرة عليها.

1.محددات سياسة توزيع الأرباح

تتحدد سياسة التوزيع في المؤسسة على أساس القرار المراد اتخاذه من قبلها فإما ان يكون قرارا استثماريا أو قرارا تمويليا.

1.1. سياسة توزيع الأرباح كقرار استثماري

تشير سياسة توزيع الأرباح إلى كونها قرارا استثماريا إذا ما اعتمدت القرارات الخاصة بها على المصدر الأول، وهو النقدية الناتجة عن عمليات التشغيل، وفى مثل هذا الموقف قد تمتد آثار هذه القرارات على الفرص الاستثمارية المتاحة للمؤسسة، ومن ثم فإن قرار التوزيع الخاص بالأرباح هنا قد يخلق مشكلة استثمارية تحتم

[1] إبراهيم الكراسنة، **إرشادات في تقيم الأسهم والسندات**، معهد السياسات الاقتصادية، صندوق النقد العربي، أبو ظبي، 2005، ص 11

على المؤسسة عدم اتخاذ القرار بشأن الفرص الاستثمارية المتاحة، واستخدام ذلك الجزء المتبقي من النقدية الناتجة عن التشغيل في عملية توزيع الأرباح وذلك بعد استيفاء كافة متطلبات الاستثمار في المؤسسة.[1]

2.1. سياسة توزيع الأرباح كقرار تمويلي

قد تلجأ المؤسسة في بعض الحالات إلى الاعتماد على مصدر خارجي في توزيعات الأرباح، وذلك لتجنب المشكلة الاستثمارية الناتجة عن استخدام النقدية المترتبة عن عمليات التشغيل الداخلية وفي هذا الموقف قد يعكس قرار توزيع الأرباح باستخدام الأموال الخارجية (القروض أو الأسهم الجديدة) مشكلة تمويلية خاصة إذا ما كان هذا سيؤثر على هيكل التمويل المناسب في المؤسسة، وهذا يعني بالدرجة الأولى، أن الاتجاه نحو استخدام المصدر الخارجي لتمويل عملية توزيع الأرباح، لابد وأن يتم تخطيطه في ضوء محددات الهيكل المناسب للتمويل،[2]

أي بما لا يخل بهدف تعظيم سعر السهم الواحد إلى أقصى حد ممكن (تعظيم ثروة الملاك) إن الارتباط بين سياسة توزيع الأرباح وقرارات الاستثمار والتمويل تبدو واضحة من خلال العلاقة التالية:

توزيعات الأرباح = (النقدية الناتجة عن التشغيل + مصادر التمويل الخارجية) -الأموال المطلوبة للاستثمار

وهذه العلاقة السابقة توضح لنا أن عملية توزيع الأرباح في المؤسسة، ما هي إلا محصلة للفرق بين ما هو متاح لهذه المؤسسة من نقدية (داخلية أم خارجية) وبين ما تحتاجه من أموال لعمليات الاستثمار، وذلك مع ملاحظة أنه إذا ما كانت النقدية الداخلية كافية لتغطية مطالب الاستثمار أو تزيد عنها، فلا حاجة أصلاً للحصول على الأموال الخارجية كاتجاه لتمويل عملية التوزيع.

2. العوامل المؤثرة على سياسة توزيع الأرباح

عندما ترغب الإدارة في اتخاذ قراراها بتوزيع الأرباح فإنها تضع أمامها مجموعة من العوامل التي قد تؤثر بشكل أو بآخر على سياسة توزيع الأرباح.

1.2. القيود المفروضة على التوزيعات

هناك جملة من القيود المختلفة المفروضة على التوزيعات وهي كالاتي:

1.1.2. العقود المفروضة على التوزيعات (Contractual Constrains)

وهي تلك العقود التي تقوم بها المؤسسة مع تعامليها والتي من شأنها أن تحد من إجراء توزيعات الأرباح المحتمل توزيعها وذلك بقصد حماية المقرضين[3] كما أن هذه العقود قد تتضمن في نصوصها بأنه لا يتم دفع أي توزيعات إلا بعد استيفاء شروط معينة مثل ألا تقل نسبة التداول أو معدل تغطية الأرباح أو معدلات أمان أخرى عن مستويات معينة .

2.1.2. شرط عدم الإضرار برأس المال (Impairment of Capital Rule)

---

[2] زرقون محمد، **أثر الاكتتاب العام على سياسة توزيع الأرباح في المؤسسات الاقتصادية المسعرة في البورصة-دراسة تحليلية مقارنة لمؤسسة تسيير فندق الأوراسي"**، الجزائر، مجلة الباحث، جامعة ورقلة، العدد الثامن، 2010، ص 85

[2] **المرجع نفسه**

[3] Christopher Agar, **Capital Investment and Financing, A Practical Guide to Financial Evaluation**, Elsevier, 2005, P 76

وهذا الشرط كعدم تجاوز التوزيعات لرصيد الأرباح المحتجزة بقائمة المركز المالي بهدف تدعيم المركز المالي للمؤسسة، حيث ينص هذا الشرط أو القيد القانوني على قاعدة عدم الإضرار برأس المال بهدف حماية الدائنين.[1]

3.1.2. شرط تو افر السيولة النقدية (Availability of Cash)

حيث تتطلب التوزيعات توافر النقدية الكافية لإجرائها مما يعني أن عدم توفر النقدية يحد من التوزيعات النقدية،[2] فقد تكون المؤسسة حققت أرباح وفيرة خلال السنوات السابقة ولكن نظرا لاحتجاز هذه الأرباح واستعمالها لتمويل وتوسعة النشاطات التشغيلية للمؤسسة، فقد لا تتوفر السيولة الكافية لدى المؤسسة لتوزيع أرباح عالية على المساهمين، وبالتالي فإن توفير السيولة لدى المؤسسة يلعب دور أساسيا في تحديد سياسة توزيع الأرباح لديها .

2.2. القيود الضريبية

هناك العديد من القيود الضريبية التي من شأنها التأثير على التوزيعات وتتضمن ما يلي:

1.2.2. الضريبة على دخل المساهم (Owner Consideration)

إن دخل المساهم يتكون من عنصرين أساسين هما: التوزيعات والمكاسب الرأسمالية وكل منها يخضع للضريبة ، وغالبا ما نجد أن الأنظمة الضريبية تفرض معدلات ضريبية على توزيعات الأرباح أعلى منها على المكاسب الرأسمالية وهذا ما يكسب هذه الأخيرة الميزة الضريبية، ولهذا فإن المؤسسات تتجه إلى الاحتجاز والعمل قدر الإمكان على التقليل من حجم التوزيعات ، إضافة إلى ذلك فهي تهدف إلى الرفع من القيمة السوقية لأسهمها كما في حالة تساوي المعدلين فإن التمويل بواسطة الاحتجاز يفقد ميزته الضريبية والنتيجة المحتملة هي زيادة التوزيعات أو الاتجاه المتزايد نحو التمويل الخارجي ، وتزداد المشكلة تعقيدا إذا ما حدث تفاوت بين معدل الضريبة على المكاسب الرأسمالية ومعدل الضريبة الشخصي مما يؤدي إلى حدوث تباين في تأثير الضريبة الشخصية .[3]

2.2.2. الضريبة على المبالغة في الاحتجاز

إن تراكم لدى الشركة استثمارات شبه سائلة في شكل احتجاز أرباح قد يمكن بعض الأنظمة من فرض ضريبة إضافية على ذلك الجزء من التراكمات من الأصول والمتجاوزة للمستوى المقبول، ورغم أن هذا الإجراء غير محبذ تطبيقه إلا انه أداة فعالة للحيلولة دون لجوء بعض المؤسسات لمثل هذه الأساليب لتجنب توزيع الأرباح .

3.2.2. الضريبة على دخل المؤسسة

إن المؤسسة مستعدة لاستخدام درجة ما من الرفع المالي وذلك بتمويل بعض الاستثمارات عن طريق القروض وهذا يعني أنه في الأجل الطويل يمكن التوسع في استخدام التمويل بالقروض والاستفادة من الميزة الضريبية للتمويل بالمديونية. ويترتب عن هذه الميزة أن يتشكل هيكل رأسمال من نسبة لا بأس بها من التمويل

---

[1] Eugene F. Brigham, Michael C. Ehrhardt, **Op.cit,**P 659

[2] Stanley B. Block, Geoffrey A. Hirt, Bartley R. Danielsen, **Foundations of Financial** Management, 14th Edition, McGraw-Hill/Irwin, New York ,USA, 2011,P 570

[3] عبد الغفار الحنفي، رسمية زكي قرياص، **مدخل معاصر في الإدارة المالية**، الدار الجامعية الإسكندرية، مصر، 2002، ص 403

الخارجي مقارنة بالتمويل عن طريق حقوق الملكية (أسهم جديدة، حجز الأرباح) فمثل هذا الأسلوب من شأنه أن يزيد من التدفق النقدي الخارجي في شكل فوائد ويكون ذلك على حساب التوزيعات النقدية.

3.2. الفرص الاستثمارية المتاحة (Investment Opportunities)

وتنقسم الفرص الاستثمارية المتاحة إلى قسمين وهما:

1.3.2. عدد الفرص الاستثمارية المربحة (Number of Profitable Investment Opportunities)

إذا كان لدى المؤسسة عدد كبير من مشروعات الإنفاق الرأسمالي المقبولة ففي هذه الحالة تتجه المؤسسة إلى تخفيض نسبة التوزيعات والعكس صحيح إذا كان هناك عدد محدود من المشروعات المقبولة فإنها تتجه إلى زيادة نسبة التوزيعات لفائدة حملة الأسهم.[1]

2.3.2. مدى إمكانية التسريع أو التأخير للمقترحات الاستثمارية

حيث تحدد درجة أو إمكانية التسريع أو التأخير لهذه المقترحات في تحديد سياسة التوزيع الملائمة والتي تتفق مع الهدف المسطر[2].

4.2. تكلفة المصادر البديلة للحصول على الأموال

ومن العوامل المؤثرة على التوزيعات نجد تكلفة المصادر البديلة للحصول على الأموال وتتضمن ما يلي:

1.4.2. نفقات بيع أسهم جديدة (Cost of selling new stock)

إذا كانت الشركة بحاجة إلى أموال لتمويل مستوى معين من الاستثمارات عن طريق حقوق الملكية فإن هذا يتم من خلال الأرباح المحتجزة أو عن طريق إصدار أسهم جديدة فإذا كانت مصاريف الإصدار (Flotation Cost) مرتفعة فإن هذا من شأنه أن يؤدي إلى تخفيض نسبة التوزيعات لأنه يتم اللجوء إلى التمويل عن طريق الأرباح المحتجزة بدلا من إصدار أسهم جديدة. [3].

2.4.2. القدرة على استبدال القروض بحقوق الملكية

بإمكان المؤسسة القيام بتمويل مستوى معين من الاستثمارات من خلال القروض أو حقوق الملكية فإذا توفر لدى المؤسسة القدرة على تعديل نسبة المديونية (Debt Ratio) بدون زيادة حادة في التكلفة فأنها قد تلجأ إلى سياسة التوزيعات النقدية الثابتة حتى في حالة تقلب الأرباح من خلال استخدام معدل الاستدانة المتغير **(Variable Debt Ratio).**[4]

3.4.2 درجة الرغبة في السيطرة والرقابة

---

[1] Eugene F. Brigham, Joel F. Houston, **Fundamentals of Financial Management**, 10th edition South-Western College Pub, USA, 2003, P 633

[2] **Ibid**

[3] Eugene F, Brigham Michael C, Ehrhardt, **Financial Management Theory and Practice**, 12th Edition, Thomson Learning Inc., USA, 2008, P 660.

[4] **Idem**

إن لجوء الإدارة إلى احتجاز النسبة الكبيرة من الأرباح دون توزيعها ورفضها لإصدار أو بيع أسهم جديدة يدل على الرغبة في السيطرة والرقابة، بينما إذا كان حملة الأسهم لديهم الرغبة في الحصول على توزيعات عالية فهذا يتطلب تبني سياسة زيادة الأرباح الموزعة.[1]

5.2. الاعتبارات السوقية (Market Consideration)

إن الأخذ في الحسبان استجابة السوق لسياسة توزيع الأرباح في المؤسسة أمر مهم، فمن المعروف بأن المساهمين يرغبون بسياسة توزيع أرباح ثابتة أو متزايدة على تلك المتذبذبة، كما ويفضلون سياسة توزيع الأرباح المستقرة. وذلك لأن المساهمين غالبا ما ينظرون إلى إجراء توزيع الأرباح كإشارة على الأداء المستقبلي للمؤسسة، فسياسة توزيع أرباح مستقرة وثابتة تعتبر إشارة إيجابية تدل على قوة المركز المالي للمؤسسة، وبالتالي ارتفاع أسعار أسهمها في السوق، أما سياسة توزيع أرباح منخفضة، أو عدم توزيع الأرباح فتعتبر إشارة سلبية تدل على انخفاض أرباح المؤسسة المستقبلية، وبالتالي انخفاض أسعار أسهمها في السوق.[2]

المبحث الثاني: المقاربات النظرية المفسرة لأثر سياسة التوزيعات على قيمة السهم في ظل فرضيات السوق ذات الكفاءة التامة

سنحاول في هذا المبحث التطرق إلى أهم المقاربات التي اهتمت بتفسير العلاقة بين سياسة توزيع الأرباح وقيمة المؤسسة من خلال أسعار أسهمها في السوق المالي، وهذا في ظل قيام فرضيات السوق ذات الكفاءة التامة.

المطلب الأول: سياسة التوزيع في حالة التأكد

تستند النظريات التي تعمل في ظل التأكد التام على مجموعة من الأسس والمتمثلة أساسا في توفر كل المعلومات عن المؤسسة، بما فيها المعرفة المسبقة لأرباحها واستثماراتها وبدون وجود أي مخاطر، وهذا ما يندرج تحت فرضية السوق الكفؤة. ومن أهم هذه النظريات نجد:

1. نظرية عدم حيادية التوزيعات (1961) Modigliani & Miller (M&M)

يرى كل من الباحثين **(Modigliani & Miller)** من خلال مقالهما الصادر عام 1961م أن سياسة توزيعات الأرباح المتبعة من قبل المؤسسة لا تؤثر على قيمة السهم، سواء كان ذلك من خلال توزيع الأرباح أو احتجازها، وذلك من منظور نظريتهما المسماة عدم ملائمة التوزيعات **(Dividend Irrelevance Theory)**.

أي أن قيمة السهم تتحدد وفقا لقدرة أصول المؤسسة على توليد العوائد وتحمل المخاطر الناجمة عن ذلك، فقيمة السهم تتأثر بالأرباح الناتجة عن نشاط المؤسسة وليس بالطريقة التي تقسم بها تلك الأرباح بين توزيع أو احتجاز. ولقد اعتمد كل من**(Modigliani & Miller)** في تحليلهما على جملة من الافتراضات والمتمثلة في:[3]

- اتصاف المستثمر بالعقلانية (الرشادة)؛

[1] **Idem**

[2] Mondher Bellalah, **"Réflexion Sur La Politique Optimal De Dividendes En Présence De Couts D'information ",** Cahiers De Rechercher, No.200009, Université Paris IX Dauphine, P 4

[3] Merton H. Miller; Franco Modigliani, **"Dividend Policy: Growth, and the Valuation of Shares"**, the Journal of Business Vol.34, no.4. (Oct. 1961), PP 411-433

- المؤسسة تعمل في ظل سوق رأس مال كاملة، يتصف فيه المستثمرون بالرشد التام، مع إتاحة كافة المعلومات وعدم وجود تكلفة للمعاملات، وعدم قدرة مستثمر واحد على التأثير في سعر الأسهم في السوق؛
- عدم وجود ضرائب على المؤسسات والضرائب شخصية على الدخل؛
- سياسة الاستثمار لدى المؤسسة ثابتة ولا تتغير ؛
- المؤسسة تعمل في ظل التأكد التام فالاستثمارات وكذا الأرباح المستقبلية معروفة مسبقا؛ إضافة إلى وجود تكلفة تمويل واحدة ملائمة لكل المؤسسات في السوق، مع عدم وجود مخاطر؛
- تكون المعلومات المتاحة عن مستقبل المؤسسة نفسها عند المستثمرين والإدارة.

ولقد خلص كل من **(Modigliani & Miller)** إلى أن سياسة توزيع الأرباح لدى المؤسسة ليس لها أي تأثير على القيمة السوقية لهذه الأخيرة ولا على تكلفة رأسمالها،[1] كما انه ليس هناك أثر عند قيام المؤسسة بتوزيع الأرباح عن شكل توزيعات نقدية لصالح المساهمين أو أن تقوم باحتجازها.[2]

بعبارة أخرى فإذا أجريت توزيعات سوف تزداد ثروة المساهم بمقدار هذه التوزيعات أما في حالة عدم إجراء التوزيعات فسوف تزيد القيمة السوقية للسهم الذي يملكه بنفس المقدار من التوزيعات التي لم يحصل عليها، وعليه إذا كانت سياسة التوزيع لا تهم حملة الأسهم العادية فعلى المؤسسة أن تختار سياسة التوزيع التي تناسبها دون الاهتمام بمدى جاذبية السياسة المتبعة لحملة الأسهم.

1.2.الصيغة الرياضية للنظرية

تبنى هذه النظرية على فرضية أن الهيكل المالي للمؤسسة يتكون فقط من الأموال الخاصة في التمويل، ولذلك فإن قيمة السهم السوقية حاليا في بداية الاستثمار مساوية للقيمة الحالية لتوزيع الأرباح المدفوعة نهاية الفترة مضافا إليها قيمة السهم الجديدة في نهاية الفترة. والمعادلة توضح ذلك:

$$N.\ DPA = \Delta N.P1 \quad \text{.....} \quad (3\text{-}7)$$

حيث:

N : عدد الأسهم الجديدة التي تم إصدارها؛

DPA : توزيعات السهم الواحد؛

NP1 : سعر السهم بعد دفع التوزيعات نهاية الفترة.

وكون قيمة المؤسسة ثابتة، أي أنها تتساوى قبل وبعد إجراء التوزيعات، وبالتالي يمكن التعبير عنها كما يلي:[3]

$$N.P_0 = (N + \Delta N).\ P_1$$

$$N.P_0 = N.P_1 + \Delta N.\ P_1$$

[1] Peter Atrill, **Financial Management for Decision Makers**, 5th Edition, Pearson Education Limited, Navarro, Spain, 2009, P 372

[2] Jim Mcmenamin, **Financial Management : An Introduction,** Routledge, London, Uk, 2005, P 550

[3] منير إبراهيم الهندي، **الإدارة المالية مدخل تحليلي معاصر**، الطبعة السادسة، مكتب العربي الحديث، الإسكندرية، مصر، 2007، ص 699

$\Longrightarrow$ $N.P_0 = N.P_1 + N.DPA$ $\Longrightarrow$ $N(P_0 - P_1) = N.DPA$

$$P_0 - P_1 = DPA. \quad \text{(3-8)}$$

نلاحظ من المعادلة الأخيرة، أن التوزيعات مساوية تماما للتغير في القيمة السوقية، فأي زيادة أو انخفاض في التوزيعات سوف يصاحبه انخفاض أو زيادة في القيمة السوقية للمؤسسة بنفس المقدار.

2. نظرية فان هورن (Van Horne)

يعتبر **(Van Horn)** أحد مؤدي النتيجة التي توصلا إليها كل من **(M&M)** وذلك من خلال اعتباره بأن القيمة السوقية للسهم في بداية الفترة إنما تتمثل في القيمة الحالية للتدفقات النقدية المتولدة عنها خلال الفترة والمتمثلة في التوزيعات، والتي يمكن أن تترجم بالمعادلة على النحو التالي:[1]

$$P_0 = (DPA + P_1) / (K+1) \quad \text{(3 -9)}$$

حيث:

K :معدل العائد المطلوب.

وعلى افتراض أن المؤسسة تعتمد في تمويلها على الأموال الخاصة فقط، وبما أن عدد الأسهم العادية في بداية الفترة هو N سهم، وأن المؤسسة أصدرت أسهم عادية جديدة خلال الفترة عددها N* سهم، فإن المعادلة تصبح كما يلي:

$$P_0 = [N.DPA + (N + N^*) P_1 - N^*.P_1] / (K+1) \quad \text{(3-10)}$$

أي أن القيمة السوقية للأسهم القديمة في بداية الفترة تتمثل في القيمة الحالية للتوزيعات التي سيحصل عليها المساهمون في نهاية الفترة، مضافا إليها القيمة السوقية للأسهم القديمة والجديدة في نهاية الفترة مطروحا منها القيمة الحالية للقيمة السوقية للأسهم الجديدة في نهاية الفترة، حيث أن قيمة الأسهم الجديدة هي القيمة التي تتساوى فيها الموارد المالية للمؤسسة مع الاحتياجات المالية المطلوبة. فان اقتصرت الموارد المالية على الأرباح التي تتحقق خلال الفترة بالإضافة إلى تحصيلات بيع الأسهم الجديدة والاستخدامات على التوزيعات والاستثمارات التي تم تنفيذها في بداية الفترة فان القيمة السوقية للأسهم الجديدة تتحدد وفق المعادلة التالية:

$$Rent + N^*.P_1 = I + N.DPA. \quad \text{(3-11)}$$

حيث:

Rent : تمثل النتيجة الصافية، الأرباح المحققة.

I: الاستثمارات المقرر تنفيذها.

وعليه فان:

$$N^*.P_1 = DPA.N + I - Rent \quad \text{(3-12)}$$

وبالتعويض في المعادلة السابقة نجد

$$P_0 = [N.DPA + (N + N^*) P_1 - DPA.N - I + Rnet\ ] / (K+1) \quad \text{(3-13)}$$

[1] Michel Albouy, **Décision Financiers et Création De Valeur**, Economica, Paris, 2000, P 202

$$NP_0 = [(N^* + N)\, P_1 + Rnet - I] / (1 + K) \quad \text{..... (3-14)}$$

أي أن القيمة السوقية للأسهم القديمة في بداية الفترة تساوي القيمة الحالية للقيمة السوقية للأسهم القديمة والجديدة في نهاية الفترة مضافا إليها قيمة الأرباح المحققة مطروحا منها الاستثمارات التي نفذت خلال الفترة.[1] ونلاحظ من المعادلة الأخيرة؛ أنه لا وجود للتوزيعات في المعادلة، ومنه قيمة المؤسسة مستقلة تماما عن التوزيعات؛ بل هي دالة تابعة أساسا للنتيجة المحققة، والاستثمارات، وسعر السهم في نهاية الفترة.

3. نظرية جوردن Myron Gordon (1962)

اختلف نظرة **(Myron Gordon)** اختلافا جوهريا عن نظرة **(M&M)** إذ اعتقد أن سياسة التوزيع تؤثر على القيمة السوقية للمؤسسة وقبل التطرق إلى الإثبات الرياضي لوجهة النظر هنا ينبغي أن نتعرض إلى الفروض التي يقوم عليها نموذج **(Myron Gordon)** والتي تتمثل في:[2]

- لا يوجد تمويل خارجي، أي أن المؤسسة تعتمد بالكامل على الأموال الخاصة في تمويل استثماراتها؛
- معدل العائد المتوقع على الاستثمارات للمؤسسة ثابت ويساوي K*؛
- معدل العائد المطلوب المتوقع على الاستثمار ثابت ويساوي K؛
- لا يخضع دخل المؤسسة أو دخل المستثمر للضريبة؛
- أن معدل نمو المؤسسة ثابت ويساوي "g" وأن "g" تساوي الأرباح المحتجزة "R" لكل وحدة نقدية من الربح المتولد مضروب في معدل العائد المتوقع على استثمارات المؤسسة أي $(g = K^* \times K)$؛
- معدل العائد المطلوب على الاستثمار أكبر من معدل النمو للمؤسسة أي $(K > g)$؛
- نسبة الأرباح الموزعة على حملة الأسهم العادية ثابتة لا تتغير.

ولإثبات وجهة نظر**(Gordon)** بشأن تأثير سياسة التوزيع على قيمة المؤسسة سنبدأ من المعادلة التالية:

$$P_0 = D_1 / [(K-g] \quad \text{.....} \quad \text{(3-15)}$$

ومن أجل:

$$D = P\,(1 - R)$$

$$g = K^* \times K$$

فإن المعادلة (8-1) تصبح على الشكل التالي:

$$P_0 = P_1\,(1\text{-}R) / [K - K^*\, K^*] \quad \text{..... (3-16)}$$

ففي حالة $(K^*=K)$ أي أن معدل العائد المطلوب على الاستثمار يساوي معدل العائد المتوقع على

[1] Talaues Teu ,Patrick Tobsacalian , **Finance** ,3eme Edition ,Librainé Vuibert ,Paris,2000, PP 454-455

[2] M. J. Gordon , **"Dividends, Earnings, and Stock Prices"**, The Review of Economics and Statistics, Vol.41, no 2, Part (May, 1959), PP 99-105

الاستثمار، فإن القيمة السوقية للسهم تصبح على النحو التالي:

$$P_0 = P_1 (1-R)/K (1-R)$$

$$\mathbf{P_0 = [P_1 / K]} \quad \text{.....} \quad \mathbf{(3\text{-}17)}$$

بما أن "R" هو المتغير الذي يعكس لنا سياسة توزيع الأرباح فإنه لم يظهر في المعادلة (10- 1) فهذا يعني أن سياسة التوزيع لا تؤثر على القيمة السوقية للسهم ومن ثم على قيمة المؤسسة في حالة (K*=K). والمتغيرات التي ظهرت هي (K،P_1) اللذان يعبران عن ربحية السهم والمخاطر التي يتعرض لها هذا الأخير، أي أن القيمة السوقية للسهم هي محصلة لقرارات الاستثمار وليس لقرارات التمويل.

وإذا كان ($K > K^*$) فإن P_0 سوف تنخفض مع زيادة في الأرباح المحتجزة "R" أي تنخفض مع زيادة في المقدار، (1-R) . أما في حالة ($K< K^*$) فإن P_0 سوف ترتفع مع الزيادة في الأرباح المحتجزة (R).

المطلب الثاني: النظريات المفسرة لسياسة توزيع الأرباح في ظل ظروف عدم التأكد

بعد ما تم التطرق للمقاربات النظرية في ظل ظروف التأكد التام سيتم من خلال هذا المطلب التطرق للمقاربات النظرية في بيئة عدم التأكد وذلك في ظل الكفاءة التامة للسوق المالي.

1. نظرية سياسة التوزيعات الشخصية (Home-made dividend) لكل من (M&M)

يصر كل من الباحثين **(Modigliani & Miller)** على وجهة نظرهما السابقة بشأن سياسة التوزيع حتى في ظل عدم التأكد بأنه لن يكون لسياسة التوزيع تأثير على قيمة المؤسسة السوقية وذلك على افتراض أن المؤسسة تعمل في ظل المنافسة الكاملة، فالمستثمر يمكن أن يشكل لنفسه سياسة التوزيع التي تناسبه-**(Home made Dividend Policy)**ومن ثم فلن يهتم لسياسة التوزيع التي تقررها المؤسسة من خلال عملية بيع وشراء الأسهم التي يملكها.[1]

2.1. الصيغة الرياضية للنظرية

يفترض النموذج أن النتيجة المحققة هي (Rnet) لهذه السنة ومبلغ الاستثمار خلال السنة الحالية هو I، ومصادر التمويل المتاحة للمؤسسة هي إما الأرباح المحتجزة أو إصدار أسهم عادية أو طرح سندات جديدة أو الحصول على التمويل من مصادر خارجية D إذا لم يكفي ما تبقى من الأرباح المتولدة في العام السابق Rnet لتمويل الاستثمارات I والتوزيعات المعتمدة D_{IV}.

ويمكن توضيح ذلك وفق المعادلة التالية:

$$Rnet + D = I + D_{IV}$$

$$\Longrightarrow \quad \mathbf{D_{IV} = Rnet - I + D} \quad \text{.....} \quad \mathbf{(3\text{-}18)}$$

حيث:

- Rnet: الأرباح المحققة أو النتيجة الصافية؛

[1] Van Horne، James C.، **Financial management and policy**, 12th edition، Prentice-Hall، Inc. New Jersey ،USA, 2002، P 313

- (D): التمويل بمصادر خارجية؛
- (D+ Rnet) : الموارد المالية (داخلية وخارجية)؛
- (I) : الاستثمار المنفذ من طرف المؤسسة؛
- (Div): التوزيعات المعتمدة؛
- (Div + I) : الاستخدامات المالية.

إن حصول المؤسسة على أموال من مصادر خارجية سوف يترتب عليها مصاريف مالية تتمثل في تكلفة هذه الأموال، هذه الأخيرة أعباء غير مؤكدة.

$$DIV = Rnet - FF_1 \quad (3\text{-}19)$$

نقوم بافتراض أن المؤسسة سوف يتم تصفيتها بنهاية العام الحالي، أين يتم توزيع حصيلة التصفية آنذاك (Rnet) بين المساهمين على ما قيمته (DIV_1) وبين مصادر التمويل الجديدة التي ستحصل على قيمة، (D_1) وفق المعادلة التالية:

$$P_0 = [D_0 + P_1] = [D_0 + D_1] / (1 + K) \quad (3\text{-}20)$$

$$P_1 = (DIV_1 - P.R.\ COV(DIV_1.\ R_M)) / (1 + R_{SR}) \quad (3\text{-}20)$$

حيث:

(P.R): تمثل بدل المخاطرة، والمتمثل في نسبة الفرق بين عائد السوق وعائد الأصل بدون مخاطر إلى تباين السوق؛

($COV(DIV_1.R_M)$: التباين المشترك بين عائد التوزيعات (DIV_1) و عائد السوق (R_M) ؛

(R_{SR}): معدل العائد بدون مخاطر.

بتعويض المعادلة (12-1) في المعادلة (14-1) نجد:

$$P_1 = [(Rnet_1 - FF_1) - PR.\ COV((Rnet_1 - FF_1).\ R_M)] / (Rsr+1) \quad (3\text{-}21)$$

$$COV[(FF_1 - R_1).R_M] = COV(R_1.\ R_M) - COV(FF_1.\ R_M) \quad (3\text{-}22)$$

بالتعويض نجد:

$$P_1 = [[R_1 - PRCOV(R_1.R_M)] / (1+R_{SR})] - [FF_1 - PRCOV(FF_1.\ R_M] / (1+Rsr)$$

يتمثل جزء من قيمة السهم الحالية للمصاريف المالية، والتي لا تخرج عن كونها قيمة الديون D

وبتعويضها نجد:

$$P_1 = (R_1 - PR\ COV(R_1.R_M) / (1+R_{SR}) - D \quad (3\text{-}23)$$

وإذا رجعنا إلى قيمة السهم في الزمن 0، والمتمثلة في المعادلة (13-1) نجد:

$$P_0 = D_0 + P_1 = D_0 + D_1 / (1+K) = D_0 + (R_1 - PRCOV(R_1.\ R_{SR})) / (1+R_{SR}) \quad (3\text{-}24)$$

بتعويض المعادلة نجد:

$$P_0 = (R_1 - PR.COV(R_1.R_M)) / (1+R_{SR}) + R_0 - I \quad \text{..... (3-25)}$$

ومن خلال المعادلة الأخيرة نلاحظ أنه لا يوجد أي متغير من متغيرات سياسة التوزيع (لا التوزيعات الحالية ولا المستقبلية) وهي دليل على حيادية واستقلالية سياسة توزيع الأرباح، والمتغيرات المتحكمة في قيمة السهم السوقية هنا هي قرار الاستثمار بدليل (I) وما يترتب عليه من نتيجة حالية ومستقبلية (R_0،R_1) وعلاوة المخاطرة المقابلة للعائد.

وفي الأخير يمكن القول إن كل من **(M&M)** يؤكدان عدم تأثير سياسة توزيع الأرباح على القيمة السوقية للسهم، فالمؤسسة لها الحق في اتخاذ السياسة التي ترغب في انتهاجها، بغض النظر عن بردود أفعال المساهمين.

2. نظرية عصفور في اليد (Bird-In The Hand Theory)

لا يتفق كل من الباحثين **(Gordon & Lintner)** في تحليلهما لأثر سياسة التوزيع على ثروة الملاك وذلك من خلال النموذج الذي قاما بتقديمه **(Bird In Hand Model)** نموذج عصفور في اليد والذي يقوم على فكرة منطقية مفادها أن درجة التأكد لدى المستثمر بشأن التوزيعات المتوقع الحصول عليها في العام القادم يزيد عن درجة التأكد بشأن التوزيعات المتوقع الحصول عليها في العام الذي يليه.[1] وعليه إذا كانت القيمة السوقية للمؤسسة (القيمة السوقية لأسهمها العادية) تتحدد بالقيمة الحالية للتدفقات النقدية المتمثلة في التوزيعات – على فرض أن المؤسسة ممولة بالكامل من حقوق الملكية -فإن معدل خصم هذه التوزيعات ينبغي أن يتزايد من عام إلى آخر ويمكن صياغة المعادلة على النحو التالي:[2]

$$P_0 = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{\hat{D}_t}{(1+K_t)^t} \quad \text{..... (3-26)}$$

$$P_0 = \frac{\hat{D}_1}{(1+K_1)^1} + \frac{\hat{D}_2}{(1+K_2)^2} + \cdots + \frac{\hat{D}_\infty}{(1+K_\infty)^\infty} \quad \text{..... (3-27)}$$

حيث:

$$K_1 > K_2 > \cdots\cdots\cdots > K_\infty$$

من خلال ما سبق سنعتمد على فرضية مفادها أن الأرباح التي كان من المقرر توزيعها في نهاية الفترة الأولى $\hat{D}_1$ قد تم احتجازها من أجل إعادة استثمارها بمعدل $\hat{R}$ على أن يضاف العائد السنوي لهذا الإستثمار $\hat{R} \times \hat{D}_1$ للتوزيعات في السنوات التالية في هذه الحالة سيتم الحصول على المعادلة التالية:

$$P_0 = \frac{0}{(1+K_1)^1} + \frac{\hat{D}_2+\hat{D}_1\hat{R}}{(1+K_2)^2} + \frac{\hat{D}_3+\hat{D}_1\hat{R}}{(1+K_3)^3} + \cdots + \frac{\hat{D}_\infty+\hat{D}_1\hat{R}}{(1+K_\infty)^\infty} \quad \text{..... (3-28)}$$

[1] Vishwanath S.R. **Corporate Finance Theory and Practice**, Second Edition, Response Books, New Delhi, India 2007, P 598

[2] منير إبراهيم الهندي، **الإدارة المالية مدخل تحليلي معاصر**، مرجع سبق ذكره، ص، 705

بمقارنة المعادلة (3-26) مع (3-28) يتبين بأن قيمة المؤسسة في ظل المعادلة (3-27) تفوق قيمتها في ظل المعادلة (3-28) وذلك لأنه توجد علاقة عكسية بين القيمة الحالية للتدفقات النقدية وبين معدل الخصم وهذا يعني أن قرار إجراء التوزيعات يترك أثر على القيمة السوقية للأسهم.

يقوم نموذج (Gordon) على أن درجة التأكد بشأن التوزيعات تتناقص كلما طال تاريخ استحقاق هذه الأخيرة أي العلاقة الطردية بين الزمن وعدم التأكد، فإذا ما تجاهلنا هذه الفكرة سيترتب عليه ثبات معدل الخصم (K)، وعليه فإن سياسة التوزيعات لا يكون لها أثر على القيمة السوقية للأسهم العادية، ففي ظل المعادلة (3-28) تساوي تماما قيمة التوزيعات في السنة الأولى في المعادلة (3-27) ونظرا لأن هذا العائد مستمر أي يستمر إلى مالا نهاية فإن القيمة الحالية للأرباح المحتجزة (D_0) تكون كما يلي:

$$D_0 = \frac{\hat{D}_1 \hat{R}}{(1+k)^t} = \frac{\hat{D}_1 \hat{R}}{K} = \hat{D}_1 \quad \text{(3-29)}$$

3.نموذج والتر (Walter)

يعتبر نموذج والتر (Walter) **من سنة 1956م من** أوائل المداخل التي ناقشت العلاقة بين سياسة التوزيعات والقيمة السوقية للمؤسسة، فقد أشار (Walter) إلى الدور الذي يلعبه معدل العائد الداخلي (معدل العائد المطلوب أو تكلفة رأسمال) في تحديد سياسة التوزيع الأرباح التي من شانها تعظيم القيمة السوقية لثروة الملاك. [1] حيث يمكن للمؤسسة أن تحقق سياسة توزيع مثلى وفق شكل العلاقة بين معدل العائد المتوقع على الاستثمار ومعدل العائد المطلوب. فإذا ما كان معدل العائد المتوقع على الاستثمار يفوق تكلفة رأس المال وبالتالي معدل العائد المطلوب من طرف المساهمين، فإن المؤسسة سوف تلجا إلى احتجاز الأرباح، أما في حالة العكس، فإن المؤسسة سوف تقوم بتوزيع الأرباح على المساهمين.

توصل (Walter) إلى العلاقة التي تبين بأن سعر السهم ما هو إلا عبارة عن مجموع القيمة الحالية لتوزيع أرباح السهم والقيمة الحالية للأرباح الرأسمالية. وهذا في ظل جملة من الافتراضات نوجزها في النقاط التالية:

- يتم تمويل الاستثمارات عن طريق الأرباح المحتجزة بدلا من استخدام أموال إضافية (سواء عن طريق الاقتراض أو إصدار أسهم جديدة)؛
- كل من معدل العائد الداخلي (معدل العائد المطلوب) وتكلفة رأسمال ثابتة لا تتغير؛
- كل الأرباح المتاحة للشركة إما يتم توزيعها بالكامل فورا أو يتم احتجازها كلها؛
- لا تتغير الأرباح والتوزيعات بالإضافة إلى أن المؤسسة مستمرة ولا تنقضي.

[1] James E. Walter, **"Dividend Policies and Common Stock Prices",** the Journal of Finance, the American Finance Association,Vol.11, no1, 1956, PP 29-41

فإذا كانت (R)، تمثل معدل العائد على الاستثمار و (D) هي توزيع أرباح السهم السنوي، و (B) نصيب السهم من الربح الإجمالي للمؤسسة، أما (ke) فهو معدل العائد المطلوب من طرف المساهمين، فإن سعر السهم السوقي يعطى بالعلاقة:[1]

$$P = \frac{D+\frac{R(B-D)}{K_e}}{K_e} \quad \text{.....(3-30)}$$

والملاحظ من العلاقة السابقة، أنه عندما يكون معدل العائد المتوقع على الاستثمار (R) أكبر من معدل العائد المطلوب (Ke) فإن تأثير زيادة احتجاز الأرباح يكون إيجابي على القيمة السوقية للمؤسسة.

أي في حالة (Ke < R) ، فإن توزيع أرباح السهم ستكون لها دور في زيادة سعر السهم السوقي.

أما في حالة (Ke =R)، فإن كلا السياستين سواء توزيع الأرباح أو احتجازها لهما نفس التأثير على سعر السهم السوقي.

المبحث الثالث: المقاربات النظرية المفسرة لأثر سياسة التوزيعات على قيمة السهم في ظل اختلال فرضيات السوق ذات الكفاءة التامة

تطرقنا في المبحث السابق لمعالجة نظرية تأثير سياسة التوزيع على القيمة السوقية للمؤسسة، غير أننا لم نصل إلى وجهة محددة في هذا الشأن. والآن ننتقل إلى معالجة واقعية لتلك السياسة، إذ يعتقد في وجود اعتبارات عملية تجعل لسياسة التوزيع المتبعة تأثير على القيمة السوقية للمؤسسة، وفيما يلي سنعرض أهم هذه الاعتبارات. والمتمثلة في اختلاف المعدلات الضريبية والتي تمثله نظرية التمييز الضريبي ثم الاعتبارات المندرجة ضمن مقاربات النظرية المالية المعاصرة والمتمثلة في نظريات الزبون، الوكالة والإشارة وفي الأخير سيتم عمل تقييم مختصر لبعض هذه المقاربات.

المطلب الأول: سياسة التوزيع ونظرية التمييز الضريبي

قبل التطرق إلى هذه النظرية لا بد من تحديد المصادر الأساسية لدخل المساهمين وهما مصدران الدخل العادي من الأسهم ويتمثل في توزيعات الأرباح والثاني المكاسب الرأسمالية ويتمثل في حرية التصرف في السهم وهو الفرق بين سعر الشراء وسعر البيع وكلا المصدرين يخضع لمعدلات ضريبية وهنا نجد الحالتين التاليتين:

1.أثر التوزيعات في حال تباين معدل الضريبة

هناك عدة مقاربات تناولت سياسة التوزيع في ظل تباين معدلات الضريبة وسنحاول فيما يلي عرض أهم هذه المقاربات

1.1.نظرية التمييز الضريبي (The Tax Preference Theory)

[1] **Ibid,** PP 29-41

تحاول هذه النظرية توضيح أثر الضريبة على تفضيلات المستثمر والتي قام ببناء نموذجها كل من (Lintzenberger & Ramaswany)، فإذا كانت وجهة نظر (Gordon & Lintner) تقر بأن تعظيم القيمة السوقية للسهم يكون عن طريق إجراء توزيعات الأرباح، فإن نظرية التمييز الضريبي قامت على العكس تماما.

تقوم هذه النظرية على مبدأ أن المستثمر يفضل احتجاز الأرباح على التوزيعات بسبب التمييز الضريبي والذي يفضل الأرباح الرأسمالية لأنها تخضع لمعدل ضريبة أقل بالمقارنة بالضريبة على التوزيعات،[1] ووفقا لنظرية التمييز الضريبي، فإنه يجب على الشركات أن تخفض التوزيعات النقدية إلى أدني مستوى إذا كانت راغبة في تعظيم قيمة الأسهم،[2] وتبعا لهذه النظرية، فإن الاختلاف بين معدل الضريبة على التوزيعات وعلى الأرباح الرأسمالية، ينتج عنه ظاهرة تسمى ب: ظلة التوزيعات (Dividend Tilt) والتي تعني أن أسهم المؤسسة التي تقوم بإجراء التوزيعات، يجب أن تحقق عائدا قبل الضريبة يفوق العائد الذي تحققه أسهم مؤسسة أخرى تنتمي إلى نفس فئة المخاطر ولكنها تحتجز الأرباح، وهذه الزيادة تعوض الفرق بين المعدل الفعلي للضريبية على التوزيعات والمعدل الفعلي للضريبة على الأرباح الرأسمالية.[3]

2.1. مقاربة (Farrar & Selwyn) 1967

تقوم وجهة (Farrar & Selwyn) هما على أساس فرض أن المساهم يطمح لتعظيم الدخل المتولد بعد الضريبة، وبالنظر إلى المنافع التي يحققها المساهمون من احتجاز الأرباح لدى المؤسسات من خلال الوفرات الضريبية التي يحققونها تصبح لسياسة توزيع الأرباح الأثر الكبير على قيمة المؤسسة وثروة الملاك، عكس نموذج (M&M) في الحالة السابقة ويصبح المساهمون يفضلون المؤسسات التي تنتهج سياسة عدم توزيع الأرباح.

3.1. مقاربة (Brennan) 1970

تعتبر وجهة نظر(Brennan) امتداد لوجهة نظر (Farrar & Selwyn) غير أن برنان سعى إلى تحديد كيفية تأثير سياسة التوزيع على قيمة المؤسسة، حيث قام بالتركيز على العائد بعد الضريبة،[4] وهو ما يهم المساهم بالدرجة الأولى ومن الإسهامات التي جاء بها هو أنه عندما تتساوي المخاطر التي تتعرض لها مؤسستين، فإن معدل العائد بعد الضريبة يجب أن يتساوى لدى كل من المؤسستين ففي حالة توزيع الأرباح بنسبة عالية، فإن ذلك سيؤدي إلى تحمل ضريبية عالية تُخفض العائد بعد الضريبة وبالتالي تُخفض قيمة المؤسسة عما كانت عليه لو أنها تبنت سياسة توزيعات منخفضة، ولقياس مدى تأثير الوفر الضريبي المحقق عند تبني سياسة توزيع منخفضة، يرى الباحث (Brennan) بأن قيمة المؤسسة التي لا تقوم بالتوزيعات تساوي القيمة السوقية للمؤسسة مماثلة تقوم بالتوزيعات لكل الأرباح المحققة، مضافا لها القيمة الحالية للوفرات الضريبية المحققة والعلاقة التالية تبين ذلك :

$$P = P^* \times [T - T^*] / i \qquad (3\text{-}31)$$

[1] Brigham, Eugene F, Ehehardt Michael c, **Financial Management Theory and Practice**, Lachina Publishing Services,USA,2005,P 615

[2] محمد زرقون، **مرجع سبق ذكره** ص87

[3] منير إبراهيم هندي، **الإدارة المالية مدخل تحليلي معاصر، مرجع سبق ذكره**، ص ص 354-355

[4] Jack Broyles, **Financial Management and Real Options,** John Wiley and Sons, West Sussex, England, 2003, P 293

بحيث:

P: قيمة المؤسسة التي لا توزع الأرباح؛

*P : قيمة المؤسسة المماثلة التي توزع كل الأرباح؛

T: الضريبة التي تدفعها المؤسسة التي لا توزع أرباحها؛

*T: الضريبة التي تدفعها المؤسسة المماثلة التي توزع كل الأرباح؛

i: معدل الخصم – معدل العائد على الاستثمار / الاحتجاز.

نلاحظ أن للوفر الضريبي دور في رفع قيمة المؤسسة التي تقوم بتوزيعات منخفضة فبعد ما كان الإشكال في طريقة التوزيع أصبح في الظرف الذي يتم فيه التوزيع، فللأثر الضريبي يؤثر في سياسة التوزيع وقيمة المؤسسة.

4.1. مقاربة (Miller & Sholes) 1978

لقد تبني كل من الباحثين (**Miller & Sholes**) الرؤية التي تؤيد إيجابية احتجاز الأرباح، وخصوصا إذا كانت المعدلات المفروضة على التوزيعات تتباين عن تلك المفروضة على الأرباح الرأسمالية، فمن وجهة نظرهما فإن المستثمر يملك جملة من الآليات والحيل الضريبية التي تجعله يحقق ميزات ضريبية على العائد.[1]

فعلى اعتبار أن احتجاز الأرباح ينجم عنه تأجيل سداد الضريبة إضافة إلى زيادة القيمة السوقية للسهم، وفي حال تفضيل المستثمر الحصول على التوزيعات فبإمكانه القيام باقتراض مبلغ من المال بحيث تكون الفوائد المدفوعة تساوي إلى التوزيعات المتوقع الحصول عليها، كما يوجه هذه الأموال المقترضة إلى استثمارها بحيث يتولد عنها عائد خالي من المخاطر. [2] بالإضافة إلى عدم دفع أي ضرائب على التوزيعات وذلك كونها تغطي الفوائد المدفوعة على القرض، مما يعني أن وعاء الضريبة يكون معدوما، إلى جانب ميزة أخرى يحققها المستثمر وهي زيادة الأرباح الرأسمالية المحققة، فزيادة على الأرباح الرأسمالية المحققة من البداية نجد هناك الأرباح الرأسمالية الناتجة عن استثمار القرض (من خلال شراء أسهم المؤسسة).

5.1 .مقاربة (Modigliani & Miller)

تميزت المقاربات التي قدمت من قبل بالتركيز على دور تأثير سياسة التوزيعات على قيمة المؤسسة من ناحية دفع الضريبة، بينما كانت مقاربة (**M&M**) مكملة لها حيث كان مضمونها أن لكل سياسة توزيع فئة من المستثمرين الذين يفضلونها عن غيرها من السياسات، الأمر الذي يدفعهم إلى شراء أسهم المؤسسات التي تؤمن لهم السياسات التي يميلون إليها. ففي حالة ارتفاع معدل الضريبة على الدخل أو المكاسب الرأسمالية وكذا عدم احتياج المستثمر إلى النقد فهو يميل إلى شراء أسهم المؤسسات التي تقوم بإجراء التوزيعات أو تقوم بإجراء توزيعات منخفضة. أما في حالة انخفاض معدل الضريبة على المكاسب الرأسمالية فالمستثمر يقوم بالاستثمار في المؤسسات التي تقدم توزيعات مرتفعة، هذه الفئة من حملة الأسهم الذين يتبعون سياسة توزيع تتماشى ورغباتهم

[1] Miller, Merton H., Myron S. Scholes, **"Dividends and taxes",** Journal of Financial Economics, Vol.6, PP 333–364

[2] منير إبراهيم هندي **مرجع سبق ذكره** ص 365

يطلق عليها اسم أثر العميل (Client Effect).[1] وتكون لسياسة التوزيع في هذه الحالة أثر على قيمة المؤسسة ليس من ناحية نمو المؤسسة أو من ناحية الوفرات الضريبية وإنما من ناحية ارتفاع قيمتها السوقية نتيجة ارتفاع الطلب على أسهمها من قبل هؤلاء العملاء.

2. أثر التوزيعات في حال تساوي معدل الضريبة على الأرباح الرأسمالية والتوزيعات

حتى في حالة تساوي معدل الضريبة على التوزيعات وعلى الأرباح الرأسمالية (فوائض القيم)، يبقى هدف المؤسسة على ما هو عليه، ويبقى لاحتجاز الأرباح أثره المرغوب على القيمة السوقية للمؤسسة، فاحتجاز الأرباح بدلا من توزيعها يعطي مرونة للمستثمر، إذ يمكن تأجيل دفع الضريبة على فائض القيمة، في حالة احتفاظ المستثمر بالسهم وعدم التصرف فيه بالبيع، فكلما زادت فترة الاحتفاظ بالسهم انخفض المعدل الفعلي للضريبة وانخفضت القيمة الحالية للضرائب المدفوعة بسبب القيمة الزمنية للنقود، وبالتالي ارتفاع القيمة السوقية للسهم وزادت جاذبيته بالنسبة للمستثمر.[2]

هذا يعني أن النظريات السابقة تبقى ممكنة حتى في حالة تساوي معدلات الضريبة على التوزيعات والأرباح الرأسمالية مع فرق بسيط وهو أن مزايا احتجاز الأرباح أصبحت أقل مما كانت عليه.

المطلب الثاني: تفسير سياسة التوزيعات وفق نظريات الصفقات، الوكالة ونظرية أثر الزبون ونظرية الإشارة

سنحاول فيما يلي عرض لتفسير سياسة توزيع الأرباح وفق نظريات المالية الحديثة والمتمثلة في الصفقات والوكالة ونظريتي أثر الزبون والإشارة.

1.إسقاط فرض عدم وجود تكلفة الإصدار وتكلفة المعاملات

سنقوم هنا بتفسير سياسة توزيع الأرباح في حالة افتراض عدم وجود تكلفتي الإصدار والمعاملات كما يلي:

1.1 تكلفة الإصدار

من المتعارف عليه أن عملية التمويل بالأموال الخاصة يكون من خلال عناصر التمويل الخاصة بالمؤسسة والتي نجد من بينها الأرباح غير الموزعة (الأرباح المحتجزة) أو من خلال إصدار أسهم جديدة تغطي احتياجات المؤسسة المختلفة ، لكن هذه الأخيرة (إصدار الأسهم) تستوجب تحمل تكاليف الإصدار ، وهذا ما يعكس فرض **(M&M)** فيما يخص لرؤيتهما بعدم تأثر قيمة المؤسسة بالتوزيعات في حالة السوق الكاملة – لأن وجود هذه التكاليف حتمي ويعني أن كل وحدة نقدية دفعت كتوزيعات لا يمكن تعويضها بالقيمة نفسها أي واحد وحدة نقدية من إصدارات الأسهم الجديدة – و إنما يجب إدخال تكلفة الإصدار أي يمكن تعويضها لكن قيمة السهم مضافا إليه تكلفة الإصدار هو عبارة عن تكاليف ثابتة الأمر الذي يعني أن تكلفة الإصدارات الصغيرة - والتي

[1] Aswath Damodaran, **Applied Corporate Finance: A User's Manual**, Second Edition, John Wiley And Sons, USA, 2004, P 624

[2] منير إبراهيم هندي، **مرجع سبق ذكره**، ص ص:368-369

هي في الغالب ممكنة التجنب من خلال احتجاز الأرباح - الأمر الذي يؤكد عدم إمكانية تعويض الأرباح المحتجزة بالقيمة نفسها من الإصدارات . وبالتالي تلعب الأرباح المحتجزة دور آخر في الرفع من قيمة المؤسسة من خلال تأمين فرض التوسع للمؤسسة بأقل التكاليف وفي أسرع وقت باعتبار أن الأموال في حوزة المؤسسة وفي خدمة المسيرين لحظة اتخاذ القرار -استثمار جديد أو توسع ... إلخ.

2.1. تكلفة المعاملات

لقد برر كل من **(M&M)** موقفهما من سياسة التوزيعات في المؤسسة بإمكانية تكوين المستثمر لسياسة التوزيعات لتي تناسبه، وهذا من خلال التنازل أو شراء الأسهم حسب الحاجة، في ظل فرض عدم وجود تكلفة للمعاملات ولكن الواقع على العكس من ذلك تماما، فالمستثمر يترتب عليه في كل مرة دفع تكاليف مقابل شراء أو بيع الأسهم[1]، وزيادة على ذلك فان تكلفة المعاملات هي من التكاليف الثابتة الأمر الذي ينعكس على تكلفة هذه العملية، مما يجعل المستثمر يفضل إتباع المؤسسة لسياسة توزيعات بدل انتهاجه لسياسة خاصة به.

كما أن القيود المفروضة على هذه المعاملات، غالبا ما تضع حد أدنى لهذه المعاملات مما قد يحتم على المستثمر التنازل عن أسهم تزيد عن رغبته أو شراء كمية تزيد عن حاجته، إضافة إلى العوامل النفسية التي قد تؤثر على رغبات المستثمر. كما أن ارتفاع تكاليف المعاملات غالبا ما ينتج عنه زيادة العائد المستقبلي المتوقع من قبل المستثمرين، وهذا من أجل تعويض هذه التكاليف الناتجة عن استثماراتهم، وبالتالي تؤدي إلى ارتفاع أسعار الأسهم، كما أن ارتفاع تكاليف المعاملات يفرض على المستثمرين الاحتفاظ بالأسهم قدر المستطاع من أجل تفاديها والتقليل من تأثيرها، مما ينتج عنه طول فترة الاحتفاظ إضافة إلى انخفاض حجم التداول في السوق المالي.[2]

3.1.وجود حد أدنى لصفقات بيع و شراء الأوراق المالية

إن المستثمر يكون عنده قرار بيع أو شراء أسهم مقابل حجز أو توزيع أرباحها ولتحقيق سياسة التوزيع الخاصة به تحت قيد **الحد الأدنى لحجم الصفقات** يكون المستثمر أمام خيار بيع أو شراء عدد أقل أو أكبر من الأسهم التي يرغب فيها.

2. سياسة توزيع الأرباح وفق نظرية الزبون

بسبب عامل الضريبة فإن معظم المساهمين يفضلون الحصول على أرباح رأسمالية بدلا من التوزيعات النقدية الحالية، وهذا كما سبق ورأينا راجع إلى الاختلاف الموجود بين قيمة الضرائب المستحقة على كل من التوزيعات والأرباح الرأسمالية، والتي تكون أقل في الأرباح الرأسمالية، لذا فالمؤسسة تكون أمام ضرورة انتهاج سياسة توزيعات أكثر جاذبية للمستثمرين. فتفضيلات المستثمرين تكون مختلفة، ويرجع أساس هذا الاختلاف إلى التباين في معدلات الضريبة المفروضة، لذا ينشأ ما يسمى بتأثير العميل، فقرار المؤسسة بإجراء توزيعات أو إعادة شراء أسهمها إنما يرضي نوع معين من المستثمرين في حين يعارض رغبات آخرين، وهذا يعتبر كدليل على أن سياسة التوزيعات لا تكون مثالية بالنسبة لكل المستثمرين.

---

[1] Andrew M. Chisholm**, An Introduction to Capital Markets**, John Wiley & Sons, Ltd, West Sussex, UK, 2002, P 267

[2] Michael J. Barclay, Eugene Kandel , Leslie M. Marx, **"The Effects of Transaction Costs On Stock Prices and Trading Volume"**, Journal of Financial Intermediation Vol.7, no 2, (Apr.,1998), PP 130-150

وإذا تم اعتبار المستثمر عقلاني، فهو بذلك يسعى إلى تخفيض قيمة الضرائب التي يدفعها، هذا الأمر سيدفع به إلى تفضيل سياسة التوزيعات التي يترتب عنها ضرائب أقل، وغالبا يميل إلى الأرباح المحتجزة والتي تحقق له هذا المبتغى، وإضافة إلى ذلك فإنه وفي غياب تكلفة المعاملات بإمكان المستثمر اقتناء أسهم المؤسسات التي تكون لها سياسة توزيعات تلاؤمه، لهذا يسعى المستثمرون إلى تنويع محافظهم المالية. وعلى ذلك يكون التأثير الوحيد على قيمة المؤسسة من جراء انتهاج سياسة توزيع معينة هو جذب عميل خاص ومعين، يرغب في هذه السياسة المتبعة والمستوى المقرر من التوزيعات، في حين يترتب عن تغيير هذه السياسة هو جذب نوع أخر من العملاء.[1]

3. سياسة توزيع الأرباح وفق نظرية الوكالة

لعله من أكثر الباحثين الذين أعطوا أهمية بالغة لتلك المواضيع المتعلقة بأهمية سياسة توزيع الأرباح ودورها في نظرية الوكالة نجد كل من **(Jensen & Meckling)** عام 1976م و**(Myers)** عام 1977 م بالإضافة إلى **(Jensen)** عام 1986م،حيث أجمع هؤلاء الباحثون على أن سياسة توزيع الأرباح تساهم بقسط كبير في التقليل من حدة الخلاف الناتج عن تضارب المصالح بين كل من الإدارة وحملة الأسهم وكذا حملة السندات وحملة الأسهم على التوالي[2]، وعلى اعتبار أن الوثائق المحاسبية والمعلومات المصرح بها للجمهور غير كافية له لتمكنه من تمييز الإدارة الكفؤة عن غيرها ،إضافة إلى أن الإدارة تمثل موّكل لتسيير أملاك المساهمين بالمؤسسة، وبالنظر لكون المسيرين في معظم الحالات ليسوا هم مالكي المؤسسة. فإن أداءهم يكون على أحسن وجه إذا كان موافقا لأهداف الملاك، لكن ذلك الأداء لا يكون كذلك لأن المسيرين في الكثير من الأحيان يرغبون في تعظيم مصالحهم الشخصية، ومن هنا ينشأ ما يسمي بتكاليف الوكالة والتي يتحملها الملاك لمراقبة مسيري المؤسسة.

كما نوّه الباحث **(Easterbrook)** في مقاله من العام 1984م إلى وجود صنفين من تكاليف الوكالة والتي تعدان المفسران الأساسيان لسياسة التوزيعات، والمتمثلة في تكاليف **الرقابة على المسيرين** إضافة إلى تكلفة **البعض من المسيرين المشاركين في الرقابة**. هذا وقد أشار الباحث **(Easterbrook)** أيضا إلى أن بقاء المؤسسة في السوق المالي متعلق بما تتضمنه توزيعات الأرباح، وذلك لكون تكاليف الرقابة على المسيرين تكون متاحة بأقل تكلفة ممكنة.[3] في حين وضح الباحث **(Kalay)** من خلال دراسته أن إجراء التوزيعات في حالة الصعوبات المالية يمكن أن يؤدي إلى تحويل الثروة من الدائنين نحو الملاك وقد أشار إلى وجوب الأخذ بعين الاعتبار شرط الاستقلالية المالية عند القيام بإجراء التوزيعات.

من خلال ما سبق يمكن القول بأن سياسة توزيع الأرباح تساهم في تخفيض تكاليف الوكالة، كما أنها تلعب دورا رقابيا على المسيرين من خلال سوق رأس المال، ويظهر ذلك الدور في متابعة تصرفات المسيرين كما يلي:

---

[1] Joseph P Ogden, Frank Cajuns , Philip F. O'Connor, **Advanced Corporate Finance: Policies and Strategies**, Upper Saddle River, New Jersey, USA, 2003, P 479

[2] G Gossy, G Verlag, **A Stakeholder Rationale for Risk Management**, Springer, Frankfurt, Germany, 2008, P 98

[3] Frank H. Easterbrook, **"Two Agency-Cost Explanations of Dividends"**, The American Economic Review, Vol.74, no 4, (Sept.,1984), PP 650-65

1.3. تسمح سياسة التوزيع للمساهمين بفرض نوع من الرقابة على المسيرين

تمثل التوزيعات الكبيرة المنتظمة التي تدفعها المؤسسة للمساهمين في الأدبيات المالية المعاصرة مؤشرا على عدم كفاءة المسيرين، لأن ذلك يدل على وجود فائض في السيولة من خلال إجراء تلك العملية بانتظام، وبالتأكيد هذه التوزيعات لا تعبر إلا عن جزء من الأموال غير المستغلة سواء كانت ذلك في شكل سيولة أو في شكل أموال لم يتم استعمالها بكفاءة من خلال الإسراف في اقتناء وسائل وتجهيزات باهظة الثمن. كما أن القيام بتوزيعات كبيرة خلال فترات سابقة ومختلفة يحتم على المؤسسة العمل على إبقاء الاستقرار في هيكلها التمويلي (المحافظة على نفس التركيبة من الأموال الخاصة والديون)، فلا يمكن أن تقوم الإدارة بإصدار أسهم جديدة بعدما كانت توزع قدرا كبيرا من الأرباح، وفي حالة قيامها بذلك فعليها تبرير أعمالها السابقة. (القيام بتوزيعات كبيرة).

2.3. تسمح للمسيرين بإظهار إخلاصهم للمساهمين من خلال التزامهم بدفع مبالغ منتظمة في شكل توزيعات

إذا كانت التوزيعات وسيلة للرقابة على الإدارة وذلك من خلال استعمالها كأداة إشارة يمكن أن تعطي فكرة عن الأوضاع المستقبلية للمؤسسة،[1] فهي في الوقت نفسه التزام من طرف المسيرين أمام المساهمين فيمكن تشبيهها بعقد عرفي ضمني يجمع كلا الطرفين " **فدفع قيمة كبيرة من التوزيعات تعبر في المستقبل عن التزام الحفاظ على تلك السياسة** ". أما التخفيض فيها فيدل على عدم كفاءة الإدارة، كما أن التوزيعات تعبر عن أسلوب لتبرئة المسيرين باعتبار التوزيعات الثابتة والمنتظمة دليل على نزاهة الإدارة فيجب الوثوق بها، وكما أنه يجب عدم متابعتها طالما هي ترضي الملاك. تزداد أهمية التوزيعات في حالة ظهور بوادر الفساد في تسيير المؤسسات ويحصل ذلك في عدة حالات نذكر منها:

- مؤسسات المساهمة الكبيرة التي تحقق أرباحا معتبرة بالتأكيد تتمتع بتدفقات نقدية كبيرة ولا تتوفر لديها فرص استثمارية ذات مردودية عالية فهي تتمتع بموارد مالية كبيرة لا مجال لتشغيلها، نصادف في هذه الحالة القطاعات السائرة نحو الزوال ومعدل نموها في انخفاض.
- تعمل بعض الإدارات على تحديد قيمة التوزيعات بالنسبة للسنوات السابقة مع الرفع الطفيف لها في المستقبل، ثم بعدها تقوم بتمويل المشاريع ذات المردودية العالية، عندها يكون التزامها بدفع التوزيعات مبني على وتيرة السنوات الماضية والتي هي أقل من الوتيرة التي تعيشها بعد الاستثمارات الجديدة، وكأن المؤسسة قامت بالتحايل على المساهمين بتحديد سنوات الأساس تلك التي تمتاز بتوزيعات أقل بطريقة تسمح لهم بالتلاعب بالتزاماتهم في المستقبل.
- في الحالة السابقة (مؤسسات المساهمة الكبيرة) في نهاية المطاف يكون للمؤسسة جزء كبير من الأرباح غير الموزعة وفي حالة عدم وجود فرص استثمار مغرية تصبح الإدارة أمام خيارين الأول هو توزيع تلك الأموال حتى لا تكون مسؤولة عنها والثاني هو التنويع في نوعيه الاستثمارات، الأمر الذي يحمل الإدارة المسؤولية والمخاطرة عالية.

4.الأرباح الموزعة كوسيلة لنقل المعلومة (نظرية الإشارة)

[1] Luis Correia Da Silva, Marc Goergen, Luc Renneboog, **Dividend Policy and Corporate Governance,** Oxford University Press Inc., New York ,USA, 2004,P 3

تسمح الأرباح الموزعة للمساهمين، بالنسبة لشركات المساهمة الكبيرة التي تمتاز بعدم وجود تماثل للمعلومة بين المساهمين والمسيرين، بتحديد المؤسسات الكفؤة عن تلك الأقل كفاءة فتوزيعات الأرباح تعتبر أحد أبرز وسائل اتصال المؤسسة بسوقها، ولقد أثبتت الدراسات أنه على المدى القصير هناك تماثل كبير في سياسة توزيع الأرباح، أي سياسة توزيع الأرباح منتظمة، أما على المدى الطويل فهناك تغير كبير يحصل لسياسات توزيع الأرباح بالانتقال من سياسة كريمة (توزيعات منتظمة كبيرة) إلى سياسة محجمة (توزيعات منتظمة منخفضة).

1.4. سياسة توزيع الأرباح المنتظمة على المدى القصير

تتم دراسة سياسة توزيع الأرباح المنتظمة على المدى القصير من خلال خطوتين هما:

1.1.4. سياسة التمليس للوصول إلى توزيعات منتظمة

على اعتبار أن أرباح المؤسسات تمتاز بالتقلب بالموازاة مع محيطها الخارجي أو الداخلي، وبما أن القيمة الموزعة من الأرباح ما هي في الواقع إلا اقتطاع جزء من الأرباح لصالح المساهمين، فإنه عند تبني المؤسسة نسبة اقتطاع ثابتة من الأرباح، تصبح الأرباح الموزعة هي الأخرى متقلبة، ومن الملاحظ في السوق المالي أن المؤسسات تتبنى سياسة توزيع الأرباح التي تمتاز بالاستقرار أو بالنمو الثابت، حيث تبذل إدارتها جهدا كبيرا لتجنب أي انخفاض في التوزيعات.

2.1.4. تفسير التوزيعات بواسطة نظرية الإشارة

إن الحافز الأساسي لتبنى المؤسسة لسياسة توزيع أرباح منتظمة هو المعلومة المنتظمة في توزيعات الأرباح، بسبب عدم التماثل في المعلومة التي تملكها الإدارة والمعلومة الخارجية التي يتلقاها الجمهور، تكتسي التوزيعات محتوى معلوماتي وأي تغيير يحدث في الأرباح الموزعة يتم استقباله من طرف الجمهور على أنه تعبير أو إشارة معلوماتية مهمة لا تعبر عن الوضعية الحالية للمؤسسة فحسب بل أيضا عن الوضعية المستقبلية لها.

وفي هذه الحالة فإن الارتفاع الحاصل في التوزيعات يصاحبه ارتفاع في القيمة السوقية للسهم، والانخفاض في التوزيعات يصاحبه أيضا الانخفاض في القيمة السوقية للسهم، وعلى العموم حساسية السهم تكون أكبر عند انخفاض التوزيعات، وهو ما أثبتته العديد من الدراسات.[1] ويظهر هذا بالخصوص في المؤسسات التي يتكون رأسمالها من جمهور واسع من المساهمين، أين يمكن ملاحظة الفوارق في المعلومات المتوفرة لديهم، أما بالنسبة للمؤسسات التي يكون عدد ملاكها محدود فإن هذا الإشكال لا يطرح لأن الإدارة في هذه الحالة تكون قريبة جدا من الملاك وربما كان الملاك هم أنفسهم الإدارة، لذا فإن نظرية الإشارة تفسر لنا بوضوح أن هيكل الملكية الخاص بالمؤسسة يعتبر عنصر محوري لسياسة توزيع الأرباح.

2.4. سياسة توزيع الأرباح المنتظمة على المدى الطويل

إن عدم التماثل في المعلومات التي يمتلكها المسيرون وتلك التي بحوزة المستثمرين يدفعهم إلى اللجوء إلى تفسير تصرفات الإدارة من أجل الوصول إلى المعلومة الحقيقية ويظهر هنا دور سياسة التوزيع في عكس تلك المعلومة ينظر المستثمرون إلى التوزيعات على أنها محتوي للمعلومات **(Information Content)** يعبر عن

[1] Robert. Goffin**, Principe De La Finance Modern**, 3eme Editons, Economica, Paris, 2001, P 237

كفاءة الإدارة في تسيير نشاط المؤسسة، فحملة الأسهم لا يتاح لهم فرصة متابعة النشاط الفعلي للمؤسسة ومن ثم فهم ينظرون إلى سياسة توزيع الأرباح على أنها مؤشر للنجاح الذي أن تحققه **(Financial signaling)** .فعندما تقوم المؤسسة بتغيير حصة أرباحها الموزعة سواء برفعها أو بخفضها، فذلك يجعل القيمة السوقية لأسهمها تتأثر فإذا كانت الأرباح الموزعة مرتفعة فذلك يؤدي إلى ارتفاع القيمة السوقية للأسهم والعكس صحيح وتترجم هذه الحالة من قبل المستثمرين كما يلي :

فالارتفاع في حصة التوزيعات يترك انطباع إيجابي (Good News)، أما الانخفاض فيترك انطباع سلبي. (Bad News)[1] ، بعبارة أخرى أن المؤسسة قد تعلن عن زيادة في توزيعات أرباحها لأنها تريد أن تنقل رسالة أو إشارات معينة إلى السوق، فمثلا قد ترغب المؤسسة في أن توضح أن زيادة توزيعات الأرباح تحمل في مضمونها، أنها تتوقع في المستقبل تدفقات نقدية كبيرة تمكنها من مقابلة أعباء الديون. وعليه فالتأثير يبدو إيجابيا إذا ما كان السوق المستقبل لهذه الرسالة (أو الإشارة) يتمتع بتجانس تام عند تفسير هذه الرسالة، وحينئذ فإن أسعار الأسهم لهذه المؤسسة قد ترتفع في سوق الأوراق المالية. لذلك فإن إدارة المؤسسة وفقا لهذه النظرية قد تفكر في الإعلان عن اتجاه تنوى تحقيقه، بغرض التأثير على السوق من خلال هذه الرسائل (أو الإشارات).

ومن الواضح أن هذه النظرية تفترض أن السوق يتصف بعدم الكفاءة، أي أن المعلومات المتوفرة عن هذا السوق لا تعكس كل المعلومات المطلوب توافرها عن مؤسسة معينة. لذلك تلجأ هذه الإدارة إلى استغلال هذه الفرضية بإعطاء رسائل خاصة، إلا إذا كانت الإدارة صادقة فيما تعنيه من رسائل للسوق، وإن كان من المعروف أن وجود سوق كفء قد لا يتوافر في الكثير من الحالات. وفيما يتعلق بتطبيق هذه النظرية يمكن تلخيص مراحلها على النحو التالي:

- إذا كانت المؤسسة تريد أن تنقل رسالة إلى السوق بشأن مستقبل النمو فيها، فهي سوف تعلن عن زيادة في توزيعات الأرباح للمساهمين.
- أن نسبة التوزيعات المعلن عنها سوف تتغير طبقا لرغبة الإدارة في نقل المعلومات إلى السوق.
- إن السياسة المثلى لتوزيع الأرباح هي التي من المتوقع أن تحقق قيمة موجبة من الرسالة الموجهة، وذلك في شكل ارتفاع في سعر السهم يمكن أن يغطى على الأقل مقدار الخسارة التي قد تأتى من زيادة الضرائب المدفوعة من قبل المساهمين.

ولقد اعتراف (M&M) نفسهما بهذا التأثير المحتمل للتوزيعات غير أن الاعتقاد السائد يشير إلى أن تأثير التغيير في مقدار التوزيعات على القيمة السوقية للأسهم يكمن أن يكون وقتيا، إذا لم يصاحب زيادة التوزيعات توقعات إيجابية بشأن القوة الإيرادية للمؤسسة بعبارة أكثر دقة إذا حدث تغير حقيقي في القيمة السوقية للأسهم، فإن هذا التغيير لا يرجع في الأساس إلى التغيير في سياسة التوزيعات بقدر ما يرجع إلى التغييرات الإيجابية المتوقعة في ربحية المؤسسة.

5. نظرية التوزيعات المتبقية (The Residual Theory of Dividend)

[1] Frank J. Fabozzi, Pamela Peterson Drake, **Capital Markets, Financial Management, and Investment Management,** John Wiley & Sons, New Jersey, USA, 2009, P 310

في ظل هذه النظرية نجد أن هناك تداخل بشأن المفاضلة بين توزيع الأرباح على الملاك وبين احتجاز هذه الأرباح بغرض إعادة استثمارها، من منطلق مبدأ تعظيم المنفعة فإن المسيرين عليهم القيام بالاستثمار في المشاريع التي تكون القيمة الحالية الصافية فيها موجبة، بعبارة أخرى أن الاستثمارات التي يكون معدل العائد المتوقع فيها يفوق معدل العائد المطلوب.[1] وفي هذه الحالة على المؤسسة أن تحتجز ما تحتاجه من أرباح لتغطية الاحتياجات الناجمة عن الاقتراحات الاستثمارية، وما تبقى بعد ذلك فيمكن توزيعه، أما إذا لم يبقى شيء فلن تجرى التوزيعات.[2]

المطلب الثالث: تقييم النظريات

سنحاول فيما يلي عرض تقيم مختصر لبعض المقاربات السالفة الذكر التي فسرت سياسة توزيع الأرباح وفق الأسلوب البياني وأسلوب نموذج تسعير الأصول الرأسمالية (CAPM).

1. الأسلوب البياني

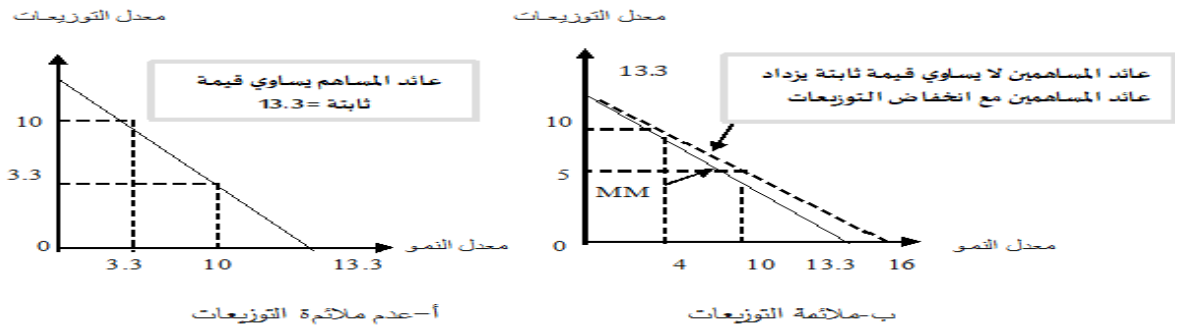
لقد قام الباحثان **(Brigham & Gordon)** من العام 1968م وبالاعتماد على الأسلوب البياني بدراسة عينة مكونة من مجموعة من المؤسسات تنتهج سياسات توزيع تختلف فيما بينها من حيث غلة التوزيعات **(Dividend Yield)** ومعدل النمو**(Growth Rate)**، يعتقد كل من الباحثين **(M&M)** أن العائد الذي يطلبه المساهمون يتصف بالثبات، في حين يعتقد كل من الباحثين **(Walter & Gordon)** أنه يتصف بعدم الثبات، حيث يزداد كلما انخفضت نسبة الأرباح الموزعة، وذلك بسبب عدم التأكد بشأن الحصول على نصيبهم فيما أحتجز من الأرباح، أما في ظل نظرية التفضيل الضريبي فيتوقع أن ينخفض معدل العائد المطلوب كلما انخفضت التوزيعات، وذلك بسبب الوفورات الضريبية.

تشير دراسة كل من الباحثين **(Brigham & Gordon)** إلى أنه لو تم الوقوف وملاحظة كل من معدل التوزيعات، ومعدل النمو، لعينة من المؤسسات التي تتبنى سياسات توزيع مختلفة، فإن العلاقة بين هذين المتغيرين يمكن توضيحها من خلال الشكل البياني كما يلي:

[1] H. Kent Baker, Robert w. Kolb, **Dividends and Dividend Policy,** John Wiley & Sons, Inc. New Jersey USA, 2009,P 115

[2] Stephen A. Ross, Randolph W. Westerfield, And Bradford D, Jordan, **Essential of Corporate Finance**, 6th Edition, McGraw-Hill Companies, New York, USA,2008,P 444

الشكل رقم (3-2): تقييم النظريات المفسرة للتوزيعات بالأسلوب البياني



المصدر: منير إبراهيم الهندي، **الفكر الحديث في هيكل تمويل الشركات**، منشأة المعارف، الإسكندرية، مصر، 1998، ص 376

نلاحظ من الشكل (3-2) ما يلي:[1]

إذا كان موقع النقط على الخط الموضح في الشكل الأيسر (أ) عدم ملائمة التوزيعات الذي فيه معدل العائد الذي يطلبه المستثمرون في إجراء التوزيعات لكافة الأرباح المساوية في الشكل ل: 13.3 % وهي القيمة على المحور العمودي تساوي معدل العائد الذي يطلبونه في حالة احتجاز كافة الأرباح التي تساوي في الشكل 13.3 % وهي القيمة على المحور الأفقي، بما يعكس ميل لخط الانحدار قدره (1-). وهذا يعد بمثابة تأييد لفكر **(M&M)** أي عدم وجود أثر التوزيعات على القيمة السوقية للسهم، مهما كان التوزيع أي توزيع الأرباح كلها أو جزء منها أو عدم توزيعها إطلاقا، لأن العائد يبلغ 13.3 % في جميع الحالات.

ومن ناحية أخرى لو أن موقع النقط كان على الخط المتقطع في الشكل (ب) "ملائمة التوزيعات" الذي يعكس أعلى عائد يطلبه المستثمرون وهو 16 %، وهذا في حالة احتجاز الأرباح (المحور الأفقي)، واقل عائد بقيمة 13.3 % وهذا في حالة توزيع الأرباح (المحور العمودي)، بما يعكس ميل أكبر من (1-) وهذا يعد بمثابة تأييد لفكر **(Gordon & Lintner)**، أي تأييد لنظرية عصفور في اليد. **(Bird In Hand Model)**، **أما** إذا كان موقع النقط على الخط المتقطع الذي فيه ميل الخط اقل من (1-)، يعني ذلك أن العائد الذي يطلبه المستثمرون يكون اقل من 11% وهذا في حالة احتجاز الأرباح، وأكبر من 13.3%، في حالة توزيعها. وهذا يعني تأييدا لنظرية التفضيل الضريبي. **(The Tax Preference Theory)** ولقد تم توجيه عدة انتقادات جوهرية لهذا المنهج ومن أهمها:

- لم يتم تثبيت العوامل الأخرى المؤثرة على معدل العائد المطلوب على الاستثمار؛
- صعوبة القياس الدقيق لمعدل النمو المتوقع في قيمة السهم.

2. أسلوب نموذج تسعير الأصول الرأسمالية (CAPM)

يرتكز نموذج تسعير الأصول الرأسمالية Capital Assets Pricing Model (CAPM) على مبدأ العلاقة التوازنية بين العائد والمخاطرة، ولقد قدم هذا النموذج لأول مرة عام 1964م من قبل الباحث **(William Sharpe)**

[1] منير إبراهيم الهندي، **الفكر الحديث في هيكل تمويل الشركات، مرجع سبق ذكره**، ص ص 375-376

بغرض استخدامه كأساس لتقيم الأوراق المالية[1] بالإضافة إلى جهود أخرى رائدة بذلها الباحث **(Lintner)** وغيره لجعل هذا النموذج يتماشى مع إمكانية استخدامه في تقيم الإنفاق الرأسمالي.[2]

ولقد تم بناء هذا النموذج على أساس فرضية جوهرية مفادها أن معدل العائد الذي يطلبه المساهمون هو محصلة للمخاطر العامة التي تصيب الاقتصاد ككل، وبالتالي تؤثر على عوائد أسهم كافة الشركات، كما أنه محصلة لمعدل التوزيعات **(Yield Dividend)**، والصيغة الرياضية لهذا النموذج، هي كالاتي:

$$Rt = R_{SR} + \beta (R_M - R_{SR}) + \lambda (TD_t - TD_M) \quad \text{.....(3-32)}$$

بحيث:

TDt :معدل توزيعات السهم t .

TD_M: معدل توزيعات محفظة السوق.

β: معامل بيتا، لقياس المخاطر النظامية.

R_M : معدل عائد محفظة السوق.

Rt معدل العائد الذي يطلبه المستثمرون.

R_{SE}: معدل العائد على الاستثمار الخالي من المخاطر.

λ: معامل ثابت يقيس درجة حساسية معدل العائد المفروض للتوزيعات.

ولقد تم اختبار هذه المعادلة باستخدام تحليل الانحدار، على أساس بيانات تاريخية للمتغيرات السابقة (TD_M، TDt، R_{SR}، R_M،Rt) ذلك على أساس أنه لو اتضح أن قيمة معامل التوزيعات(λ) مساوية للصفر، فيعد ذلك بمثابة تأييد لفكر **(M&M) أي** تأييد لنظرية عدم وجود تأثير للتوزيعات على معدل العائد الذي يطلبه المستثمرون. أما إذا اتضح أن قيمة المعامل (λ) سالبة، فيعد هذا بمثابة تأييد لفكر **(Gordon & Lintner)**، أي تأييدا لنظرية عصفور في اليد **(Bird In Hand Model)** التي تقضي بأن المستثمرين يطالبون بعائد أقل كلما زادت نسبة الأرباح الموزعة أي كلما زادت غلة التوزيعات.

في حين لو اتضح أن قيمة المعامل (λ) موجبة، فإن هذا يعد بمثابة تأييد لنظرية التفضيل الضريبي التي تقضي بأن المساهمين يطالبون بعائد أكبر كلما زادت نسبة الأرباح الموزعة. ولقد كشفت العديد من الدراسات التي استخدمت هذا الأسلوب عن نتائج متضاربة فيما بينها، فبعضها يؤيد نظرية **(M&M)** أي عدم وجود تأثير لسياسة التوزيعات، وبعضها يؤيد نظرية عصفور في اليد، والبعض الأخر يؤيد نظرية التفضيل الضريبي. وقد تم توجيه عدة انتقادات لهذا الأسلوب ولعل من أهمها نذكر ما يلي:

[1] See: W, Sharpe, **"Capital Assets Prices** : **Theory of Market Equilibrium Under Condition of Risk"**, Journal of Finance, Vol.19 ,no 3, (Sep., 1964), PP 425-442

[2] See: J, Lintner, **"The Valuation of Risk Assets and Selection of Risky Investment in Stock Portfolio and Capital Budgets"**, Review of Economics and Statistics, Vol.47,no 1, (Feb., 1969), PP 13 -27

- أن النموذج يعتمد على البيانات التاريخية، في حين أن هذه الأخيرة قد لا تعكس ما ستكون عليه تلك البيانات في المستقبل.
- السوق المالي كفء، والذي يعتبر حالة غير واقعية.

خلاصة الفصل الثالث

قمنا في هذا الفصل بتوضيح الإطار النظري لسياسة توزيع الأرباح، وذلك بالتطرق إلى أهم المفاهيم العامة حول سياسة توزيع الأرباح وكل ما يرتبط بها من أشكال التويعات وبدائلها وإجراءات دفعها، وكذلك تطرقنا إلى أهم العوامل المؤثرة عليها. كما تم القيام بعرض المقاربات النظرية لأثر سياسة التوزيعات على قيمة السهم في ظل فرضيات السوق ذات الكفاءة التامة في حالتي التأكد وعدم التأكد، بالإضافة إلى المقاربات النظرية في ظل اختلال فرضيات السوق ذات الكفاءة التامة، وذلك من خلال النظريات المفسرة لأثر سياسة التوزيعات على قيمة السهم وعلى رأسها نظريات التمييز الضريبي، الوكالة والإشارة، ثم تم تقديم عرض لتقييم هذه النظريات بالأسلوب البياني ونموذج تسعير الأصول الرأسمالية **(CAPM)**.

ولقد خلصنا في هذا الفصل إلى أن موضوع أثر سياسة التوزيعات على قيمة السهم تميز بتباين في الآراء فبعض هذه النظريات ينظر إلى عملية توزيع الأرباح مسألة لابد منها ويبنى اعتقاده على أن عملية توزيع الأرباح دون احتجازها يؤثر بشكل مباشر على قيمة السهم، في حين يرى فريق آخر أن توزيع الأرباح ليس له علاقة بالقيمة السوقية للمؤسسة والسهم العادي، كما توصلنا من خلال هذا الفصل أيضا إلى نتيجة مفادها أن سياسة توزيع الأرباح تتمتع بتأثيرات كبيرة على القيمة السوقية للمؤسسة مما يجعل هذه الأخيرة تمتاز بحساسية عالية جدا اتجاهها، وتبرز حساسية قيمة المؤسسة اتجاه سياسة التوزيع في مؤسسات المساهمة الكبرى التي تمتاز بهيكل تمويلي يتشكل أساسا من جمهور عريض من المستثمرين الصغار.

الفصل الرابع: المحتوى المعلوماتي لتوزيعات الأرباح

تمهيد

حظي المحتوى المعلوماتي للإعلان عن الأرباح بصفة عامة والإعلان عن التوزيعات بصفة خاصة اهتمام أكاديميا وعمليا كبيرا في الأدبيات المالية والمحاسبية المعاصرة، كونه أحد أهم المداخل المستخدمة في تفسير وتحليل المعلومات المفصح عنها في التقارير المالية، وما تتضمنه من إشارات ذات قيمة كبيرة للمستفيدين من حملة الأسهم ومحللي الأوراق المالية، لتمكينهم من صياغة قراراتهم الاستثمارية بأفضل طريقة ممكنة. ويهدف المحتوى المعلوماتي للإعلان عن توزيعات الأرباح إلى ربط المعلومات المفصح عنها بالتقارير المالية للشركات بعمليات تقييم الورقة المالية وتحديد قيمتها هذا من جهة، ومن جهة أخرى فهو يهدف إلى تقليص فجوة التباين بين توقعات المستثمرين ومحللي الأوراق المالية عموماً بشأن الأرباح وتوزيعاتها، ومدى مطابقتها لتوقعات الإدارة المفصح عنها في إعلاناتها عن أداء الشركة (الأرباح) في المستقبل.

إن مشكلة إدراك المحتوى المعلوماتي للإعلان عن توزيعات الأرباح تنشأ نتيجة اختلاف الرؤي وعدم تجانس قدرات ومهارات المستفيدين (محللي الأوراق المالية والمستثمرين) بشأن المخرجات المالية، أي أن هناك تباين في مستوي التحليل والاستنتاج عند معالجة المعلومات، إضافة إلى تعدد وتنوع بيئة المعلومات التي تساهم في تعميق فجوة التوقع والتنبؤ بين المستفيدين والتي تنشأ نتيجة تحميلهم معلومات تفوق طاقتهم الاستيعابية مما ينعكس على كفاءتهم في ترتيب وعرض المعلومات بشكل يلبي احتياجاتهم التحليلية لصياغة قراراتهم الاستثمارية.

من خلال ما سبق سنحاول في هذا الفصل ومن خلال المبحث الأول تفسير التوزيعات في حالة عدم تماثل المعلومات ثم سنتطرق في المبحث الثاني إلى المحتوي المعلوماتي للقرار التوزيع في حين سنوضح في المبحث الثالث مفهوم منهجية دراسة الحدث وخطوات تطبيقها في الميادين المالية والمحاسبية المهتمة بدراسة علاقة سعر السهم بالإعلانات العامة.

المبحث الأول: التوزيعات ومشكلة عدم تماثل المعلوماتي

تتجلى أهمية دراسة مشكلة عدم التماثل المعلوماتي في اهتمام عدد كبير من الباحثين في الأدب المالي المعاصر والنظرية المحاسبية بها، حيث أصبحت من أهم المحاور الأساسية في دراسة الأسواق المالية ثم لاحقا في دراسات المالية السلوكية، فقد حازت الدراسات النظرية والعملية حولها على الكثير من التقدير والاهتمام كللت بجائزة نوبل للاقتصاد عام 2001م نظير الأعمال الريادية لكل من الباحثين (**Stiglitz.J. Spence.M ، G. Akerlof**).

إن عدم التماثل المعلوماتي في الأسواق يقوم على فكرة مفادها أن أحد أطراف الصفقة يحوز على معلومات أفضل من الأطراف الأخرى، وبما أن الإعلان المالي ينطوي على نقل معلومات متعلقة بقيمة الشركة فإن ارتفاع عدم التماثل المعلوماتي يسبب زيادة في التكلفة الناتجة عن مخاطر الاختيار الخاطئ أو السيء للأطراف المتعاملة في الأسواق المالية. من هذا المنطلق سنحاول من خلال هذا المبحث التعريف بمشكلة عدم التماثل المعلوماتي ودور الإفصاح في التقليل منها ثم نتطرق إلى تفسير التوزيعات في ظل تماثل المعلومة وفي الأخير تفسير التوزيعات في ظل عدم تماثل المعلومة.

المطلب الأول: مشكلة عدم تماثل المعلومات ودور الإفصاح في التقليل منها

قبل الخوض في مفهوم عدم تماثل المعلومات أولا لابد من إيضاح ماهية المعلومات والخصائص الواجب توفرها لتكون معلومة ذات جدوى لمستعمليها. بعدها سنتطرق إلى المفاهيم الخاصة بعدم تماثل المعلومات ثم سنتناول بشيء من الإسهاب دور الإفصاح في التقليل من مشكلة عدم التماثل.

1.مفهوم المعلومات

تعرف المعلومات بأنها عبارة عن بيانات تم تنظيمها ومعالجتها لتكون ذات دلالة ومعنى لمستعمليها في اتخاذ مختلف القرارات.[1]

كما تعرف كذلك بأنها عبارة عن بيانات وتقارير مرت بمرحلة التحليل لاستخلاص ما تتضمنه هذه الأخيرة لاستخدامها لغرض معين.[2]

وتعرف أيضا بأنها عبارة عن بيانات منظمة بشكل يعطي لها معنى وقيمة للمستفيد الذي يقوم بدوره بتفسيرها وتحديد مضمونها من أجل استخدامها في صياغة القرارات الاستثمارية، لاسيما في مجال الاستثمار بالأوراق المالية. [3]

وتشير المعلومات والبيانات المرتبطة بسوق الأوراق المالية إلى هيكل متكامل للمعلومات يشمل التقارير الصحفية المتخصصة والإصدارات الخاصة بالصناعة والاقتصاد ككل وتنبؤات المحللين الماليين، ولذلك فإن التقارير المالية التي تنشرها الشركات ليست هي المصدر الوحيد للمعلومات، أما في الدول النامية فإن التقارير المالية والميزانيات والقوائم الختامية تمثل المصدر الرئيسي للحكم على الشركة وتقدير قيمة أسهمها ،وعليه تتحمل إدارة الشركة عبئ إعداد الحسابات الختامية والإفصاح عن المعلومات الملائمة، والتي يمكن الاعتماد عليها بموثوقية للحكم على نجاح الشركة في الاستغلال الأمثل لمواردها المتاحة.

ومن خلال ما سبق يمكن القول بأن المعلومات هي عبارة عن بيانات تمت معالجتها لتكون في صورتها الحالية، تتمتع بقيمة عالية، وتزيد من معرفة متخذ القرار وتؤثر فيه وتقلل من حالة عدم التأكد المصاحبة لعملية اتخاذ القرار والتنبؤ بالمستقبل، الأمر الذي ينعكس بالإيجاب على دقة وصحة القرارات المتخذة.

2. خصائص المعلومة الجيدة

لتكون المعلومات مفيدة لمستعمليها وجب أن تتوفر على جملة شروط تشكل معايير جودة لها وتتمثل في:

1.2.الملائمة

تعرف الملائمة على أنها القدرة على إحداث تغيير في القرار سواء بالمساعدة على تكوين التنبؤ أو تأكيد التوقعات الصحيحة.[4]

Marshall Romney ,Paul John Steinbart, **Accounting Information Systems**, 9th Edition, Prentice Hall, 2003,P 213

[2] أحمد زردومي،**" أهمية المعلومات في اتخاذ القرارات الإدارية"**، مجلة الباحث الاجتماعي، العدد 10، جامعة منتوري، الجزائر, 2010، ص 192

[3] جريو كلثوم، يدو محمد،**" دور مبدأ الإفصاح والشفافية في تعزيز كفاءة سوق الأوراق المالية"**، مجلة الاقتصاد الجديد، المجلد 1، العدد 16، البليدة، الجزائر،2017، ص 10

[4] الناغي، محمود السيد، **اتجاهات معاصرة في نظرية المحاسبة**، المكتبة العصرية، المنصورة، مصر، 2007، ص 8

وتعرفه أيضا بأنها تلك المعلومات التي يجب أن تكون مؤثرة في القرار[1] أي أن تجعل متخذ القرار، يتخذ قرار يختلف عن ذلك القرار، الذي كان يمكن أن يتخذه في حال غياب هذه المعلومات.

إلا أن مجلس معايير المحاسبة المالية **(FASB)** قد عرفها بالخاصية التي توفر للمعلومات القدرة على تغيير اتجاه القرارات من خلال التأثير في التحكم في الحاضر واستيعاب الماضي من أجل التنبؤ الموضوعي بالمستقبل، مما يساعد على دقة وكفاءة القرارات التي اتخذت على ضوئها. [2] وعليه فلّكي تكون المعلومات ملائمة وجب أن تكون ذات قيمة تنبؤيه وذات قيمة استرجاعية (تغذية عكسية) وتتمتع بخاصية التوقيت الملائم وإلا فقدت هذه المعلومات قيمتها.

2.2.خاصية الموثوقية (من الخصائص الأساسية)

لا تكون المعلومات المحاسبية ذات مصداقية إلا إذا كانت خالية من الأخطاء وحيادية وتتصف بأمانة التعبير أي أنها تمكن مستخدميها من الاعتماد عليها في إعطاء تصور دقيق للظروف أو الأحداث الاقتصادية المحيطة.[3]

3.2.قابلية الفهم

أي أن تعرض هذه المعلومات بطريقة يسهل فهمها وبمصطلحات متعارف عليها بين مستخدميها.

4.2. الشمولية

وتعني أن تتاح المعلومات لمستخدميها حاضرا ومستقبلا كما ينبغي ألا تخفي أي حقائق أساسية مهمة.

5.2.القابلية للمقارنة

أي أن يكون هناك تناسق في عرض المعلومات وفي أسس إعدادها وتجميعها وطرق حسابها بمعني أن تستخدم كل المؤسسات نفس المعالجة للعمليات المتماثلة وهذا لضمان تسهيل عملية المقارنة، سواء بين المؤسسة ومثيلاتها أو بينها وبين مؤسسات القطاع الذي تنشط فيه، أو المقارنة تاريخيا أي بين سنة وأخرى لنفس المؤسسة، ويعتبر تطبيق المعايير الدولية للمحاسبة أفضل وسيلة لضمان قابلية مقارنة المعلومات.[4]

3.أشكال المعلومات

ومن خلال التعريف السابق للمعلومات والشروط الواجب توفرها فيها فإنه يمكننا أن نميز بين الأشكال التالية من المعلومات:

1.3. المعلومات الناقصة

وهي المعلومات التي تفتقد لشرط الكفاية .

---

[1] قمان عمر، باكرية علي،**" أهمية جودة الخصائص النوعية للمعلومات المحاسبية والمالية في ترشيد قرارات الأطراف الداخلية والخارجية للمؤسسة الاقتصادية -دراسة تحليلية-"**، مجلة الدراسات الاقتصادية المعاصرة، المجلد 4، العـــدد1، (2019)، ص 132

[2] FASB,**"Quantitative Characteristic of Accounting Information"** Statement of Financial Accounting Concepts no.2 (SFAC No.2), 1980,P 62

[3] L Morosan-Danila, Grigoras-Ichim Claudia-Elena, **"Hierarchy of Accounting Information Qualitative Characteristics in Financial Reporting",** the UVS Annals of Economics and Public Administration, Vol. 16, no (1/23), 2016, P187

[4] Ahmad N. Obaidat , **"Accounting Information Qualitative Characteristics Gap: Evidence from Jordan"**, International Management Review Vol. 3 no 2 ,2007, PP 26-32

2.3. المعلومات المميزة

هي المعلومات التي لم تعلن بعد للجمهور وإنما اقتصرت على من يصدرها بحكم نشاطه أو مركزه في قمة السلطة، وبذلك فهي معلومات سرية ومحددة وإذا ما أعلنت فإنها ستؤثر على قرارات المتعاملين.

3.3.المعلومات المتماثلة

وهي المعلومات التي تحمل جميع الشروط المذكورة سابقا، وهي الحالة التي يستحيل الوصول إليها. وبالتالي يمكن القول عن معلومات أنها غير متماثلة إذا لم تتوفر على الأقل على أحد الشروط السابقة الذكر، ومنه فعدم تماثل المعلومات هو عدم المساواة في كمية ونوعية المعلومات المتحصل عليها بين الأطراف المتعاقدة أي أنه يمكن لأحد الأطراف أن يكتسب معلومات ليست في متناول الآخرين والتي يمكن استغلالها لتحقيق مصالح شخصية.

4. عدم تماثل المعلومات

تعبر حالة عدم تماثل المعلومات عن حالة من عدم التأكد، فهي بذلك تعبر عن وضعية من المعلومات غير المتكافئة، لأن الأطراف الداخلية بالمؤسسة ملاك وإداريين هم الأكثر اطلاعا من الغير (الأطراف الخارجية) على وضعية المؤسسة وسنحاول فيما يلي التعريف بمشكلة عدم التماثل وعرض أهم النظريات المفسرة لها.

1.4. فكرة ومفهوم عدم تماثل المعلومات

كان استخدام مصطلح عدم تماثل المعلومات من الناحية الأكاديمية ولأول مرة في السبعينيات من القرن الماضي، حيث برز بشكل غير مسبوق في الأدبيات المالية والمحاسبية على إثر فوز الاقتصادي (Akerlof) بجائزة نوبل سنة 1970م، بعد مقاله الشهير **" The Market For Lemons Quality Uncertainty And Market Mechanism"**

وذلك من خلال البحث الذي قام به على سوق السيارات نظرا لأهميته وواقعيته وسهولة فهمه وفقد خلص إلى أن هناك أربع أنواع من السيارات: جديدة، مستعملة، جيدة، رديئة.

والتي تعرف في أمريكا باسم: (lemons) فكل من السيارات الجديدة والمستعملة قد تكون إما جيدة باحتمال (P) أو تكون رديئة باحتمال (1-P)، أي أن الفرد عند شراءه لسيارة قد تكون إما جيدة أو رديئة ولا يستطيع التأكد من ذلك إلا بعد حيازته لها.[1] وبالتالي نستنتج عدم تماثل في المعلومات المتاحة في هذه السوق حيث أن البائعين أكثر معرفة بنوعية السيارة مقارنة بالمشترين.

وفي ظل عدم قدرة المشترين على التمييز بين أنواع السيارات فإن أسعارها تبقى متساوية مما ينتج عنه إمكانية مبادلة سيارة رديئة بسعر سيارة جديدة ثم شراء أخرى جديدة؛ وبالتالي ارتفاع احتمال (p) أن تكون جيدة وانخفاض الاحتمال (1-P) أن تكون رديئة، ويبقى هنا أن صاحب السيارة الجديدة لا يمكنه الحصول على القيمة الحقيقية لسيارته مما سيؤدي إلى أن تكون معظم السيارات المتبادلة من النوعية الرديئة على خلاف السيارات الجديدة التي قد تخرج من السوق.

[1] George A. Akerlof, **"The Market for Lemons: Quality Uncertainty and the Market Mechanism"** The Quarterly Journal of Economics, Vol.84, no 3, (Aug., 1970), PP 488-500

فقد شبه **(Akerlof)** هذا بقانون **(Gresham)** الذي طبق على أسعار الصرف في سوق العملات والذي ينطوي على أن العملات الرديئة تطرد العملات الجيدة من السوق؛ إلا أن الفرق يكمن في كون أن كل من السيارات الجيدة والرديئة تباع بنفس السعر، ما دام من المستحيل على المشتري التمييز بين السيارات الجيدة والرديئة في حين أنه في سوق العملات يمكن لكل من البائع والمشتري التمييز بين العملة الجيدة والعملة الرديئة.

ولقد توصل **(Akerlof)** إلى أن عدم تماثل المعلومات بين البائعين والمشترين في السوق بالتطبيق على سوق السيارات المستعملة، يمكن أن يؤدي إلى نجاح السيارات المستعلمة ذات الجودة المنخفضة في طرد السيارات المستعملة ذات الجودة المرتفعة من السوق.

وقد تناولت العديد من الأبحاث مفهوم عدم تماثل المعلومات تحت مسميات مختلفة كان من أبرزها عدم تناظر المعلومات، عدم تناسب المعلومات، عدم تماثل المعرفة. الخ، ونظرا لعدم وجود تعريف محدد لعدم تماثل المعلومات فقد تم تعريفها من وجهات نظر متعددة، كما يلي:

فقد عرفها المؤلف **(الدهراوي)** عدم التماثل المعلومات في السوق بأنها "حالة تنشأ بين الأطراف الخارجية والأطراف الداخلية تستطيع فيها الأطراف الداخلية استخدام ما لديها من معلومات داخلية لتحقيق عوائد غير عادية على حساب الأطراف الخارجية". [1] كما عرفها الباحث **(Paprocki)** على أنها "حيازة الإدارة أو الأطراف الداخلية لمعلومات حول الأداء الاقتصادي الحالي والمستقبلي للشركة بشكل أكبر من حيازة الأطراف الخارجية لها مثل المستثمرين والدائنين وغيرهم من المتعاملين في السوق"[2].

أما **(Lu et al)** فيرى "أنها حالة عدم تناسق وتكافؤ المعلومات في السوق مما يدل على امتلاك طرف لمعلومة معينة وعدم امتلاكها لدى الطرف الآخر الذي يحتاج لنفس المعلومة، الأمر الذي يؤدي إلى عدم قدرة الأطراف الفاقدة للمعلومة من تصور وضع المؤسسة الاقتصادي في السوق".[3]

ويرى **(Cohen & Dean)** "أن إدارة المؤسسة يمكن أن تستغل ما تمتلكه من معلومات خاصة في القيام ببعض التصرفات النفعية بغرض تحويل الثروة من المستثمرين إليها، فمثلاً قيام الإدارة باستغلال معلوماتها الداخلية في عمليات التداول على الأوراق المالية للمؤسسة وتحقيق عوائد غير عادية على حساب المستثمرين في السوق". [4]ومن خلال ما سبق يمكن أن نميز بين حالتين لعدم التماثل:

---

[1] الدهراوي، كمال الدين مصطفى، وسرايا محمد السيد، **دراسات متقدمة في المحاسبة والمراجعة**، الطبعة الأولى، المكتب الجامعي الحديث، الإسكندرية، مصر ،2006، ص 305

[2] Paprocki, Craig, Stone, Mary S**, "Is the Quality of Critical Accounting Policy Disclosures Lower for Companies with High Information Asymmetry?"** (September 15, 2004). P 29 /Available at http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.594202

[3] Lu C.w, Chen T. H., Liao H. H**., "Information Uncertainty Information Asymmetry Corporate Bond Yield Spreads"**, Journal of Banking and Finance, Vol.34, no.9, (Sep.,2010), PP 2265 - 2279

[4] Cohen , B,Dean, T,**"information asymmetry and investor valuation of iPO: top management team legitimacy as capital market signal"**, Strategic management journal, Vol.26, no7,(Jul., 2005), PP 683-690

- عدم تماثل المعلومات ما بين الإدارة والأطراف الداخلية والخارجية، بسبب امتلاك الإدارة للمعلومة بحكم موقعها المتميز في المؤسسة فهي مصدر المعلومات ومن خلالها يتم التحكم بحجم وكمية المعلومات المقرر الإفصاح عنها.
- عدم تماثل المعلومات ما بين الأطراف الخارجية بعضها مع بعض. حيث أن عدم تماثل يؤدي إلى تحقيق أرباح غير عادية لمالك المعلومة، وبالتالي تحويل الثروة من طرف إلى طرف آخر.

2.4. مخاطر عدم التماثل في المعلومات

إن المؤسسة عبارة عن مجموعة من الصفقات أو التعاقدات فيما بينها، ومع وجود عدم تماثل للمعلومات فذلك سيؤدى إلى ظهور بعض المشاكل منها ما يظهر بعد تنفيذ الصفقة (المخاطر الأخلاقية) أو قبل تنفيذ الصفقة (الاختيار العكسي)، إضافة لمشكل الانتهازية. وعليه تقسم مخاطر عدم التماثل في المعلومات كما يلي:

1.2.4. المخاطر الأخلاقية (Moral Hazard)

تتعلق المخاطر الأخلاقية بسلوك الفرد ونيته في إتمام العقد وهي تلك المشاكل التي غالبا ما تظهر بعد إبرام العقد إذ ترتبط ببعض السلوكيات السلبية المؤثرة للأفراد والتي قد تكون غير مراقبة من طرف الوكيل، وهو ما يؤدي إلى زيادة حالة الانتهازية لدى هؤلاء الأفراد والتي تتلخص في مظهرين هما:[1]

- حالة الانتهازية أين يستغل الموكل عدم إحاطة الوكيل ببعض المعلومات فيعمل على تحقيق مصلحته الشخصية.
- الحالة التي لا يتمكن فيها الوكيل من مراقبة تصرفات الموكل رغم علمه بها وذلك لعدم معرفته للظروف التي يعمل فيها الموكل، كحالة ملف الخبرة الذي يحضره الخبير مثلا.

2.2.4.الاختيار العكسي (Adverse Selection)

تظهر مشكلة الاختيار العكسي عندما يحوز الوكيل على المعلومات التي تثبت أنها مفيدة له في اتخاذ القرارات، وأن الأصيل (الموكل) لا يعرفها، لذلك فإن الموكل لا يتمكن من معرفة فيما إذا كان الوكيل قد اتخذ قرارات ملائمة في ظل المعلومات التي تمت معالجتها أم لا لأن الموكل لا يمتلك هذه المعلومات. [2]

ولمعالجة هذه المشكلة حدد الباحث **(Spence)** عام1973م آليتين لمعالجتها: الأولى هو أن يتم اختيار المدراء من أصحاب الخبرات القابلة للتطوير وتطوير قدراتهم من خلال التعلم مع مراعاة عامل (التكلفة/المنفعة). أما الثانية فهي عملية الانتقاء، ففي ظل هذه الحالة يستعمل الموكل جملة من الخصائص المرتبطة بمقاييس المنفعة، لانتقاء الوكلاء الذين هم أكثر ملائمة لأداء العمل المتوقع على أساس المهارات المتوفرة.

4.3. أهم النظريات المفسرة لعدم تماثل المعلومات

[1] بن لخضر مسعودة، **أثر تطبيق الإفصاح المحاسبي على الكفاءة المعلوماتية لسوق الأوراق المالية-دراسة مجموعة من الدول النامية**-أطروحة دكتوراه علوم في العلوم الاقتصادية-جامعة محمد بوضياف المسيلة، الجزائر،2020، ص119

[2] Paul M. Collier, **Accounting for Managers Interpreting accounting information for decision-making,** John Wiley & Sons Ltd, Great Britain,2003,P 79

هناك العديد من المقاربات التي حاولت تفسير السلوك المالي للمؤسسة في ظل عدم تماثل المعلومات بينها، وفيما يلي سنحاول إبراز أهم الإسهامات النظرية المفسرة لحالة عدم تماثل المعلومات .

1.4.3.نظرية تكلفة الوكالة

يقصد بها عدم تماثل المعلومات بين الإدارة وكيلا وملاك المشروع موكلا وما ينتج عن ذلك من صعوبة في قياس أداء الإدارة وتقييمه، وهناك وجه أخر لنموذج الوكالة يتمثل في عدم تماثل المعلومات بين الإدارة موكلا والمسؤولين عن الإدارة والأقسام وكلاء وما يترتب على ذلك من مشاكل التواطؤ بين الإدارة والمسؤولين تجاه الملاك. ولقد أسست نظرية الوكالة كمحاولة للحد من مشكلة تعارض المصالح، وذلك من خلال نظرتها إلى الشركة على أنها عبارة عن مجموعة من التعاقدات الاختيارية بين الأطراف المختلفة في الشركة، والتي شأنها الحد من تصرفات الإدارة القائمة على تفضيل مصالحها الشخصية على حساب مصالح الأطراف الأخرى.[1]

وتقوم نظرية الوكالة على افتراض أن الملاك (الموكل) غير قادرين على مراقبة كل أنشطة الإدارة (الوكيل) وأن أنشطة الإدارة قد تكون في غير الاتجاه الذي يتطلع إليه الملاك، وينشأ هذا أحيانا إما بسبب الاختلاف في الأهداف ورغبات الإدارة أو بسبب أن الإدارة تحاول التهرب من الأداء وخداع الملاك، وهذا ما يعرف بعدم تماثل المعلومات، ولذلك يستعمل الوكيل معلوماته المتاحة لتحقيق مصلحته الشخصية حتى لو تعارضت مع مصلحة الموكل، ومن الممكن أن يفصح الوكيل عن بعض هذه المعلومات ويخفي البعض الآخر منها.

2.4.3.نظرية التمويل عن طريق التدرج في مصادر التمويل

يعتبر كل من الباحثين **(Majluf & Myers)** أول من قدم سياسة التمويل داخل المؤسسة من خلال التدرج في مصادر التمويل المتاحة، وذلك بالاعتماد على نموذج الباحث **(Donaldson)** والذي قدمه في سنة 1961م، [2] وتقوم نظرية التمويل عن طريق التدرج في مصادر التمويل على فكرة مفادها أن المؤسسة إذا قامت بإصدار أسهم جديدة لتمويل مشروع معين في ظل عدم تماثل المعلومات، فإن القيمة السوقية لأسهمها ستتأثر بالانخفاض؛ ذلك أن المساهمين الجدد يكونون عاجزين عن تقدير المردودية الفعلية للمشروع، بسب عدم حيازتهم للمعلومات اللازمة الأمر الذي يؤدي بهم إلى تقدير أو تقييم الأسهم بأقل قيمة **(Under Value)**،وعليه فهم لا يقومون بشراء الأسهم الجديدة إلا في حالة حصولهم على تخفيضات في أسعارها..

3.4.3.نظرية الحوكمة

تعود جذور حوكمة الشركات إلى الباحثين **(Berle & Means)** اللذين يعتبران أول من تناول موضوع فصل الملكية عن الإدارة وذلك في عام 1932م وتأتي آليات حوكمة الشركات كمحاولة لتقليص من الفجوة التي يمكن أن تحدث بين مديري ومالكي الشركة من جراء الممارسات السلبية التي يمكن أن تضر بالشركة.[3] وكانت البداية الفعلية للاهتمام بمفهوم حوكمة الشركات حينما أصدرت لجنة الأبعاد المالية في ديسمبر 1992م تقريريا

[1] **See :** Benjamin Coriat, Olivier Weinstein, **"Les théories de la firme entre contrats et compétences "** Revue d'économie industrielle, n°129-130, 1er et 2ème trimestres, 2010, PP 57-86

[2] Pierre Vernimmen, **Corporate Finance Theory and Practice**, Second Edition, John Wiley & Sons, West Sussex, UK, 2009, P 67

[3] نارمين أبو العطا،**" الحوكمة سبيل التقدم مع إلقاء الضوء على التجربة المصرية"**، مجلة الإصلاح الاقتصادي، العدد 8، مصر، 2003، ص 48

تم إعداده من قبل مجلس التقارير المالي لحوكمة الشركات (Cadbury) وسوق لندن للأوراق المالية بعنوان" **الأبعاد المالية لحوكمة الشركات"**، ولقد أخذت حوكمة الشركات بعداً آخر بعد حدوث الأزمات المالية وإفلاس العديد من الشركات والفضائح المالية في كبريات الشركات الأمريكية في نهاية عام 2001م وعلى المستوى الدولي يعتبر التقرير الصادر عن منظمة التنمية والتعاون الاقتصادي بعنوان مبادئ حوكمة الشركات كأول اعتراف دولي رسمي بهذا المفهوم.

1.3.4.3. مفهوم حوكة الشركات

لم تتفق الكتابات حول مفهوم واضح ومحدد لمصطلح حوكمة الشركات، حيث وردت تعاريف عديدة عن الحوكمة، إذ تم تعريفها على إنها "مجموعة من القوانين والنظم والقرارات التي تهدف إلى تحقيق الجودة والتميز في الأداء عن طريق اختيار الأساليب المناسبة والفعالة لتحقيق خطط وأهداف المنظمة."[1]

ويعرفها عمار عصام السامرائي" الآلية التي بموجبها يتم تحفيز جميع الأفراد العاملين في المؤسسة أيا كانت مواقعهم فيها على جعل سلوكياتهم وممارساتهم الفعلية تتناغم مع استراتيجية المؤسسة الهادفة ورؤيتها في تعظيم قيمتها المضافة، ومن ثم تحقيق مبدأ العدالة والتوازن بين مصالح الإدارة التنفيذية من جهة، ومصالح الأطراف الأخرى بمن فيها المالك من جهة أخرى"[2]

ومن خلال ما سبق فالحكومة هي كيفية تنظيم العلاقة بين كافة أطراف الشركة والتي تظهر في مجموعة من الأنظمة والقوانين والقواعد الخاصة بالرقابة على أداء الشركات تنظم العلاقات بين مجلس الإدارة والمديرين والمساهمين وأصحاب المصالح الأخرى، كما توكد على أن الشركات يجب أن تدار لفائدة أصحاب المصالح.

2.3.4.3.مبادئ الحوكمة وأهمية تطبيقها للحد من مشكلة عدم التماثل في المعلومات

تتجلى أهمية مبادئ حوكمة الشركات باعتبارها تمثل الخطوط العامة التي تهدف إلى تعزيز ودعم الإدارة وكفاءة الأسواق المالية فضلاً عن استقرار الاقتصاد، وتعد الو، م، الأمريكية والمملكة المتحدة من الدول الرائدة في صياغة وتطوير مبادئ حوكمة الشركات، فضلاً عن الجهود المبذولة من قبل الدول الأوربية والأسيوية والمنظمات الدولية ذات الصلة. ويمكن تلخيص المبادئ العامة لحكومة الشركات كما يلي: [3]

- ضمان وجود أساس لإطار فعال لحوكمة الشركات، ويكون مشجعا على الشفافية وكفاءة الأسواق ومتوافقا مع أحكام القانون ويحدد بوضوح توزيع المسئوليات بين مختلف الجهات الإشراقية والتنظيمية والتنفيذية؛
- توفير حماية المساهمين وتسهيل ممارسة حقوقهم والوظائف الرئيسة لأصحاب حقوق الملكية.

---

[1] Sarkar Mvjvmdar **,Strategic Business Management and Banking ,Deep & Deep Publication**, new Delhi ,India, 2005,P 4

[2] صلواتيشي هشام سفيان، **حومكة المؤسسات: دور علاقة الوكالة في تحتسين أداء المؤسسة الاقتصادية الجزائرية دراسة حالة عينة من المؤسسات،** أطروحة مقدمة لنيل دكتوراه في علوم التسيير، تخصص، إدارة أعمال، جامعة الجزائر 3، 2012، ص125

[3] مسعود علي قريفة،**" تقييم أثر مستوى الإفصاح الاختياري في تخفيض عدم تماثل المعلومات مع دراسة ميدانية على شركات قطاع المعادن والمواد الكيماوية في ليبيا"**، مجلة الدراسات التجارية المعاصرة، جامعة الجبل الغربي الرجبان، ليبيا، العدد 01، (ديسمبر.2010)، ص56

- توفير المعاملة المتساوية لكافة المساهمين بما في ذلك مساهمي الأقلية والأجانب، وينبغي أن تتاح الفرصة لكافة المساهمين في الحصول على المعلومات. (تماثل المعلومات) ؛
- الاعتراف بحقوق أصحاب المصالح التي ينشئها القانون أو التي تنشأ نتيجة لاتفاقيات متبادلة وأن يعمل على تشجيع التعاون النشط بين الشركات وأصحاب المصالح في خلق الثروة وفرص العمل واستدامة الشركات السليمة مالياً؛
- ضمان القيام بالإفصاح السليم والصحيح في الوقت المناسب عن كافة الموضوعات الهامة المتعلقة بالشركة بما في ذلك المركز المالي وحقوق الملكية وحوكمة الشركات؛
- تحديد مسئوليات مجلس الإدارة بما يعني التوجيه والإرشاد الاستراتيجي للشركة والرقابة الفعالة على إدارة الشركة، كما يعني محاسبة مجلس الإدارة عن مسئوليته أمام الشركة والمساهمين.

ولقد أكدت منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية **(OECD)** بأن يكون مجلس إدارة الشركة مسؤولاً بشكل أساسي عن مراقبة أدائها وتحقيق عائد مناسب لحملة الأسهم في الوقت الذي يتمتع فيه المجلس تعارض المصالح كما يوازن الطلبات المتنافسة على الشركة من خلال ممارسة الأحكام الموضوعية والمستقلة ،وعليه يعد التطبيق الجيد لمبادئ الحوكمة والمتمثلة في استعمال الإفصاح والشفافية في إتباع الإجراءات المحاسبية عنصرا فعال في تحقيق جودة المعلومات المحاسبية وبالتالي حماية مصالح المساهمين وهذا بدوره سوف يخفض من مشكلة التعارض بين الإدارة والمساهمين بما يساهم في التقليص من مشكلة عدم تماثل المعلومات.

4.4.3.نظرية الإشارات

تعتمد عملية الإشارة **Signalization** بالهيكل المالي على الإشارة أساسا بنسبة الاستدانة ونسبة الأسهم المملوكة من قبل الإدارة، هذه الأخيرة تقوم من خلالها بإرسال معلومات مهمة من وجهة نظر الدائنين والمساهمين المستقبليين، مما يسمح بطبيعة الحال بتخفيض درجة عدم تماثل المعلومات بين المتعاملين، وفي نفس الوقت تسمح بالحصول على التمويل الملائم.

5.الافصاح

تحتل مبادئ الإفصاح المالي أهمية كبيرة في الأسواق المالية وقوانينها والتي تستوجب توفير كل المعلومات الأساسية التي تعبر عن وضعية الشركات المدرجة فيها، وإتاحتها للمتعاملين والمستفيدين منها وتتجلى أهمية الإفصاح في كونه روح أي سوق مالي وأساس نجاحه وزيادة نشاطه ،فالإفصاح الجيد يسمح بخلق جو من الثقة بين المتعاملين، بحيث يحق لأي مستخدم للقوائم والتقارير المالية المنشورة أن يتوقع بأنها تحتوي على كافة المعلومات المفيدة المالية وغير المالية التي تساعده في فهم الوضع المالي للشركة واتخاذ القرارات الاقتصادية الملائمة والمناسبة بشأنها.

1.5.مفهوم الإفصاح

إن مصطلح الإفصاح المعاصر جاء بديلا لمصطلح النشر أو عرض المعلومات، الذي كان متفقا مع التعريف التقليدي لوظيفة المحاسبة، على أنها تستهدف قياس نتائج النشاط الاقتصادي وإبلاغها للمستفيدين

منها. وقد عرف الإفصاح المحاسبي على أنه "الوضوح وعدم الإبهام في عرض المعلومات المحاسبية عند إعداد الحسابات والقوائم المالية والتقارير المحاسبية".[1] وقد تطور مفهوم الإفصاح المحاسبي ليشمل المعلومات غير المالية إلى جانب المعلومات المالية ولقد عرف أيضا بأنه: "عملية إظهار المعلومات المالية الكمية أو الوصفية في القوائم المالية أو في الهوامش والملاحظات والجداول المكملة في الوقت المناسب، مما يجعل القوائم المالية غير مضللة وملائمة لمستخدميها من الأطراف الخارجية التي ليس لها سلطة الاطلاع على دفاتر وسجلات المؤسسة.[2]

كما عرف الإفصاح أيضا بأنه "الكشف عن المعلومات التي تهم المستثمرين وتتضمنها البينات المالية وتقارير مراجعي الحسابات والتي تؤثر في سعر الورقة المالية، ويجب أن يكون الكشف عاما وللجمهور".[3]

وعليه يمكن القول بأن الإفصاح هو عملية عرض المعلومات المحاسبية من خلال التقارير المالية بطريقة مفصلة وبجودة عالية وبهوامش وملاحظات مكملة تمكن مستخدميها من الاعتماد عليها في اتخاذ القرارات الاقتصادية المناسبة.

2.5.أنواع الإفصاح

يمكن تقسيم الإفصاح إلى عدة أنواع نستعرضها على النحو التالي:

1.2.5.الإفصاح الكافي

ويتمثل في الحد الأدنى الواجب توفيره من المعلومات المحاسبية في القوائم المالية، ويرى الباحثون أن مفهوم الحد الأدنى غير محدد بشكل دقيق، حيث يختلف حسب الاحتياجات والمصالح بالدرجة الأولى كونه يؤثر تأثيراً مباشراً في اتخاذ القرارات المختلفة، بالإضافة إلى أنه مرتبط بالخبرة التي يتمتع بها الشخص فبالنسبة للمؤلف **(Hendriksen)** فإن المستثمر يعتبر أهم مستخدمي القوائم المالية وبالتالي فالإفصاح يكون كافياً عند توفر المعلومات الضرورية لقرارات الاستثمار، والحد الأدنى الواجب توفيره هنا هي تلك المعلومات التي تساعد على ذلك.[4]

2.2.5.الافصاح العادل (Fair Disclosure)

يرتبط هذا النوع من الإفصاح بمستوى الجوانب الأخلاقية والأدبية عند نشر المعلومات، ويكون الإفصاح عادلا عند معاملة كافة فئات مستخدمي البيانات المالية الخارجية بصورة متماثلة ومتساوية مما يعني تزويدهم بنفس الكمية من المعلومات وفي نفس الوقت.[5]

3.2.5.الإفصاح التام أو الكامل (Full Disclosure)

---

[1] بو زيد، محمد المبروك، **المحاسبة الدولية وانعكاساتها على الدول العربية**، ايتراك للطباعة والنشر، مصر،2005، ص577

[2] زيود، لطيف، محمد العثمان، ريم علي عيسى **" مستوى الإفصاح الاختياري في التقارير المالية المنشورة للشركات المساهمة المسجلة في سوق دمشق للأوراق المالية "**، مجلة جامعة تشرين للبحوث والدراسات العلمية، سلسلة العلوم الاقتصادية والقانونية، المجلد 33، العدد 3، (2011)، ص179

[3] محمد الجليلاتي،**" دور الإفصاح في صنع القرار الاستثماري في سوق دمشق للأوراق المالية"**، جمعية المحاسبين القانونيين السوريين، دمشق، (ماي،2009)، ص 2

[4] Hendriksen, E,Van berda M,F,**Accounting Theory**, 5th Edition, Irwin Inc., Boston,USA,1991, P 834

[5] جريو كلثوم، يدو محمد،**" دور مبدأ الإفصاح والشفافية في تعزيز كفاءة سوق الأوراق المالية"**، مجلة اقتصاد الجديد، المجلد 1، العدد 16، (2017)، ص 113

يعتمد هذا النوع من الإفصاح على مبدأ نشر وعرض كافة المعلومات الملائمة بشكل مفصل حول الأنشطة التشغيلية للمؤسسة وظروفها المالية، والتي من شأنها التأثير على قرارات مستخدمي التقارير المالية ويكون

هذا الإفصاح خلف القوائم المالية على شكل هوامش[1] وقد يترتب عليه العديد من السلبيات التي قد تؤثر على المؤسسة والمساهم.

4.2.5.الإفصاح الملائم

هو ذلك الإفصاح الذي يأخذ بعين الاعتبار حاجة مستخدمي البيانات للاطلاع على ظروف المؤسسة وطبيعة نشاطها، فليس من المهم فقط الإفصاح عن المعلومات المالية، بل الأهم أن تكون ذات قيمة ومنفعة بالنسبة لمستخدميها بغرض اتخاذ قراراتهم بصورة تتناسب مع نشاط المؤسسة وظروفها الداخلية.[2]

5.2.5.الإفصاح التثقيفي (الإعلامي)

إن زيادة حجم المعلومات المفصح عنها والتركيز على المعلومات التي تحتاج درجة كبيرة من الدراية والخبرة في استخدامها خصوصاً ما تعلق بالمعلومات التي يستخدمها المحللون الماليون ووسطاء الاستثمار، والتي تساعد في اتخاذ القرارات الاستثمارية، وعليه فإن الإفصاح لم يعد مقتصراً على القوائم المالية المنشورة فقط بل تعداها ليشمل معلومات أخرى، قد تكون وصفية أو كمية وقد تكون فعلية أو تقديرية، وبالتالي أصبح الإفصاح مصدر إعلاميا يزود متخذي القرار بالمعلومات الهامة والهادفة التي تساهم في ترشيد عمليات اتخاذ القرارات المختلفة.[3]

3.5. تصنيف الإفصاح طبقا للإلزام القانون

يصنف هذا الإفصاح حسب هذا المعيار (الإلزام القانوني) إلى:

1.3.5 .الإفصاح الإجباري (Mandatory disclosure)

يتمثل في الإفصاح عن الحد الأدنى من المعلومات التي تطلبها الجهات الرقابية والمعايير المحاسبية في التقارير المالية للشركات.

2.3.5.الإفصاح غير الإجباري (Non-Mandatory disclosure)

وينقسم الإفصاح غير الإجباري إلى نوعين هما:

1.2.3.5.الإفصاح الطوعي: (Voluntary Disclosure)

وهو ذلك الإفصاح الذي تقدمة الإدارة لأصحاب المصلحة في التقارير المالية للشركات دون التقيد بالحد الأدنى من المعلومات الذي تفرضه الهيآت الرقابية كهيئة (GAAP)أو أي جهة رقابية أخرى ودون أي طلب من أصحاب المصلحة.[4]

---

[1] John J.Wildm, Ken W. Shaw, **Fundamental Accounting Principles**, 24th Edition, McGraw-Hill Education, New York, USA, 2019, P 8

[2] جريو كلثوم، يدو محمد، **نفس المرجع**، ص 113

[3] محمد قاسم المقداد، **أثر الإفصاح عن القوائم المالية في أسعار الأسهم دراسة تطبيقية على سوق دمشق للأوراق المالية**، مذكرة ماجستير، العلوم المالية والمصرفية، جامعة دمشق،2014، ص27

[4] William R. Scott, Financial Accounting Theory, 7th Edition, Pearson Canada Inc., USA, 2015, P 131

2.2.3.5.الإفصاح الاختياري (Discretionary disclosure)

وهو الإفصاح الذي تقدمة الإدارة في التقارير المالية دون إلزام قانوني من أي جهة رقابية ولكن تطلبها مجموعات مختلفة من أصحاب المصلحة بالشركة،[1] أي تقديم معلومات إضافية أكثر من المتطلبات القانونية.[2]

3.5.خصائص الإفصاح الجيد

لكي يكون الإفصاح ذو أهمية كبيرة للأطراف المستفيدة منه لابد أن يتمتع بما يلي:

- **كمية المعلومات التي يجب الإفصاح عنها**: كثيرا ما تتردد الشركات في زيادة مستوى الإفصاح المالي وتلتزم بالحد الأدنى ذلك أن زيادة الإفصاح قد يلحق بها أحيانا أضرارا خاصة من قبل المنافسين، أما من حيث نوعية المعلومات الواجب الإفصاح عليها فغالبا ما تتحكم بطبيعتها نوعية القوائم المالية وكذا المبادئ المحاسبية كمبدأ التكلفة التاريخية؛ التوقيت؛ الموضوعية.[3]
- **زمن الإفصاح عن المعلومات**: حتى يكون الإفصاح عن المعلومات فعالا فمن الأهمية بما كان مراعاة التوقيت المناسب للإفصاح، فلابد من إيصال المعلومات للمستثمرين في وقت مبكر لأن ذلك سيؤثر على قراراتهم، فمن المفضل أن يكون تجميع وتلخيص المعلومات ونشرها سريعا قدر الإمكان، وذلك لضمان توفير المعلومات الحديثة لمستخدميها، ويفترض عرض تلك التقارير على فترات متتابعة حتى تكشف عن التغييرات الحاصلة في وضعية الشركة والتي من شأنها التأثير على توقعات وقرارات المستثمرين بشأنها؛
- **كيفية الإفصاح عن المعلومات**: توصف المحاسبة بأنها نظام معلومات متكامل تتمثل مخرجاته في القوائم المالية الأساسية كقائمة الدخل، وقائمة المركز المالي وقائمة التدفقات النقدية ...إلخ، والتي يجب أن تعرض بشكل بسيط وواضح وطبيعي وتكون الوحدات النقدية هي الوسيلة المستخدمة في التعبير عن جميع العناصر المكونة لتلك القوائم، ويعتبر الإفصاح المالي والمحاسبي مسألة قانونية تلزم كل شركات الأموال بنشر البيانات والقوائم المالية والإفصاح عنها في أوقات محددة لتحقيق الكفاءة في سوق الأوراق المالية.[4]

4.5.الإفصاح وحوكمة الشركات

تم تخصيص مبدأ للإفصاح والشفافية في مبادئ حوكمة الشركات التي وضعتها منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية (OCED) حيث ينبغي في إطار حوكمة الشركات أن يضمن هذا المبدأ القيام بالإفصاح السليم والصحيح وفي الوقت المناسب عن كافة الموضوعات الهامة المتعلقة بالشركة، بما في ذلك المركز المالي والأداء المالي وحقوق الملكية وحوكمة الشركة على النحو التالي:[5]

- ينبغي أن يتضمن الإفصاح ولا يقتصر على المعلومات التالية:
  - النتائج المالية ونتائج عمليات الشركة وأهدافها؛

---

[1] See: Verrecchia, R.E., "Discretionary Disclosure," Journal of Accounting and Economics (Dec., 1983), PP 179-194

[2] زيود، لطيف وآخرون، **مرجع سبق ذكره**، ص 32

[3] مفتاح صالح، معارفي فريدة،**" متطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية دراسة لواقع أسواق الأوراق المالية العربية وسبل رفع كفاءتها"**، مجلة الباحث، العدد 7، ورقلة، الجزائر ،2009، ص 184

[4] **المرجع نفسه**

[5] مركز المشروعات الدولية الخاصة،**" مبادئ منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية في مجال حوكمة الشركات"**، القاهرة، مصر، 2004، ص 8

- الملكيات الكبرى للأسهم وحقوق التصويت بالإضافة لسياسة مكافئة أعضاء مجلس الإدارة والتنفيذيين الرئيسيين ومعلومات عنهم، بما في ذلك مؤهلاتهم وعملية اختيار المديرين الآخرين في الشركة وما إذا كان يتم النظر إليهم باعتبارهم مستقلين؛
- العمليات المتصلة بأطراف من الشركة؛
- عوامل المخاطرة المتعلقة بالموضوعات الخاصة بالعاملين وأصحاب المصالح الآخرين؛
- هياكل وسياسات الحوكمة وبصفة خاصة ما يحتويه أي نظام أو سياسة حوكمة الشركة أو العمليات التي تم تنفيذها بموجبها.

- ينبغي إعداد المعلومات والإفصاح عنها طبقا للمستويات النوعية المرتفعة للمحاسبة والإفصاح المالي وغير المالي؛
- ينبغي القيام بمراجعة خارجية مستقلة بواسطة مراجع مستقل كفء مؤهل حتى يمكنه أن يقدم تأكيدات خارجية موضوعية لمجلس الإدارة والمساهمين، بأن القوائم المالية تمثل بصدق المركز المالي وأداء الشركة من كافة النواحي المادية والهامة، كذلك ينبغي على المراجعين الخارجيين أن يكونوا قابلين للمساءلة والمحاسبة أمام المساهمين وعليهم واجب بالنسبة للشركة وهو أن يقوموا بممارسة كافة ما تفتضيه العناية والأصول المهنية في عملية المراجعة؛
- ينبغي استكمال إطار حوكمة الشركات بمنهج فعال يشجع على تقديم التحليلات أو المشورة عن طريق المحللين والسماسرة ووكالات التقييم والتصنيف وغيرها، والمتعلقة بالقرارات التي يتخذها المستثمرون بعيدا عن أي ضغط قد يؤدي إلى الإضرار بنزاهة ما يقومون به من تحليل أو ما يقدمونه من مشورة.

4.5. دور الإفصاح في التقليل من مشكلة عدم تماثل المعلومات

لا يقتصر الضرر الناجم عن مشكلة عدم تماثل المعلومات على ما سبق ذكره بل يمتد إلى التخفيض من حجم التداول وزيادة تكلفة المعاملات وتخفيض سيولة الأسهم، وللتغلب هذه المشكلة وجب اللجوء إلى أحد الحلين:

- إما عن طريق الإفصاح الاختياري فقد توصلت الدارسات إلى أن الإفصاح الشامل سوف يعمل على التخفيض من عدم تماثل المعلومات،[1] ويتحقق ذلك من خلال الإفصاح عن أكبر عدد ممكن من المعلومات لخدمة المستثمرين، ويتم ذلك من خلال إفصاح الشركة اختياريا عن المعلومات التي لديها فإن كان لديها أخبار جيدة فإنها ستفصح عنها حتى تميز نفسها عن الشركات التي لديها أخبار سيئة، وان كان لديها أخبار سيئة فلن تستطيع إخفائها حتى لا تتأثر سمعتها بأنها تفصح عن معلومات غير صحيحة.[2]

[1] Lev, Baruch, **"Toward a Theory of Equitable and Efficient Accounting Policy"**, the Accounting Review, Vol.6, no 1, 1988, P 1-19

[2] Milgram, Paul R**. "Good News and Bad News: Representation Theorems and Application",** Journal of Economics, 1981, P 380-391

- وإما بواسطة إصدار معايير ملزمة لأن إدارة الشركات لن تقوم بالإفصاح الكامل عن المعلومات التي تمتلكها إذا تركت لها الحرية في الإفصاح، لذلك فإن الإفصاح الإجباري يكون ضروريا للإلزام الشركة بالإفصاح عن المعلومات التي تكون محجوبة عن المستثمرين، وبالتالي التخفيف من عدم تماثل المعلومات.[1]

1.4.5. دور الإفصاح في تذليل عدم تماثل المعلومة وتحقيق كفاءة سوق رأس المال

إن عدم تماثل المعلومات بين مجموعة من المستثمرين في سوق رأس المال نتيجة عدم الإفصاح الكافي عن المعلومات في التقارير المالية المنشورة من شأنه خلق تفاوت بين الفئات المستفيدة، وذلك على النحو التالي:[2]

- تفوق الإدارة على الأطراف الخارجية مما يؤدي إلى تحقيق عوائد غير عادية للأطراف الداخلية على حساب الأطراف الخارجية وذلك بسبب استغلال الإدارة لمعرفتهم المسبقة بالمعلومات الخاصة بالشركة؛
- تفوق مجموعة من المستثمرين (عادة كبار المستثمرين) على مجموعة أخرى تتكون من صغار المستثمرين غالبا مما يسمح للمجموعة الأولى بتحقيق عوائد غير عادية. يؤدي عدم تماثل المعلومات بين الأطراف الداخلية والخارجية إلى تحقيق عوائد غير عادية لفئة من المساهمين على حساب فئة أخرى، هذه الفئة المتضررة ستتخذ سلوك وقائي يتمحور حول إجراءات قانونية نحو مسربي هذه المعلومات وحول تكوين محفظة متنوعة من الأسهم طويلة الأجل، هذه السلوكيات الدفاعية تعتبر مكلفة لكل الأطراف الأخرى.

ويعتبر الإفصاح الحل الأمثل لأنه يؤدي إلى تخفيض عدم تماثل المعلومات وذلك من خلال إلزام كل الشركات المساهمة المدرجة في البورصة بالإفصاح عن الحقائق الاقتصادية المالية للشركة، مع ترك مجال للإفصاح الاختياري الذي يترك مساحة لصالح الشركة المعنية لاستغلالها لصالحها وخلق الميزة. وبتوفير الإفصاح على الأقل الإلزامي سيتم تقليص فرص تسريب المعلومات أي تقليص عدم تماثل المعلومات ومنه تحقيق زيادة في كفاءة السوق، ومن ثم الوصول إلى أسعار حقيقية للأسهم أي تعادل بين القيمة الحقيقية والسعر السوقي للسهم العادي.

ولقد تناولت العديد من الدراسات هذا الموضوع من خلال عدة مقاربات منها مقاربة التحفيز لصالح إدارة الشركات لتحقيق كفاءة السوق، والتي تقوم على فكرة مفادها أن الإدارة ستقوم بتطمين المستثمرين الحاليين والمحتملين على صدق البيانات المفصح عنها من خلال المصادقة على صحتها من قبل مراجعي الحسابات بصفتهم أطرف حيادية. إلى جانب ذلك أوضحت دراسات أخرى أن الإفصاح عن التنبؤات المستقبلية للشركات المساهمة المدرجة في بورصة الأوراق المالية يساعد على تحقيق كفاءة سوق رأس المال.[3]

---

[1] الدهراوي كمال الدين مصطفى، محمد السيد سرايا، **دراسات متقدمة في المحاسبة والمراجعة**، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2001، ص 24

[2] **المرجع نفسه**

[3] طلبة أميرة، **أثر الإفصاح المالي المحاسبي على القيمة السوقية السهم-دراسة حالة بعض الشركات المدرجة في البورصة-**، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في الاقتصاد والمناجمنت، جامعة منتوري، قسنطينة، الجزائر، 2009، ص 131

2.4.5.دور الإفصاح في تذليل عدم تماثل المعلومة من منظور نظرية الوكالة

منظور نظرية الوكالة يمكن أن تستغل الإدارة عدم تماثل المعلومات بأن تتصرف وفق الأسلوب الذي يناقض مصلحة المساهمين حيث يعد التقليل من حدة عدم التماثل ألمعلوماتي إحدى الطرق التي تحد من مشكلة الوكالة بين الإدارة والمساهمين، فنتيجة لتفويض سلطة القرار للإدارة قد يطلب المساهمون معلومات بخصوص أداء شركتهم من أجل تقييم عملية اتخاذ القرارات من قبل الإدارة.[1] ويمكن أن تقوم هذه الأخيرة بتخفيض المعلومات المفصح عنها لإخفاء الأداء الحقيقي للشركة عن مالكيها كما قد توجد دوافع أخرى لدى الإدارة لتحريف المعلومات المفصح عنها لأصحاب المصالح بطرق مختلفة، حيث يعتقد أن الإدارة تميل إلى إخفاء النتائج السلبية حتى تعطي لنفسها الوقت اللازم لتدارك هذه النتائج قبل أن تظهر للمستثمرين وفي بعض الأحيان قد تميل الإدارة حتى إلى إخفاء النتائج الإيجابية قصد التفاوض على عقود توظيف لمعرفتها أن الأرباح وأسعار الأسهم سوف تزداد مستقبلا. ولعل أحد أبرز الحلول التي من شأنها التخفيف من حدة المشاكل المذكورة سالفا والذي تشير إليه نظرية الوكالة هو زيادة الإفصاح حيث نجد أن الشركات تعمل على زيادة الإفصاح من خلال تقاريرها المالية لكي تخفف من حدة النزاعات بين المساهمين والإدارة، بالإضافة إلى أن الشركات الراغبة في زيادة قيمتها تفضل الإفصاح المتزايد.[2]

كما يمكن استخدام الإفصاح الطوعي لتخفيف من مشكلات عدم التماثل ألمعلوماتي لأن الخلافات تظهر عند اتخاذ الإدارة لقرارات بالإفصاح أو عدم الإفصاح عن معلومات محددة، ويحدث النزاع بسب مشكل عدم انتظام هذه المعلومات ، فالإفصاح الطوعي يعد فرصة ممتازة لتطبيق نظرية الوكالة أي أن الإدارة تمتلك أفضلية الاطلاع والإحاطة على المعلومات الخاصة بالشركة مقارنة بالملاك و المستثمرين، وبالتالي يمكنها أن ترسل أي معلومات إلى السوق المالي وتكون ذات موثوقية ومصداقية تمكنها من زيادة قيمة الشركة، ويكون ذلك من خلال تخفيض تكاليف الوكالة.

فوفقا لنظرية الوكالة تميل الإدارة للإفصاح الطوعي للتخفيض من تكاليفها، أما الإفصاح الإلزامي فيعمل على تعزيز حوكمة الشركات من خلال مساعدة المساهمين في مراقبة تنفيذ الإدارة لواجباتها، ورفع الوعي حول كيفية العمل الإداري لديهم، كما أن التزام الإدارة بالإفصاح عن بعض المعلومات المحاسبية الخاصة يشكل حلا لمشكلة عدم التماثل ألمعلوماتي بتنظيم إفصاحها للمستخدمين المختلفين.[3]

3.4.5. دور الإفصاح في تذليل عدم تماثل المعلومة من منظور نظرية الإشارة

تعمل نظرية الإشارة على معالجة مشكل عدم تماثل المعلومات في السوق حيث تبين هذه النظرية كيف لطرف معين أن يخفض من عدم التماثل ألمعلوماتي عن طريق زيادة الإفصاح عن المعلومات[4] والتي تستقبل من قبل الأطراف المهتمة في السوق كإشارات تكون ذات دلالة تعبر عن الوضع الحالي والمستقبلي للشركة. وقد تطورت

---

[1] **المرجع نفسه**

[2] **المرجع نفسه**

[3] **See :** Tian U, Chen J, **"Concept of Voluntary Information on Disclosure and Review of Relevant Studies**", International Journal of Finance, Vol1, no 2, (Aug., 2009), P 56

[4] Richard D. Morris, **"Signalling, Agency Theory and Accounting Policy Choice"**. Accounting and Business Research, vol. 18, no 69,(1987),P 48

نظرية الإشارة بشكل أساسي في سوق العمالة ومع ذلك يمكن أن تعد ظاهرة عامة قابلة لتعميم في أي سوق أخر يوجد فيه عدم تماثل المعلومات.

في ظل عدم تماثل المعلومات بين مديري الشركة الذين يمتلكون قدر أكبر من المعلومات حول أداء الشركة والأطراف الخارجية كالدائنين والمستثمرين الذين يمتلكون معلومات أقل، فإن قيمة الشركة ستنحرف عن قيمتها الحقيقة وقد يؤدي هذا الانحراف إلى تحمل الشركة لتكاليف محتملة من شأنها تخفيض قيمة أسهمها، لذا تسعى الشركات إلى تخفيض هذه التكاليف من خلال أدوات إدارية تسمي في الأدبيات المالية والمحاسبية بأدوات الإشارة كتغير في سياسة التوزيعات أو التغير في هيكل رأس المال الشركة أو زيادة **الإفصاح الطوعي**.

ومن الجدير بالذكر أن تكاليف الإشارة ذات علاقة عكسية مع جودة ونوعية المعلومات المحاسبية فكلما انخفضت جودة ونوعية المعلومات المفصح عنها زادت تكاليف الإشارة والعكس صحيح. ومما سبق ووفقا لنظرية الإشارة يمكن لشركة أن ترفع من قيمتها لدى الأطراف المستفيدة من تقاريرها المالية من خلال قدرتها على الإفصاح عن المعلومات الملائمة لوضعها في السوق، لأن هذه المعلومات ستمثل الإشارة التي تعكسها الشركة لمستخدمي هذه المعلومات عند قيامهم باتخاذ القرارات الاستثمارية المتعلقة بالشركة، وعلى هذا الأساس فإن الإفصاح المحاسبي والمالي يشكل حلاً مهما لمشكلة عدم التماثل ألمعلوماتي وتخفيضه إلى أدنى حد ممكن ، وهذا ما يشكل جوهر نظرية الإشارة فما تعكسه الشركة من معلومات عن وضعها في السوق سيشكل إشارة لمستخدمي هذه المعلومات أثناء اتخاذ القرارات .

4.4.5.دور الإفصاح عن المعلومات المالية المستقبلية في تذليل عدم تماثل المعلومة

إن الفكر المحاسبي والمالي المتعلق بالإفصاح عن المعلومات المالية المستقبلية يشير إلى تعدد الأسباب التي تدفع الإدارة للإفصاح عن هذه التنبؤات المالية، حيث تعد هذه التنبؤات بمثابة إشارة ترسلها الإدارة للأسواق المالية، والتي يمكن توضيح مدى أهميتها من خلال الإفصاح عن المعلومات المالية المستقبلية في سوق المالي وفق النقاط التالية:

- إن الإفصاح عن المعلومات المتعلقة بتوقعات الأرباح المستقبلية للشركة له أهمية خاصة بالنسبة للمستثمرين، فقد خلص كل من الباحثين **(Givoly & Lakonishok)** إلى أن الربح المستقبلي للسهم، يعتبر من أهم المتغيرات المحاسبية بالنسبة للمستثمرين، كما أكدته العديد من الدراسات الأخرى والتي توصلت إلى وجود رد فعل للسوق المالي عند الإفصاح عن هذه التوقعات؛[1]
- إن الإفصاح عن المعلومات المالية المستقبلية يعمل على تخفيض عدم تماثل المعلومات بين المستثمرين، ومن ثم تخفيض تكاليف المعاملات في السوق المالي، وذلك من خلال تخفيض قدرة الأطراف أصحاب المعلومات على تحقيق عوائد غير عادية بواسطتها، فلقد توصل الباحثان **(Coller & Yohnt)** إلى أن الإدارة تقوم بالإفصاح عن توقعات الأرباح بهدف تخفيض عدم التماثل في المعلومات. وذلك من خلال نماذج الهامش

[1] Dan Givoly. Josef Lakonishok, **"The Quality of Analysts' Forecasts of Earnings"**, Financial Analysts Journal, vol. 40,no 5,(Sep., 1984),P 43

السعري للبيع والشراء **(Bid Ask Spread)** [1] أي إذا لم تقم الإدارة بالإعلان عن توقعاتها فسوف تتسرب إلى قنوات غير مباشرة وسوف يحصل الطلب عليها من قبل فئة قليلة من المستثمرين الذين يستطيعون تحمل تكاليفها، ومن ثم سيحصلون على ميزة غير عادلة في سوق المال على حساب المستثمرين الصغار الذين ينتظرون الإعلان عن التوقعات، مما يؤدي إلى وجود سوق مالي غير كفء يتجاهل إعطاء فرص متساوية لكل المستثمرين للحصول على المعلومات، ومن ثم فلابد على الإدارة القيام بالإفصاح عن توقعات الأرباح لتفادي الاستخدام غير الملائم للمعلومات الداخلية، وعدم حصول بعض الأطراف على ميزات غير عادلة؛

- في بعض الأحيان تكون الإدارة محفزة للإفصاح عن المعلومات المالية المستقبلية لأن حدث التنبؤ أو التوقع في حد ذاته يحمل محتوى معلوماتي نتيجة لاشتماله على معلومات متعلقة بمستقبل الشركة.

المطلب الثاني: التوزيعات في ظل تماثل المعلومة (حيادية التوزيعات)

سنحاول فيما يلي تفسير التوزيعات في ظل تماثل المعلومة **(حيادية التوزيعات)** وذلك من ونظر الباحثين **(Modigliani-Miller)** وكذا الباحثين **(DeAngelo & Skinner)**.

1. وجهة نظر (Modigliani-Miller) (M&M)

اعتمدت فرضية **(M&M)** عام 1961م والمتمثلة في حيادية التوزيعات اتجاه نقل المعلومة للسوق المالي على أساس افتراضات السوق المالي الكفء والمتمثل في أن المعلومات متماثلة ومتاحة لجميع الأطراف المهتمة بها. [2]وعلى أساس هذا الافتراض لدى الجميع قدرة متماثلة على فهم وتحليل المعلومات المتاحة، فإن المستثمرين لديهم نفس التوقعات حول الأفاق المستقبلية للشركة شأنهم في ذلك شأن مسيري الشركة. وافترضا أيضا أن المستثمرين والمسيرين لديهم نفس المعلومات والتوقعات حول النمو المستقبلي للشركة. ولكن في الواقع، المعلومات غير متاحة للجميع الأطراف وتتوزع بينهم بشكل غير متماثل وبالتالي فإن المستثمرين لديهم توقعات مختلفة ومعلومات حول أرباح وأخطار الشركة المستقبلية مقارنة بالمسيرين، فالمسيرون لديهم أفضل المعلومات والتوقعات المستقبلية من المستثمرين فيما يتعلق بأرباح الشركة وأدائها. ويستخدم المسيرون التغيير في نسب ومبالغ توزيعات الأرباح كوسيلة لنقل هذه المعلومات إلى المستثمرين والتقليص من فجوة عدم تماثل المعلومات بين المسيرين والمستثمرين، وبالتالي التأثير على القيمة السوقية للشركة وثروة المساهمين. [3]

مما سبق يري **(M&M)** أن "**محتوى المعلومات**" ينعكس من خلال قرار توزيعات الأرباح. فبالنسبة للمستثمرين فإن التغير في معدل توزيع الأرباح يعبر عن التغيير في وجهات نظر الإدارة حول التوقعات المستقبلية للشركة. وهذا يعني أن إعلان عن الأرباح الموزعة ليس له أي تأثير على أسعار الأسهم. وعلى هذا النحو، ينبغي على المستثمرين ألا يبالوا بشأن ما إذا كانت الشركات تدفع توزيعات الأسهم أم لا.

---

[1] Maribeth Coller , Teri Lombardi Yohnt, **"Management Forecasts and Information Asymmetry: An Examination of Bid-Ask Spreads"**, Journal of Accounting Research, Vol.35,no 2, (Aut,1997),P 190

*** لتحقيق أرباح يقوم صانعو السوق بعرض سعر أقل لشراء الورقة المالية (سعر الشراء) وسعر أعلى لبيع الورقة المالية. ويعرف الفوق بين سعري البيع والشراء «بالهامش السعري للبيع والشراء (Bid Ask Spread)**

[2] Vijay Shankar Pandey, **Signalling Effect of Dividend Decision on The Market Price of Select Listed Companies**, Doctor of Philosophy In Business Administration, University of Lucknow,2015, P 9

[3] **Ibid**

2. وجهة نظر (DeAngelo, DeAngelo & Skinner)

لقد قام كل من الباحثين **(Skinner, DeAngelo & DeAngelo)** بدراسة محتوى المعلوماتي لقرارات توزيعات الأرباح التي قام بها مدراء 145 شركة في بورصة نيويورك والتي انخفضت أرباحها السنوية بعد تسع سنوات متتالية أو أكثر من النمو. وباستخدام مجموعة متنوعة من النماذج الخاصة بمثل هكذا دراسات واستنادا إلى المفاهيم التي تعتبر التوزيعات كوسيلة لنقل الإشارة **(Dividend As Signal)**، فإنهم لم يجدوا أي دليل يدعم فكرة أن قرارات توزيع الأرباح تساعد في تحديد الشركات ذات الأرباح والآفاق المستقبلية الواعدة.[1] أي أن التوزيعات لا تقدم أي معلومة بناءة يمكن الاعتماد عليها لمعرفة الآفاق المستقبلية للشركة بالنسبة للمتعاملين المهتمين في السوق المالي. وذلك لان توزيعات الأرباح تميل إلى إعطاء إشارات غير موثوقة بسب ما يعرف بالتحيز السلوكي (الإفراط في التفاؤل) **Over -Optimism**-والذي يدفع بالمديرين إلى المبالغة في تقدير الأرباح المستقبلية عندما تتلاشى آفاق النمو، مما يوثر على مقدار التوزيعات النقدية الذي يكون منخفض إلى حد بعيد، الشيء الذي يحد من موثوقية هذه الإشارات.[2]

المطلب الثالث: التوزيعات في ظل عدم تماثل المعلومة (عدم حيادية التوزيعات)

لقد طور كل من الباحثين Bhattacharya (1979)،John & Williams (1985) Miller & Rock،(1985) نماذجهم بناءً على فرضية عدم تماثل المعلومات وأصبحت هذه النماذج الدعائم الأساسية التي بنيت عليها نظرية الإشارة. فلقد بينوا أنه في ظل سوق غير الكفء، فإن المسيرين **(Insiders)** يستخدمون توزيعات الأرباح باعتبارها إشارة مفيدة لنقل المعلومة حول مستقبل شركتهم إلى الأطراف الخارجية المهتمة **(Outsiders)**. وبالتالي، فإن الزيادة في التوزيعات تعبر عن آفاق مستقبلية جيدة وأداء أفضل، في حين أن الانخفاض في التوزيعات يشير إلى العكس من ذلك. ولقد كانت آراء Bhattacharya (1979) مرتبطة ارتباطًا وثيقًا بآراء روس **Ross** (1977). وتحت فرضية أن الأطراف الخارجية لديهم معلومات غير متماثلة بشأن ربحية الشركة. فقد اعتبرت الإعلانات عن توزيع الأرباح هي الطريقة الأفضل لنقل المعلومات.[3]

وسنحاول فيما يلي تفسير التوزيعات في ظل عدم تماثل المعلومة (عدم حيادية التوزيعات) وذلك من وجهة نظر مجموعة من أهم الباحثين الذين اهتموا بمثل هكذا مواضيع.

1. وجهة نظر (Lintner)

في عام 1956م قام الباحث (**John Lintner**) بإعداد إحدى الدراسات الأولى حول سياسة توزيع الأرباح وأجرى مقابلات مع العديد من المديرين، أقر بأن إدارة الشركة لديها العديد من العوامل التي يجب أن تأخذها بعين الاعتبار عند تحديد نسبة توزيعات الأرباح.وخلص إلى أن التغيير في هذه النسبة سيعكس بشكل عام الأرباح السابقة

[1] Harry DeAngelo, Linda DeAngelo, Douglas J. Skinner**, "Reversal of fortune Dividend signaling and the disappearance of sustained earnings growth"**, Journal of Financial Economics, Vol.40, no 3, (July 1995), P 341

[2] **Idem**

[3] Vijay Shankar Pandey ,**Op.cit**.P 9

والحالية للشركة، والتي ستكون أيضاً أول العوامل التي يمكن أن ينظر إليها المديرون قبل اتخاذ قرار بشأن السياسة التوزيع.

1.1. نموذج (Lintner)

توصل **(Lintner)** في دراسة له ل 28 فريق إدارة بمؤسسات أمريكية خلال الفترة الممتدة ما بين 1918 – 1941 إلى النتائج التالية:[1]

- يهتم المسيرون كثيرا بمعدل التوزيعات، والتغير فيه، وليس مبلغ التوزيعات؛
- عادة ما يضع المسيرون معدلات مستهدفة لتوزيع الأرباح؛
- معظم المسيرين يجتنبون تغير هذا المعدل خصوصا إذا كانوا غير متأكدين من النتائج على المدى المتوسط والطويل؛
- ترتبط التغيرات في التوزيعات بالأرباح طويلة الأجل.

هذه النتائج كانت استنادا إلى النموذج التالي:[2]

$$\Delta Di,t = ai + Ci * (\widetilde{D}\, i,t - \Delta Di,t-1) + \omega t \quad \text{.....(4-1)}$$

بحيث:

$\Delta Di,t$: التغير في التوزيعات i في الفترة t ؛

ai: معامل ثابت؛

Ci : النسبة المقبولة للزيادة في التوزيعات، والتي تتوقف على وجهة نظر المسيرين؛

$\widetilde{D}\, i,t$: معدل التوزيعات المستهدف أو طويل الأجل؛

$\Delta Di,t-1$: معدل التوزيعات للسنة السابقة؛

ωt: الحد العشوائي، ذو توزيع طبيعي.

بلغت القدرة التفسيرية لهذا النموذج حوالي 85% في حين بلغت Ci حوالي 30% وبلغ معدل التوزيعات المستهدف حوالي 50% ولقد اختبر هذا النموذج ميدانيا من قبل العديد من الباحثين، وكانت النتائج متماثلة تقريبا. ويعتبر هذا النموذج من بين أحسن النماذج التي استخدمت لدراسة سياسة توزيع الأرباح حيث هو المفسر لنظرية الإشارة، فنمو التوزيعات دليل على نمو الأرباح في المستقبل، ومن بين أهم الانتقادات التي وجهت لهذا النموذج تجاهله الارتباط، والارتباط المتبادل بين سياسة التوزيعات المعتمدة، وسياسة توزيعات المؤسسات الأخرى، كما انه استخدم على مستوى الاقتصاد الجزئي، وليس على مستوى الاقتصاد الكلي (توزيعات مجمل المؤسسات).

[1] Lintner.J,**"Distribution of Income of Corporations among Dividends ,Retained Earnings and Taxes"**, American Economic Review ,Vol.46,no 2,(May.,1956),PP 97-113

[2] **Idem**

2. وجه نظر كل من الباحثين (Pettit & Ross , Watts)

في العام 1973م نشر الباحثان (**Pettit & Ross**) مقال "**المحتوى ألمعلوماتي للتوزيعات**"، وكان استنتاجه أن التوزيعات تحتوي على معلومات ضعيفة أو بلا معلومات وبعد ثلاث سنوات فقط جاءت دراسة أخرى من قبل الباحث (**Richardson Pettit**) سنة 1976م ومرة أخرى تمت مناقشة نفس الفرضية، (المحتوى ألمعلوماتي للتوزيعات) والتي أشارت جزئياً إلى مقالة الباحث (**watts**) سنة 1973م. والذي كان استنتاجه بأن الأرباح الجيدة المحققة على المدى الطويل كفيلة بأن تجعل توزيعات الأرباح تحتوي معلومات حول الأداء الجيد لشركة أفاقها المستقبلية الواعدة .[1] وقد أظهر الباحث (**Ross**) عام 1977م خصائص توزيعات الأسهم في الأسواق الناشئة من نماذج نظرية الإشارة. ووفقًا لفرضية المحتوي المعلوماتي للتوزيعات، فإن إعلانات التغيير في الأرباح تؤدي إلى التغيير في توزيعات الأسهم لأنها تنقل معلومات حول تقييم الإدارة للآفاق الشركة المستقبلية وسيؤدي ذلك إلى تحسين في قيمة السوقية الشركة في حالة زيادة الأرباح، وتوضح الأدلة التجريبية أن توزيعات الأرباح تؤثر على تقييمات السوق. ومع ذلك، فليس من الواضح فيما إذا كانت الإدارة تستخدم توزيعات الأرباح عن قصد كإشارة أم لا.[2]

3. وجهة نظر Bhattacharya (1979)

طور الباحث Bhattacharya سنة 1979م نموذجا ليبين الحافز الذي يؤدي بالمؤسسة للقيام بالتوزيعات الأرباح لصالح المساهمين، كما طور نموذجه في ظل أن المسيرين يتخذون قرارات لصالح المساهمين. ويفترض النموذج أنه عند التوقيت الصفر-توقيت الإعلان عن التوزيعات-، فإن المسيرين يعتمدون على سياسة خاصة ومحددة في توزيع الأرباح، وفي نهاية الفترة -توقيت دفع التوزيعات-فيجب على الشركة أن تنتهج نفس سياسة توزيع الأرباح المحددة في التوقيت الصفر في دفع التوزيعات لصالح المساهمين .[3] و إذا لم تكن التدفقات النقدية المتولدة خلال الفترة كافية لدفع التوزيعات ، فيجب على الشركة أن تعتمد على مصادر تمويل خارجية ، لتحمل تكاليف المعاملات ، وكذا تسديد توزيعات الأرباح التي أعلنتها في التوقيت صفر ، وافترض في نموذجه أيضا أن سياسة توزيع الأرباح الخاصة بالمؤسسة لا تتأثر مطلقا عندما تكون التوزيعات خاضعة للضريبة بمعدلات أعلى مما تخضع له الأرباح الرأسمالية ففي هذه الحالة فالشركة ستبقي تدفع التوزيعات على الرغم من تحمل أعباء الضريبة ، ومن هنا يمكن القول بأن التوزيعات تلعب دورا في نقل المعلومة (الإشارة).

1.3. نموذج Bhattacharya (1979)

لقد قدم الباحث (Bhattacharya) نموذجين من نماذج الإشارات الخاصة بتوزيعات الأرباح النموذج الأول ينطوي على هيكل تكاليف الإشارة أما النموذج الثاني فلا يحتوي على هيكل تكاليف الإشارة، كنموذجه الأول توازن الإشارة (**Signalling Equilibrum**) على طريقة الباحث (**Spence**)،ولهذا السبب سنكتفي بعرض نموذجه الأول فقط والذي يسمى: **النموذج الذي ينطوي على تكاليف الإشارة (Model with Signaling Cost Structure).**

[1] S Gupta, B Dogr, A K Vashisht, S Ghai, **"Stock Price Reaction to Dividend Announcements"**, International Journal of Financial Management, Vol. 2,no 2,(Apr.,2012),PP 24 -25

[2] **Idem**

[3] Vijay Shankar Pandey, **Op.cit.,** P 10

[1]ويفترض (Bhattacharya) في هذا النموذج أن سياسة توزيع الأرباح تخدم المطلعين (الأطراف الداخلية)، **(insiders)** الذين يستعملونها كوسيلة لنقل الإشارة عن التدفقات النقدية المستقبلية للشركة. وأن المساهمين ليس لديهم أي مؤشر لاحق يسمح لهم بتقييم التدفقات المالية التي سبق الإشارة إليها من خلال سياسة التوزيع، ولا يمكن الحديث عن وجود توازن للإشارة – على حسب **(Bhattacharya)** –إذا كانت هناك تكاليف مرتبطة بالإشارة ففي هذا النموذج حيث سياسة الاستثمار غير قابلة للتغير نجد نوعين من تكاليف الإشارة:

- يرى المساهمون أن مقدار الضريبية على التوزيعات أكبر من مقدار الضريبة على الأرباح الرأسمالية وهذا الفرق في الضريبة يعبر عنه ب:(1-a)؛ وهو معدل الضريبة على التوزيعات.
- إذا كان التوزيع المعلن عنه أكبر من التدفقات المتولدة من الشركة، فإن هذا الفرق يجب أن يمول عن طريق الديون بمعدل أعلى منه في الحالات العادية. ويتم التعبير عن هذا الفرق في التكلفة بواسطة (1 + b). وضمنياً يمكن القول بأن التوزيع المعلن عنه يتم دفعه دائماً بغض النظر عن نتائج المؤسسة.

ويفترض (Bhattacharya) في هذا النموذج أيضاً بأن المسيرين محايدين اتجاه المخاطر ويهدفون إلى تعظيم القيمة المتوقعة بعد الضريبة لرأس المال المستثمر من قبل المساهمين، ويمكن التعبير عن ذلك على النحو التالي:[2]

إذا كان لدينا:

(x): يعبر عن التدفقات النقدية غير المتوقعة للمشاريع الاستثمارية.*

(D): مقدار التوزيعات

V (D): قيمة المؤسسة عند الإشارة ، (عند قيام المسيرين بدفع التوزيعات فعلا).

وكان (X>D):

فإن التوزيعات ستدفع من قبل الشركة للمستثمرين الذين سيحصلون على المقدار التالي:

$$D-D*(1-a)=aD \quad \text{.....(4-2)}$$

والتمويل الخارجي سينخفض بمقدار (X-D) مقارنة بالحالة التي يكون فيها (X = D).

وإذا كان (X<D):

فإن التوزيعات ستدفع من قبل الشركة للمستثمرين الذين سيحصلون على المقدار (aD) ولكن سيتم تمويل جزء من التوزيعات عن طريق الاستدانة بمعدل أكبر مما هو عليه في الظروف العادية ومقدار التكلفة هو:

$$(1+b)*(X-D) \quad \text{.....(4-3)}$$

4. وجهة نظر Kalay (1980)

يسمح نموذج الإشارة للمؤسسة باستعمال التوزيعات لإعلام المستثمرين بوضعيتها، وتتحمل المؤسسة في كل إشارة تقوم بها تكاليف تكون مرتفعة بالنسبة للمؤسسات ذات الأداء المتواضع ومنخفضة في المؤسسات

[1] Sudipto Bhattacharya "**Imperfect Information, Dividend Policy, and "The Bird in the Hand" Fallacy**", The Bell Journal of Economics, Vol. 10, no1, (Spring.,1979), PP 260-261

[2]**Idem**

* **مع افترض أنها تحقق أرباح موزعة مستقرة وأنها مستقلة عن بعضها البعض من فترة إلى أخرى**

ذات الأداء الجيد، فبالنسبة لكلاي نموذج الإشارة الخاص بالتوزيعات يقوم على فكرة أن المؤسسة تقوم بتعديل التوزيعات من أجل الإشارة عن وضعيتها الحالية أو المستقبلية المحتملة، فارتفاع التوزيعات يعني أن المؤسسة تتوقع تحسن في التدفقات النقدية والعكس.

1.4 نموذج كالاي (Kalay)

ويقوم نموذج كالاي **(Kalay)** على عدة فرضيات نلخصها في النقاط التالية:[1]

- لا وجود لتكاليف الصفقات، ولا تكاليف الوكالة ولا تكاليف الإفلاس والضرائب؛
- تتميز الأسواق بعدم تماثل المعلومات؛
- نموذج مكون من فترتين: فالقرارات المالية تؤخذ في الفترة 0 وتنفذ في الفترة 1؛
- يمكن للمؤسسة أن تصدر أسهما جديدة في الفترة 0 وأن تدفع لها توزيعات دون أن يؤثر ذلك على سياسة الاستثمار؛
- المستثمرون يعلمون بأن للمسيرين معلومات داخلية حول الأداء الحالي والمستقبلي للمؤسسة؛ وبذلك فهم يتميزون بالحيادية اتجاه المخاطر.

وتكون سياسة المسيرين بالنسبة للعائد (M) كما يلي:[2]

$$M = (1+r)\,\phi_0 V_0 + \phi_1 E_1 \quad \text{..... (4-4)}$$

حيث تمثل:

ϕ_1 ،ϕ_0 معاملات موجبة؛

V_0: تمثل القيمة السوقية للمؤسسة في الفترة 0؛

E_1: الأرباح الموزعة على السهم في الفترة 1؛

r: معدل الفائدة.

يوضح نموذج كلاي بأن المسيرين لا يقومون بزيادة أرباح السهم إلا إذا كانوا متأكدين من أن وضعية المؤسسة المستقبلية سوف تتحسن وتستمر في ذلك. لأنه إذا كان العكس، فإن المسيرين سوف يتحملون التكلفة التي ليست في صالحهم.

وبذلك، فالمسيرون يفضلون توزيع نسبة منخفضة من أرباح السهم ولا تتم الزيادة إلا إذا كان هناك تغيرا فعالا في المؤسسة والذي سوف يستمر في المستقبل، كما أن هذه النسبة تسمح للمسيرين بالحفاظ عليها حتى وإن كانت التدفقات النقدية منخفضة. وبالتالي، فإن أي انخفاض في هذه النسبة يدل على أن هناك انخفاضا مستمرا في التدفقات النقدية المستقبلية للمؤسسة، والتي تعتبر كمعلومة سيئة بالنسبة للسوق.

5. وجهة نظر ميلر وروك Miller & Rock (1985)

[1] Avner Kalay, **"Signaling, Information Content, and the Reluctance to Cut Dividends",** The Journal of Financial and Quantitative Analysis, ,Vol15, no 4, 1980, PP 855-869

[2] **Idem**

حلل ميلر وروك **Miller & Rock** عام 1985م تأثير إعلان عن توزيعات الأرباح ونتائجه في ظل ظروف المعلومات غير المتماثلة. وقد اختلف نموذجهما اختلافًا طفيفًا عن نموذج Bhattacharya (1979)، وذلك من حيث الفترات التي اعتمدا عليها.

فلقد قاما ببناء نموذجيهما على افتراض أن المؤسسة في الفترة صفر تقوم بمشاريع استثمارية وتولد من خلالها تدفقات نقدية والتي تستخدم في تسديد توزيعات الأرباح وكذا إعادة استثمارها في مشاريع جديدة وواعدة، وافترضا بأن المسيرين **(Insiders)** يملكون بعض المعلومات المميزة والخاصة المتعلقة بالتوقعات المستقبلية للمؤسسة والتي لا تمتلكاها أطراف أخرى خارج المؤسسة **(Outsiders)** هذا التفاوت في المعطيات من شأنه أن يكون عائقا أمام الأطراف المهتمة بتقييم المؤسسة وكذا معرفة الاتجاه العام لأدائها المستقبلي. ومن هنا يمكن القول بأن السوق التي يتميز المستثمرون فيها بالرشادة والعقلانية هم الذين يتمكنون من تقييم المؤسسة بنفس الطريقة التي يقيم بها المسيرون هذه المؤسسة. ووفقا لميلر وروك **Miller & Rock** (1985) فإن الإعلان عن توزيعات الأرباح يعتبر بمثابة إشارة من الأخبار المفيدة للمستثمرين. فالأداء الجيد للمؤسسة يحمل أخبار جيدة تنقل إلى السوق المالي في حين أن ضعف الأداء يعطي إشارة خاطئة للسوق وينبئ عن عدم قدرة المؤسسة على تحقيق أرباح مستقبلية، وفي ظل عدم تماثل المعلومة فإن نموذج ميلر وروك **(Miller & Rock)** يبين بأن أثر الإعلان عن توزيعات الأرباح على سعر السهم مرتبط بعد القدرة على التنبؤ بالتغيرات المستقبلية للتدفقات النقدية.

1.5. نموذج Miller & Rock (1985)

نموذج **(Miller & Rock)** كان تتمة للنموذج الكلاسيكي للاستثمار والتمويل وتوزيع الأرباح حيث يأخذ بعين الاعتبار حقيقة أن المطلعين (الأطراف الداخلية) لديهم أفضل المعلومات والمعارف المتعلقة بالأرباح الجارية للشركة. في حين لا تتوفر هذه المعلومات لدى الأطراف الخارجية **(Outsider)**، وينتج عن هذا عدم التماثل في المعلومات والذي يترجم بدوره من خلال مجموعتين غير متساويتين من حيث توافر المعلومات، على النحو التالي:[1]

$$F^d = (X_1, I_1, D_1) = (I_0, e_1, I_1, D_1). \quad \text{(4-5)}$$

$$F^m = (I_0, D_1) \quad \text{(4-6)}$$

بحيث:

F^d: معلومات المطلعين (الأطراف الداخلية) ؛

F^m: معلومات السوق (الأطراف الخارجية) ؛

I_0, I_1: مقدار الاستثمار في الفترة (t)عند التوقيت (0،1) على التوالي؛

X_1: التدفقات النقدية عند (t=1) و المتولدة عن الاستثمار عند التوقيت (t=0) ؛

e_1 : الجزء العشوائي للتدفقات النقدية عند التوقيت (t=1)؛

[1] Merton H. Miller, Kevin Rock, **"Dividend Policy under Asymmetric Information"**, Journal of Finance, American Finance Association, Vol. 40, no 4, (Sep., 1985), P 1040

D_1: التوزيع المعلن عنه عند التوقيت (t=1).

عدم تماثل المعلومات يعطي تصورات مختلفة عن قيمة المؤسسة. فبالنسبة للمسيرين (الأطراف الداخلية) الذين يعلمون القيمة الحقيقية للجزء العشوائي للتدفقات النقدية، فإن قيمة المؤسسة هي:[1]

$$V_1^d = D_1 + \frac{1}{1+i}[F(I_1) + y\,e_1] \quad \text{(4-7)}$$

V_1^d: قيمة المؤسسة بالنسبة للمسيرين؛

i: معدل التأيين

y: معامل الجزء العشوائي ؛

أما بالنسبة للسوق (الأطراف الخارجية) والذين لا يعلمون القيمة الحقيقية للجزء العشوائي للتدفقات النقدية، فإن قيمة المؤسسة تكون كما يلي:[2]

$$V_1^m = D_1 + \frac{1}{1+i}[E_1^m(F(I_1)) + \tilde{y}e_1] \quad \text{(4-8)}$$

حيث:

$E_1^m(F(I_1))$: الاستثمار المتوقع؛

$\tilde{y}$: معامل الجزء العشوائي لتدفقات النقدية المتوقع؛

6. وجهة نظر جون وويليام John & William (1985)

طور كل من جون وويليام نموذجا يبينان فيه أثر التخفيف من توزيعات الأرباح وتوازن الإشارات **(Dividend, Dilution and Taxes: A Signalling Equilibrium)** واعتمد على جملة من الافتراضات يمكن تلخيصها في النقاط التالية:[3]

- وجود بيئة غير ملائمة كثيرا على النحو الذي يمكننا من القول بأن التوزيعات تنقل إلى السوق معلومات (إشارات معينة)؛
- الشركة الممثلة في النموذج يتم تمويلها حصريا بالأموال الخاص؛
- الشركة الممثلة في النموذج لا تدفع أي ضرائب ولا تتحمل أي تكاليف معاملات عند القيام بالتوزيعات أو إصدار الأسهم أو سحبها؛
- على خلاف الشركات، يدفع المستثمرون الضرائب على توزيعات الأرباح بمعدل هامشي وثابت، مع عدم وجود تكاليف المعاملات عند تداول الأوراق المالية؛
- يتم مراقبة جميع مصادر واستخدامات الشركة بالكامل من قبل الأطراف الخارجية المهتمة من خلال المراجعين العموميين؛

[1] **Ibid**
[2] **Idem**
[3] Vijay Shankar Pandeym, **Op.cit.** P 12

- وجود توازن للإشارة بالنسبة لتوزيعات الأرباح في حالة الشركات التي تدفع توزيعات خاضعة للضريبة مع حاجة كل من المساهمين والشركة إلى النقد الذي يفوق المصادر الداخلية للشركة؛ ولقد تم انتقاد هذا النموذج من خلال فرض عدم وجود الضرائب، لأنه بدون الضرائب أو التكاليف الأخرى لدفع التوزيعات، لا يمكن القول بأن هناك توازن للإشارة.

1.6. نموذج John & Williams 1985

بني نموذج **John & Williams** على أساس مفهوم التخفيف **(Dilution)** ومعناه التقليص من عدد الأسهم فعندما تحتاج الشركات إلى رؤوس أموال لتمويل مشاريعها الاستثمارية، يمكنها أن تقوم بإصدار أسهم جديدة، أو أن تعيد شراء عدد قليل من الأسهم، وبالمثل، فالمساهمين الذين يحتاجون إلى السيولة النقدية يلجؤون إلى بيع جزء من الأسهم التي يمتلكونها، وفي كلتا حالتين يتم التخفيف **(Dilution)** من حصص الأسهم الحالية للشركة.[1]

وهذا التخفيف (التقليص من حجم الأسهم) سيكون بالضرورة أمرًا جيدًا عندما تكون التوقعات المستقبلية لشركة ملائمة. بالمقابل فإن المسير الذي يأخذ في الحسبان رفاهية المساهمين الحاليين لشركة يمكنه أن يقوم دفع توزيعات (غير خاضعة للضريبة) إذا كانت مردودية المشاريع الاستثمارية جيدة، هذا يجعل الأطراف الخارجية (السوق) **Outsiders** تستجيب وتبدي الرغبة في الحصول على الأسهم مما يرفع من سعرها.

ومن هنا يمكن القول إن الأطراف الداخلية **(Insiders)** تمارس عليهم رقابة مثلى من خلال التوزيعات وكذا المساهمين الجدد. أما فيما يتعلق بتوازن الإشارة لابد من تحديد الربح الهامشي المستهدف عند دفع التوزيعات من قبل الأطراف الداخلية **(insiders)** وهذا الربح الهامشي يختلف من شركة إلى أخرى ويكون أكبر في الشركات ذات الآفاق المستقبلية الواعدة، والأطراف الخارجية تستعمل التوزيعات لتقيم الشركات، لهذا فإن المحللين يقترحون في النموذج فترة تحتوي على توقيتين التوقيت (0) وفيه يتم اتخاذ القرار، والتوقيت (1) وفيه يتم دفع جميع التوزيعات **(تصفية التوزيعات)**. ففي التوقيت (0) فإن مسيري الشركة يمولون استثماراتها فقط بالأموال الخاصة، ومقدار التمويل مرتبط بمدي مردودية المشاريع الاستثمارية والتي تحدد بدورها مقدار التوزيعات، ويمكن التعبير عن حالة المصادر والاستخدامات في الشركة من خلال المعادلة التالية:[2]

$$D + I = C + pe\ N \quad \text{..... (4-9)}$$

حيث:

(D) : مبلغ التوزيعات؛

(I): رأس المال لتمويل الاستثمار ؛

(C): حصيلة السيولة لدي المؤسسة؛

(Pe): سعر السهم قبل الحق في التوزيع؛* (N): عدد الأسهم المصدرة أو المعاد شراؤها.

[1] Kose John , Joseph Williams**, "Dividends, Dilution, and Taxes: A Signaling Equilibrium",** Journal of Finance, American Finance Association ,Vol. 40, no 4, (Sep., 1985),P 1056

[2] **Idem**

* (سعر السهم عند التاريخ) **Ex-dividend day**

فالأطراف الخارجية في السوق تطلّع من دون أي خطأ على مصادر واستخدامات الشركة، أما فيما يخص المعلومات المتعلقة بالتدفقات النقدية (X) والمتولدة عن المشاريع الاستثمارية فهي في حوزة الأطراف الداخلية **(Insiders)**، إذن حسب التوزيع الاحتمالي للتدفقات النقدية المتولدة من قبل مجموعة من الشركات فهي معروفة من طرف الجميع ومحددة ضمن المجال: $(1 \leq X < \infty)$. ومقدار التوزيعات الذي سيحصل عليه المستثمرون يكون خاضع للضريبة بمعدل (t) وهو نفسه بالنسبة لجميع المستثمرين وهذا ما يشكل تكلفة الإشارة. وإضافة إلى ذلك إذا أراد المساهمون بيع أسهمهم والاستفادة من الحق في التوزيع أو عدمه فيجب أن يكون السعر واحد، لتجنب إمكانية المراجحة. ويمكن توضيح ذلك من خلال المعادلة التالية:[1]

$$P = Pe + (1-t)\, D/Q \quad \text{..... (4-10)}$$

بحيث:

(P): سعر السهم مع الاستفادة من التوزيع ؛

(Q): عدد الأسهم المتداولة قبل التمويل الجديد؛

(t): معدل الضريبة على التوزيعات ؛

(D): توزيع للسهم؛

(Pe): سعر السهم قبل الاستفادة من التوزيع ؛

أي: **سعر السهم مع الاستفادة من التوزيع= سعر السهم قبل الاستفادة من التوزيع + توزيع السهم الواحد بعد الضريبة**.

وأخيرا فإن النموذج يأخذ في الحسبان احتياجات السيولة (L) للمساهمين الحالين للشركة ويمكنهم تلبية هذه الاحتياجات عن طريق بيع الأسهم أو عن طريق الاستفادة من التوزيعات التي تدفعها الشركة لصالحهم، ويمكن توضيح ذلك من خلال المعادلة التالية:

$$L = D + Pe*M$$

بحيث:

(L): احتياجات السيولة للمساهمين؛

(M) : عدد الأسهم المباعة؛

ولقد أكد كل من **(John & Williams)** أن وجود توازن الإشارة مرتبط بتوفر شرطين أساسيين هما:[2]

الشرط الأول: احتياجات رأس المال بالنسبة للمساهمين، (L) واحتياجات رأس المال بالنسبة للاستثمارات (I) تفوق رأس المال المتاح لدي الشركة، (C). أي: $C < (L+I)$

الشرط الثاني: يتوجب على الشركة بيع جزء من الأسهم (تقليص حجم الأسهم **Dilution)** التي يملكها المساهمون الحاليون فيها، وكنتيجة لذلك فإن أي استراتيجية لرفع السعر الذي سوف تباع به هذه الأسهم من شأنه التقليل من أثر تقليص حجم الأسهم **(Dilution)**، في حال ما إذا كانت الآفاق المستقبلية ملائمة وبالتالي

[1] **Ibid,** P 1058

[2] Kose John, Joseph Williams**, Op.cit**. P 1061

الوضعية الحالية للمساهمين في الشركة ستتحسن، كما أن **الشرط الثاني** مرتبط بالشرط الخامس للباحث **(Riley)** عام 1975م في نموذجه لتوازن الإشارة –أي أن المعدل الهامشي لتعويض الإشارة (D) والسعر السوقي (P) يتناقص-فإذا احتفظ المساهمون في الشركة ببعض أسهمهم فإن الربح الهامشي الناتج عن التخفيف أو التقليل (Dilution) (UP) سوف يكون أكبر إذا كانت الآفاق المستقبلية للشركة ملائمة (التدفقات النقدية المستقبلية مرتفعة). وتحت هذين الشرطين فقط الشركات الجيدة لها الأفضلية في تقديم إشارات من خلال التوزيعات.

2.6. نموذج Ambarish , John & Williams(1987)

نموذج **(Ambarish)** له نفس تركيبة نموذج **(John & Williams)** عام 1985 ماعدا في نقطتين حيث يتم استبدال الاستثمار المبدئي الثابت باستثمار جديد مرتبط بالمعلومات الخاصة التي تكون في حوزة الأطراف الداخلية، فالاستثمار المبدئي يعبر عن إشارة ثانية (مع التوزيعات) لتدفقات المؤسسة النقدية المتولدة في نهاية الفترة (t=1).

ونعبر عن ذلك بالمعادلة التالية كما يلي:[1]

$$Fj(I) = aj + bj*G(I) \quad \text{..... (4-11)}$$

بحيث:

Fj(I): القيمة الحالية لتدفقات المتولدة في نهاية الفترة؛

(J): النوع أو المؤشر الخاص بكل شركة و معروف فقط من قبل الأطراف الداخلية ؛

(I): الاستثمار المبدئي؛

(aj): القيمة الحالية لتدفقات المتولدة في نهاية الفترة من قبل الشركة من النوع (J)، بالاعتماد على قدراتها الداخلية المتاحة؛

Bj*G(I) : القيمة الحالية لتدفقات المتولدة في نهاية الفترة من قبل الشركة من النوع (J)، بالاعتماد على القدرة النمائية لهذا النوع من الشركات **(Growth Potential)**.

من خلال المعادلة السابقة يمكن القول بأن المؤسسات التي تكون في طريق النمو والمؤسسات الناضجة تعطينا إ شارات مضاعفة من خلال التوزيعات والاستثمار.

المبحث الثاني: المحتوى المعلوماتي لقرار التوزيع

تعتبر المعلومات مدخلا شاملا ومتكامل في تفسير وتحليل أداء الشركات وتقييم أسهمها في السوق المالي ولا سيما المعلومات المفصح عنها في التقارير المحاسبية والتي تكون ذات قيمة اقتصادية كبيرة تستخدم في صياغة القرارات الاستثمارية، كما أنها تساهم في تحسين التنبؤ والتحليل لدي عموم المستثمرين ومحللي الأوراق المالية للأحداث المستقبلية، وبالتالي تضييق فجوة التباين مع تنبؤات الإدارة بشكل يضمن استجابة متوازنة للسوق اتجاه المعلومات الجديدة. ومن هنا سنحاول في هذا المبحث تناول مفهوم المحتوي المعلوماتي بصفة عامة ثم المحتوي المعلوماتي لسياسة التوزيع غير النقدية وبعدها تفسير العلاقة بين الإعلان عن التوزيعات النقدية وسعر السهم.

[1] Ramasastry Ambarish, K John, J Williams**, "Efficient Signalling with Dividends and Investments"**, American Finance Association, Journal of Finance, Vol.42, no 2, (Jun., 1987), PP 321-343

المطلب الأول: مفهوم المحتوى المعلوماتي

سنحاول فيما يلي التطرق لمفهوم المحتوى المعلوماتي ثم نحاول تفسير المحتوى المعلوماتي للتوزيعات في شكلها النقدي

1. تعريف المحتوى المعلوماتي

إن المحتوى المعلوماتي وفقا للنظرية المحاسبية هو ذلك المحتوى الذي ينظر إلى المقاييس المالية على أنها غنية بالأحداث والمعلومات المفيدة، فهي ليست مجرد قيمة محددة بل هي أبعد من ذلك، فالمحتوى المعلومات ينشأ بمجرد أن تصل معلومات جديدة قبل إقرارها من مصدرها الأصلي أي ما تحويه تلك المعلومات من قيمة اقتصادية تفيد مستخدميها من المستثمرين والمقرضين في اتخاذ قرارات مالية ذات العلاقة بالشركة.[1]

أما في إطار الفكر المالي المعاصر فإن محتوى المعلومات هو ذلك المحتوى الذي يؤدي إلى تغيّر في سعر أو عوائد الأسهم نتيجة التغيير الحاصل في طبيعة المعلومات المتاحة والمنشورة.[2] فالدور الفعال لمحتوى المعلومات لا يمكن تحقيقه إلا من خلال هيكلة البناء التحليلي لجميع المعلومات المتدفقة من قنواتها المتعددة، وتهيئتها في أطر لها معنى وقيمة تلبي احتياجات عموم المستثمرين، وبشكل يتوافق واستيعابهم لتلك المعلومات لضمان اتخاذهم لقرارات تحليلية سليمة ودقيقة للمخرجات المالية.[3]

وأية إشارات تفصح عنها الأحداث الجديدة والتي يعلن عنها بشكل خاص نذكر منها على سبيل المثال، الإعلان عن توزيع الأسهم النقدية أو الإصدارات الإضافية أو العروض الموسمية وغيرها، بحيث يعكس الإعلان عنها معلومات جديدة تفيد في إعادة تقييم التدفقات النقدية المتوقعة مستقبلا، وتعديل قراءات السوق طبقا لإشارات الحدث وبشكل يجعل العوائد غير العادية مساوية للصفر بعد الإعلان.[4] لذا وجب التعامل مع المعلومات الواردة في التقارير المنشورة وما يرافقها من إفصاح، على أنها سلعة خاصة للشركة -منافعها تفوق تكاليف إعدادها ونشرها.[5]

ومما سبق يمكن القول إن محتوى المعلومات هو مجموعة المعلومات الجيدة المعلن عنها والتي تفسر التغيرات المتوقعة أو غير المتوقعة في أداء الشركة، من جهة ومن جهة أخرى، فإن هذه المعلومات تمكن المستثمرين ومحللي الأوراق المالية من الاستفادة منها في التنبؤ بالأحداث المتوقعة في المستقبل.

2. المحتوى المعلوماتي لسياسة التوزيع النقدية

قدم أصحاب مدرسة عدم التأثير فكرة المحتوى المعلوماتي لتوزيعات الأرباح كرد على أصحاب مدرسة التأثير الإيجابي، وتتضمن هذه الفكرة أنه كلما ارتفعت الأسعار السوقية لأسهم الشركة إثر زيادة توزيعات الأرباح

---

[1] Christensen John, Jel Demski, **Accounting Theory**, International Second Edition McGraw Hill Inc. USA, 2003, P 540

[2] Lo. Kin, Lys, Thomas Z. Bridging, "**The Gap between Value Relevance and Information Content",** Social Science Research Network,2000, PP 1-20

[3] Baker, H. Kent ,Haslem, John A.,Haslem, John A**., "Information Needs of Individual Investors"**, Journal of Accountancy, (Nov., 1973), PP 64-69

[4] **See:** Eugene F. Fama ,Lawrence Fisher, Michael C. Jensen And Richard Roll, **"The Adjustment of Stock Price to New Information",** International Economic**,** Vol. 10, no1, (Feb., 1969),PP 1-21

[5] **Idem**

فإن هذا الارتفاع لا يعود إلى التوزيعات في حد ذاتها، وإنما يعد إلى تصور الإدارة بشأن مستوي الأرباح والتدفقات النقدية المستقبلية لدى الشركة، ويستخدم المسيرون التغير في نسبة الأرباح النقدية الموزعة، كوسيلة لإيصال معلومات خاصة عن الشركة للمستثمرين ويري مؤيدو هذه النظرية.[1]

إن الزيادة في نسبة التوزيعات النقدية، وسيلة فعالة لإيصال المعلومات للمستثمرين، لأن المنافسين لن يستطيعوا تقليد الشركة واستخدام الوسيلة نفسها، إلا إذا كانت لديهم نفس القدرات على تحقيق الأرباح المستقبلية.

وعندما قدم **(M&M)** نظريتهما حول عدم تأثير سياسة توزيع الأرباح النقدية على القيمة السوقية للشركة، كان من ضمن الافتراضات لتلك النظرية، أن المستثمرين جميعا لديهم نفس المعلومات، وأن لديهم نفس القدرات على فهم وتحليل هذه المعلومات المتاحة، ومن ثم سيكون لهم نفس التوقعات المستقبلية عن الشركة، كما أن المستثمرين والمسيرين لديهم نفس المعلومات ومن ثم سيكون لهم نفس التوقعات المستقبلية عن الشركة، غير أنه عمليا وبسبب ما يعرف بتضارب المعلومات **(Asymmetric Information)**[2] سيكون لدي المستثمرين معلومات وتوقعات مختلفة عن بعضهم البعض فيمل يتعلق بالأرباح المستقبلية للشركة والمخاطر التي تواجهها. وكذلك فإن المسيرين وبحكم موقعهم داخل الشركة وطبيعة عملهم يكون لديهم معلومات وتوقعات أفضل وأدق من المستثمرين فيما يتعلق بأرباح الشركة وأدائها المستقبلي، وبما أن المسيرين لديهم معلومات لا تتوفر لدي المستثمرين فيكون باستطاعتهم استخدام التغير في نسبة الأرباح النقدية الموزعة كوسيلة لإيصال هذه المعلومات للتقليص من الفجوة المعلوماتية بين المسيرين والمستثمرين، بهدف خلق طلب أكبر على أسهم الشركة، ومن ثم التأثير في القيمة السوقية للشركة وثروة حملة الأسهم.

المطلب الثاني: المحتوي ألمعلوماتي لسياسة التوزيع غير النقدية

تقوم فكرة المحتوي ألمعلوماتي لسياسة توزيع الأرباح غير النقدية على أساس أن المديرين يملكون معلومات سرية حول إمكانيات ومستقبل الشركة وهذه المعلومات غير متوفرة لدي المساهمين أي أن هناك تضارب في المعلومات بين الإدارة والمساهمين ، ولقد أثبتت العديد من الدراسات العلمية بأن المدراء لديهم مثل هذه المعلومات السرية فعندما يتاجر المسيرون بأسهم شركتهم يحققون نتائج أفضل من المساهمين ، وهذا يشير إلى أن المسيرين يملكون معلومات غير متوفرة لدي المساهمين حيث تستخدم الإدارة توزيع الأرباح غير النقدية للتقليل من تضارب المعلومات .[3] ومن هذا المنطلق سنحاول فيما يلي التطرق لتفسير المحتوي المعلوماتي للتوزيعات في شكلها غير النقدي.

1. المحتوي ألمعلوماتي لسياسة تجزئة الأسهم

إن أول من تطرق للمحتوى ألمعلوماتي لتجزئة الأسهم هي دراسة الباحث (Fama) ونتج عن هذه الدراسة أن الإعلان عن تجزئة الأسهم يؤدي إلى التخفيف من تضارب المعلومات الذي يمكن أن يوجد بين المساهمين والإدارة.[4] ولقد دعم كل من الباحثين **(Brenan)** و **(Copland)** هذا الطرح وأقّرا بأن الإعلان عن تجزئة الأسهم

[1] Christensens Demi, **Op.cit.** P 539
[2] Frank j. Fabozzi, Pamela P. Peterson, **Op.cit.** P 560
[3] Lawrence, J. Gitman, **Principles of Managerial Finance**, 10th Edition Addison Wesley,USA,2003,P 331
[4] Eugene F, Lawrence Fisher, Michael Jensen Richard Roll**, Op.cit.,**PP 1-12

يعني تمرير إشارات ومعلومات من المديرين إلي المساهمين ، وبأن نموذج المحتوي ألمعلوماتي لتجزئة الأسهم يعني تمرير إشارات ذات تكلفة حول التوقعات الخاصة بالمسيرين إلى المساهمين وتعتبر هذه التوقعات مكلّفة لأن تجزئة الأسهم تؤدي إلى انخفاض سعر السهم ، ومن المعلوم أن تكلفة تداول الأسهم ترتفع كلما انخفض سعر السهم (الإشارة التي يتم إرسالها عن طريق الإعلان عن تجزئة الأسهم هي عبارة عن توقعات المسيرين المتعلقة بالأرباح المستقبلية) .[1] وهناك اختلاف بين الباحثين حول الإشارة التي يتضمنها الإعلان عن تجزئة الأسهم، فهناك من قال إن الإدارة تقوم بتجزئة الأسهم فقط إذا كانت تريد إيصال رسالة تتعلق باستقرار أرباح وأسعار أسهم الشركة في المستقبل[2].

وهناك من يقول إن جوهر نظرية المحتوي ألمعلوماتي هو أن المسيرين يقومون بتجزئة الأسهم فقط عندما يكونوا متفائلين بأن الأسعار الأسهم سوف ترتفع في المستقبل أو على الأقل سوف لن تنخفض وعندما يتوقع المسيرون بأن الأسعار سوف تنخفض في المستقبل فلن يقوموا بتجزئة الأسهم بسب ارتفاع تداول الأسهم ذات الأسعار المنخفضة.[3]واختلفت نتائج الدراسات حول تأثير المحتوي ألمعلوماتي لتجزئة الأسهم، فهناك العديد من الدراسات التي خلصت إلى حدوث عوائد إضافية غير عادية إيجابية بعد الإعلان عن تجزئة الأسهم.[4] وقد يفهم الإعلان عن تجزئة الأسهم من قبل المستثمرين على أنه إشارة سلبية حول مستقبل الشركة، فقد وجد في بعض الحالات أن أسعار أسهم بعض من المساهمين غير المطلعين على أعمال الشركة قد انخفضت بعد الإعلان عن تجزئة الأسهم والنتيجة كانت حدوث زيادة في تضارب المعلومات بين الإدارة والمساهمين بعد الإعلان عن تجزئة الأسهم.[5]

وفي حالات أخرى تم تسجيل حدوث عوائد سلبية حول تاريخ الإعلان عن تجزئة الأسهم وانخفاض قيمة تداول الأسهم عن الفترة ما قبل التجزئة، كما في دراسة الباحث **(Leemakdej)** من العام 2007م، في حين أن دراسة الباحث **(Boehme)** من نفس السنة حول تأثير الإعلان عن تجزئة الأسهم على أسعار الأسهم على المدى الطويل الأجل في السوق الأمريكية خلال الفترة: 1950-2000 م، فقد توصل إلى أن العوائد غير العادية تتحقق في السنة الأولى فقط ثم تنخفض بعد ذلك.

2. المحتوي ألمعلوماتي لسياسة التوزيعات في شكل أسهم

إن توزيع أرباح في صورة أسهم عادة ما يدل على ارتفاع الأرباح في المستقبل لأنه يعطى إشارة إيجابية مفادها أن الأموال المحولة إلى رأس المال الشركة سيتم استثمارها في مشاريع استثمارية طويلة الأجل في المستقبل،

[1] **See**: Bernnan ,M.J. Copeland,T.E,**"Stock Split, Stock Prices and Transaction Cost"**, Journal of Financial Economics ,Vol. 22, no1, (Oct., 1988),PP 83 -101

[2] Benartzi.S, Michael R Thaler, R. Weldw W ,**"The Nominal Price Puzzle",** Working Paper, University of Chicago ,USA ,2005,PP 1-23

[3] Lkenberry.D,Lakonishok.J,Vermaelen, **"Stock Repurchase In Canada Performance and Strategic Trading"** , Journal of Finance,Vol.55,no 5 , (Oct.,2000), PP 2373-2397

[4] M.Grinbalatt,R Masulis,S.Titman**, "The Evolution Effect of Stock Dividend"**, Journal of Financial Economics ,Vol.13,no 4 ,(dec.,1984) , PP 461-490

[5] Gorkittisunthorn,M ,Jumroenvong,S, Limpaphayom**, "Insider Ownership ,Bid ask Spread, and Stock Splits :Evidence From The Exchange of Thailand"** ,International Review of Financial Analysis, Vol.4,no (4/5),2006, PP 1-22

وهذا ما سيؤدي إلى توليد تدفقات نقدية مستقبلية للشركة بسبب الاستثمارات الجديد في الأصول الثابتة، ومن ثم فإن الإعلان عن توزيع أرباح في صورة أسهم يوصل معلومات جديدة إلى السوق مفادها توقع عوائد مستقبلية جيدة للشركة.

لقدم كل من الباحثين **(Copland & Brenan)** سنة 1987م تفسيرا للمحتوي ألمعلوماتي التي تتضمنها عملية توزيع أرباح في صورة أسهم وذلك على النحو التالي: [1]

افتراضا أن المسيرين يملكون معلومات أكثر وأدق حول الوضع المستقبلي للشركة مما يملكه المستثمرون، وعلى افتراض وجود شركتين (A) و (B) متماثلتين في كل شيء إلا في توقعات مسيريها للأداء المستقبلي للشركة التي يديرونها ، مسير الشركة (A) يعلم أن أداء الشركة في المستقبل سيكون أفضل من أداءها الحالي ، بينما يتوقع مسير الشركة (B) أن أداء الشركة في المستقبل سيكون بنفس أداءها الحالي ، فحسب رأي الدراسة فإن المسيرين يعلمان أنهما إذا قررا القيام بتوزيع أرباح في صورة أسهم فإن المساهمين سيتحملون التكاليف الإضافية التي ترافق عملية توزيع الأسهم ، تلك التكاليف هي عبارة عن زيادة تكاليف السمسرة للأسهم ذات الأسعار المنخفضة، ومن المعلوم أن توزيع أرباح في صورة أسهم يؤدي إلى انخفاض أسعار الأسهم السوقية، إلا أن مسير الشركة (A) يعلم أن الشركة مقبلة على مستقبل أفضل من الوضع الحالي، ولذلك فإنه يمكن أن يقوم بعملية توزيع الأرباح في صورة أسهم، على أن تغطى الأرباح الإضافية المستقبلية التكاليف إلى ترافق هذه العملية، أ أما مسير الشركة (B) فيعلم أن الأداء المستقبلي سوف يبقي على الوضع الحالي، وبذلك فإن عملية توزيع الأرباح في صورة أسهم سوف تؤدي إلى زيادة التكاليف دون وجود عائد لتغطية هذه التكاليف الإضافية.

وبناء عليه فإن قيام الشركة (A) بتوزيع أسهم يجعل المستثمرين ينظرون إلى هذه الخطوة على أساس أن هناك أرباح مستقبلية إضافية لتغطية التكاليف الناتجة عن عملية توزيع الأسهم، مما يدفعهم طلب شراء أسهم تلك الشركة، فيؤدي زيادة الطلب على أسهمها مع بقاء العرض ثابت إلى زيادة أسعارها ومن ثم القيمة السوقية للشركة. إن دراسة **(Copland & Brenan)** اعتمدت بصفة أساسية على فكرة أن لتوزيع الأرباح في صورة أسهم تكلفة على المساهمين، ولكن عملية توزيع الأرباح في صورة أسهم لا تتضمن أي تكلفة على المساهمين الحاليين، ولكن هذه العملية ممكن أن تؤدي إلى زيادة تكلفة تداول أسهم الشركة بسبب انخفاض سعر السهم السوقي بعد الإعلان عن توزيع الأرباح في صورة أسهم، وكما هو معلوم أن عمولات السمسرة تكون أكبر في حالة الأسهم ذات السعر المنخفض.

من خلال ما سبق يمكن القول إن المحتوى ألمعلوماتي لتوزيع الأرباح في صورة أسهم يعني أن الإعلان عن توزيع الأرباح في صورة أسهم يوصل معلومات جديدة للسوق وهذه المعلومات تتعلق بمستقبل الشركة وأرباحها، وتنعكس تلك المعلومات في ارتفاع سعر السهم السوقي وتحقيق عوائد غير عادية إيجابية أو ممكن أن ستقبل كخبر سيء من قبل المستثمرين فتؤدي إلى تحقيق عوائد سلبية.

3 . المحتوي ألمعلوماتي لسياسة إعادة شراء الأسهم

[1] Bernnan ,M. J .& Copeland, T.E, **"Stock Split, Stock Prices and Transaction cost"**, Journal of Financial Economics, Vol. 22,no1 ,(Oct.,1988), PP 83-101

اعتبر كل من الباحثين **(Ramsay & Lamba)** أن المسيرين يستخدمون سياسة إعادة شراء الأسهم لإرسال اعتقادهم بأن الشركة مقيمة بأقل من قيمتها الحقيقية وما تعتقده الإدارة لا يتطابق مع الأسعار الحالية للأسهم.[1]

ولقد أثبتت العديد من الدراسات أن للإعلان عن إعادة شراء الأسهم محتوي معلوماتي بأن أسهم الشركة مقيمة بأقل من قيمتها الحقيقية وثبت وجود عوائد غير عادية بعد الإعلان عن إعادة شراء الأسهم مثل دراسة **(Daan et al)** من العام 1991م [2] ودراسة **(Asquith Mullins)** عام 1984.[3] ومن خلال ما سبق يمكن القول بأن مفهوم المحتوي المعلومات لإعادة شراء الأسهم يقوم على أساس وهو عند اعتقاد الشركة أن أسهمها مقيمة بأقل من قيمتها الحقيقية فإن إجراء توزيعات في شكل إعادة شراء الأسهم يعتبر وسيلة لنقل هذه المعلومة إلى المساهمين.

المطلب الثالث: الإعلان عن توزيعات الأرباح وسعر السهم

سنحاول فيما يلي التعريف بمفهوم الإعلان عن توزيعات الأرباح ثم التطرق إلى تفسير العلاقة بين الإعلان عن التوزيع وسعر السهم من خلال جملة من اهم الدراسات التي عالجت هذا الموضوع.

1. مفهوم الإعلان عن توزيعات الأرباح

يعتبر الإعلان عن توزيعات الأرباح من المعلومات المؤثرة في قرارات الاستثمار في الأوراق المالية سواء بالبيع أو الشراء أو الاحتفاظ بها، ويعتبر المستثمرون من أكثر الفئات المهتمة بهده المعلومات لما توفره لهم من مؤشرات تساعدهم في التنبؤ بالأرباح المستقبلية للشركات وتقدير فرص الاستثمار فيها.

والإعلان عن توزيعات الأرباح هو من أهم المعلومات التي تستخدم من قبل المتعاملين مع الشركة حيث تعد مؤشرا على كفاءة الشركة في توليد الأرباح، كما تمثل ضمانا للمستثمرين لشراء الأوراق المالية التي تصدرها الشركة ،ويتأثر سلوك المستثمر في التعامل مع الأوراق المالية ليس فقط بالأرباح التي تحققها الشركة أو ربح السهم ،وإنما يتأثر أيضا بقرارات توزيع هذه الأرباح فعندما يرغب المستثمر في شراء أو بيع ورقة مالية فإنه يتوقف عند العائد المتوقع الذي سيحققه السهم في المستقبل، وعلى درجة التأكد من تحقيق الأرباح وعلى رأسها الأرباح الموزعة على السهم .ويؤثر الإعلان عن الربح الموزع على السهم على أسعار الأسهم وتداولها في سوق الأوراق المالية، بدليل وجود ردود أفعال للمستثمرين تنعكس على أسعار الأسهم في السوق حول تاريخ الإعلان عن التوزيعات.[4] (سنوية – نصف سنوية –ربع سنوية)، كما أن الإعلان عن الربح الموزع للسهم له تأثير مباشر على المحتوي ألمعلوماتي لجودة المعلومات المحاسبية.[5] من خلال ما سبق يمكن القول بأن الإعلان عن توزيعات الأرباح هو

---

[1] Ian Ramsy, Asjeet Lamba ,**"Share Buy – Backs: An Empirical Investigation"**, Centre for Corporate Law and Securities Regulation, (May.,2000), P 35/ Available at: http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.227930

[2] **See:** Dann, Masulis, Mayers**, "Repurchase Tender offers and Earning Information"** Journal of Accounting and Economics ,Vol.14,no 3,(Sept., 1991),PP 217-251

[3] **See**: Asquith, Paul ,David W .Mullins **," Signaling with Dividend , Stock Repurchases and Equity Issues"**, Financial Management , Vol.15,no 3,(Aut.,1986),PP 27-44

[4] **سيد عبد الفتاح صالح حسن،" تقييم أثر الإفصاح المحاسبي في ضوء معيار FASB رقم 94 على تنبؤات الأرباح المنشورة"**، المجلة العلمية للاقتصاد والتجارة، كلية التجارة، جامعة عين الشمس، القاهرة، العدد الرابع 1997، ص 45

[5] **المرجع نفسه**

عنصر من العناصر التي تعتبر مؤشرا على قدرة الشركة على تحقيق أرباح مستقبلية، وضمانا للمستثمرين للإقبال على شراء الأسهم التي تصدرها الشركة.

2. علاقة الإعلان عن توزيعات الأرباح بسعر السهم

يعتمد تأثير إعلان توزيعات الأرباح على أسعار الأسهم على محتوى المعلومات، فإذا أعلنت الشركة عن زيادة في توزيعات أرباحها، فسوف تتأثر أسعار أسهمها في السوق إيجابياً (زيادة في الأسعار)، في حين لو أن الشركة أعلنت عن تخفيض توزيعات أرباحها، فإن أسعار أسهمها في السوق سوف تتأثر سلبيا (انخفاض في الأسعار). وعليه تكون استجابة المستثمرين على إعلان توزيع أرباح الشركة اعتمادا على كيفية إدراكهم لأداء الشركة في السوق. بالإضافة إلى ذلك، يزداد متوسط حجم تفاعل سعر السهم مع تغيرات توزيعات الأرباح التي تتميز بالانخفاض. وقد حاولت العديد من الدراسات التحقق من تأثير الإعلان عن توزيع الأرباح عن طريق اختبار ما إذا كان العائد يحتوي على محتوى معلوماتي، وقد أجريت معظم هذه الدراسات في الولايات المتحدة الأمريكية والمملكة المتحدة التي نجد من أبرزها

دراسة الباحث **(Ross)** عام 1978م بعنوان "**العوائد غير العادية المنتظمة بعد الإعلان عن توزيعات الأرباح**" والتي هدفت إلى تحليل ظاهرة ارتفاع عوائد الأسهم بعد إعلان الربح الربع سنوي عن أرباح الأسهم في الولايات المتحدة ، حيث وجدت أن عوائد الأسهم ترتفع بعد فترة الإعلان عن الربح ربع السنوي للسهم ،كما أظهرت نتائج الدراسة أيضا أن مثل تلك العوائد لا تغطي تكاليف العمليات ولا يمكن الاستفادة منها إلا من قبل الأشخاص الذين يستطيعون تجنب تكاليف العمليات المباشرة مثل (عمولات الوسطاء الماليين) ، وتوصلت كذلك إلى أن الارتفاع في العوائد لم يكن في جميع فترات الدراسة حيث اقتصر ذلك على الأعوام 1960- 1962 م في حين كانت فترة الدارسة من 1960- 1968 م، [1]وبالتالي قد يكون الارتفاع في العوائد في تلك السنوات مفاجأ إذ أن السوق في تلك الفترة كان غير كفؤة وبالتالي ظهرت مثل تلك العوائد.

دراسة الباحث **(Charest)** من العام 1978م بعنوان "**المعلومات المتعلقة بأرباح وعوائد الأسهم وكفاءة السوق المال**" فقد هدفت هذه الدراسة إلى معرفة أثر الإعلان عن ربحية السهم على العوائد الرأسمالية للأسهم في سوق نيويورك من ناحية، ودراسة سلوك كل من العوائد والمخاطرة خلال فترات الإعلان عن الربحية من ناحية أخرى. وخلصت الدراسة إلى مجموعة من النتائج غير المنسجمة (المتوافقة) مع فرضيات كفاءة السوق، حيث وجد أنه بالإمكان تحقيق عوائد غير عادية إذا تم رصد فترة الإعلان عن الربحية من قبل المستثمرين.[2] إضافة إلى دراسة الباحث **(Bernartzi)** من العام 1997 م والتي وجدت أدلة على أن الإعلان عن زيادة الأرباح يؤدي إلى عوائد غير عادية إيجابية في حين أن الإعلان عن انخفاض الأرباح يؤدي إلى عوائد غير عادية سلبية.

[1] **See** : Ross L. Watts, **" Systematic Abnormal Return After Quarterly Earnings Announcements"**, Journal of Financial Economics, Vol. 3, no (2-3). (Jun-Sept., 1978), PP 127-150

[2] **See:** Charest, Guy, **"Dividend Information, Stock Return, and Market Efficiency"**, Journal of Financial Economics, Vol. 6,no (2-3),(Jun-Sept., 1978) , PP 297-330

المبحث الثالث: منهجية دراسة الحدث

تعود جذور منهجية دراسة الحدث إلى الباحث **(Dolly)** سنة 1930م، حيث كان أول من اعتمد على هذه المنهجية من خلال الدراسة التي قام بها لاختبار أثر حدث اشتقاق الأسهم على سعر السهم[1]. بعدها أخذت هذه المنهجية بتطور بشكل ملحوظ في مطلع الخمسينيات وذلك من خلال الأبحاث التي قام بها كل من الباحثين **(Myers & Baky)** سنة 1948م، ثم تلتها دراسات الباحث **(Baker)** لسنوات (1956، 1957، 1958)، وبعدها دراسة **(Ashley)**عام 1962 م. غير أن الباحثين **(Ball & Brown)** كان لهما السبق في استخدام هذه المنهجية في أسواق رأس المال من خلال دراسة أثر المحتوي المعلوماتي للأرباح على حركة أسعار الأسهم. ثم جاء الدور على ثلاثة باحثين وهم **(Fama,Fisher,Jensen & Roll)**الذين قدموا هذه المنهجية على أسس متينة وأكثر تطورا وهي تعتمد إلى الآن في العديد من الدراسات.[2] ونظرًا لأنه يمكن استخدام منهجية دراسة الحدث لاستنباط تأثيرات أي نوع من الأحداث على اتجاه وحجم تغيرات أسعار الأسهم، فهي متعددة الاستخدامات. وبالتالي فإن دراسات الأحداث شائعة في مجالات البحث المختلفة، مثل المحاسبة والمالية والإدارة والاقتصاد والتسويق وتكنولوجيا المعلومات والقانون والعلوم السياسية ..الخ. إن أحد الجوانب التي غالبًا ما تستخدم لهيكلة الإطار الكلي لدراسات الأحداث هو اتساع أنواع الأحداث المدروسة. فهناك بحوث تهتم بدراسة استجابات سوق الأوراق المالية للأحداث على مستوى الاقتصاد الكلي (كالإعلان عن العجز التجاري أو الإعلان عن التغييرات التنظيمية والقانونية، أو الأحداث الكارثية). هذا من جهة، كما ُتستخدم دراسات الأحداث للتحقيق في استجابات سوق الأوراق المالية لأحداث الشركات (الإعلانات العامة) ، مثل عمليات الدمج والاستحواذ وإعلانات الأرباح والديون أو حقوق الملكية وإعادة تنظيم الشركات وقرارات الاستثمار للشركات ..الخ من جهة أخرى.[3]

وسنحاول من خلال هذا المبحث التطرق إلى التعريف بمنهجية دراسة الحدث وأهم الخطوات المعتمدة في تطبيقها ثم القيام بعرض لأهم النماذج التي تمتاز بها سواء النماذج الاقتصادية أو الإحصائية منها.

المطلب الأول: التعريف بمنهجية دراسة الحدث

سنحاول فيما يلي إعطاء نظرة عامة عن مفهوم دراسة الحدث بالإضافة إبراز أهمية هذه المنهجية في قياس تأثير الإعلانات العامة على سعر السهم في السوق المالي.

1. مفهوم دراسة الحدث

يقصد بدراسات الحدث ما تتضمنه الإعلانات العامة -كإعلانات توزيع الأرباح أو إعادة شراء الأسهم.... الخ -من معلومات تؤثر في أسعار الأسهم العادية.[4] وهي تحليل تطبيقي لسلوك أسعار الأسهم العادية للمدة قبل

[1]Julijana Angelovska, **"investor's behavior in regard to company earnings announcements during the recession period: evidence from the Macedonian stock exchange",** Economic Research, Taylor & Francis Group,Vol.30,no1,2017,P 651

[2] A. Craig MacKinlay**, "Event Studies in Economics and Finance",** Journal of Economic Literature Vol. 35, no.1, (Mar., 1997), P 14

[3] **Ibid** ,P13

[4] Eugene F. Fama. , **"Market Efficiency, Long-Term Returns, and Behavioral Finance"**, Journal of Financial Economics, Vol.49,no 3,(Sept.,1998),P 283

الحدث وفي أثنائه وما بعده. فالأحداث هي عادة ظواهر أو حالات أو ظروف أو أخبار نادرة الحدوث والتي تحدث سوى مرة واحدة خلال مدة زمنية معينة فأي أخبار أو حالات تحدث، يمكن أن تؤثر على القيمة السوقية للشركة ويمكن اعتبارها حدثا. والهدف من دراسة هذه الأحداث وتحليلها لمعرفة مدى سرعة انعكاس المعلومات الجديدة في أسعار الأسهم العادية، ومدى إمكانية تحقيق عوائد غير عادية قبل الحدث وفي أثنائه وبعده، والحدث في اغلب الأحيان يكون على ثلاث أوقات قبل الحدث وأثنائه وبعده. وبسبب متابعة المعلومات المعلن عنها والمرسلة إلى السوق يمكن أن تمتد مدة الحدث حسب المدة الزمنية التي تراها الشركة مناسبة لها.

وقد تباينت العديد من الدراسات في تحديد مدة الحدث عند حساب العائد غير العادي،[1] ففي السوق المالية غالباً ما تكون الأحداث مرتبطة بالإفصاح عن المعلومات للمشتركين في السوق من خلال الصحافة المالية، كصحيفة وول ستريت **(Wall Street)** أو من خلال النشرات الإعلامية للشركات أو تصريحات الممثل أو الوكيل عن الشركة، أو هيئة الأوراق المالية والبورصات والتي يمكن أن تفصح عن المعلومات المتعلقة بالتوزيعات كإعلانات إعادة الشراء الأسهم وتوزيع الأرباح النقدية والإعلانات عن الأرباح والاندماج والاكتساب، والإعلان عن إصدار الأسهم وتجزئة السهم. ويمكن أن يكون حدث الإعلان على المستوى الكلي كالإعانات الحكومة عن قانون الضرائب الجديد أو سعر الفائدة الجديد.[2]

ولغرض اختبار كفاءة السوق المالية بالشكل نصف القوي للتحقق فيما إذا كان يوجد عوائد غير عادية عند تاريخ الإعلان عن توزيعات الأرباح أم لا. فأي إعلان جديد من قبل الشركات يترتب عليه استجابة سريعة من قبل المشتركين في السوق، وهذه الاستجابة يمكن أن تكون في أثناء أو بعد الإعلان عن الحدث، وسبب الاستجابة السريعة هو ورود معلومات جديدة إلى السوق غير متوقعة من قبل المستثمرين. ووفقاً لهذا الشكل من الكفاءة فإن أسعار الأسهم تتغير وتتعدَّل على الفور في السوق، وفي هذه الحالة فان المشتركين لن يكون بمقدورهم تحقيق عوائد غير عادية نتيجة لذلك.

أما بوجود عدم التماثل ألمعلوماتي بين المطلعين والمستثمرين واستغلال هذه المعلومات يمكنهم أن يحققوا عوائد غير عادية وهذه العوائد لا ترتبط بالمعلومات العامة المتاحة للجمهور فحسب، وإنما ترتبط بالمعلومات السرية الخاصة التي بحوزة المطلعين. ويمكن أن تقاس استجابة سعر السهم لإعلانات توزيعات الأرباح من السوق المالية من خلال تطبيق منهجية دراسة الحدث القياسية **(Standard Event Methodology)** كما قام بذلك الباحثان **(Brown & Warner)** من عام 1985م

المطلب الثاني: خطوات دراسة الحدث

لغرض احتساب العوائد غير العادية المتعلقة بتاريخ الإعلان عن توزيعات الأرباح يمكن استخدام الخطوات الآتية:

[1] Pemale P. Peterson**, "Event Studies: A Review of Issues and Methodology",** Quarterly Journal of Business &Economics, Vol.28 , no 3, (sum.,1989), P 39

[2] Tai-Yuan, Chen **, Payout Policy, Signalling, and firm Value**, Doctor of Philosophy, The School of Economics, Finance, And Business, Durham University, 2006,P 239

1. تحديد مدة الحدث ومدة التقدير

مدة الحدث يعبر عنها بنافذة الحدث **(Event Widow)**، وهي المدة التي تتمحور حول الحدث ما قبله وما بعده. ولا توجد مدة حدث مثالية، ولكن هناك مدة حدث مناسبة لظروف الشركة والتي تتكون من تاريخ الإعلان عن توزيعات الأرباح (اليوم 0) والأيام التي تتمحور قبل وبعد الإعلان. فالمدة التي تسبق يوم الإعلان تكون محددة بالإشارة السالبة بينما الأيام التي تلي يوم الإعلان تكون إشارتها موجبة. فمدة نافذة الحدث التي تتمحور حول تاريخ الإعلان (الحدث) عادة ما تكون مقدرة ب: 30 يوماً، إذ تتكون من (-15 يوماً) قبل يوم الحدث و (-14 يوماً) بعد يوم الحدث بما في ذلك يوم الحدث.

نافذة التقدير **(Estimation Window)** من 75 يوم تقويمي (-90 إلى -16) قبل الحدث وهذه المدة عادة ما تكون خالية من أي حدث، إذ نفترض بأنه لم تكن هناك عوامل ذات صلة من شأنها أن تؤثر في الحدث المستهدف.

2. إيجاد العوائد اليومية

في دراسة الحدث يمكن إيجاد العوائد اليومية للسهم من البيانات التي يتم الحصول عليها من قاعدة بيانات الشركات المدرجة في البورصة كسعر الإغلاق للأسهم، وتعددت طرق قياس العوائد اليومية للأسهم العادية بتعدد الدراسات، ولا يوجد إجماع على أفضلية أي من طريقة معينة، ويمكن حساب العائد اليومي للسهم (i) في اليوم (t) من خلال الفرق بين أسعار الإغلاق لأسهم الشركة (i) في اليوم (t) واليوم (t-1) باستخدام الصيغة التالية:[1]

$$Rit = (Pit) - Pit_{-1} \quad \text{..... (4-12)}$$

حيث:

Rit : العائد اليومي للسهم (i) في اليوم (t)

Pit : سعر الإغلاق للسهم (i) في اليوم (t)

Pit-1 : سعر الإغلاق للسهم (i) في اليوم (t-1)

3. حساب العائد اليومي لمؤشر السوق

ويمكن إيجاد عائد السوق أيضا من البيانات التي يتم الحصول عليها من قاعدة بيانات الشركات المتداولة في الأسواق المالية كإغلاق مؤشر القيمة السوقية **(Closing Value of Market Index)**. ويمكن أن يستخدم مؤشر السوق كمقياس لعائد السوق. وبالطريقة السالفة الذكر نفسها يمكن حسابه على النحو التالي: [2]

$$Rm,t = (Pm,t) - Pm,t_{-1} \quad \text{..... (4-13)}$$

حيث:

Rm,t : عائد السوق

Pm,t : سعر الإغلاق لمؤشر السوق في اليوم (t)

Pm,t-1 : سعر الإغلاق لمؤشر السوق في اليوم (t-1).

4. قياس العلاقة الخطية بين عائدي السهم والسوق

[1] محمد علي إبراهيم العامري، **إدارة محافظ الاستثمار**، إثراء للنش والتوزيع، الطبعة الأولى، الأردن ،2013، ص 188

[2] **المرجع نفسه، ص** 189

يمكن قياس العلاقة الخطية بين عائد السهم وعائد السوق، والتي تستخدم طوال مدة نافذة التقدير لمدة 75 يوم لحساب (βi) ،فتعد تقديرات (البيتا) مهمة لأنها سوف تعطي عوائد متوقعة خلال مدة الحدث ويمكن استخدام نموذج التسعير لإيجاد العوائد المتوقعة، إذ يمكن استخدامها في تقدير الأسعار خلال مدة نافذة التقدير بشكل معقول، إذ تمثل (βi) الميل الذي يقيس العلاقة بين عائد السوق وعائد السهم.

5. حساب العائد المتوقع (Expected Return)

يمكن حساب العائد المتوقع للورقة المالية باستعمال نموذج تسعير الأصول الرأسمالية (CAPM) الذي قدمه **(Sharp)** سنة 1964م إذ يحدد هذا النموذج العلاقة بين مخاطرة السوق المحددة من خلال (βi) والعوائد المطلوبة من قبل المساهمين، وذلك من خلال جمع العائد الخالي من المخاطرة (سعر الفائدة) مع علاوة المخاطرة للأسهم التي تعكس مخاطرة السوق غير القابلة للتنويع وهذا النموذج يعبر عن العائد لورقة مالية معينة كدالة لعائد السوق. ويحسب النموذج على النحو الآتي:[1]

$$R\hat{}it = rf + \beta i\,(Rm - rf) \quad \text{..... (4-15)}$$

حيث:

rf : العائد الخالي من المخاطرة

βi: معامل قياس العلاقة بين عائد السوق وعائد السهم

(Rm – rf) : علاوة المخاطرة

6. حساب العوائد غير العادية (Abnormal Return)

إذ تُستخدم منهجية دراسة الحدث القياسية لتقدير العوائد اليومية غير العادية (AR)، بحيث يمكن احتساب العائد غير العادي من خلال طرح العائد المتوقع من العائد الفعلي المتحقق وذلك حسب المعادلة الآتية:[2]

$$ARit = Rit - R\hat{}it \quad \text{..... (4-16)}$$

حيث:

R^it: العائد المتوقع للسهم (i) في اليوم (t) المحصل عليه من خلال (CAPM)

ARit: العائد غير العادي اليومي للسهم (i) في اليوم (t).

Rit : العائد الفعلي للفترة (t).

7. إيجاد متوسط العائد غير العادي اليومي (Average Abnormal Return)

ويكون ذلك من خلال حساب معدل العائد غير العادي اليومي لجميع أسهم العينة لغرض استبعاد أثر عوامل الأحداث الأخرى، بما يوفر وسيلة أفضل لبحث الحدث محل الدراسة وذلك من خلال المعادلة التالية:[3]

[1] A bagail MC williams, Donald Siegel**, "Event Studies In Management Research : Theoretical and Empirical Issues"**, The Academy of Management Journal, Vol.40, no 3, (Jun., 1997), P 628

[2] A Craig Mackinlay**,Op.cit**,P15

[3] Brown, S. J. & Warner, J. B**., "Using Daily Stock Returns: The Case of Event Studies"**. Journal of Financial Economics,Vol. 14,no 1,(Mar.,1985),P 7

$$\overline{AR}it = (1/N) \sum_{t=1}^{N} ARit \text{ .... } (4\text{-}17)$$

حيث:

$\overline{AR}it$: معدل العائد غير العادي اليومي لجميع شركات العينة؛

N: حجم العينة

8. حساب العوائد غير العادية المتراكمة

ويتم احتساب العائد غير العادي المتراكم (CAR) طوال نافذة الحدث (t) من مجموع العائد اليومي غير العادي (يتم تجميع العوائد غير العادية اليومية لتكوين العوائد غير العادية المتراكمة). وذلك وفق المعادلة التالية:[1]

$$CAR = \sum_{t=T1}^{T2} \overline{AR}ti \text{ .... } (4\text{-}18)$$

حيث:

CAR: العائد غير العادي اليومي المتراكم طوال نافذة الحدث

t: طول نافذة الحدث

9. حساب متوسط العوائد غير العادية المتراكمة

يتم حساب متوسط العائد غير العادي المتراكم من خلال مقسوم مجموع العوائد غير العادية المتراكمة على عدد الإعلانات بحسب المعادلة الآتية: [2]

$$CAAR = (1/N) \sum_{t=T1}^{T2} CAR \text{ .... } (4\text{-}19)$$

حيث:

CAAR: متوسط العائد غير العادي اليومي المتراكم

N: عدد الأحداث

يتضح مما تقدم من خطوات دراسة الحدث أنّه كلما كان متوسط العائد غير العادي المتراكم موجب، أي دلالة على وجود تغيرات إيجابية في سعر السهم نتيجة استجابة السوق الإيجابية لإعلان توزيعات الأرباح (الحدث)، ويحصل العكس إذا كان متوسط العائد غير العادي المتراكم سالب. أي دلالة على وجود تغيرات سلبية قد حدثت في سعر السهم نتيجة استجابة السوق السلبية للحدث، أما إذا كان متوسط العائد غير العادي المتراكم مساوياً إلى الصفر فإنه دلالة على عدم تأثير الحدث في سعر السهم، وهذا يعني عدم استجابة السوق لهذا الإعلان لعدم وجود محتوى معلوماتي جديد ينعكس على سعر السهم.[3]

[1] S.P. Kothari, Jerold B. Warner, **Econometrics of Event Studies, Handbook of Corporate Finance: Empirical Corporate Finance**, Elsevier, North-Holland ,2006 ,P 11

[2] **Ibid**

[3] **Idem**

المطلب الثالث: النماذج المستخدمة في دراسة الحدث

هناك أربعة نماذج استخدمت في أدبيات المالية الحديثة لقيس العوائد المتوقعة في دراسات الحدث، والتي يمكن أن نقسمها إلى قسمين: نماذج إحصائية ونماذج اقتصادية أو نماذج التقييم.[1]

1.النماذج إحصائية (Statistic Model)

ونجد فيها كل من نموذج السوق **(Market Model)** ونموذج العائد المتوسط (**Market-Adjusted-Model**) إضافة إلى نموذج **(Fama & French)** وهو ما يعرف بنموذج العوامل المتعدد (1992-1993) م.[2]

1.1. نموذج السوق (Market Model)

تعبر مدخلات نموذج السوق من المعلومات المحاسبية عن فترات زمنية قصيرة لحركة أسعار الأسهم في سوق رأس المال، بينما مدخلات نموذج تسعير الأصول الرأسمالية عادة ما تعبر عن فترات زمنية طويلة.

ولذلك عادة ما يستخدم نموذج السوق عند قياس المحتوى ألمعلوماتي للإعلانات العامة. ويعتمد نموذج السوق على اعتبار أن معدل العائد المتوقع للسهم خلال فترة زمنية معينة دالة خطية لعائد السوق خلال نفس الفترة، ويتم التعبير عن نموذج السوق بالمعادلة التالية:

$$\overline{R}_{it} = a_i + b_i R_{mt} + e_i t \quad \text{..... (4-20)}$$

حيث

$\overline{R}_{it}$: العائد المتوقع للسهم (i) خلال الفترة (t)

$(a_i \& b_i)$: معلمات نموذج السوق للسهم (i)

R_{mt}: عائد السوق (m) خلال الفترة (t)

e_{it} : الخطأ العشوائي.

وتتلخص خطوات قياس المحتوى ألمعلوماتي للإعلانات العامة باستخدام نموذج السوق في تحديد العائد على محفظة الأوراق المالية في السوق في ضوء فروض سوق رأس المال الكفء، وتحديد مقدار العائد الثابت من الاستثمارات، وقياس درجة المخاطرة المنتظمة عن طريق تقدير معامل بيتا، ثم تحديد العائد الإضافي (العائد غير العادي) والمتمثل في الفرق بين العائد المتوقع والذي يمكن أن نعبر عنه من خلال المعادلة التالية كما يلي: [3]

$$MMAR_{it} = R_{it} - \overline{R}_{it} \quad \text{..... (4-21)}$$

ونكتب أيضا:

$$MMAR_{it} = R_{it} - ai - bi\ Rmt - eit \quad \text{..... (4-22)}$$

[1] S.P ,Kothari , Jerold B, Warner ,**"Measuring Long – Horizon Security Price Performance"** , Journal of Financial Economics ,Vol. 43,no 3,(Mar.,1997),P 306

[2] **Idem**

[3] **Ibid**

حيث

(**MMARit**): يعبر عن العائد غير العادي باستخدام نموذج السوق.

وعند قياس المحتوى ألمعلوماتي للإعلانات العامة باستخدام نموذج السوق يمكن تطبيق أسلوبين مختلفين: الأول يطلق عليه اسم المحتوى ألمعلوماتي الارتجاعي والثاني يطلق عليه اسم المحتوى ألمعلوماتي المتوقع، ويهدف الأسلوب الأول إلى معرفة رد فعل سوق رأس المال للإعلانات العامة الفصلية، وذلك عن طريق قياس التغير في العائد على السهم خلال الفترات المالية الأولية التاريخية أما الأسلوب الثاني فيهدف إلى التحقق من رد فعل السوق والتغيرات في أسعار الأسهم عند نشر مؤشرات الأرباح الأولية المتوقع تحقيقها مستقبلاَ.

2.1. نموذج العائد المتوسط (Adjusted-Market-Model)

وهو نموذج مشتق من نموذج السوق أي أنه يعبر عن حالة خاصة من حالات نموذج السوق ففي الحالة التي تكون فيها المعلمات (ai وbi) تأخذ القيم (0 و1) على التوالي فإننا نحصل على ما يسمى بنموذج العائد المتوسط **.(Adjusted-Market Model)** وبالتالي فإن العائد غير العادي من خلال هذا النموذج يعبر عنه من خلال المعادلة التالية كما يلي:[1]

$$MAR_{it} = R_{it} - R_{mt} \quad \text{..... (4-23)}$$

وفي حالة ما إذا كانت المعلمة (bi) أخذت القيمة (0) فإننا نحصل على ما يسمي بالنموذج الصفري **(Constant-Mean-Model).**

3.1. نموذج (Fama & French)

ركز الباحثان (Fama & French) عام 1993م اهتمامهما على الأسهم والسندات معاً، ولكن فيما يتعلق بالأسهم اقترح الباحثان ثلاثة مصادر للخطر وهي تقلبات عائد السوق وحجم الشركة ونسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية للأسهم حيث اعتبر الباحثان أن العاملين الثاني والثالث يمكن اعتبارهما كمصادر للمخاطر المنتظمة، والتي تعتبر على أنهما مخاطر خاصة بالشركة يمكن تجنبها من خلال (APT) على العكس من تحليل التنويع، وكان النموذج الرياضي المقترح لتحديد العائد المتوقع للأسهم يعتمد على تحليل الانحدار المتعدد لعوائد الأسهم الفعلية على العوامل الثلاثة.

2.النماذج الاقتصادية

ونجد من بين أهم النماذج الاقتصادية **نموذج تسعير الأصول الرأسمالية (CAPM)** حيث جاء هذا النموذج كثمرة لجهود العديد من الباحثين من خلال أعمال متفرقة وهم: **(Jack & Treynor)** سنة 1962م، **(William & Sharp)** سنة 1964م، ثم **(John Lintenr)** سنة 1965م، وبعدهم **(Jan Mossin)** عام 1966م ولقد أصبح أحد أبرز النماذج المهيمنة على النظرية المالية الحديثة، لا سيما بعد أن تم تأكيده ميدانيا على يد كل من **(Black, Jensen & Scholes)** سنة 1972م، ثم تلاهم كل من **(Fama & Macbeth)**عام 1973م.[2]

---

[1] **Idem**

[2] Harry M Markowitz, **Harry Markowitz Selected Works,** World Scientific Publishing Co. Pte. Ltd., Singapore, 2008, P 10

ويمثل نموذج تسعير الأصول الرأسمالية أداة تحليلية تقوم على ضوء عدة فروض تحدد على أساسها معدل العائد المتوقع والمرغوب فيه لأي ورقة مالية عن طريق جعل هذا المعدل مساويًا لمعدل العائد الخالي من المخاطرة، ومضافًا إليه علاوة مخاطرة، والتي تمثل مخاطرة السوق مرجحًا بمعامل المخاطرة المنتظمة لهذه الورقة المالية، والهدف الرئيسي لهذا النموذج هو تحديد العائد المطلوب على السهم أو المحفظة في إطار تحليل عام للعلاقة بين معدلات العائد والمخاطرة. والشكل العام لهذا النموذج يمكن إيضاحه على النحو التالي:[1]

$$\overline{R}_{it} = R_{ft} + B_i \left[\overline{R}mt - R_{ft} \right] \quad \text{(4-23)}$$

حيث أن:

$\overline{R}_{it}$: معدل العائد المطلوب على السهم (i) خلال الفترة (t)

R_{ft} : معدل العائد الخالي من المخاطرة

B_i : درجة المخاطرة المنتظمة على السهم (i)

$[\overline{R}mt - R_{ft}]$: بدل المخاطرة أو علاوة السوق للمخاطرة

$\overline{R}mt$: معدل العائد على الاستثمارات بالسوق

أما فيما يخص قياس العوائد غير العادية حسب نموذج (CAPM) فيمكن أن نوضحها كما يلي:[2]

$$CAPMARit = Rit - \left[R_{ft} + B_i \left[\overline{R}mt - R_{ft} \right] \right] \quad \text{(4-24)}$$

ونكتب أيضا:

$$CAPMARit = Rit - R_{ft} - B_i \left[\overline{R}mt - R_{ft} \right] \quad \text{(4-25)}$$

وتشير المعادلة السابقة **(4-25)** لنموذج تسعير الأصول الرأسمالية إلى أن العائد على سهم معين دالة خطية للعائد على استثمار خالي المخاطرة والعائد على جميع الاستثمارات وقيمة (Rft) المتاحة في السوق.

ويقوم نموذج (CAPM) على مجموعة الافتراضات وهي:

- لا وجود للضرائب أو لتكاليف الصفقات، ففي وسع جميع المستثمرين شراء أو بيع أي أصل مالي بسعره السوقي؛
- يمتلك جميع المستثمرين محفظة كفؤة تقدم لهم أعلى عوائد ممكنة عند مستوى معين للمخاطر؛
- تجانس توقعات المستثمرين الخاصة بالعوائد المستقبلية للأصول، إضافة إلى تلك الخاصة بخطرها والارتباط، فإذا علمنا أن جميع المستثمرين يعتمدون على نفس المعلومات المتاحة، فليس من المستحيل أن تتجانس توقعات المستثمرين.

[1] عمار زودة، عبد الغاني بن علي، أمال بوسمينة، **نموذج تسعير الأصول الرأسمالية: نظرة عامة حول النظرية**، مجلة دراسات وأبحاث اقتصادية في الطاقات المتجددة المجلد 07، العدد 2، جامعة باتنة، الجزائر، 2020، ص107

[2] S.P, Kothari, Jerold B, Warner, **Op.cit**, P **306**

ومن العرض السابق يتضح أن نموذج تسعير الأصول الرأسمالية بالرغم من أهميته وانتشار استخدامه لا يعتبر النموذج الملائم لقياس المحتوى ألمعلوماتي للمعلومات المحاسبية الأولية، وذلك لأن هذا النموذج يفترض وجود استثمار متاح خالي من المخاطرة، وأن جميع المستثمرين لهم نفس التوقعات بالنسبة للعائد المتوقع والانحراف المعياري لهذا العائد على الاستثمارات المعروضة.

خلاصة الفصل الرابع

قمنا في هذا الفصل قمنا بتوضيح الإطار النظري لعلاقة التوزيعات بمشكلة عدم التماثل المعلوماتي حيث قمنا بإبراز دور الإفصاح في التقليل من هذه المشكلة، وبعدها عرضنا وضعية التوزيعات في ظل تماثل المعلومات (حيادية التوزيعات) وفي ظل عدم تماثل المعلومات (عدم حيادية التوزيعات) ثم تناولنا المحتوي المعلوماتي لقرار التوزيع في حالة ما إذا كان التوزيع نقدي وغير نقدي، بالإضافة إلى توضيح العلاقة بين الإعلان عن التوزيعات النقدية وسعر السهم من خلال أبرز الدراسات التي خاضت في هذا الموضوع.

وفي الأخير قمنا بعرض المنهجية المستخدمة في قياس هكذا نوع من العلاقات (الإعلان عن التوزيعات النقدية وسعر السهم) وهي ما يعرف بمنهجية دراسة الحدث (Event Study) والتي قمنا بتوضيح مفهومها وخطواتها وأهم النماذج المستخدمة فيها.

ومن خلال ما سبق فقد توصلنا من خلال هذا الفصل إلى خلاصة مفادها بأن ألمحتوى المعلوماتي **(Information content)** للإعلان عن الأرباح ما هو في الحقيقة إلا مجموعة من الإشارات **(Signaling)** الضمنية التي تحاول الإدارة من خلالها إرسال المعلومات بشأن استقرار الأرباح ومعدلات نموها المتوقعة إلى مختلف الأطراف من محللي الأوراق المالية وعموم المستثمرين.

أثر الإعلان عن توزيعات الأرباح النقدية على سعر السهم دراسة تطبيقية مقارنة

تمهيد

بعد التطرق في الفصول السابقة إلى المفاهيم العامة لكفاءة سوق رأس المال أين تم التركيز نوعا ما على الكفاءة في الصيغة متوسطة القوة والتي تهتم بدراسة أثر معلومات الإعلانات العامة على سعر السهم ومن ثم التعرف على نماذج تقييم الأسهم أو القيمة السوقية للمؤسسة ،وبعد محاولة توضيح العلاقة بين سعر السهم أو قيمة المؤسسة مع أشكال التوزيعات وسياسات توزيع الأرباح، ثم التطرق الى عرض المحتوي المعلوماتي للتوزيعات وأثره على سعر السهم من منظور مقاربة نظرية الإشارة (نظرية المحتوي المعلوماتي للإعلان عن توزيعات الأرباح النقدية ودورها في التقليل من مشكلة عدم التماثل المعلوماتي في أسواق رأس المال، وبالتالي المساهمة في الرفع من الكفاءة المعلوماتية لهذه الأخيرة.

سنحاول في هذا الفصل إسقاط ما تم تناوله في التأصيل النظري للبحث من خلال دراسة تطبيقية تعنى بمقارنة أثر الإعلان عن توزيعات الأرباح النقدية على سعر السهم بين أحد أبرز الأسواق الناشئة في منطقتي الشرق الأوسط وبالتحديد الخليج العربي إلا وهو سوق رأس المال السعودي وبين سوق آخر في منطقة جنوب شرق أسيا وهو سوق رأس المال الماليزي.

حيث سنتناول كل ذلك من خلال ثلاثة مباحث، المبحث الأول سنقوم فيه بالتعريف بسوق رأس المال السعودي، أما المبحث الثاني فسنعرض فيه التعريف بسوق رأس المال الماليزي في حين سنتناول في المبحث الثالث دراسة تطبيقه مقارنة لأثر الإعلان عن توزيعات الأرباح النقدية في كل من السوقين محل الدراسة.

المبحث الأول: التعريف بسوق رأس المال السعودي

تعد السوق المالية السعودية من أهم وأكبر الأسواق المالية الخليجية وأكثرها نموا، تقوم بالعديد من الوظائف والمهام، وتتّسم بالعديد من الخصائص والصفات، ورغم أن عدد الشركات المدرجة فيها قليل مقارنة بالأسواق الأخرى إلا أن قيمتها السوقية الإجمالية ومعدل الرسملة السوقية بها، تمثل تقريبًا ما يعادل القيمة السوقية لباقي الأسواق العربية مجتمعة.

وسنحاول من خلال هذا المبحث عرض نظرة عامة عن السوق المالي السعودي، ثم التطرق تقسيمات سوق رأس المال السعودي وفي الأخير نشير إلى أبرز التطورات التي عرفها سوق الأسهم السعودي على مستوى مجموعة من المؤشرات.

المطلب الأول: نظرة عامة عن السوق المالي السعودي

سنستعرض من خلال هذا المطلب نشأة السوق المالية في المملكة العربية السعودية ونظام السوق المالي السائد فيها بالإضافة إلى التعريف بالجهات الرقابية والمنظمة للسوق المالي فيها.

1.نشأة السوق المالي السعودي

بدأت الشركات المساهمة السعودية نشاطاتها في أواسط الثلاثينيات عندما تم تأسيس أول مساهمة في المملكة العربية السعودية وهي الشركة العربية للسيارات، ومع حلول عام 1975م كان هناك 14 شركة، وقد أدى

النمو الاقتصادي السريع في السبعينيات إلى تأسيس عدد ضخم من الشركات والبنوك المساهمة، وقد تم طرح كل هائل من الأسهم على الجمهور في هذه الفترة.[1]

وبقي السوق السعودي غير منتظم حتى أوائل الثمانينيات عندما باشرت الحكومة النظر في إيجاد سوق منتظم للتداول وإيجاد الأنظمة اللازمة لذلك وفي عام 1984م تم تشكيل لجنة وزارية تتألف من وزارة المالية والاقتصاد الوطني ووزارة التجارة ومؤسسة النقد بهدف التنظيم وتطوير السوق، وقد عهدوا إلى مؤسسة النقد، بمهمة التنظيم اليومي للسوق.

و قد تم حصر الوساطة في تداول الأسهم عن طريق البنوك التجارية بهدف تحسين الإطار التنظيمي للتداول ، وفي عام 1984 م تأسست الشركة السعودية لذا سيحال تداول الأسهم عن طرق البنوك التجارية إلى هذه الأخيرة، و التي تقدم تسهيلات للتسجيل المركزي للشركات المساهمة ، و تقوم بتسوية و تقليص جميع عمليات الأسهم ، و قد أدخل نظام التسوية الآلية والتقاص في عام 1989م و تم تطوير النظام الآلي للمعلومات الأسهم ، و تشغيله من قبل المؤسسة عام م1990م ،بينما تم اعتماد تشغيل نظام تداول في أكتوبر 2001 و هو النظام الجديد لتداول الأوراق المالية والتقاص و التسوية .[2]

وفي عام 2003 تأسست هيئة السوق المالية بموجب -نظام السوق المالية – الصادر بالمرسوم الملكي رقم (م / 30) وتمثل الجهاز الحكومي المسئول عن إدارة وتنظيم السوق المالية السعودية. وتتمتع الهيئة بالشخصية الاعتبارية والاستقلال المالي والإداري، وتهدف الهيئة إلى تطوير السوق المالية، ولها وضع وفرض اللوائح والقواعد الهادفة إلى حماية المستثمرين، وضمان العدالة والكفاءة في سوق الأوراق المالية.[3]

2.نظام السوق المالية

عندما يشعر المستثمرون أن سوق الأوراق المالية سوق منظمة وتعمل بشفافية وفق مبادئ العدل والمساواة فإنهم يقبلون على الاستثمار فيها بكل ارتياح، وهذا يسهم في تنمية رؤوس أموال الشركات المدرجة في السوق وأصولها، وتوسيع نطاق عملياتها التشغيلية.

كما يتيح المجال للمستثمرين لتحقيق مزيد من الأرباح والعوائد .أما إذا كان الاستثمار حكراً على فئة قليلة تسيطر على السوق وتتلاعب به، أو تحصل على معلومات داخلية عن الشركة قبل غيرها من الفئات الأخرى، فلن يكون هناك إقبال على الاستثمار في السوق المالية، وقد يعزف المستثمرون عنها تمام وهذا بدوره يقلص من مستويات النمو الاقتصادي الوطني.

وللعمل على وجود سوق منظمة وعادلة وتعمل بشفافية، وتواكب التطورات الراهنة في الأسواق المالية الدولية الأخرى صدر نظام السوق المالية بموجب المرسوم الملكي رقم (م / 30) بتاريخ 4 / 6 / 1424هـ، الموافق 31 / 7 / 2003 م. وصيغت مواد النظام بهدف تنظيم السوق المالية وتطويرها، وتنظيم إصدار الأوراق

[1] تقرير هيئة السوق المالية، **الاستثمار في سوق الأسهم**، الرياض، المملكة العربية السعودية، ص 1
[2] **نفس المرجع**
[3] **نفس المرجع**

المالية ومراقبة تداولاتها، ومراقبة أعمال الجهات المرخصة من الهيئة للقيام بأعمال الأوراق المالية، إضافة إلى حماية المواطنين والمستثمرين من الممارسات غير العادلة أو غير السليمة.

3.الجهات التنظيمية والرقابية ذات العلاقة في السوق

هناك عدة هيئات تعمل على مراقبة وتنظيم السوق المالي السعودي تتمثل فيما يلي:

1.3. هيئة السوق المالية

أُنشأت هيئة السوق المالية "الهيئة" بموجب نظام السوق المالية وترتبط مباشرة برئيس مجلس الوزراء، وتتمتع بالشخصية الاعتبارية والاستقلال المالي والإداري، وتمتلك جميع الصلاحيات اللازمة للإشراف على تنظيم وتطوير السوق المالية، وإصدار اللوائح والقواعد والتعليمات اللازمة لتطبيق أحكام النظام بهدف توفير المناخ الملائم للاستثمار في السوق، وزيادة الثقة به، والتأكد من الإفصاح الملائم والشفافية للشركات المساهمة المدرجة في السوق، وحماية المستثمرين والمتعاملين بالأوراق المالية من الأعمال غير المشروعة في السوق والهيئة عضو أساسي في المنظمة الدولية لهيئات أسواق المال (الأيوسكو).[1]

1.1.3 مهام هيئة السوق المالية

تكمن أكبر مهمات هيئة السوق المالية في عملها على إيجاد سوق مالية منظمة، وعادلة، وشفافة، تحقق الحماية لجميع المستثمرين من كافة الممارسات غير النظامية، أو التي تنطوي على احتيال، أو غش، أو تدليس، أو تلاعب. وضمن هذا الإطار يمكن تلخيص مهمات ومسؤوليات الهيئة في النقاط الآتية:

1.1.1.3.وضع اللوائح التنفيذية وتطبيقها

يعد إصدار اللوائح التنفيذية ضروريا لتنفيذ المهمات التي يجب على الهيئة القيام بها، وهي محددة في المادتين الخامسة والسادسة من نظام السوق المالية. وهذه الضرورة جاءت بسبب أن نظام السوق المالية لم يضع نصوصا تنظيمية تفصيلية لكل المهمات التنفيذية التي على الهيئة السعي للقيام بها.[2]

2.1.1.3.تحقيق مبدأ الشفافية والإفصاح دون تمييز

يوجب نظام السوق المالية ولوائح الهيئة التنفيذية إظهار الشفافية والإفصاح عن جميع المعلومات المالية والجوهرية الخاصة بالشركات المدرجة، وذلك بشكل كامل ودقيق وفي وقت محدد ودون تمييز. ويعد حقا من حقوق المستثمر الوقوف على الصورة الحقيقية الكاملة لأداء الشركات، والاطلاع على جميع المعلومات التي قد تؤثر على سعر أسهمها، وينطبق ذلك على جميع الشركات في الصناعات والقطاعات المختلفة.

ويعتبر مبدأ الشفافية والإفصاح المحور الذي يقوم عليه عمل الهيئات التنظيمية للأسواق المالية و، تحقق فاعلية الأداء لهذه الأسواق. فبتحسن مستويات الشفافية والإفصاح تنخفض مستويات المخاطر وتسعر الأوراق المالية وفق أسعارها العادلة. ومن خلال تحديد نوعية المعلومات الواجب توفيرها وفرض نشرها تسهم هيئة السوق المالية في توفير البيئة المحفزة لاتخاذ القرار الاستثماري الصحيح، وحماية المستثمرين الأفراد من مخاطر القيام باتخاذ قرارات استثمارية لا تقوم على معلومات صحيحة، أو تكون مبنية على معلومات مضللة أو

[1] تقرير هيئة السوق المالية، **نظام السوق المالية ولوائحه التنفيذية**، الرياض، المملكة العربية السعودية، ص 3

[2] **المرجع نفسه**

ناقصة. وتعمل هيئة السوق المالية على فرض مبدأ الشفافية والإفصاح في لوائحها التنفيذية من خلال أداتين رئيسيتين الأولى: نشرة الإصدار، والثانية: التزامات الإفصاح المستمرة للشركات.

3.1.1.3.تحقيق مبدأ العدل في السوق المالية

يتحقق مبدأ العدل إذا اعتقدت جميع الأطراف المشاركة في السوق بتساوي فرصها فيه، وعندما تؤمن بأنها خاضعة للأنظمة واللوائح دون تمييز. وتعد عدالة التسعير للأوراق المالية في السوق من أهم مقتضيات العدل بالنسبة إلى المستثمرين ويتحقق ذلك في الواقع عند توافر البيئة الرقابية والإشرافية المناسبة من الهيئة لضمان وجود طلب وعرض تنافسيين على الأوراق المالية المتداولة وخلوها من العمليات التي تنطوي على احتيال أو غش أو تدليس أو تلاعب.[1]

4.1.1.3.توفير الحماية للمستثمرين في السوق المالية

نص نظام السوق المالية في المادة الخامسة على أن من أهدافه توفير الحماية للمواطنين والمستثمرين في الأوراق المالية. وأوكل النظام للهيئة إصدار ما تراه من اللوائح التنفيذية التنظيمية التي تحقق من خلالها مقتضيات هذه الحماية.[2]

2.3. البنك المركزي السعودي (ساما)

ينظم البنك المركزي السعودي أعمال المصارف التجارية والمشتغلين بأعمال مبادلة العملات، ومراقبة أعمال شركات التأمين ومراقبة شركات التمويل، ومراقبة شركات المعلومات الائتمانية. وهو المصرف المركزي للمملكة العربية السعودية وعضو في بنك التسويات الدولي وعضو في لجنة المدفوعات والتسويات ولجنة بازل للرقابة البنكية.[3]

3.3.وزارة التجارة

تعمل وزارة التجارة على تعزيز قدرات قطاعي التجارة والاستثمار، وحماية مصالح المستفيدين، عبر تطوير ووضع سياسات وآليات تنفيذ فعالة، تسهم في تحقيق تنمية اقتصادية مُستدامة.[4]

4.3. وزارة الاستثمار

تقوم وزارة الاستثمار بمتابعة وتقييم الأداء الاستثماري وتذليل الصعاب أمام المستثمرين ووضع الدراسات والبحوث واقتراح الخطط التنفيذية لتعزيز الاستثمارات داخل المملكة.[5]

5.3.الهيئة السعودية للمراجعين والمحاسبين

تعمل الهيئة السعودية للمراجعين والمحاسبين تحت مظلة وزارة التجارة من خلال مراجعة وتطوير معايير المحاسبة والمراجعة وجميع الأمور التي تؤدي إلى تطوير هذه المهن.[6]

---

[1] **المرجع نفسه**، ص 6
[2] **المرجع نفسه**
[3] https://www.saudiexchange.sa/wps/portal/tadawul/knowledge-center/about/CapitalMarketOverview?locale=ar. See at:02/06/2018
[4] **Idem**
[5] **Idem**
[6] **Idem**

6.3.هيئة الزكاة والضريبة والجمارك

هيئة الزكاة والضريبة والجمارك هي الجهة الحكومية التابعة لوزارة المالية والمسؤولة عن تحقيق وجباية الزكاة الشرعية، وتحقيق وجباية الضريبة من الخاضعين لها وفقاً لما تقضي به الأنظمة والتعليمات.[1]

4. الأنظمة واللوائح

تعمل في سوق الأوراق المالية العديد من المنشآت المنتمية إلى القطاعين العام والخاص، إضافة لبنوك استثمارية، وشركات وساطة، ومستثمرين أفراد. ولتنظيم العلاقة بين هذه الأطراف بشكل عادل فمن الضروري سن الأنظمة واللوائح والقواعد وتطبيقها بما يؤدي إلى تحقيق هذا الهدف.

وينظم نظام السوق المالية، ولوائحه التنفيذية العلاقة بين أطراف السوق المشار إليها، إضافة إلى مسائل طرح الأوراق المالية وتسجيلها وإدراجها، وتنظيم نشاطات الجهات المرخصة من الهيئة الخاضعة لرقابتها ومراقبة أعمالها، وكذلك حماية المواطنين والمستثمرين من الممارسات غير العادلة أو غير السليمة، بالإضافة إلى العمل على ضمان الالتزام بمسائل الإفصاح الكامل من الشركات المدرجة عن المعلومات المالية والجوهرية بالدقة والوقت المحددين.

وحيث أن السوق المالية تتطور بشكل متواصل وتنمو مع نمو الاقتصاد الوطني وتوسع قطاعاته المختلفة، فإن الجهات المنظمة للسوق المالية تسعى إلى أن تظل الأنظمة واللوائح فعالة وحيوية ومتزامنة مع تطور السوق، وخاضعة بشكل مستمر للتنقيح والتوسع الدائمين. فوضع اللوائح وتطويرها بشكل مستمر من الأمور الكفيلة بزرع ثقة المستثمر وتشجيع الإقبال على السوق والمشاركة فيه.[2]

5.أهداف السوق المالي السعودي

يهدف سوق السعودية المالي (تداول) إلى تحقيق ما يلي:[3]

- إدارة وتشغيل السوق المالية بكفاءة وتقديم خدمات مميزة وذات جودة عالية؛
- دعم الجهود الهادفة لرفع مستوى الثقافة الاستثمارية لدى المستثمرين؛
- تقديم خدمات ذات جودة عالية لعملائها (الوسطاء، المستثمرين، المصدرين، ....)؛
- تطوير سوق مالية رائدة توفر قنوات استثمارية وتنافسية.
- ترسيخ قواعد السلوك المهني والانضباط بين الوسطاء وموظفي السوق بما يحقق أعلى مستويات الالتزام. مهام وصلاحيات الهيئة.

المطلب الثاني: سوق رأس المال السعودي وتقسيماته

سنتناول فيما يلي نشأة سوق الأسهم السعودي ومبررات إنشاءه كما ستناول أيضا تقسمات السوق المالي السعودي بالإضافة إلى خصائص ونظام التداول في السوق.

1. نشأة سوق الأسهم

[1] **Ibid**

[2] تقرير هيئة السوق المالية، **نظام السوق المالية ولوائحه التنفيذية مرجع سبق ذكره**، ص 2

[3] http://www.tadawul.com./ See at: 2015 /03/ 29

تعود البدايات التاريخية لسوق الأسهم السعودي إلى عام 1932م حين أنشئت أول شركة مساهمة في المملكة العربية السعودية وهي الشركة العربية للسيارات، وتوالا فيما بعد إنشاء شركات أخرى خصوصا في السبعينيات الميلادية، إذ تزايدت أعداد هذه الشركات. ومع تطور عدد الشركات المساهمة نشأ سوق غير رسمي للأسهم في أوائل الثمانينيات، إلى أن صدر الأمر السامي رقم 8/1230 في عام 1984م بتنظيم التداول، وأوكلت مهمة الإشراف على نشاط السوق وتنفيذ القواعد المنظمة لعملية التداول إلى مؤسسة النقد العربي السعودي.[1]

وقد ساهمت هذه العوامل في زيادة عدد الأسهم المتاحة للتداول بين المستثمرين، ومن ثم نشأت الحاجة إلى التداول في الأسهم. وبالتالي نشأ سوق غير رسمي لدى مكاتب غير مرخصة قامت بممارسة نشاط الوساطة في بيع وشراء الأسهم .ونظراً لعدم وجود الأسس السليمة التي تتعامل بها تلك المكاتب، استمر التداول في إطار محدود إلى بداية الثمانينات حيث أدى تحسن أسعار النفط في ذلك الوقت إلى تحرك سوق الأسهم إلى الأفضل، مما أدي بدوره إلى زيادة حجم التداول وارتفاع أسعار السوق.

خلال عام 1985 أوكلت الدولة موضوع تداول الأسهم إلى مؤسسة النقد العربي السعودي وتم إيقاف التداول عن طريق المكاتب الغير مرخصة لتدول الأسهم. وأصبحت المؤسسة تقوم بدور الإشراف والرقابة لحماية سوق الأسهم من الآثار العكسية لفرط التوقعات بالإضافة إلى القيام بتطويرها لتصبح سوقاً مالية ناضجة.

وعلاوة على ذلك فإن الحكومة ترغب في أن تطور سوق الأسهم بطريقة تساهم في التنمية والتطوير القومي وتكون منسجمة مع سياستها الرامية إلى مشاركة أكبر.[2]

لقد تم إدراج سوق الأسهم السعودي ضمن مؤشر الأسواق الناشئة تحت إشراف مؤسسة التمويل الدولية (IFC) وتعتبر هذا الخطوة اعترافاً بأهمية سوق الأسهم السعودية ومكانته، لا سيما أن هذا السوق أحتل مركزاً متقدماً ضمن قائمة هذه الأسواق الناشئة المدرجة في قاعدة بيانات المؤسسة من خلال عدة مؤشرات أهمها القيمة السوقية، والمتوسط اليومي لقيمة الأسهم المتداولة، إضافة إلى مؤشر نسبة السعر إلى الربح السنوي (PER).[3]

2.مبررات إنشاء سوق الأسهم في المملكة ومدى أهميته

لقد جاء الإعداد والتجهيز لإنشاء سوق الأسهم في المملكة كمتطلب رئيسي للإصلاح الاقتصادي، خاصة مع اتخاذ خطوات هامة في السير نحو الخصخصة، وذلك بهدف تحقيق الاستقرار الاقتصادي، وتحسين مناخ الاستثمار ورفع معدل النمو الاقتصادي.

فحتى عام 1984م، كان واضحا مدى تدني مستوى الإنجازات الحقيقية في جوانب معينة مثل جذب الاستثمارات الأجنبية وإيقاف هجرة رؤوس الأموال المحلية، الأمر الذي اتضح معه جليا مدى أهمية إنشاء سوق لتداول الأسهم كإحدى المتطلبات الأساسية لتنشيط الاستثمار وتوظيف المدخرات وجذب الاستثمار الأجنبي.

---

[1] تقرير هيئة السوق المالية، **الاستثمار في سوق**، الرياض، المملكة العربية السعودية، ص 2

[2] كتاف شافية، **دور الأدوات المالية الإسلامية في تنشيط وتطوير السوق المالية الإسلامية دراسة تطبيقية لتجارب بعض الأسواق المالية العربية والإسلامية**، أطروحة مقدمة كجزء من متطلبات نيل شهادة دكتوراه علوم في العلوم الاقتصادية، جامعة سطيف 1، 2013، ص 335

[3] عبد الله بن سلمان الجريش، **تداول الأسهم في السوق المالية: دراسة تأصيلية مقارنة**، الطبعة الأولى، مكتبة الاقتصاد والقانون، الرياض،2018، ص 28

وفي هذا الصدد يمكن تحديد أبرز المبررات لإنشاء سوق الأسهم المحلية فيما يلي:

- زيادة معدل النمو الاقتصادي.
- دفع وزيادة دور القطاع الخاص في التنمية الاقتصادية.
- المساعدة في إنجاح سياسة الخصخصة.
- تدني مقدرة الجهاز المصرفي على جذب المدخرات المحلية.
- جذب الاستثمار الأجنبي وإعادة توطين رؤوس الأموال المهاجرة.

3. تقسيمات السوق المالي السعودي

ينقسم السوق المالي السعودي إلى السوق الأولى، والسوق الثانوي وبالنسبة لسوق الإصدار فهناك عدد من بيوت الوساطة المرخص لهم بمساعدة المؤسسات على إصدار أوراق جديدة.

وهناك عدد من القوانين التي تحدد الحد الأعلى والحد الأدنى لإصدار أسهم جديدة وفي حلة الزيادة على الطلب، ويتم استخدام نظام الحصص **" Proportion Systems "** حيث يحصل لكل مكتب على عدد من الأسهم متناسب مع عدد الأسهم التي كانت تحت الطلب أصلا.[1]

1.3.السوق الأولية (Primary Market)

وهي سوق إصدار وطرح الأوراق المالية للاكتتاب بها من قبل الجمهور، حيث تنشأ فيها علاقة مباشرة بين مصدر الورقة المالية والمكتتب بها أو بين المقترض والمقرض وتعد الشركات المالية والبنك المركزي من أهم مؤسسات هذه السوق، حيث إن الأولى تقوم بوظيفة تعهد إدارة وتغطية الإصدار وتسويقه بينما يقوم البنك المركزي بإصدار سندات الدين العام نيابة عن الحكومة.

وتتميز هذه السوق بقدرتها على العطاء في رفد الاقتصاد والعمليات التنموية بالأموال الجديدة، حيث تتجمع فيها المدخرات ويتم تحويلها إلى استثمارات جديدة عن طرق إصدار أوراق مالية تعرض لأول مرة أو التزامات مالية لم تكن قائمة أو متداولة من قبل وهذا يعمل على إنشاء وقيام مشاريع جديدة تخدم الاقتصاد إلى جانب المشاريع القائمة.

2.3.السوق الثانوية (Secondary Market)

وهي سوق التداول التي يتم فيها بيع وشراء الأوراق المالية وتداولها بين حاملها ومستثمر آخر بعد مرحلة إصدارها في السوق الأولية وتتحدد فيها قيم أدوات الاستثمار المختلفة بصورة طبيعية من خلال التقاء العرض بالطلب بأية وسيلة من وسائل الاتصال المعروفة وهذا يعنى أن السوق الثانوية تقوم بتوفير المكان والقوانين اللازمة لتنظيم تبادل الأوراق المالية بين المستثمرين وإيجاد السيولة اللازمة لتحويل الأوراق المالية إلى نقد.

ويوجد شكلان للسوق المالية الثانوية هما:

1.2.3.سوق منظمة (Organized Quasi Auction Market)

وهي ما يعرف ببورصة الأوراق المالية، والبورصة هي المكان الذي تجرى فيه المعاملات على الأوراق

[1] تقرير **المعهد المصرفي لمؤسسة النقد العربي السعودي**، الإصدار العاشر، ص 25

المالية في أوقات محددة بواسطة أشخاص مؤهلين مخصصين بهذا النوع من العمل وهم الوسطاء، ووفق إجراءات وقوانين ونظم محددة وقد تعرف البورصة بأنها الاجتماع الذي يعقد في مواعيد دورية للقيام بعمليات بيع وشراء الأوراق المالية. وتنقسم سوق الأوراق المالية المنظمة إلى قسمين:

- **أسواق مركزية:** وهي التي تتعامل في الأوراق المالية المسجلة لدى البورصة بغض النظر عن الموقع الجغرافي المصدر للأوراق المالية وذلك مثل بورصة طوكيو ولندن.
- **أسواق محلية:** وهي بورصات المناطق وهي التي تتأمل في أوراق مالية لمنشآت صغيرة تهم جمهور المستثمرين في النطاق الجغرافي للمنشأة.

2.2.3.سوق غير أو السوق الموازية منظم (Over The Counter Market)

وتجرى عمليات التداول في هذا النوع من السوق الثانوية دون وجود زمان أو مكان محددين لإجرائهما ويمكن أن تتم هذه العمليات بالهاتف أو بالحاسوب حيث لا تخضع الأوراق المالية المدرجة أو المتداولة في سوق مالية منظمة خارج المملكة لأحكام هذه السوق حتى لو نشأ هذا التداول بموجب أوامر مرسلة هاتفياً أو آلياً (إلكترونياً) من داخل المملكة، ويستثنى من ذلك ما تتفق عليه الهيئة مع جهات أخرى خارجية.

4. الأدوات الاستثمارية السائدة في الأوراق المالية السعودي

يعتبر سوق الأوراق المالية السوق الجامع لكل ما يطرح من أوراق مالية للجمهور سواء كان ذلك أسهما (صكوك ملكية) أو أدوات دين. ويقتصر التداول في السوق المالية السعودية على الأسهم العادية فقط. أما الأوراق المالية الأخرى مثل أدوات الدين سواء كانت حكومية أو خاصة (مصدرة من شركات) وغيرها فهي لا تزال غير متداولة في السوق المالية، ويتوقع أن يتم تداولها في المستقبل القريب.[1]

1.4.الأسهم

وتمثل الأسهم العادية ورقة ملكية في الشركة يحصل حاملها على عوائد رأسمالية من الأرباح النقدية الموزعة التي تمثل نصيب السهم من الأرباح التي تحققها الشركة خلال فترة معينة (سنوية، نصف سنوية أو غيرهما) وذلك بعد إقرار الجمعية العمومية توزيع نسبة من الأرباح المحققة لحملة الأسهم، أو من أرباح على شكل منح أسهم للشركة ذاتها، أو من الفوارق السعرية في حال البيع.[2]

2.4.السندات

من المعلوم حاجة الشركات الخاصة إلى التمويل وبالتالي لجوئها لبيع سندات للمدخرين للحصول على الأموال المطلوبة؛ ويعد لجوء الشركات بالمملكة إلى هذه الأداة في الوقت الحاضر محدوداً. كذلك تلجأ الحكومة إلى إصدار السندات لتمويل مشاريعها، مثل بناء المدارس والجامعات والمستشفيات، وشق الطرق، وإقامة الجسور والمحطات الكهربائية، وغيرها من المشاريع العامة. ورغم أن للحكومة موارد عديدة تأتي من النفط والرسوم، إلا أنها قد تضطر في وقت ما إلى إصدار السندات بغرض الحصول على تمويل إضافي.[3]

---

[1] تقرير هيئة السوق المالية، **الاستثمار في سوق، مرجع سبق ذكره**، ص 3

[2] **المرجع نفسه**

[3] تقرير هيئة السوق المالية، **الاستثمارات المالية وأسواق الأسهم**، الرياض، المملكة العربية السعودية، ص 16

3.4.صناديق الاستثمار

تقوم هذه الصناديق بتجميع المدخرات عن طريق صكوك ملكية متساوية القيمة شبيهة بالأسهم تسمى وحدات استثمار. ويلجأ المستثمرون إلى شراء الحصص من هذه الصناديق للاستفادة من بعض المزايا التي تملكها الصناديق المتمثلة في الخبرات الطويلة في إدارة الاستثمار، بالإضافة إلى قدرة هذه الصناديق على تنويع الاستثمارات، ومن ثم تقليل المخاطر بسبب وفرة الأموال.

ويعهد المستثمرون إلى الجهة التي تدير صناديق الاستثمار باتخاذ القرارات نيابة عنهم. وبشكل عام فإن العائد على هذه الحصص يميل لأن يكون أكثر أمانا مع وجود عائد يزيد على عائد السند ويقل عن عائد السهم. وإن أهم العوامل التي تدفع المستثمر للاستثمار في نوع معين من الأوراق المالية دون آخر، هو البحث عن استثمار يولد عائداً مرتفعا، ويكون على درجة من المخاطرة يستطيع المستثمر تحملها؛ تتنوع مجالات استثمار الصناديق الاستثمارية بحسب أغراض إنشاء الصندوق فجد أن هناك صناديق للاستثمار في بعض قطاعات السوق أو الاكتتابات الأولية أو العقار. ولهذه الصناديق دور مهم في دعم السوق المالية بالمملكة من خلال ما توفره من تمويل إضافي وخبرات مهمة للمعاملات بسوق المال.

أما وضع صناديق الاستثمار في المملكة والتي من المتوقع إدراج وحداتها في السوق المالية السعودية مستقبلا فهي عبارة عن محفظة تضم مجموعة من الاستثمارات المتنوعة أو المتخصصة في نوع أو أنواع محددة (أسهم، سندات، نقد). ويختلف مستوى العائد والمخاطرة فيها بحسب نوعية الآليات الاستثمارية المدرجة. وقد أنشئت هذه الصناديق الاستثمارية لدى شركات الوساطة المرخصة بهدف تنمية أموال المستثمرين والحفاظ عليها. وتمتاز المحافظ أو الصناديق الاستثمارية في المملكة العربية السعودية بشكل عام بمجموعة من المزايا نخلصها في النقاط التالية:[1]

- **التنوع الجيد**: حيث ينتقي الصندوق الآليات الاستثمارية التي تلائم أهدافه ويستفيد من مبدأ التنوع لتقليل المخاطرة.
- **الإدارة المتخصصة**: حيث يدار الصندوق عادة بفريق عمل متخصص يتولى متابعة أداء الآليات الاستثمارية المدرجة بكفاءة تتفق وأهداف الصندوق.
- **السيولة**: حيث يمكن وبسرعة تحويل الوحدات المستثمرة في الصندوق إلى نقد.
- **تحقيق التنوع بأقل التكاليف**: حيث أن الوحدة في الصندوق تعني ملكية في أكثر من نوع من الآليات الاستثمارية المدرجة في الصندوق.

وتصنف الصناديق الاستثمارية بحسب ما يدرج فيها من آليات استثمارية وبما يتفق وأهداف الصندوق. فمثلا هناك صناديق خاصة بالأسهم المحلية، وصناديق خاصة للآليات الاستثمارية القصيرة الأجل وصناديق النقد وصناديق في الأسهم العالمية وما إلى ذلك. وتدار صناديق الاستثمار في السوق السعودي حاليا عن طريق شركات الوساطة المرخصة.

[1] تقرير هيئة السوق المالية، **الاستثمار في سوق، مرجع سبق ذكره**، ص ص 4-5

5.خصائص سوق الأسهم السعودي

يتميز سوق الأسهم السعودي بحداثة النشأة مقارنة بأسواق الدول المتقدمة مثل الولايات المتحدة الأمريكية، أو اليابان، أو دول الاتحاد الأوروبي، كذلك يتصف بقلة عدد الشركات المدرجة أسهمها في السوق بالنظر إلى حجم الاقتصاد السعودي الكبير. ويعد حجم المعاملات في السوق محدوداً ٍنسبيا بالمقارنة بعدد الأسهم المصدرة في السوق وهو ما يعبر عنه بضيق السوق، الذي يؤدي إلى تقلبات كبيرة في أسعار الأسهم.[1]

أما مؤشر السوق فيرمز له بالرمز (TASI) هو مؤشر يعبر ويقيس مستوى الأداء في سوق الأسهم السعودي واسمه مؤلف من الأحرف TA: Tadawul All-,SI: Share Index ويتم حساب المؤشر بالمتوسط المرجح. لأسعار أسهم الشركات العاملة في السوق.

ويعد سوق الأسهم السعودي أكبر الأسواق العربية من حيث القيمة السوقية، أو ما يعرف «برسملة السوق» وأحجام التداول اليومية ومعدلاتها، كما يحتل مراتب متقدمة جداً في تصنيفه بين الأسواق الناشئة. وعلى الرغم من محدودية عدد الشركات المدرجة في السوق السعودي إلا أنه يعتبر أكثر الأسواق العربية نشاطا. ومن المتوقع زيادة أعداد الشركات المدرجة في السوق مستقبلا.[2]

ويتم توزيع الشركات المدرجة في السوق على خمسة عشر قطاعا هي: قطاع المصارف والخدمات المالية، وقطاع الصناعات البتروكيماوية وقطاع الإسمنت، وقطاع التجزئة، وقطاع الطاقة والمرافق الخدمية، وقطاع الزراعة والصناعات الغذائية، وقطاع الاتصالات وتقنية المعلومات، وقطاع التأمين، وقطاع شركات الاستثمار المتعدد، وقطاع الاستثمار الصناعي، وقطاع التشييد والبناء، وقطاع التطوير العقاري، وقطاع النقل، وقطاع الإعلام والنشر، وقطاع الفنادق والسياحة.[3]

6. التداول في سوق المالي السعودي

سعت السوق المالية السعودية (تداول) منذ تأسيسها إلى تطبيق أحدث أنظمة التداول الإلكترونية، حيث كان أول أنظمتها نظام"ESIS" للتداول الإلكتروني، الذي تم تشغيله في عام 1990م، ومع زيادة الإقبال ونمو العمليات وأحجامها تطلب ذلك قيام (تداول) بتطوير البرامج والأنظمة لزيادة القدرة الاستيعابية للأنظمة ومقابلة النمو المتزايد قامت (تداول) في 2006م بتوقيع عقد تصميم وتنفيذ نظام الجيل الجديد على مرحلة مع شركة (OMX) السويدية، حيث تتكون أنظمة التداول الجديدة من عدة برامج تشغيل الكرتونية الحديثة التي تتولى معالجة العمليات والإجراءات الخاصة لتنفيذ عمليات التداول ،من صفقات وتسويات التقاص، كما تقوم هذه الأنظمة بسلسلة من العمليات السريعة كتصنيف الأوامر حسب أنواعها ووقت إدخالها وأسعارها وتحديد أولوية التنفيذ تمهيدا لمطابقتها واستكمال عمليات البيع والشراء المتعلقة بالأوراق المالية .

وترتبط الأنظمة الخاصة بشركات الوساطة بنظام السوق الذي يتيح لها إدخال وصيانة جميع أوامر البيع والشراء، كذلك الحصول على معلومات السوق والأخبار اليومية بشكل آني ومباشر، مما يساعد المستثمرين على

[1] **نفس المرجع**، ص 14
[2] **المرجع نفسه**
[3] **المرجع نفسه**

اتخاذ القرارات الاستثمارية الصحيحة، ومن أجل حماية فعالية وسلامة التداول في سوق السعودية المالي وجب عليه القيام بمهامه الرقابية والإشرافية، حيث تتولى الإدارة العامة للإشراف والرقابة على الرقابة المباشرة وغير المباشرة لعمليات التداول والتأكد من تنفيذها على النحو الصحيح طبقا لأنظمة السوق.

7. الإفصاح وتوزيع الأرباح

تحتوي التقارير السنوية على وصف للجهة المُصدرة للأسهم وأعمالها، وتتضمن كذلك المعلومات المتعلقة بمجلس إدارتها، ومسؤوليها، وموظفيها، وبيان من قبل الإدارة عن التطورات الحالية والمستقبلية التي من المتوقع أن تؤثر بشكل كبير على الوضع المالي للشركة.

تنص قواعد طرح الأوراق المالية والالتزامات المستمرة الصادرة من هيئة السوق المالية على جميع الشركات المدرجة الإفساح عن قوائمها المالية الربع سنوية خلال 30 يوم من نهاية الفترة المالية التي تشملها تلك القوائم، والإفصاح عن قوائمها المالية السنوية خلال 3 أشهر من الفترة المالية السنوية التي تشملها تلك القوائم.

يلزم البنك المركزي السعودي البنوك وشركات التأمين العاملة في المملكة العربية السعودية بإعداد قوائمها المالية بمعايير IFRS. وللشركات الأخرى يتم إعداد البيانات المالية وتتم مراجعتها وفقًا للمعايير الوطنية للهيئة السعودية للمحاسبين القانونين **(SOCPA).**

تقتضي قواعد طرح الأوراق المالية والالتزامات المستمرة أن تقوم الشركات بالإفصاح بتقرير مجلس الإدارة عن المعلومات التي تتعلق بأي أعمال أو عقود يكون المصدر طرفاً فيها وكانت فيها مصلحة لأحد أعضاء مجلس إدارة المصدر أو الرئيس التنفيذي، أو المدير المالي، أو لأي شخص ذي علاقة منهم.[1]

1.7.عملية توزيع الأرباح

يعلن عن توزيع الأرباح عبر موقع السوق المالية السعودية. في يوم الاستحقاق وتودع توزيعات الأرباح المستحقة بطريقة مباشرة في الحسابات البنكية المرتبطة بالحسابات الاستثمارية التي تخص حملة الأسهم (المساهمين).

المطلب الثالث: التطورات التي عرفها سوق الأسهم السعودي على مستوى مجموعة من المؤشرات

سنتناول فيما يلي التعريف بالمؤشر العام لسوق السعودية المالي مع إبراز تطوراته كما ستناول أيضا تحليل أداء السوق المالي السعودي حسب مؤشر TASI وهو المؤشر العام للسوق وكذا مؤشر رسملة السوق.

1.المؤشر العام لسوق السعودية المالي

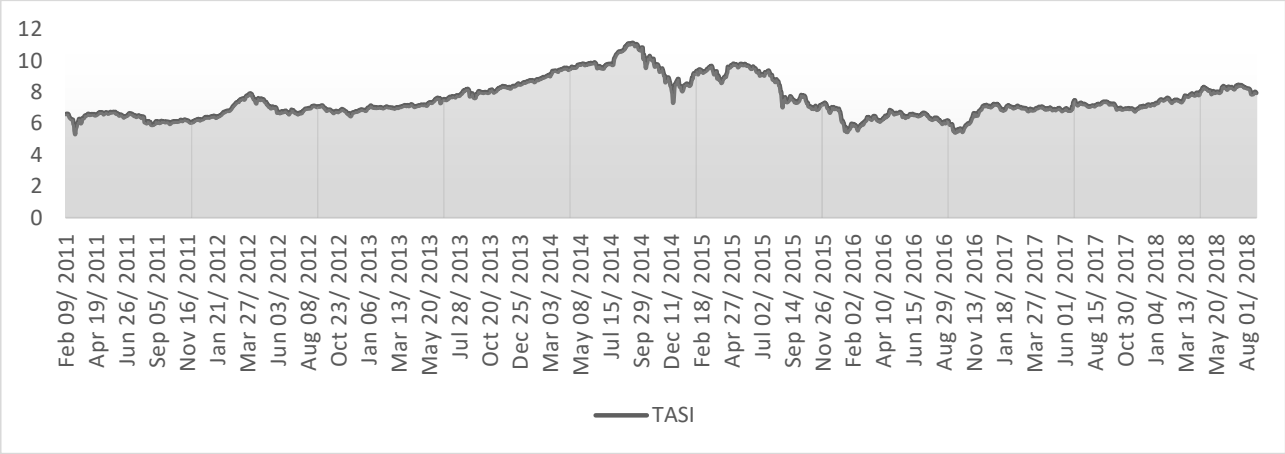
المؤشر العام لسوق السعودية المالي هو مؤشر يتميز بأنه مؤشر يعكس بشكل أفضل تحركات أسعار الأسهم في السوق، وكذلك فانه يخفف من تأثير الشركات ذات القيمة السوقية الكبيرة بالإضافة لذلك فانه يعطي فرصة كبيرة للشركات الصغيرة والمتوسطة من الشركات التي استوفت شروط الإدراج داخل العينة.

[1] https://www.saudiexchange.sa/wps/portal/tadawul/knowledge-center/about/CapitalMarket Overview?locale=ar :See at :12/06/2018

ويتم احتساب مؤشر السوق العام في بورصة السعودية (تداول) بناءا على أخر أسعار الإغلاق المتوفرة لدى الشركات التي هي ضمن العينة ويتم نشر هذه الأرقام بشكل يومي حيث تظهر قيمة الرقم القياسي على أساس 1000 نقطة ولتمكين مؤشر السوق من عكس الصورة الحقيقة لتغيرات أسعار أسهم الشركات المدرجة في البورصة ويتم مراجعة العينة بشكل دوري كل عام من خلال دراسة نشاط الشركات المدرجة في البورصة بحيث تضاف الشركات النشيطة للعينة.

ويتم حساب الشركات غير النشطة ويمكن إجراء بعض التعديلات الطارئة وذلك في حالة إيقاف شركة عن التداول لفترة طويلة أو شطب إدراج هذه الأخيرة ويتم إحداث هذه التغيرات في هذا المؤشر من أجل جعل المؤشر أكثر تعبيرا عن التغيرات التي تحدث في أسعار الأسهم للتعبير الدقيق عن القيمة السوقية لها.[1] وفيما يلي تطور المؤشر الرئيسي السعودي TASI خلال الفترة 2011-2018

الشكل رقم:(1-5) تطور المؤشر الرئيسي السعودي TASI خلال الفترة 2011-2018م



المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على البيانات التاريخية للمؤشر

2.أداء السوق المالي السعودي حسب المؤشر العام TASI ورسملة السوق

سنحاول فيما يلي عرض أداء السوق المالي السعودي للفترة الممتدة من 2011 إلى غاية 2018 من خلال المؤشر العام TASIومؤشر رسملة السوق على النحو الاتي:

1.2.أداء السوق المالي لسنة 2011

شهد العام 2011عدداً من الأحداث الإيجابية في السوق المالية السعودية، ولعل من أبرزها إطلاق منظومة خدمات «تداولاتي» التي تشمل خدمات للمستثمرين والشركات المدرجة إضافة إلى إدارة سجلات مساهمي الشركات غير المدرجة. وقد لقت هذه الخدمات صدى كبيراً لدى المهتمين والمتعاملين في السوق. كما أطلقت (تداول) في هذا العام برنامجاً لتعزيز دور علاقات المستثمرين لدى الشركات المدرجة وزيادة تواصل الشركات بمساهميها ولغرض توسيع قاعدة السوق، تم خلال سنة 2011م إدراج 4 شركات جديدة ليبلغ مجموع عدد

[1] www.tadawl.com.sa,See at :22/4/2016

الشركات المدرجة 150شركة بنهاية العام، كما تم خلال العام إدراج صندوق جديد ضمن صناديق المؤشرات المتداولة.[1]

في نهاية عام 2011م اغلق المؤسر العام للسوق المالية السعودية (تداول) عند مستوي 6.417.73 نقطة مسجلا بذلك انخفاضا طفيفا مقارنة بنهاية عام 2010م حين بلغ 6.620.75 نقطة. بلغت القيمة السوقية للأسهم المصدرة في نهاية عام 2011م 1.270.84مليار ريال أي ما يعادل 338.89مليار دولار أمريكي وبذلك سجلت انخفاضا بلغت نسبته 4.12%مقارنة مع نهاية العام السابق.[2]

بلغت القيمة الإجمالية للأسهم المتداولة خلال عام 2011م نحو 1.098.84مليار ريال أي ما يعادل 293.02 مليار دولار أمريكي، مقابل 759.18مليار ريال سعودي (202.45مليار دولار أمريكي) للعام السابق بارتفاع بلغت نسبته 44.7%.[3]

أما إجمالي عدد الأسهم المتداولة خلال عام 2011م فقد بلغ 48.54مليار سهم مقابل 33.33مليار سهم تم تداولها خلال العام السابق أي تحقيق ارتفاع بلغت نسبته 45.61 %

2.2.أداء السوق المالي لسنة 2012

في نهاية عام 2012م أغلق المؤشر العام للسوق المالية السعودية (تداول) عند مستوى 6,801.22نقطة مقارنة مع 6,417.73نقطة في نهاية عام 2011م مرتفعاً 383.49نقطة أي بنسبة 5.98 % وقد حقق المؤشر أعلى نقطة إغلاق خلال العام في يوم 3أبريل حيث أغلق عند مستوى 7,930.58نقطة.

بلغت القيمة السوقية للأسهم المصدرة في نهاية عام 2012م مقدار 1.40034مليار ريال أي ما يعادل 373.42مليار دولار أمريكي وذلك بارتفاع بلغت نسبته 10.19%مقارنة مع نهاية العام السابق.

في حين بلغت القيمة الإجمالية للأسهم المتداولة خلال عام 2012م نحو1,929.32مليار ريال أي ما يعادل 514.49مليار دولار أمريكي، مقابل 1,098.84مليار ريال (293.02مليار دولار أمريكي) للعام السابق، أي بارتفاع بلغت نسبته 75.58%.[4]

أما إجمالي عدد الأسهم المتداولة خلال عام 2012م فقد بلغ 82.54 مليار سهم مقابل 48.26 مليار سهم تم تداولها خلال العام السابق بارتفاع بلغت نسبته 71.03%

3.2. أداء السوق المالي لسنة 2013

في نهاية عام 2013م أغلق المؤشر العام للسوق المالية السعودية (تداول) عند مستوى 8,535.60نقطة مقارنة مع 6,801.22 نقطة في نهاية عام 2012م مرتفعاً 1,734.38 نقطة أي بنسبة 25.50% وقد حقق المؤشر أعلى نقطة إغلاق خلال العام في يوم 23 ديسمبر حيث أغلق عند مستوى 8,561.84 نقطة بلغت القيمة السوقية

[1] السوق المالية السعودية (تداول) ، **التقرير الإحصائي السنوي**،2011، ص 9
[2] **المرجع نفسه**، ص 11
[3] **المرجع نفسه**
[4] السوق المالية السعودية (تداول) ، **التقرير الإحصائي السنوي**،2012، ص 15

للأسهم المصدرة في نهاية عام 2013 م 1,752.86مليار ريال أي ما يعادل 467.43مليار دولار أمريكي وذلك بارتفاع بلغت نسبته 25.17% مقارنة مع نهاية العام السابق.[1]

بلغت القيمة الإجمالية للأسهم المتداولة خلال عام 2013م نحو 1,369.67مليار ريال أي ما يعادل 365.25مليار دولار أمريكي، مقابل 1,929.32مليار ريال (514.49مليار دولار أمريكي) للعام السابق بانخفاض بلغت نسبته . 29.01%.[2]

4.2. أداء السوق المالي لسنة 2014

في نهاية عام 2014 م أغلق المؤشر العام للسوق المالية السعودية (تداول) عند مستوى 8,333.30 نقطة مقارنة مع 8,333.30 نقطة في نهاية عام 2013م منخفضا 202.30 نقطة اي بنسبة 2.37 % . وقد حقق المؤشر أعلى نقطة إغلاق خلال العام في يوم 9 سبتمبر حيث أغلق عند مستوى11.149.39 نقطة.

بلغت القيمة السوقية للأسهم المصدرة في نهاية عام 2014م مقدار 1,812.89 مليار ريال أي ما يعادل 483.44 مليار دولار أمريكي وذلك بارتفاع بلغت نسبته 3.42% مقارنة مع نهاية العام السابق.[3]

بلغت القيمة الإجمالية للأسهم المتداولة خلال عام 2014 م نحو 2,146.51 مليار ريال أي ما يعادل 572.41 مليار دولار أمريكي مقابل 1,369.67مليار ريال (365.25مليار دولار أمريكي) للعام السابق بارتفاع بلغت نسبته. 27.64%.[4]

5.2.أداء السوق المالي لسنة 2015

في نهاية عام 2015 م أغلق المؤشر العام للسوق المالية السعودية (تداول) عند مستوى 6,911.76 نقطة مقارنة مع 8,535.60 نقطة في نهاية عام 2015م منخفضا 1,421.54نقطة أي بنسبة 17.06 % وقد حقق المؤشر أعلى نقطة إغلاق خلال العام في يوم 30 أفريل حيث أغلق عند مستوى9,834.49 نقطة.

بلغت القيمة السوقية للأسهم المصدرة في نهاية عام 2015م مقدار 1,579.06 مليار ريال أي ما يعادل 421.10 مليار دولار أمريكي وذلك بانخفاض بلغت نسبته 12.9% مقارنة مع نهاية العام السابق.[5]

بلغت القيمة الإجمالية للأسهم المتداولة خلال عام 2015 م نحو 1,660.62مليار ريال أي ما يعادل 442.83 مليار دولار أمريكي مقابل 2,146.51 مليار ريال (572.40مليار دولار أمريكي) للعام السابق بانخفاض بلغت نسبته. 22.64%

6.2.أداء السوق المالي لسنة 2016

[1] السوق المالية السعودية (تداول) ، **التقرير الإحصائي السنوي**،2013، ص 7
[2] **المرجع نفسه**
[3] السوق المالية السعودية (تداول) ، **التقرير الإحصائي السنوي**،2014، ص 2
[4] **المرجع نفسه**
[5] السوق المالية السعودية (تداول) ، **التقرير الإحصائي السنوي**،2015، ص 2

في نهاية عام 2016 م أغلق المؤشر العام للسوق المالية السعودية (تداول) عند مستوى 7.210.73نقطة مقارنة مع 6.911.76 نقطة في نهاية عام 2016م مرتفعا 298.67 نقطة أي بنسبة 4.32 % وقد حقق المؤشر أعلى نقطة إغلاق خلال العام في يوم 27 ديسمبر حيث أغلق عند مستوى7.257.17 نقطة.

بلغت القيمة السوقية للأسهم المصدرة في نهاية عام 2016م مقدار 1,681.95مليار ريال أي ما يعادل 448.52 مليار دولار أمريكي وذلك بارتفاع بلغت نسبته 6.52% مقارنة مع نهاية العام السابق.[1]

بلغت القيمة الإجمالية للأسهم المتداولة خلال عام 2016 م نحو 1,156.99مليار ريال أي ما يعادل 308.53 مليار دولار أمريكي مقابل 1,660.62 مليار ريال (442.83مليار دولار أمريكي) للعام السابق بانخفاض بلغت نسبته. 30.33%.

7.2.أداء السوق المالي لسنة 2017

في نهاية عام 2017م أغلق المؤشر العام للسوق المالية السعودية (تداول) عند مستوى 7.226.32نقطة مقارنة مع 7.210.43 نقطة كما في نهاية عام 2016م مرتفعا 15.89 نقطة أي بنسبة 0.22% وقد حقق المؤشر أعلى نقطة إغلاق خلال العام في يوم 3 جويلية حيث أغلق عند مستوى7.493.45نقطة.

بلغت القيمة السوقية للأسهم المصدرة في نهاية عام 2017م مقدار 1,689.60مليار ريال أي ما يعادل 450.56 مليار دولار أمريكي وذلك بارتفاع بلغت نسبته 0.45 % مقارنة مع نهاية العام السابق.

بلغت القيمة الإجمالية للأسهم المتداولة خلال عام 2017 م نحو 826.83 مليار ريال أي ما يعادل 223.01مليار دولار أمريكي مقابل 1,156.99مليار ريال (308.53 مليار دولار أمريكي) للعام السابق بانخفاض بلغت نسبته 27.72%.[2]

8.2.أداء السوق المالي لسنة 2018

في نهاية عام 2018م أغلق المؤشر العام للسوق المالية السعودية (تداول) عند مستوى 7.826.73نقطة مقارنة مع 7.226.32نقطة في نهاية عام 2017م مرتفعا 600.41 نقطة أي بنسبة 8.31 % وقد حقق المؤشر أعلى نقطة إغلاق خلال العام في يوم 16 جويلية حيث أغلق عند مستوى8.490.75نقطة.

بلغت القيمة السوقية للأسهم المصدرة في نهاية عام 2018م مقدار 1,858.95مليار ريال أي ما يعادل 495.72 مليار دولار أمريكي وذلك بارتفاع بلغت نسبته 10.02% مقارنة مع نهاية العام السابق.[3]

بلغت القيمة الإجمالية للأسهم المتداولة خلال عام 2018 م نحو 870.87 مليار ريال أي ما يعادل 232.23 مليار دولار أمريكي مقابل 836.28 مليار ريال (223.01 مليار دولار أمريكي) للعام السابق بارتفاع بلغت نسبته 4.14 %. ويمكن توضيح ما سبق من خلال الجدول التالي:

[1] السوق المالية السعودية (تداول) ، **التقرير الإحصائي السنوي**،2016، ص 2
[2] السوق المالية السعودية (تداول) ، **التقرير الإحصائي السنوي**،2017، ص 2
[3] السوق المالية السعودية (تداول) ، **التقرير الإحصائي السنوي**،2018، ص 2

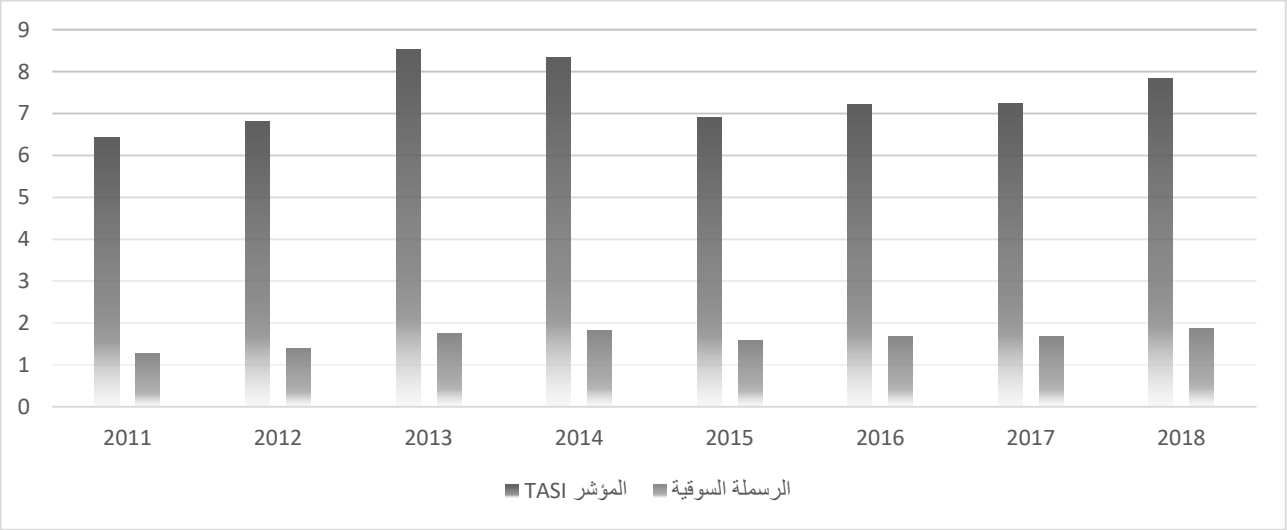
الجدول رقم: (1-5) تطور أداء السوق السعودي حسب المؤشر العام TASI ورسملة السوق خلال الفترة 2011-2018م

السعودي المالي السوق بيانات Saudi Stock Exchange								
السنوات	2018	2017	2016	2015	2014	2013	2012	2011
الرئيسي السوق العام المؤشر(TASI)	7,826.73	7,226.32	7,210.43	6,911.76	8,333.30	8,535.60	6,801.22	6,417.73
سعودي ريال مليار السوقية الرسملة	1,858.95	1,689.60	1,681.95	1,579.06	1,812.89	1,752.86	1,400.34	1,270.84

المصدر: من إعداد الطالب حسب التقارير الإحصائية السنوية للسوق المالية السعودية

كما يمكن أن نوضح تطور أداء السوق السعودي حسب المؤشر العام TASI ورسملة السوق من خلال الشكل التالي:

الشكل رقم :(2-5) تمثيل بياني لتطور أداء السوق السعودي حسب المؤشر العام TASI ورسملة السوق خلال الفترة 2011-2018م



المصدر: من إعداد الطالب حسب التقارير الإحصائية السنوية للسوق المالية السعودية

المبحث الثاني: التعريف بسوق رأس المال الماليزي

تعتبر سوق الأوراق المالية الماليزية من الأسواق المالية الناشئة، فهي كغيرها من الأسواق المالية الأخرى، لا تختلف عن المفهوم العام المعروف المتداول، كما أن نشأتها تعود إلى أواخر القرن التاسع عشر، في ظل الاحتلال البريطاني لها وهذا ما يجعلنا ضمن الأسواق المالية القليلة التي تحضي بالاهتمام والمتابعة، لما تقدمه من تطور مستمر في الأدوات والعمليات المالية. وسنحاول من خلال هذا المبحث التعريف بسوق رأس المال الماليزي ونشأته بالإضافة إلى عرض تقسيمات السوق المالي الماليزي والجهات الرقابية والمنظمة له.

المطلب الأول: سوق رأس المال الماليزي المفهوم والوظائف

سنستعرض من خلال هذا المطلب نشأة ومفهوم سوق الأوراق المالية الماليزية بالإضافة إلى التعريف بأهم وظائف سوق الأوراق المالية الماليزية.

1. نشأة ومفهوم سوق الأوراق المالية الماليزية

بدأ النظام المالي الماليزي المنظم بتأسيس البنك المركزي الماليزي في تاريخ 24 جانفي 1959م، بينما بدأت صناعة الأوراق المالية في ماليزيا في أواخر القرن التاسع عشر بظهور الشركات البريطانية في الصناعة المطاطية والقصديرية.[1]

وتأسست سوق الأوراق المالية الماليزية في عام 1930م من قبل جمعية سماسرة بورصة سنغافورة **(Singapore Stockbrokers Association)** والتي تعتبر أول جمعية منظمة رسمية تنظم إجراءات التعامل بالأوراق المالية، وفي تاريخ 9 ماي 1960 م تشكلت بورصة مشتركة بين سنغافورة وكوالالمبور حيث أدخل نظام الغرف التجارية، إذ يكون في كل واحدة منهما نفس الأوراق المالية المدرجة ونفس الأسعار، وذلك من خلال ربطهم بالخطوط الهاتفية.

وفي سنة 1964م انفصلت سنغافورة عن ماليزيا رسميا وأسست بورصة مستقلة لها، وفي تاريخ 1976/12/14م تم التقسيم الفعلي للبورصة ويتم تشكيل كلا من:

- بورصة كوالالمبور الأوراق المالية برهاد بماليزيا لتداول الأسهم.
- بورصة سنغافورة للأوراق المالية بسنغافورة.

وتطور سوق الأوراق المالية في ماليزيا تطوراً ملحوظا بعد عام 1993 م بتأسيس هيئة الأوراق المالية الماليزية، وبورصة كوالالمبور للأسهم Kuala Lumpur Stock Exchange التي أسست في عام 1994 م، وسوق المشتقات، وسوق السندات، KLSE بجانب تقديم بعض المعاملات المالية الجديدة " call Warrants" مثل شهادات الشراء من الأسهم الموجودة ليصبح هذا السوق مصدرا رئيسا لتمويل "Warrants" وشهادات الشراء من الأسهم الجديدة المشروعات ذات رؤوس الأموال الكبيرة التكوين الرأسمالي الذي كان يحصل عليه القطاعان (العام والخاص).[2] وبغرض تدعيم هذا السوق التزمت الحكومة الماليزية باعتماد الخطة الرئيسة لسوق رأس المال Malaysian Capital Market Master plan وتحت رعاية وزير المالية الماليزية في تاريخ 22 فبراير / شباط 2001 م، وتضمنت الخطة ستة أهداف رئيسية:[3]

- تشجيع إدارة الاستثمار وجعل بيئة استثمارية أمثل للمستثمرين.
- إيجاد موقع تنافسي وكفاءة لمؤسسات السوق.
- جعل سوق رأس المال مركزًا للحصول على الموارد التمويلية لشركات ماليزية.

[1] جعفر سحاسورياني صفر الدين، **سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا ودور الرقابة الشرعية في معاملاته** رسالة ضمن متطلبات الحصول شهادة الماجستير، جامعة اليرموك، كلية الشريعة والدارسات الإسلامية، قسم الاقتصاد والمصارف الإسلامية، 2006، ص 12

[2] Bank Negara**, Malaysia Annual Report**, 1995, P 195

[3] http://www.min.com.my/bm/html/penerbitan.html /20/04/2014 ;a 19 :30

- تطوير بيئة حسنة وتنافسية لخدمات الوساطة.
- جعل أنظمة الرقابة قوية ومنظمة.
- جعل ماليزيا مركزًا دوليا لسوق رأس المال الإسلامي.

وقد انتهجت ماليزيا هذه المراحل للوصول للأهداف السابقة:[1]

المرحلة الأولى: من 2001م إلى 2004 م عملت ماليزيا في هذه الفترة على تقوية الوسطاء والمؤسسات في الاستثمار المحلي.

المرحلة الثانية: من 2004 م إلى 2006م وتميزت هذه المرحلة بتعزيز وتقوية القطاعات الأساسية، وجعلها أكثر تنافسية والعمل أكثر على جعل سوق الأوراق المالية بصفة تدريجية قابلة للانفتاح.

المرحلة الثالثة: من 2006 م إلى 2010م وتعد أخر مرحلة وتتميز بالانفتاح على الأسواق والشركات الأجنبية، مع تحصين لمؤسسات السوق المحلي والمرافق الملحقة بها، وذلك لمواجهة التحديات الدولية في مختلف جوانبها.

لا يختلف مفهوم سوق رأس المال الماليزي عن المفهوم الشائع لسوق رأس المال، فسوق رأس المال في ماليزيا يتكون من سوق رأس المال التقليدي وسوق رأس المال الإسلامي للأصول المالية متوسطة وطويلة الأجل، فهو لا يقتصر على السوق المنظم، بل يشمل أيضا السوق غير المنظم لاسيما سوق السندات، ويعد من أهم الروافد لسد الاحتياجات في الاستثمار والتمويل متوسط وطويل الأجل للمشاريع التنموية الماليزية، وميدان للمنافسة بين الشركات للحصول على رؤوس الأموال بهدف التطوير إلى الأفضل.

وتتنوع الأدوات المالية المتداولة في هذا السوق فتشمل سندات الحكومة الماليزية والشركات الخاصة، وأسهم الشركات المساهمة، وشهادات صناديق الاستثمار، وعقود المستقبليات للسلع والخدمات المالية، وعقود الخيارات وغيرها.[2]

يمكن أيضا تعريف سوق الأوراق المالية الماليزية على أنها السوق التي تضم كل من سوق الأوراق المالية التقليدي، إلى جانب سوق الأوراق المالية الإسلامية للأصول المتوسطة والطويلة الأجل، وسوق الميزداك (MESDAQ)والبورصة المالية للمشتقات، ومركز لبوان (LABUAN).

وهي أيضا سوق كبقية الأسواق تضم سوقين واحدة منظمة، وأخرى غير منظمة لاسيما سوق السندات، الذي يعتبر هذا الأخير من أهم الأسواق لتوفير الأموال الاستثمارية المتوسطة وطويلة الأجل، لمختلف المشاريع التنموية الماليزية، وباعتبارها ميدانا خصبا للمنافسين بين الشركات لاجتذاب والحصول على رؤوس الأموال بهدف التطوير إلى الأحسن. وتتنوع الأدوات المالية في هذا السوق فهي تتمثل في أسهم وسندات تقليدية وأسهم وصكوك إسلامية والسندات الحكومية وسندات الشركات الخاصة، وشهادات صناديق الاستثمار وعقود المستقبليات وغيرها.[3]

2. وظائف سوق الأوراق المالية الماليزية

[1] محمد نور الدين غادمن، **تطور سوق الأوراق المالية الإسلامية**، بحث مقدم لندوة الصكوك الإسلامية-التجربة الماليزية-، مركز الملك فهد للمؤتمرات، السعودية،2008، ص 12

[2] http://staf.uum.edu.my le.17/05/2014 ; a 20 :10

[3] عاطف وليم أندراوس، **أسواق الأوراق المالية**، الطبعة الأولى، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، 2006، ص 75

يعد سوق الأوراق المالية في ماليزيا ركنا هاما وأساسيا من أركان النظام المالي والاقتصادي الماليزي، وتنبع أهمية هذا السوق من كون أحد الأدوات الهامة التي تعمل على تحرير المدخرات المالية الموجودة بين أيدي الأفراد وتوجيهها نحو قنوات الاستثمار المناسبة، والمشاريع التنموية في ماليزيا، ويتحقق ذلك من خلال قيامه بالوظائف التالية:

- يساعد سوق رأس المال الماليزي في تعبئة الموارد المالية المعطلة، وتوجيهها نحو قنوات الاستثمار المناسبة طويلة الأجل في ماليزيا، ويساعد في جذب رؤوس الأموال الأجنبية.
- تستطيع من خلال هذه السوق المؤسسات المالية الماليزية التي تتكون من المصارف الماليزية والشركات المالية، وشركات التأمين، وصندوق التوفير للعاملين والأفراد تجميع رؤوس الأموال بعضها إلى بعض للوصول إلى المشاريع التنموية الاقتصادية والاجتماعية، وتلبية احتياجات القطاعات الخاصة في ماليزيا.
- يعتبر سوق رأس المال الماليزي أداة لقياس ومعرفة مستوى النمو والتقدم الماليزي، لاسيما في تدفق أسعار الأسهم المتغيرة وتعاملاتها يوميا في البورصة الماليزية للأوراق المالية، والتدفق الجاري في الأنشطة الاقتصادية الأخرى في ماليزيا.
- تشجيع تطور الشركات الخاصة في ماليزيا، وذلك بتوفير خدمة الوسطاء لتجميع المدخرات والصناديق للحصول على الموارد المالية، ورؤوس الأموال بهدف استثمار في الأنشطة الاقتصادية الماليزية، وتطور الملكية للشركات نفسها.
- يساهم السوق في عمليات التطور للاقتصاد الماليزي وذلك بتجميع الموارد المالية، خاصة في تدفق أسعار الأسهم المتغيرة وتعاملاتها يوميا في البورصة الماليزية للأوراق المالية، والتدفق الجاري في الأنشطة الاقتصادية الأخرى في ماليزيا.
- أصبح سوق رأس المال الماليزي الوسيط الذي يتم عبره تدفق الأموال بين القطاعات التي تحقق فوائض لاسيما المؤسسات المالية و التأمينات الماليزية، و هيئة شؤون صندوق الحج، و الأفراد من جهة، و القطاعات التي تعاني من عجز على وجه الخصوص من جهة أخرى مثل قطاعات الصناعة، و الزراعة، والسياحة و الخدمات و الأنشطة الاقتصادية الأخرى في ماليزيا، و للتوضيح أكثر يقصد بها الوساطة بين عرض الأموال و الطلب عليها لغرض تحقيق التوازن المالي المطلوب داخل الاقتصاد، و هذا راجع لكون سوق الأوراق المالية أحد عناصر القطاع المالي الماليزي.

المطلب الثاني: أقسام سوق الأوراق المالية الماليزية والجهات الرقابية عليه

إن سوق الأوراق المالية في ماليزيا ينقسم إلى عدة أقسام من أسهم وسندات وغيرها من أدوات حديثة، حيث أنه يحتاج هذا السوق إلى رقابة وإشراف من جهات ذات صلاحيات للتأكد من أن كافة المعاملات والأنشطة في هذا السوق تعمل بكفاءة وفاعلية. ولهذا الغرض اتخذت الحكومة الماليزية القرار لتشكيل الجهات الرقابية وإخضاع سوق رأس المال في ماليزيا سواء أكان السوق الإسلامي أو التقليدي لتلك الجهات الرقابية المنظمة حيث يخضع السوق لرقابة هيئة الأوراق المالية الماليزية والجهات الفرعية ذات الصلة به.

ويعتبر وجود هذه الجهات ضروري لضمان التزام كل المشاركين في السوق بالقوانين والتشريعات المنظمة للعمل وحماية حقوق المستثمرين في سوق رأس المال في ماليزيا. وسنحاول فيما يلي عرض تقسيمات السوق والجهات الرقابية المنظمة له كما يلي:

1. أقسام سوق الأوراق المالية الماليزية

يتكون سوق الأوراق المالية الماليزية من عدة أقسام وهي:

2.1. سوق الملكية

إن سوق الملكية الماليزي عبارة عن تلك السوق التي تتوفر على المنتجات والخدمات المتعلقة بتداول أدوات الملكية، وبالإضافة إلى ذلك فإن جميع الأسهم المسعرة مقيدة بجدول تداول البورصة التي أسست في عام 1973 باسم بورصة كوالالمبور للأوراق المالية المحدودة "Bursa Malaysia" الماليزية والتي تخضع في عملياتها لقانون الشركات لعام Kuala Lumpur Stock Exchange Bhd "KLSEB، 1965 وتعديلاته لعام 1986، وقانون صناعة الأوراق المالية لعام 1973 وتعديلاته لعام 1983 و1987م. بالإضافة إلى مجموعة القوانين في الحيازة والاندماج لعام 1987، قانون الحفظ المركزي لسنة 1991، قانون لجنة الأوراق المالية لسنة 1993 وتعديلاته سنة 2011، قانون سوق الأوراق المالية والخدمات لسنة 2011.[1]

وفيما يلي عرضا لأدوات المالية المتداولة في بورصة ماليزيا:

1.2.1 . الأسهم العادية (Ordinary Shares)

السهم العادي هو وثيقة مالية تصدر عن شركة مساهمة بقيمة اسمية محددة، تضمن حقوقا وواجبات متساوية لمالكيها في حق التصويت وحق جزء من أرباح الموزعة... وتطرح للجمهور عن طريق الاكتتاب العام في الأسواق الأولية، ويسمح لها بالتداول في الأسواق الثانوية، فتخضع قيمها السوقية لتغييرات مستمرة تعود إلى أسباب وتقييمات متباينة.[2]

2.2.1. الأسهم الممتازة (Preference Shares)

هي تلك الأوراق المالية التي تعطي لحاملها الحق في الأولوية في الحصول على أرباح الشركة مع تحديد نسبة ثابتة لها عند الإصدار عند رغبتها في جمع مدخرات المستثمرين، وهي عموما لا تحمل أي حق في التصويت ولكن قد يكون هذا الحق مع عدم دفع الأرباح لفترة معينة، ويمكن تنوعها في سوق الأوراق المالية الماليزية إلى:

- أسهم ممتازة مشاركة: يحق لها المشاركة في الأرباح مع مكسب ثابت.
- أسهم ممتازة تراكمية: لها حق ثابت قبل الأسهم العادية كما تحمل حقوق متأخرات الأرباح.
- أسهم ممتازة قابلة للتحويل: وهي تلك الأسهم التي تعطي لحاملها الحق في تحويلها إلى أو أوراق مالية أخرى عادة ما تكون عادية.

3.2.1 .وحدات الاستثمار العقاري (Property Trust Units)

[1] Securities commission Malaysia، available at:www.sc.com.my/legislation 16/03/2014.
[2] http://www.bursamalaysia.com/xebsite/bm/broducts_and_service./: See at 05/05/2014.

وهي وحدات الاستثمار في العقارات أو محفظة الأصول المجمعة لها، كما تمنح لحائزها امتياز في استثمار جزء من مبلغ العقار وسيولة عالية مقارنة بالاستثمار الحقيقي في العقارات، بالإضافة لحصول على عائد ثابت واحترافية في التسيير.

3.1 سوق السندات

سوق السندات في ماليزيا عبارة عن السوق غير المنظمة الذي يتم فيها تداول السندات الصادرة عن الحكومة الماليزية أو الشركات الخاصة في ماليزيا، والسندات المتداولة في هذا السوق تمثل قروضا طويلة الأجل لفترة استحقاق تزيد عن سنة واحدة، وتعتبر هذه السوق وسيلة بديلة من وسائل الحصول على القروض والتمويل: الخارجي طويل الأجل.[1] ومن بين أهم أنواع السندات التي يتم تداولها في سوق الأوراق الماليزية (بورصة) ماليزيا نجد ما يلي:

1.3.1.سندات حكومية

وقد أصدرت الحكومة الماليزية السندات الحكومية لأول مرة في أواخر السبعينات، وكانت تعرف بالأوراق المالية الحكومية الماليزية، وقد أصدر هذا النوع من السندات من أجل تمويل المشاريع التنموية الحكومية طويلة الأجل.

2.3.1.سندات الشركات

وهي تلك السندات التي تصدر عن القطاع الخاص بغرض تمويل المشاريع الاستثمارية لهذا القطاع، وقد شهد إصدار هذا النوع من السندات ت ا زيد في السنوات الأخيرة في ماليزيا وخاصة بظهور السندات الإسلامية.

4.1. سوق المشتقات

عند إدراك ماليزيا لضرورة تطوير نظامها المالي بصفة عامة و بورصة الأوراق المالية بصفة خاصة، و مع تزايد تدفق الاستثمارات الأجنبية نحو ماليزيا، أصبح من الضروري إدخال أدوات المشتقات المالية إلى السوق، لتؤدي دورا هاما في ديناميكية هذه الأخيرة منه يمكن تعريفها على أنها البورصة التي يتم تداول منتجات المشتقات، و بدأ سوق المشتقات في ماليزيا بتأسيس بورصة كوالالمبور للسلع في جويلية 1980 م و أول عقود المستقبليات المتداولة في هذه البورصة في ذلك الوقت هي عقود المستقبليات لزيت النخيل الخام، لتتداول بعدها سائر العقود من مستقبليات و خيارات و عقود آجلة. وفي 17 سبتمبر 2009 دخلت بورصة برهاد في شركة استراتيجية مع بورصة شيكاغو (CME) التجارية تمتلك هذه الأخيرة ل 25 % من رأس مال البورصة الماليزية للمشتقات برهاد والباقي تمتلكه بورصة ماليزيا برهاد، بهدف تحسين فرص عرض المشتقات الماليزية عالميا، فضلا عن التوزيع العالمي لمنتجات بورصة ماليزيا وتنقسم سوق المشتقات إلى الأقسام التالية:

1.1.4عقود المستقبليات

ونجد فيها العقود التالية:[2]

1.1.1.4عقود مستقبليات السلع

[1] عاطف وليم أندراوس **مرجع سبق ذكره**، ص 384

[2] http://www.bursamalaysia.com/corporate/about-us/corporate-history/ 15/03/2014

وتنقسم إلى مستقبليات لزيت النخيل الخام (FCPO) طرحت في 1980، وعقود مستقبليات لزيت النخيل الخام بالدولار(FUPO)، وعقود مستقبليات لزيت نواة النخيل الخام(FPKO) طرحت في 2004 م.

2.1.1.4عقود مستقبليات الملكية (الأسهم)

وتنقسم إلى مستقبليات لمؤشر كوالالمبور، (FKLI) وعقود مستقبليات الأسهم الواحدة (SSFS).

3.1.1.4عقود المستقبليات المالية

وتحتوي على عقود مستقبليات لمعدل الاقتراض بين معدل السندات كوالالمبور لمدة 3 أشهر طرحت سنة 2004، وعقود مستقبليات للأوراق المالية الحكومية الماليزية لمدة 3 سنوات وطرحت سنة 2003م، وعقود مستقبليات للأوراق المالية الحكومية الماليزية لمدة 5 سنوات وطرحت سنة 2002م.

4.1.1.4.عقود الخيار

وهي تقتصر على نوع وحيد ويتمثل في عقود الخيار الأسهم وهي الخيار لمؤشر كوالالمبور (OKLI).

2. الجهات الرقابية على سوق الأوراق المالية الماليزية

تعمل البورصة الماليزية كمنظم لسوق الأوراق المالية الماليزية المحدودة، و بورصة المشتقات، كما لديها واجب مراقبة التعاملات، وضمان تسوية المبادلات، بشكل منظم في الأوراق المالية المودعة في بورصة ماليزيا، ولذلك اتخذت الحكومة الماليزية القرار لتشكيل الجهات الرقابية، وإخضاع سوق الأوراق المالية في ماليزيا لها ،حيث يخضع السوق لرقابة هيئة الأوراق المالية الماليزية والجهات الفرعية ذات الصلة به، ويعتبر وجود هذه الجهات ضروري لضمان التزام كل المشاركين في السوق بالقوانين والتشريعات المنظمة للعمل وحماية حقوق المستثمرين في بورصة ماليزيا.

1.2. هيئة الأوراق المالية الماليزية

تمثل هيئة الأوراق المالية الماليزية "Securities Commission of Malaysia SC" الجهة الرقابية العليا فيسوق رأس المال في ماليزيا، وهي الجهة الرقابية الوحيدة لسوق رأس المال الماليزي وترتبط مباشرة بوزارة المالية الماليزية، وتقدم تقارير وحساباتها للبرلمان كل سنة.

وقد قامت الحكومة الماليزية بإنشاء هذه الهيئة، واعتبرتها جهة عليا في إدارة سوق رأس المال في ماليزيا في 1 مارس 1993 تحت قانون هيئة الأوراق المالية الماليزية لعام 1993م (Securities Commission Act) وأسندت لها الوظائف التالية:[1]

الإشراف على السجلات في تسجيل نشرة الاكتتاب (Prospectus) لكافة الشركات المدرجة في قائمة البورصة الماليزية للأوراق المالية.

- السماح بإصدار سندات الشركات.
- مراقبة أنشطة البورصات، بيت المقاصة، والإيداع المركزي.

[1] Securities Commissions, what we do, available at: www.sc.com.my/main.asp?pageid=219&menuid=188&newsid=&linkid=&type=09/03/2014;

- الرقابة على الشؤون المرتبطة بمجال الحيازات والاندماجات للشركات في ماليزيا، وكذلك الرقابة على الأنظمة المتعلقة بصناديق الاستثمار.
- الرقابة والإشراف على تحديد العقود المستقبلية والخيارات.

تهدف هيئة الأوراق المالية الماليزية من خلال هذه الوظائف إلى نشر الوعي الاستثماري للمستثمرين أيضا تهدف إلى حماية حقوق المتعاملين في هذا السوق من خلال تشكيل سلطة القوانين، وتحديد التوجيهات، والتشريعات والأنظمة المتعددة، بالإضافة إلى ذلك أنها حريصة على تقديم النصيحة إلى وزارة المالية الماليزية عن البورصة.

2.2.الهيئات الرقابية الفرعية لسوق الأوراق المالية الماليزية

أتت الهيئات الرقابية الفرعية كمساعد لهيئة الأوراق المالية في تأدية وظائفها، وكل ما يخص سوق الأوراق المالية الماليزية. البورصة الماليزية برهاد والمؤسسات التابعة لها وأهمها:[1]

1.2.2.بورصة ماليزيا للأوراق المالية بيرهاد كوالالمبور

تأسست في 4 ديسمبر 2003 وتعرف على أنها مؤسسة منظمة، يتم فيها تداول الأوراق المالية، وهي مسئولة عن كافة الأمور الرقابية المتعلقة بالأوراق المالية، والحرص على تنفيذ القوانين المنظمة للشركات المدرجة في البورصة، وذلك لتحقيق وسط استثماري منظم يتميز بدرجة عالية من الشفافية والوضوح، وتسعى البورصة الماليزية للأوراق المالية على منع العمليات المؤدية إلى عدم استقرار السوق المالي، وذلك بإصدارها القوانين والإرشادات الخاصة بالرقابة على الأنشطة المزاولة في داخل وخارج البورصة.

وتقوم وزارة المالية الماليزية بمهمة الإشراف على كافة الأنشطة في البورصة الماليزية بصورة غير مباشرة، بينما الرقابة المباشرة على كافة أنشطتها فهيئة الأوراق المالية هي المسؤولة عليها، وبناء على ذلك فإن هذه البورصة خاضعة لوزارة المالية الماليزية برهاد وهيئة الأوراق المالية الماليزية.

كما تقوم بورصة الأوراق المالية قصد ضمان أكبر قدر من المساواة في تطبيق الإجراءات التنظيمية بالاستناد إلى مجموعة من المبادئ وهي: [2]

- وضع قواعد واضحة ومن السهل الالتزام بها لخدمة وتسهيل الأعمال المالية كما يجب استخدام السلطة التقديرية للبورصة، في تعديل وتغيير القواعد التنظيمية.
- الحد من التنظيم الزائد عن اللزوم وذلك قصد تحقيق التوازن بين احتياجات التنافسية من التنظيم والفعالية التجارية.
- تفادي القيود والإجراءات الغير معقولة من أجل الحفاظ على الوضع التنافسي للبورصة الماليزية، وذلك بوضع قواعد مبتكرة وتنافسية.

[1] Asian bonds online, Malaysia, market structure, overview, available at: http://www.asianbondondsonline.adb.org/malaysia/structure/overview.php 16/03/2014;
[2] Bursa Malaysia, regulatory-approach-philosophy<on line> available at: www.bursamalaysia.com/market/regulation/regulatory-approach-philosophy/regulatory-principles/ 09/03/2014

2.2.2.بورصة المقاصة للأوراق المالية

وهي جهة المقاصة المركزية للأسهم المتداولة في البورصة الماليزية للأوراق المالية، والبورصة الماليزية المختصة بعرض الأسعار والتعاملات للأوراق المالية إلكترونيا **(MESDEQ)** وتقدم خدمات المقاصة فيها لأعضاء البورصة وفقا لقانون صناعة الأوراق المالية لعام 1983 ومن بين وظائفها الرئيسية معالجة العقود المحلية لكل الأوراق المالية المدرجة في قائمة البورصة، والرقابة عن الأمور المتعلقة بمقاصة الأوراق المالية.

3.2.2. بورصة المشتقات

ويقصد بها البورصة التي يتم تداول فيها منتجات المشتقات من عقود المستقبليات والخيارات، وتقوم كل من هيئة الأوراق المالية والبورصة نفسها بالرقابة على هذه البورصة.

4.2.2.بورصة الإيداع

و هي البورصة التي يتم من خلالها تجسيد التعاملات على الأوراق المالية بدون يبادل لشهادات بين المشتري و البائع للأسهم، و يستعمل هذا النظام لتسوية أسعار الأسهم للبورصة الماليزية للأوراق المالية بدون إصدار للشهادات و تتم التسوية من خلال الأنظمة الإلكترونية، و يتم عن طريق نظام الإيداع المركزي المعروف باسم **(Depository System Central)** التسجيل في حساب المستثمرين، و تكمن مسؤولية هذه البورصة في إدارة كافة الحسابات ورقابة الأمور المتعلقة بشؤون المعاملات للأوراق المالية بدون تبادل الشهادة وفقا للقوانين المنظمة.

5.2.2. بورصة المقاصة للمشتقات

وهي جهة المقاصة للبورصة الماليزية للمشتقات، وهي مسئولة عن كافة الأمور المتعلقة بإجراءات المقاصة والتسوية عن تداول عقود المستقبليات والخيارات، وكان تاريخ تأسيس هذه البورصة في 9 سبتمبر 1995 م.

6.2.2. بورصة ماليزيا للمعلومات

أنشأه في 2 ماي 1986 ويتمثل دورها في توفير ونشر المعلومات وأسعار الأوراق المالية المقيدة في بورصة ماليزيا.

7.2.2.بورصة السندات

وتندرج منها كل من السندات الحكومية وسندات الشركات، ويقيد عملها البنك المركزي الماليزي الذي أصدر مدونات وإرشادات وقواعد لضمان حسن سير سوق السندات، بينما هيئة الأوراق المالية تمثل السلطة الأساسية التي تنظم وتطور سوق السندات في ماليزيا.

8.2.2 مركز لبوان للتعاملات المالية الدولية

ويكون فيها التعامل بجميع التعاملات المالية المسعرة بغير العملة المحلية، وقد أسست في 30 جويلية 1999 م.

9.2.2. بورصة ماليزيا للخدمات الإسلامية

تم إنشاءها في 15 أفريل 2009 فهي حديثة التكوين، وتم تأسيسها حتى تمكن المتعاملين في السوق المالي الإسلامي الماليزي من توفير وتسيير قاعدة التبادلات للأوراق المالية المتوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية.

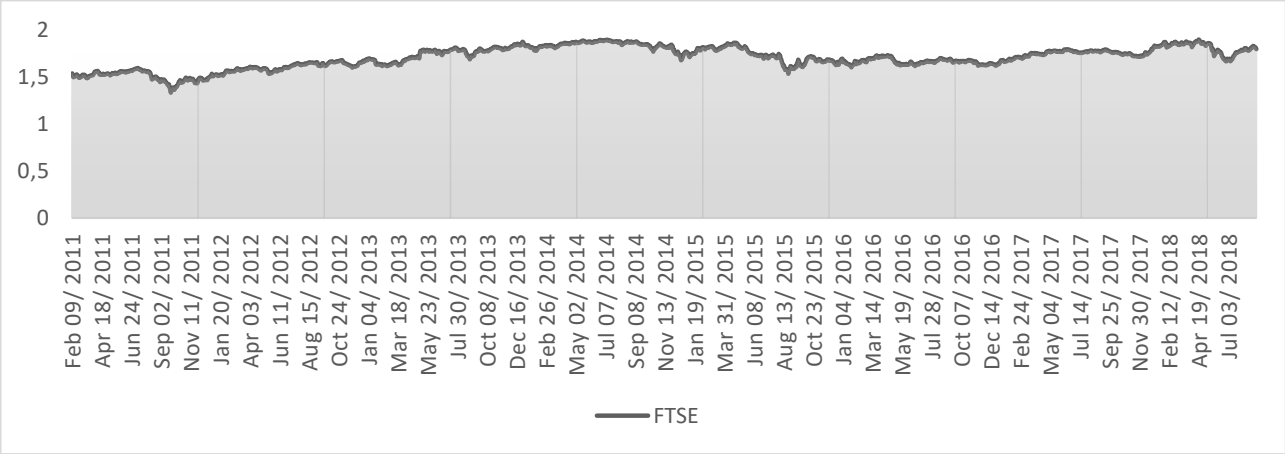
المطلب الثالث: التطورات التي عرفها سوق الأسهم الماليزي على مستوى مجموعة من المؤشرات

سنتناول فيما يلي التعريف بالمؤشر العام لسوق الأوراق المالية الماليزية مع إبراز تطوراته كما ستناول أيضا تحليل أداء سوق الأوراق الماليزية حسب مؤشرKLCI وكذا مؤشر رسملة السوق.

1.اتعريف بالمؤشر العام لسوق الأوراق المالية الماليزية (Bursa Malaysia)

بتاريخ 4أفريل 1986م تم إطلاق مؤشر بورصة ماليزيا، KLCI ولقد أصبح يعرف المؤشر الآن باسم **"FTSE Bursa Malaysia KLC"** حيث تم تخفيض عدد مكونات المؤشر من 100 إلى 30 شركة والتي تعتبر أكبر الشركات في السوق الرئيسية من حيث القيمة السوقية الكاملة التي تلبي متطلبات الأهلية المنصوص عليها في القواعد الأساسية ل**FTSE Bursa Malaysia** . ومنذ إطلاق المؤشر KLCI تقوم بورصة ماليزيا بانتظام بإجراء تحسينات على منهجية حسابKLCI حيث يتم حساب المؤشر كل 15 ثانية بدلا من 60 ثانية كما سيتم حساب المؤشر بواسطة FTSE وسيعتمد على منهجية مؤشر**FTSE Bursa Malaysia** والغرض من هذه التحسينات ضمان استمرار جودة المؤشر في التعبير عن مختلف التغيرات التي طرأت على الاقتصاد الوطني الماليزي بالإضافة إلى مواكبة عولمة السوق والتطور المتنامي للاقتصاد العالمي. كما أن هذه التحسينات تجعل مؤشر السوق KLCI مؤشرا مرجعيا قويا أكثر قابلية للاستثمار والتداول والإدارة بشفافية.

الشكل رقم:(3-5) تطور المؤشر الرئيسي الماليزي FTSE خلال الفترة 2011-2018م



المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على البيانات التاريخية للمؤشر

2.أداء البورصة الماليزية من خلال المؤشر العام للسوق (FBM KLCI) ومؤشر القيمة السوقية للفترة 2011 - 2018م

سنحاول فيما يلي التعرف على أداء البورصة الماليزية من خلال المؤشرين السابقين

1.2.أداء السوق لسنة 2011م

ارتفع مؤشر فوتسي بورصة ماليزيا المركب (FBM KLCI) القياسي بمقدار 11.82 نقطة وأغلق العام عند 1,530.73 نقطة. سجل المؤشر الرئيسي مستوى إغلاق قياسيا جديدا عند 1,594.74 نقطة في 8 يوليو 2011 م كما بلغت القيمة السوقية مقدار 1.285 تريليون رينجيت ماليزي، في نهاية ديسمبر 2011 م أي بزيادة قدرها 1٪. مقارنة بسنة 2010م[1]

كما تحسنت مستويات التداول من حيث القيمة والحجم فبلغ متوسط قيمة التداول اليومي للأوراق المالية 1.79 مليار رينجيت ماليزي، بزيادة قدرها 14٪ عن عام 2010م في حين سجل متوسط حجم التداول اليومي تحسنا ملحوظا من 1.02 مليار سنة 2010م إلى 1.34 مليار سنة 2011م[2]

2.2.أداء السوق لسنة 2012م

أغلق مؤشر فوتسي بورصة ماليزيا المركب(FBM KLCI) العام 2012م عند أعلى مستوى له على الإطلاق عند 1,689.0 نقطة، مسجلا مكاسب قدرها 158.2 نقطة أو 10.34٪ مقارنة بإغلاق نهاية عام 2011 م عند 1,530.7 نقطة. ويعود ذلك إلى استفادة البورصة الماليزية من أكبر ثلاثة اكتتابات عامة أولية على المستوي العالمي وأصبحت رابع أكبر وجهة للاكتتابات العامة الأولية حسب البلدان.[3]

كما نمت القيمة السوقية بنسبة 14٪ لتصل إلى 1.46تريليون رينجيت ماليزي، وهو رقم قياسي جديد مقارنة بسنة 2011م حين بلغت مقدار 1.285 تريليون رينجيت ماليزي.[4]

3.2.أداء السوق لسنة 2013م

كان عام 2013م عاما مؤثرا على أداء البورصات في جميع أنحاء العالم بسبب اضطرارها إلى التعامل مع عدم اليقين المالي والمنافسة المكثفة التي شهدها العام 2013م وعلى الرغم من هذه الخلفية المتقلبة، برزت بورصة ماليزيا إلى الواجهة لتحقق أداء جديرا بالثناء على عدة جبهات، فقد أنهى مؤشر فوتسي بورصة ماليزيا المركب(FBM KLCI) العام عند 1,866.96 نقطة، أي بزيادة قدرها 10.5٪ عن عام 2012م.[5]

كما سجلت القيمة السوقية ارتفاعا من 1.466تريليون رينجيت ماليزي سنة 2012م إلى 1.702تريليون رينجيت ماليزي سنة 2013م في حين ارتفع إجمالي قيمة التداول بنسبة 29٪ من 408.26 مليار رينجيت ماليزي سنة 2012م إلى 527.83 مليار رينجيت ماليزي سنة 2013م.[6]

4.2.أداء السوق لسنة 2014م

---

[1] Bursa Malaysia**, Annual Report ,**2011,P 31
[2] **Idem**
[3] Bursa Malaysia**, Annual Report** ,2012,P 17
[4] **Ibid**
[5] Bursa Malaysia**, Annual Report ,**2013,P 21
[6] **Ibid P** 33

على الرغم من تسجيل مؤشر فوتسي بورصة ماليزيا المركب(FBM KLCI) مستوى قياسيا مرتفعا في شهر يوليو من سنة 2014م حيث بلغ 1,892.65 نقطة وعل الرغم من بلوغ مستوي تاريخي لحجم الأسهم المتداولة في شهر أغسطس حيث بلغت 7.67 مليار سهم ،إلا أن ذلك لم يمنع من انخفاض المؤشر(FBM KLCI) إلى أدنى مستوياته في نهاية ديسمبر ، متأثرا بمخاوف المستثمرين بشأن نمو أرباح المصدرين المدرجين وانخفاض أسعار النفط. وأغلق المؤشر القياسي عام 2014م عند 1.761.25 نقطة، بانخفاض قدره 5.7٪ عن عام 2013م.[1]

كما عرفت القيمة السوقية انخفاضا من 1.702 تريليون رينجيت ماليزي سنة 2013م إلى 1.651تريليون رينجيت ماليزي سنة 2014م.[2]

5.2.أداء السوق لسنة 2015م

تم تداول مؤشر (FBM KLCI) ضمن نطاق أدنى في عام 2015م وسجل أدنى مستوى له منذ عدة سنوات عند حيث استقر في حدود 1,503.68 نقطة في أغسطس 2015م. ومع ذلك، تعافى المؤشر وأغلق العام عند 1,692.51 نقطة . في حين سجلت القيمة السوقية ارتفاعا طفيفا عندما بلغت 1.695تريليون رينجيت ماليزي سنة 2015م مقارنة بقيمة 1.651 تريليون رينجيت ماليزي سنة 2014م.[3]

6.2.أداء السوق لسنة 2016م

أنهى مؤشر (FBMKLCI) FTSE Bursa Malaysia KLCI العام عند 1,641.73 نقطة مسجلا بذلك انخفاضا طفيفا مقارنة بنهاية العام 2015م أين حقق 1,692.51 نقطة ، بعد أن تم تداوله ضمن نطاق يتراوح بين 1,600 إلى 1,730 نقطة. في حين بلغت القيمة السوقية للأسهم في بورصة ماليزيا 1.667 تريليون رنجيت ماليزي في نهاية ديسمبر 2016.م محققتا هي الأخرى انخفاضا طفيفا مقارنة بالعام 2015م أين بلغت 1.695 تريليون رينجيت ماليزي.[4]

6.2.أداء السوق لسنة 2017م

حققت بورصة ماليزيا أداء قويا للسنة المالية المنتهية في 31 ديسمبر 2017، من خلال جملة من المبادرات الاستراتيجية التي قامت بها على مر السنين لتطوير أسواق الأوراق المالية والمشتقات المالية وأسواق رأس المال الإسلامية، سجلت الشركات العامة المدرجة نتائج جيدة، انعكست على ارتفاع القيمة السوقية للأوراق المالية إلى 1.9 تريليون رينجيت ماليزي مقارنة ب 1.7 تريليون رينجيت ماليزي في عام 2016م

وبصم المؤشر العام على ارتفاع قوي عند 1,796.81 نقطة، وهو ما يمثل مكاسب بنسبة 9.4٪ مقارنة مع 1,641.73 نقطة في نهاية عام 2016م.[5]

7.2.أداء السوق لسنة 2018م

---

[1] Bursa Malaysia**, Annual Report ,**2014,P 45
[2] **Ibid.**P 14
[3] Bursa Malaysia**, Annual Report** ,2015,P 33
[4] Bursa Malaysia**, Annual Report ,**2016,P 33
[5] Bursa Malaysia**, Annual Report ,**2017,P 40

تميز عام 2018 ببداية قوية استمرارا للأداء الملفت الذي تحقق في عام 2017م حيث كانت معنويات المستثمرين إيجابية بشكل عام في النصف الأول من عام 2018م والتي أكدها التداول القوي في سوق الأوراق المالية.

لكن سرعان ما تغير الوضع في نهاية النصف الثاني حيث أصبحت ظروف السوق أكثر غموضا بسبب عدد من التطورات الخارجية. أدت إلى انخفاض مؤشر (FBMKLCI) القياسي بنسبة 5.9٪ مقارنة بالعام السابق حيث أغلق في حدود 1.690.581نقطة في حين انخفضت القيمة السوقية بنسبة 10.8٪ مقارنة بالعام المنصرم حيث بلغت 1.7 تريليون رنجيت ماليزي لهذا العام.[1]

ويمكن توضيح تطور كل من المؤشر العام ورسملة السوق للبورصة الماليزية خلال الفترة 2011-2018 ممن خلال الجدول التالي:

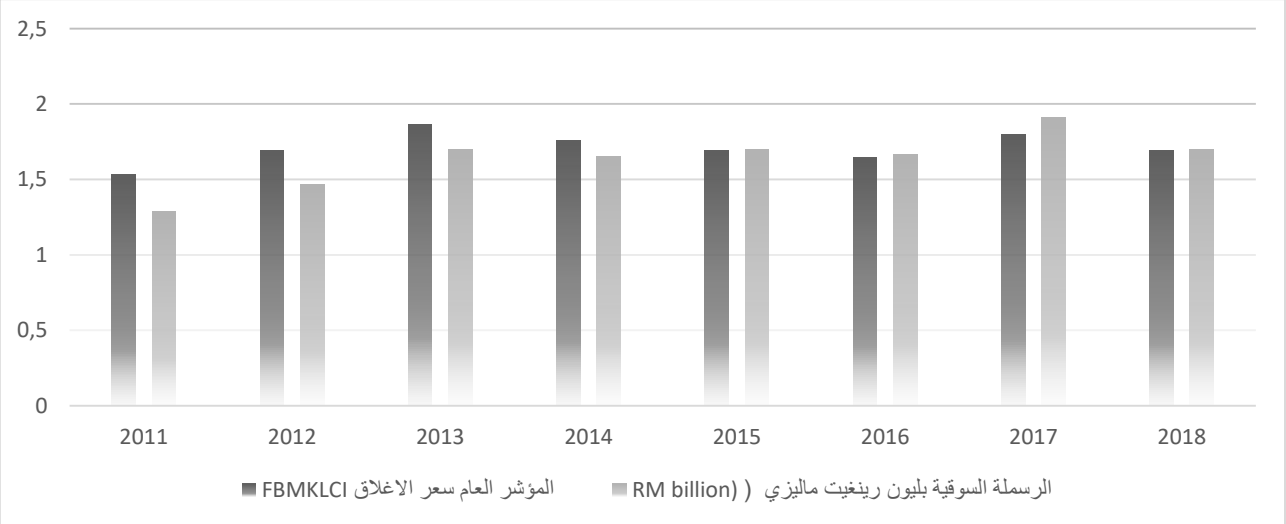
الجدول رقم (5-2):تطوركل من المؤشر العام ورسملة السوق للبورصة الماليزية خلال الفترة 2011-2018 م

بيانات تقارير بورصة ماليزيا								
السنوات	2018	2017	2016	2015	2014	2013	2012	2011
المؤشر العام سعر الاغلاق FBMKLCI	1,690.58	1,796.81	1,641.73	1,692.51	1,761.25	1,866.96	1,688.95	1,530.73
الرسملة السوقية بليون رينغيت ماليزي (RM billion)	1,7	1,907	1,667	1,695	1,651	1,702	1,466	1,285

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على التقارير السنوية للبورصة الماليزية

كما يمكننا أيضا توضيح تطور كل من المؤشر العام ورسملة السوق للبورصة الماليزية خلال الفترة 2011-2018 م من خلال الشكل البياني لمعطيات الجدول السابق كما يلي:

الشكل رقم :(5-4) تطوركل من المؤشر العام للبورصة الماليزية ورسملة السوقية خلال الفترة 2011-2018 م



المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على التقارير السنوية للبورصة الماليزية

[1] Bursa Malaysia**,Integrated Annual Report**,2018,P 24

المبحث الثالث: دراسة تطبيقية مقارنة لأثر الإعلان عن توزيعات الأرباح النقدية على سعر السهم بين السوقين محل الدراسة

ستناول في هذا المبحث شرح للمنهجية التي تم إتباعها في الدراسة التطبيقية من حيث تحديد مجتمع وعينة الدراسة، ومصادر جمع البيانات، بالإضافة إلى عرض الأساليب والنماذج المتبعة في الدراسة وكذا عرض ومناقشة النتائج المتوصل إليها.

المطلب الأول: تحديد عينة ومنهجية الدراسة

سنحاول فيما يلي تحديد مجتمع وعينة الدراسة وكذا المنهجية المتبعة في دراسة الحالة

1.مجتمع وعينة الدراسة

سنقوم من خلال هذا العنصر بإبراز كل من مجتمع الدراسة وكذا عينة الدراسة كما يلي:

1.1. مجتمع الدراسة

يشتمل مجتمع البحث على جميع الشركات المساهمة المتداولة أسهمها في سوق الأسهم بالمملكة العربية السعودية. خلال فترة الدراسة من 9 فبراير 2011م إلى 5 سبتمبر 2018م. وقد بلغ عدد هذه الشركات 200 شركة مساهمة في نهاية العام 2018 موزعة على ثمانية قطاعات وهي المصارف والصناعة والإسمنت والخدمات والكهرباء والتأمين والزراعة والاتصالات. كما شملت الدراسة أيضا مجتمع بحث مكون من جميع الشركات المساهمة المتداولة أسهمها في سوق الأوراق المالية الماليزي خلال نفس فترة الدراسة والتي بلغ عددها 902 شركة في نهاية 2018.

2.1.عينة الدراسة

وقد تم اختيار عينة البحث من خلال فحص مجتمع البحث وعلى ضوء مجموعة من الاعتبارات التالية:

- يجب أن تكون الشركة مدرجة في السوق المالية السعودية خلال فترة العينة المذكورة أعلاه وبتحديد ضمن المؤشر الرئيسي **(TASI)**؛
- يجب أن تكون الشركة مدرجة في السوق المالية الماليزية خلال فترة العينة المذكورة أعلاه وبتحديد ضمن المؤشر الرئيسي **(FBMKLCI)**؛
- توافر بيانات سعر الإغلاق اليومي على أن تكون أسعار الإغلاق اليومية متاحة قبل 160 يوما على الأقل من نافذة الحدث و21 يوما لنافذة الحدث؛
- ألا توجد إعلانات توزيع أخرى في نافذة شهر الحدث؛ من شأنها أن تؤثر على النتائج؛
- أن يتم تداول أسهم هذه الشركات بصورة منتظمة ونشطة، وأن يكون عدد أيام التعامل على هذه الأسهم كبير نسبياً خلال فترة الدراسة، وذلك للتغلب على مشكلة ضعف التعامل.

وعليه فقد تم التوصل إلى عينة نهائية مكونة من 30 شركة مدرجة في السوق المالية السعودية وقد قامت هذه الشركات ب:199 إعلانا عن توزيعات الأرباح نقدية خلال الفترة من 9 فبراير 2011م إلى 5 سبتمبر 2018م.كما

تم تحديد عينة نهائية مكونة من 30 شركة مدرجة في السوق المالية الماليزية والتي أحدثت بدورها 204 إعلانا عن توزيعات الأرباح نقدية خلال نفس الفترة.

2.مصادرجمع البيانات

تم جمع بيانات الدراسة من إعلانات عن توزيعات الأرباح النقدية للفترة 2011 إلى 2018 م، إذ تعد هذه الفترة كافية لتحقيق أهداف الدراسة، وقد تم الحصول على الإعلانات عن توزيعات الأرباح النقدية لشركات العينة وكذا أسعار إغلاقها وأسعار إغلاق مؤشر السوق من مواقع الإلكترونية التالية:

- البيانات المالية للشركات السعودية في موقع هيئة السوق المالية السعودية.www.cma.org.sa
- البيانات المنشورة عن إعلانات التوزيعات النقدية للشركات السعودية www.tadawul.com.
- البيانات المتعلقة أسعار الإغلاق للمؤشر (TASI) وشركات وأسعار إغلاق شركات العينة من الموقع www.investing.com.
- البيانات المالية عن الشركات الماليزية الواردة في موقع البورصة الماليزية www.bursamalaysia.com
- البيانات المنشورة عن إعلانات التوزيعات النقدية للشركات الماليزية www.malaysiastock.biz
- البيانات المتعلقة أسعار الإغلاق للمؤشر (FBMKLCI) وأسعار إغلاق شركات العينة من الموقع www.investing.coml.

3.الأسلوب المستخدم في الدراسة

لقد تم الاعتماد في هذه الدراسة على أسلوبين الأول النموذج البسيط لتوقع التوزيعات **(Naïve Dividend Expectation Model)** وذلك من أجل تقسيم عينة الدراسة والذي يتماشى مع مثل هكذا نوعية من الأبحاث بالإضافة إلى منهجية دراسة الحدث من أجل قياس أثر حدث الإعلان عن التوزيعات النقدية على أسعار الأسهم.

1.3. النموذج البسيط لتوقع التوزيعات (Naïve Dividend Expectation Model)

استخدم الباحث النموذج البسيط لتوقع التغير في الأرباح من أجل دراسة ردود فعل أسواق الأسهم السعودية أو الماليزية على إعلانات التغير في توزيعات الأرباح. وهذا يتماشى مع الأبحاث السابقة التي أجراها على سبيل المثال.**(Aharony & Swary)** عام 1980 م و **(Bernheim & Wantz)** سنة 1995م وكل من **(Amihud & Murgia)** سنة 1997م، إذا كانت أسوق الأسهم محل الدراسة كفؤة في المستوي شبه القوي من الكفاءة فإن ردود فعل أسعار الأسهم لن تحدث إلا عندما تنحرف تغيرات توزيعات الأرباح عن التغيير المتوقع.

ويفترض هذا النموذج أن ربح الموزع للسهم الفترة التالية يساوي ربح الموزع للسهم الفترة الحالية، وبالتالي فإن التغير الغير المتوقع في الأرباح الموزعة للسهم الأولية هو الارتفاع أو الانخفاض في الأرباح الموزعة الحالية عن الأرباح الموزعة السابقة.

بناء على ما تقدم تقسم عينة الدراسة إلى المجموعات التالية:

- **مجموعة الشركات التي أعلنت عن ارتفاع في الأرباح الموزعة للسهم:** تحتوي هذه المجموعة على الشركات التي ارتفعت أرباحها الموزعة للسهم في السنة الحالية مقارنة بالسنة السابقة.
- **مجموعة الشركات التي أعلنت عن انخفاض في الأرباح الموزعة للسهم:** تحتوي هذه المجموعة على الشركات التي انخفضت أرباحها الموزعة للسهم في السنة الحالية مقارنة بالسنة السابقة.
- **مجموعة الشركات التي بقيت الأرباح الموزعة للسهم فيها ثابتة:** تحتوي هذه المجموعة على الشركات التي لم تتغير أرباحها الموزعة للسهم في السنة الحالية مقارنة بالسنة السابقة.

ويتوقع من مجموعة الشركات ذات الارتفاع في الأرباح الموزعة للسهم تحقيق عوائد موجبة، في حين أن مجموعة الشركات ذات الانخفاض في الأرباح الموزعة للسهم يتوقع منها تحقيق عوائد سالبة. أما الشركات التي بقيت الأرباح الموزعة للسهم فيها ثابتة يتوقع منها تحقيق عوائد معدومة.

4. أسلوب دراسة الحدث

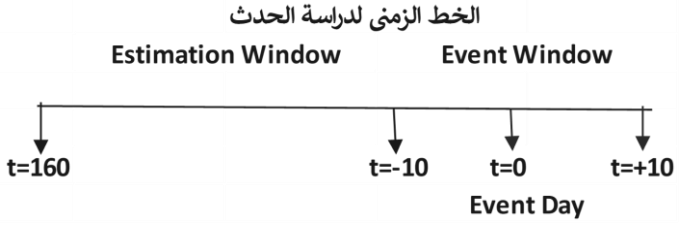
استخدم الباحث أسلوب دراسة الحدث **(Event Study)** وهو المنهج الإحصائي الذي يستخدم لقياس أثر حدث معين أو مجموعة من الأحداث على قيمة أسعار الأسهم. تنطلق دراسة الحدث بفرضية أن هناك حدث معين في وقت معين قد أثر على قيمة الشركة، وأن هذا التأثير على قيمة الشركة يظهر في شكل تغير في سعر السهم وفي صورة عائد غير عادي **(Abnormal Return)**، وذلك استناداً على نظرية كفاءة السوق التي تقول بأن المعلومات التي ترد إلى السوق تنعكس على الأسعار وتهدف دراسة الحدث إلى اختبار فرضية العدم والتي تقضي بعدم وجود تأثير للحدث محل الدراسة على أسعار الأسهم، أي أن متوسط العائد غير العادي يساوي صفر خلال فترة الحدث وفيما يلي شرح للخطوات التي تمر بها دراسة الحدث:

1.4.تحديد فترة الحدث: (Event Period)

وهي الفترة التي تدور حول الحدث قبله وبعده، وفترة الحدث المستخدمة في هذه الدراسة هي 10 أيام قبل وبعد الإعلان عن توزيعات الأرباح النقدية فترة قبل حدث الإعلان لاختبار مدى تسريب المعلومات الأولية، وفترة بعد الحدث لاختبار مدى قدرة السوق على امتصاص المعلومات الأولية الجديدة، أي أن إجمالي فترة الحدث في هذه الدراسة هي 21 يوم.

2.4.تحديد فترة التقدير (Estimation Period)

وهي فترة تسبق نافذة الحدث تستخدم لتقدير معلمات نموذج السوق الآتي ذكره لاحقاً، تتراوح هذه الفترة بين 60 يوم و600 يوم في الدراسات التي اعتمدت بيانات يومية، وفي هذه الدراسة تم اعتماد فترة تقدير قدرها 160يوم قبل فترة الحدث.



3.4. تقدير العائد العادي

العائد العادي للسهم لا يمكن الحصول عليه بطريقة مباشرة، لذلك لابد من تقديره عن طريق نموذج تسعير ملائم، وبالرجوع للدراسات السابقة في هذا المجال يتضح وجود أكثر من بديل متاح، في هذه الدراسة استخدم الباحث نموذج السوق لتقدير العائد العادي، وهو أكثر النماذج شيوعاً في دراسات اختبار كفاءة السوق.

ويقوم هذا النموذج على أساس وجود علاقة خطية بين العائد على سهم شركة معينة والعائد على السوق، ويمكن التعبير عن النموذج رياضياً كالآتي:

$$Rit = \alpha i + \beta i\ Rmt + £it \quad \text{..... (1-5)}$$

حيث:

Rit : العائد العادي الفعلي للسهم i في اليوم t ، ويتم حسابه من بيانات أسعار الأسهم.

Rmt : العائد على السوق m في اليوم t، ويتم حسابه من بيانات مؤشر سوق الأسهم السعودي أو الماليزي.

[αi ,βi]: معلمات نموذج السوق i، ويتم حسابها من خلال نموذج الانحدار لبيانات فترة التقدير.

£it : الخطأ العشوائي للسهم i في اليوم t.

4.4. قياس العائد العادي للسهم وعائد السوق

ويمثل نسبة التغير في أسعار الإغلاق اليومية لجميع شركات العينة ويتم حسابه وفقا للمعادلة التالية:

$$Rit = [Pit-Pit_{-1}]/Pit_{-1} \quad \text{..... (2-5)}$$

حيث:

Pit: سعر إقفال السهم i في اليوم t.

Pit_{-1}: سعر إقفال السهم i في اليوم السابق لليوم t.

وبالمثل تم حساب العائد على السوق **Rmt** (سوق الأسهم السعودي أو الماليزي) في اليوم t. وفقاً للمعادلة التالية:

$$Rmt= [Lt-Lt_{-1}]/Lt_{-1} \quad \text{..... (3-5)}$$

حيث:

Lt: سعر إقفال مؤشر السوق في اليوم t

Lt_{-1}: سعر إقفال مؤشر السوق في اليوم السابق لليوم t

ولتقدير معلمات نموذج السوق: **[αi ,βi]** تم استخدام أسلوب تحليل الانحدار وهو أسلوب إحصائي يهتم بدراسة العلاقة بين متغير مستقل وآخر تابع **(Regression Analysis)**.

5.4. قياس العائد العادي المتوقع للسهم

بعد مقابلة العائد العادي للسهم وعائد السوق باستخدام أسلوب تحليل الانحدار وذلك خلال فترة التقدير، **(Estimation Period)** وتحديد معلمات نموذج السوق: $[\hat{\alpha}i ,\hat{\beta}i]$ يمكن قياس العائد المتوقع للسهم كما يلي:

$$E\ [Rit] = \hat{\alpha}i + \hat{\beta}i\ Rmt \quad \text{..... (4-5)}$$

حيث:

E [Rti]: العائد العادي المتوقع للسهم.

Rmt: العائد على السوق

$\widehat{\alpha i}$: ثابت المعادلة ويمثل قيمة **E [Rit]** عندما تكون قيمة عائد السوق **Rmt** تساوي الصفر.

$\widehat{\beta 1}$: التغير في عائد السهم **i** عندما يتغير عائد السوق **.Rmt** بمقدار وحدة واحدة.

بناء على ذلك تم تقدير المعلمات الخاصة بكل سهم في كل سنة من خلال القيم التي تم تجميعها لفترة التقدير.

6.4.قياس العائد غير العادي (Calculating Abnormal Return)

وهو الفرق بين العائد الفعلي للسهم i خلال فترة الحدث وبين العائد العادي المتوقع في نفس الفترة السابق حسابه من نموذج السوق، ويتم حسابه وفقاً للنموذج التالي:

$$ARit = Rit - E(Rit) \quad \text{..... (5-5)}$$

حيث:

ARit : العائد غير العادي للسهم i في اليوم t.

Rit : العائد العادي للسهمi في اليوم t.

E(Rit) : العائد العادي المتوقع للسهم i في اليوم t.

7.4. حساب متوسط العائد غير العادي (Calculating Average of Abnormal Return)

تم حساب هذا المتوسط لكل يوم من أيام فترة الحدث لجميع شركات العينة وفي كل مجموعة كما يلي:

$$AARit = 1/N \sum_{i=1}^{N} ARit \quad \text{..... (6-5)}$$

حيث:

AARit: متوسط العائد غير العادي للسهم i في اليوم t.

ARit : العائد غير العادي للسهم i في اليوم t.

N: عدد الأحداث في العينة

تم حساب الانحراف المعياري لقيمة متوسط العائد غير العادي عن كل يوم في فترة الحدث وذلك في كل مجموعة.

تم استخدام اختبار **T-test One Sample** لاختبار اختلافNف قيم متوسط العائد غير العادي عن الصفر لكل يوم فترة الحدث وفي كل مجموعة، حيث تشير فرضية العدم إلى أن متوسط العائد غير العادي يساوي صفر خلال فترة الحدث، أي عدم وجود تأثير ذو دلالة إحصائية لحدث الإعلان عن توزيعات الأرباح النقدية على أسعار الأسهم. وتم ذلك لكل سنة على حدى ثم لفترة الدراسة الإجمالية.

8.4.حساب المتوسط التراكمي للعائد غير العادي (Calculating Average of Cumulative Abnormal Return)

تم حساب المتوسط التراكمي للعائد غير العادي لكل يوم في فترة الحدث ولكل شركة على حدى والتي تعكس مدى استجابة السوق للحدث، وبالتالي مدى إمكانية الاستفادة من الإعلان عن توزيعات الأرباح النقدية لتحقيق عائد غير عادي، تم حساب ذلك لكل سنة على حدى ثم لفترة الدراسة الإجمالية. ويتم حساب المتوسط التراكمي للعائد غير العادي كالتالي:

$$CAARit = \sum_{t\,21=-10}^{t\,1=10} AARit \quad \text{..... (7-6)}$$

حيث:

CAARti: المتوسط التراكمي للعائد غير العادي في اليوم t

AARit: متوسط العائد غير العادي في اليوم t

5. الأدوات المستخدمة في الدراسة

استخدم الباحث برنامج **(Excel/13)** كأساس لجمع البيانات وتلخيصها وإيجاد المعادلات الخاصة بدراسة الحدث، وتطبيق برنامج **(STATA/ SE/12)** في اختبار الفرضيات على عينة الدراسة.

المطلب الثاني: تحليل ومناقشة النتائج

سوف يتم من خلال هذا المطلب عرض وتحليل أهم النتائج التي تم التوصل الهيا في الجانب التطبيقي من الدراسة

1. تحليل البيانات واستخراج النتائج سوق المالي السعودي والسوق المالي الماليزي

سوف نتطرق فيما يلي إلى تحليل النتائج الخاصة بمدي استجابة السوق المالي السعودي والسوق المالي الماليزي للأنواع الثلاثة من الإعلانات في حالة زيادة التوزيعات وثباتها وكذا انخفاضها.

1.1. تحليل نتائج التوزيعات النقدية المتزايدة للسوق السعودي (Dividend Increase)

تتكون العينة الفرعية للتوزيعات المتزايدة **(Dividend Increase)** من **(54)** مشاهدة ويوضح الشكل **(5-5)** المتوسط اليومي للعائد غير العادي **(AAR)**، ومتوسط العائد التراكمي غير العادي اليومي**(CAAR)** وذلك لجميع المشاهدات في العينة الفرعية، قبل 10 أيام من الإعلان عن زيادة الأرباح و10 أيام بعده. ففي الجدول رقم: **(5-3)** تم عرض تاريخ الإعلان مع مقدار الاختبار اليومي **(T-value)**. بالنسبة لإعلانات توزيعات الأرباح المتزايدة، والتي من المتوقع أن يكون للسوق استجابة إيجابية لهذا الإعلان.

وتبين نتائج التحليل الواردة في الجدول رقم :**(5-3)** أن المتوسط اليومي للعائد غير العادي **(AAR)** يختلف عن الصفر عند تاريخ الإعلان وينقل معلومات حول كيفية تفاعل السوق مع الإعلان عن زيادة توزيعات الأرباح. حيث تظهر النتائج أن **(AAR)** لا يساوي صفرا في تاريخ الإعلان **(AAR = 0.39%)** وبالتالي يمكن رفض فرضية العدم **(H_0)**والتي تنص على عدم تأثر سعر السهم بالإعلان عن التوزيعات النقدية **(المتزايدة)** . بعد يوم من تاريخ الإعلان نلاحظ بأن هناك عوائد غير عادية موجبة ذات دلالة إحصائية كبيرة حيث بلغت قيمة المتوسط اليومي للعائد غير العادي **(AAR = 0.62%)** في حين بلغت قيمة **(T-value)**1.6980 وهذا يشير إلى الاستجابة المتأخرة

للسوق نحو حدث الإعلان على التويعات النقدية المتزايدة ويمكن إيعاز ذلك تضارب الأحداث والمعلومات الواردة للسوق والتي من الممكن أنها أثرت على النتائج.

كما أن متوسط العائد التراكمي غير العادي اليومي(**CAAR**) قد اختلف عن الصفر هو الأخر (**CAAR = 0.65%**) مع عدم وجود دلالة إحصائية عند المستويات الثلاثة للدلالة 10% ،5% و1%حيث تم تسجيل (**T-value**) لقيمة 1.1107عند تاريخ الإعلان مع الاستمرار في الارتفاع على نحو تصاعدي مما يؤكد أيضا أن السوق قد تكيف مع الأخبار الواردة إليه وأن محتوى المعلومات للإعلان الزيادة في توزيعات الأرباح انعكس في السعر وأن البورصة السعودية تحتوي على معلومات مفيدة للمستثمرين. (Good News)

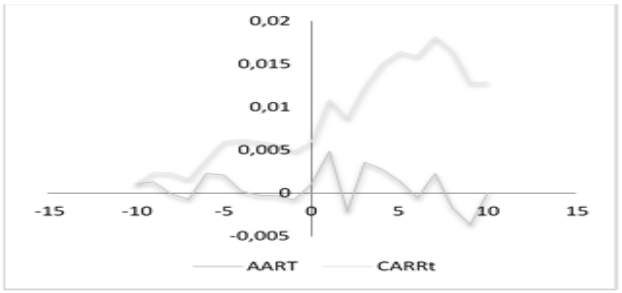
2.1.تحليل نتائج التوزيعات النقدية المتزايدة للسوق المالي الماليزي (Dividend Increase)

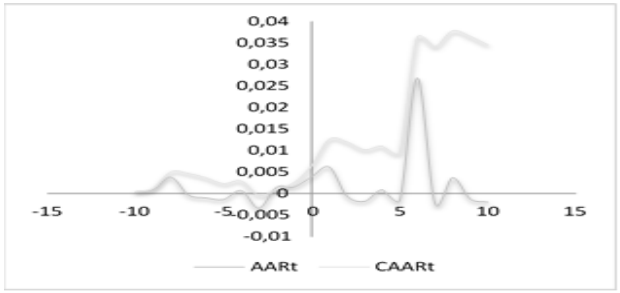
تتكون العينة الفرعية للتوزيعات المتزايدة (**Dividend Increase**) من (**89**) مشاهدة ويوضح الشكل (**5-5**) المتوسط اليومي للعائد غير العادي (**AAR**)، ومتوسط العائد التراكمي غير العادي اليومي(**CAAR**) وذلك لجميع المشاهدات في العينة الفرعية، قبل 10 أيام من الإعلان عن زيادة الأرباح و10 أيام بعده. ففي الجدول رقم: (**5-3**) تم عرض تاريخ الإعلان مع مقدار الاختبار اليومي (**T-value**). بالنسبة لإعلانات توزيعات الأرباح المتزايدة، والتي من المتوقع أن يكون للسوق استجابة إيجابية لهذا الإعلان.

وتبين نتائج التحليل الواردة في الجدول رقم :(**5-3**) أن المتوسط اليومي للعائد غير العادي (**AAR**) يختلف عن الصفر عند تاريخ الإعلان وينقل معلومات حول كيفية تفاعل السوق مع الإعلان عن زيادة توزيعات الأرباح. حيث تظهر النتائج أن (**AAR**) لا يساوي صفرا في تاريخ الإعلان (**AAR = 0.11%**) وبالتالي يمكن رفض فرضية العدم (H_0)والتي تنص على عدم تأثر سعر السهم بالإعلان عن التوزيعات النقدية (**المتزايدة**) . بعد يوم من تاريخ الإعلان نلاحظ بأن هناك عوائد غير عادية موجبة ذات دلالة إحصائية كبيرة حيث بلغت قيمة المتوسط اليومي للعائد غير العادي (**AAR = 0.49%**) في حين بلغت قيمة (**T-value**)3.0959 وهذا يشير إلى الاستجابة المتأخرة للسوق نحو حدث الإعلان على التويعات النقدية المتزايدة ويمكن إيعاز ذلك إلى تضارب الأحداث والمعلومات الواردة للسوق والتي يمكن أنها أثرت على النتائج.

كما أن متوسط العائد التراكمي غير العادي اليومي(**CAAR**) قد اختلف عن الصفر هو الأخر (**CAAR = 0.60%**) مع وجود دلالة إحصائية كبيرة عند مستوى معنوية 10% مع تسجيل (**T-value**) لقيمة 1.7645 عند تاريخ الإعلان مع الاستمرار في الارتفاع على نحو تصاعدي مما يؤكد أيضا أن السوق قد تكيف مع الأخبار الواردة إليه وأن محتوى المعلومات للإعلان الزيادة في توزيعات الأرباح انعكس في السعر وأن بورصة ماليزيا تحتوي على معلومات مفيدة للمستثمرين. (Good News)

الشكل (5-5): حركة متوسط العوائد غير العادية والمجمعة لحدث الإعلان عن التوزيعات النقدية المتزايدة





- السوق المالي الماليزي - **-السوق المالي السعودي-**

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على مخرجات **(Excel/13)**

من خلال ما سبق يمكن القول بأن السوق المالي السعودي يتأثر إيجابا مع الإعلان عن التوزيعات النقدية المتزايدة وهو ما يتفق مع نظرية المحتوي المعلوماتي للتوزيعات غير أن هذه الاستجابة متأخرة بيوم عن تاريخ الإعلان عن التوزيعات المتزايدة، وهذا بدوره يقودنا إلى القول بعدم كفاءة السوق المالي السعودي عند المستوي نصف القوي للكفاءة.

كما يمكن القول بأن السوق المالي الماليزي يتأثر إيجابا مع الإعلان عن التوزيعات النقدية المتزايدة وهو ما يتفق مع نظرية المحتوي المعلوماتي للتوزيعات غير أن هذه الاستجابة متأخرة بيوم عن تاريخ الإعلان عن التوزيعات المتزايدة، وهذا بدوره يقودنا إلى القول بعدم كفاءة السوق المالي الماليزي عند المستوي نصف القوي للكفاءة.

الجدول رقم :(5-3) متوسط العوائد غير العادية AARt ومتوسط العوائد غير العادية المجمعة CAARt خلال فترة الحدث 21 يوم حالة التوزيعات المتزايدة للسوقين الماليين

Saudi Stock Exchange سوق الأسهم السعودي					Malaysian Stock Exchange سوق الأسهم الماليزي			
Dividend Increase حالة التوزيعات المتزايدة					Dividend Increase حالة التوزيعات المتزايدة			
EW	AARt	T -value	CAARt	T-value	AARt	T -value	CAARt	T -value
-10	0,04%	0,2754	0,04%	0,2754	0,11%	0,9607	0,11%	0,9607
-9	0,09%	0,5553	0,12%	0,6447	0,13%	1,1919	0,24%	1,5804
-8	0,38%	2,5715**	0,51%	2,1581**	-0,01%	-0,041	0,23%	1,1278
-7	-0,04%	-0,262	0,47%	1,5701	-0,07%	-0,629	0,16%	0,6876
-6	-0,10%	-0,661	0,37%	1,1943	0,23%	2,2424**	0,39%	1,5685
-5	-0,14%	-0,539	0,23%	0,5708	0,21%	1,7683*	0,60%	2,3019*
-4	0,07%	0,3577	0,30%	0,5743	0,02%	0,1857	0,62%	2,2784*
-3	-0,34%	- 1,9275*	-0,05%	-0,081	-0,02%	-0,261	0,60%	2,0760*
-2	0,15%	0,9226	0,10%	0,1836	-0,03%	-0,258	0,57%	1,8894*
-1	0,15%	0,6225	0,26%	0,4332	-0,08%	-0,632	0,49%	1,4347
0	0,39%	1,451	0,65%	1,1107	0,11%	0,8415	0,60%	1,7645 *
1	0,62%	1,6980*	1,26%	2,3256**	0,49%	3,0959***	1,09%	3,283 ***
2	-0,06%	-0,285	1,20%	2,1227**	-0,22%	-1,467	0,87%	2,5842**
3	-0,18%	-1,039	1,02%	1,6709	0,36%	2,9615***	1,23%	3,6051***
4	0,09%	0,4067	1,11%	1,6403	0,28%	1,9783*	1,51%	3,9695***
5	-0,16%	-0,65	0,95%	1,3418	0,14%	1,1076	1,65%	4,0988***
6	2,69%	1,0234	3,64%	1,3337	-0,05%	-0,467	1,59%	4,2013***
7	-0,22%	-1,386	3,41%	1,2558	0,23%	1,6822*	1,82%	4,6480***
8	0,37%	1,6699	3,78%	1,3668	-0,17%	-1,047	1,65%	4,0067***
9	-0,12%	-0,747	3,66%	1,3337	-0,37%	- 2,705***	1,28%	2,9602***
10	-0,20%	-1,152	3,46%	1,2434	0,01%	0,0435	1,29%	2,8527***

*, **, ***; significant at 10%, 5% and 1% respectively

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على مخرجات **(Excel/13)**

3.1. تحليل نتائج التوزيعات النقدية الثابتة للسوق السعودي (Constant Dividend)

تتكون العينة الفرعية للتوزيعات الثابتة **(Constant Dividend)** من **(80)** مشاهدة ويوضح الشكل **(6-5)** المتوسط اليومي للعائد غير العادي **(AAR)**، ومتوسط العائد التراكمي غير العادي اليومي**(CAAR)** وذلك لجميع المشاهدات في العينة الفرعية، قبل 10 أيام من الإعلان عن التوزيعات الثابتة و10 أيام بعده. ففي الجدول رقم: **(5-4)** تم عرض تاريخ الإعلان مع مقدار الاختبار اليومي **(T-value)**. بالنسبة لإعلانات توزيعات الأرباح الثابتة، والتي من المتوقع ألا يكون للسوق استجابة لهذا الإعلان.

تظهر نتائج في الجدول رقم: **(5-4)** أنه في تاريخ الإعلان، المتوسط اليومي للعائد غير العادي **(AAR)** يختلف عن الصفر وبقيمة موجبة **(AAR = 0.39%)**، إضافة إلى ذلك فإن قيمة **(T-value)** والتي تساوي 1.8236 وهي دالة إحصائيا عند مستوي معنوية 1%. وبالتالي يمكن رفض الفرضية العدمية **(H_0)** والتي مفادها عدم تأثر سعر السهم بالإعلان عن التوزيعات النقدية **(الثابتة)** . وبالتالي لدى السوق رد فعل إيجابي اتجاه الإعلان عن توزيعات الأرباح الثابتة. وهو أمر غير متوقع وعلى النقيض من فرضية المحتوي المعلوماتي للتوزيعات والتي مفادها عدم تأثر السوق بهذا النوع من الإعلانات ويمكن إيعاز ذلك إلى أحداث أخرى تخللت هذه الفترة من الإعلان أدت إلى هذه النتيجة. أما بالنسبة ل **(CAAR)** يمكننا أن نلاحظ بأنها سجلت قيمة سالبة بلغت 0.23%-عند تاريخ

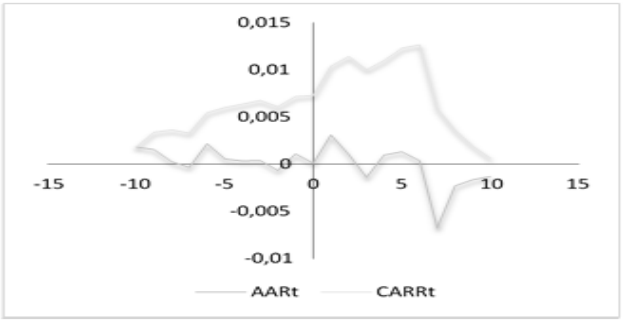
الإعلان. غير أنها غير دالة إحصائيا عند المستويات الثلاثة من الدلالة 10% ،5% و1%على التوالي. حيث بلغت **(T-value)** قيمة 0.4179-

4.1. تحليل نتائج التوزيعات النقدية الثابتة للسوق الماليزي (Constant Dividend)

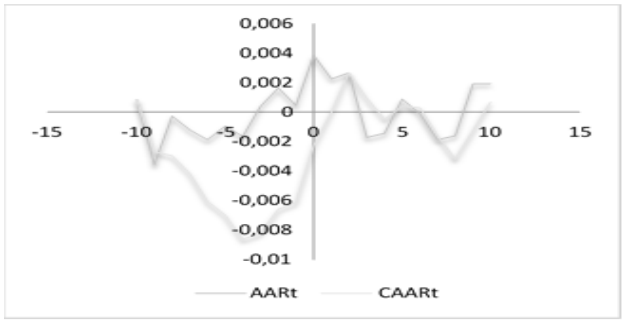
تتكون العينة الفرعية للتوزيعات الثابتة **(Constant Dividend)** من **(52)** مشاهدة ويوضح الشكل **(6-5)** المتوسط اليومي للعائد غير العادي **(AAR)**، ومتوسط العائد التراكمي غير العادي اليومي**(CAAR)** وذلك لجميع المشاهدات في العينة الفرعية، قبل 10 أيام من الإعلان عن التوزيعات الثابتة و10 أيام بعده. ففي الجدول رقم: **(4-5)** تم عرض تاريخ الإعلان مع مقدار الاختبار اليومي **(T-value)**. بالنسبة لإعلانات توزيعات الأرباح الثابتة، والتي من المتوقع ألا يكون للسوق استجابة لهذا الإعلان.

تظهر نتائج التحليل في الجدول رقم: **(4-5)** أنه في تاريخ الإعلان، يختلف **(AAR)** عن الصفر، ولكنه قريب جدا من الصفر إن لم نقل إنها تساوي الصفر **(AAR = 0.01%)** مما يعني أنه لا توجد معلومات جديدة يتم نقلها إلى السوق، إضافة إلى ذلك فإن قيمة **(T-value)** والتي تساوي 1.0545 غير دالة إحصائيا عند المستويات 10% ،5% و1% على التوالي. وبالتالي يمكن رفض الفرضية البديلة **(H_1)** والتي مفادها تأثر سعر السهم بالإعلان عن التوزيعات) النقدية **(الثابتة)** . وبالتالي ليس لدى السوق أي رد فعل اتجاه الإعلان عن توزيعات الأرباح الثابتة. أما بالنسبة ل **(CAAR)** يمكننا أن نلاحظ بأنها سجلت قيمة موجبة بلغت 0.73 %عند تاريخ الإعلان. غير أنها غير دالة إحصائيا عند المستويات الثلاثة من الدلالة 10% ،5% و1%على التوالي. حيث بلغت **(T-value)** قيمة 1.2927، في هذه الحالة يمكن القول بأن الإعلان عن التوزيعات النقدية الثابتة في بورصة ماليزيا للأوراق المالية لا تحتوي على معلومات مفيدة للمستثمرين. وبالتالي فهم لا يتفاعلون معها عتد تاريخ الإعلان عنها.

الشكل (6-5): حركة متوسط العوائد غير العادية والمجمعة لحدث الإعلان عن التوزيعات النقدية الثابتة



-السوق المالي الماليزي -



-السوق المالي السعودي-

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على مخرجات **(Excel/13)**

من خلال ما سبق يمكن القول بأن السوق المالي السعودي يتأثر إيجابا مع الإعلان عن التوزيعات النقدية الثابتة وهو ما لا يتفق مع نظرية المحتوي المعلوماتي وهذا بدوره يقودنا إلى القول بعدم كفاءة السوق المالي السعودي عند المستوي نصف القوي للكفاءة.

كما يمكن القول بأن السوق المالي الماليزي لا يتأثر مع الإعلان عن التوزيعات النقدية الثابتة وهو ما يتفق مع نظرية المحتوي المعلوماتي وهذا بدوره يقودنا إلى القول بعدم كفاءة السوق المالي الماليزي عند المستوي نصف القوي للكفاءة.

الجدول رقم :(5-4) متوسط العوائد غير العادية AARt ومتوسط العوائد غير العادية المجمعة CAARt خلال فترة الحدث 21 يوم حالة التوزيعات الثابتة للسوقين الماليين

Saudi Stock Exchange سوق الأسهم السعودي					Malaysian Stock Exchange سوق الاسهم الماليزي			
	Constant Dividend حالة التوزيعات الثابتة				Constant Dividend حالة التوزيعات الثابتة			
EW	AARt	T -value	CAARt	T- value	AARt	T -value	CAARt	T -value
-10	0,09%	0,5881	0,09%	0,5881	0,18%	1,214	0,18%	1,1414
-9	-0,36%	- 1,8920	-0,27%	-1,1475	0,16%	1,674	0,34%	1,5674
-8	-0,03%	-0,18	-0,30%	-0,9823	0,03%	1,9616 *	0,36%	1,8118
-7	-0,12%	-0,716	-0,42%	-1,1875	-0,03%	1,383	0,33%	1,3430 *
-6	-0,19%	-1,487	-0,60%	-1,5672	0,22%	1,8707 *	0,55%	1,8462 *
-5	-0,09%	-0,739	-0,70%	- 1,7801*	0,05%	1,8710 *	0,60%	1,8440 *
-4	-0,16%	-1,1	-0,86%	- 2,1166**	0,04%	1,7684 *	0,64%	1,6555
-3	0,04%	0,253	-0,82%	- 1,8317*	0,04%	1,6792 *	0,67%	1,6221
-2	0,16%	0,7891	-0,66%	-1,3098	-0,07%	1,4737	0,61%	1,3499
-1	0,05%	0,2911	-0,61%	-1,2171	0,11%	1,5991	0,72%	1,4016
0	0,39%	1,8236*	-0,23%	-0,4179	0,01%	1,5045	0,73%	1,2973
1	0,23%	1,0408	0,00%	0,0002	0,31%	2,0120 *	1,04%	1,7285 *
2	0,27%	1,4241	0,27%	0,4097	0,10%	2,1933 *	1,14%	1,8223*
3	-0,17%	-0,97	0,10%	0,1341	-0,14%	1,7811 *	1,00%	1,4511
4	-0,14%	-0,907	-0,05%	-0,0658	0,10%	1,8703 *	1,10%	1,5121
5	0,09%	0,7133	0,04%	0,0566	0,13%	1,9447 *	1,23%	1,5577
6	-0,01%	-0,076	0,03%	0,0374	0,04%	1,9605 *	1,27%	1,5389
7	-0,19%	-1,331	-0,16%	-0,1966	-0,68%	0,6401	0,59%	0,3522
8	-0,16%	-1,49	-0,32%	-0,3765	-0,23%	0,3906	0,36%	0,0984
9	0,19%	1,2277	-0,13%	-0,136	-0,17%	0,2098	0,19%	-0,099
10	0,19%	1,3441	0,07%	0,0699	-0,13%	0,071	0,06%	-0,2577

*, **, ***; significant at 10%, 5% and 1% respectively

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على مخرجات **(Excel/13)**

5.1. تحليل نتائج التوزيعات النقدية المنخفضة للسوق السعودي(Dividend Decrease)

تتكون العينة الفرعية النقدية المنخفضة **(Dividend Decrease)**من (65) مشاهدة ويوضح الشكل (5-7) المتوسط اليومي للعائد غير العادي (AAR)، ومتوسط العائد التراكمي غير العادي اليومي(CAAR) وذلك لجميع المشاهدات في العينة الفرعية، قبل 10 أيام من الإعلان عن التوزيعات المنخفضة و10 أيام بعده، ففي الجدول رقم: (5-5) تم عرض تاريخ الإعلان مع مقدار الاختبار اليومي **(T-value)**. بالنسبة لإعلانات توزيعات الأرباح المنخفضة، والتي من المتوقع أن يكون للسوق استجابة سلبية لهذا الإعلان.

تظهر النتائج الواردة في الجدول رقم: (5-5) أن المتوسط اليومي للعائد غير العادي (AAR) في تاريخ الإعلان يختلف عن الصفر وينقل معلومات حول كيفية تفاعل السوق مع الإعلان عن انخفاض التوزيعات. حيث بلغت سجلت (AAR) قيمة **0.29-%** عند تاريخ الإعلان. وبالتالي يمكن رفض فرضية العدم **(H_0)**. وهذا يعني أن استجابة السوق سلبية مع انخفاض توزيعات الأرباح وهذا ما يتفق مع فرضية المحتوى المعلومات للتوزيعات والتي

مفادها أن يكون للسوق رد فعل سلبي على الإعلان عن التوزيعات المنخفضة. غير أن هذه الاستجابة لا تحمل دلالة إحصائية والذي توكده قيمة **(T-value)** التي كانت في حدود | 1.4754-|

أما بالنسبة لمتوسط العائد التراكمي غير العادي**(CAAR)** فقد اختلف بدوره عن الصفر حيث سجل قيمة 1.21-% وبدلالة إحصائية .| 1.8751-|= **(T-value)**عند مستوي 1%

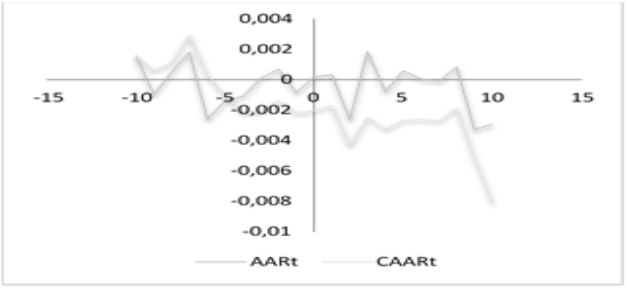
6.1. تحليل نتائج التوزيعات النقدية المنخفضة للسوق الماليزي(Dividend Decrease)

تتكون العينة الفرعية النقدية المنخفضة **(Dividend Decrease)**من **(63)** مشاهدة ويوضح الشكل **(5-7)** المتوسط اليومي للعائد غير العادي **(AAR)**، ومتوسط العائد التراكمي غير العادي اليومي**(CAAR)** وذلك لجميع المشاهدات في العينة الفرعية، قبل 10 أيام من الإعلان عن التوزيعات المنخفضة و10 أيام بعده، ففي الجدول رقم: **(5-5)** تم عرض تاريخ الإعلان مع مقدار الاختبار اليومي **(T-value)**. بالنسبة لإعلانات توزيعات الأرباح المنخفضة، والتي من المتوقع أن يكون للسوق استجابة سلبية لهذا الإعلان.

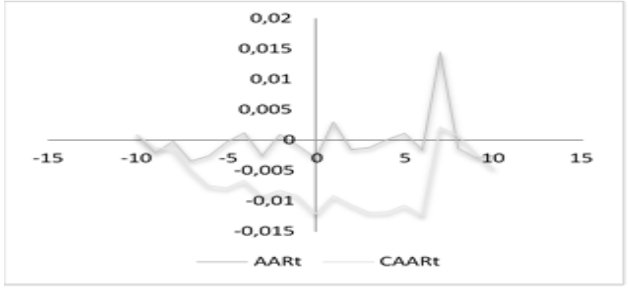
تظهر النتائج الواردة في الجدول رقم: **(5-5)** أن المتوسط اليومي للعائد غير العادي **(AAR)** في تاريخ الإعلان يختلف عن الصفر وينقل معلومات حول كيفية تفاعل السوق مع الإعلان عن انخفاض التوزيعات. حيث بلغت سجلت **(AAR)** قيمة **0.02%** عند تاريخ الإعلان. وبالتالي يمكن رفض فرضية العدم **(H_0)**. وهذا يعني أن استجابة السوق إيجابية مع انخفاض توزيعات الأرباح وهذا يتعارض مع فرضية المحتوى المعلومات للتوزيعات والتي مفادها أن يكون للسوق رد فعل سلبي على الإعلان عن التوزيعات المنخفضة.

وبعد يوم واحد من تاريخ الإعلان تم تسجيل متوسط عوائد غير عادية سلبية **(AAR=-0.26%)** مع دلالة إحصائية كبيرة | **1.8116-**| = | **(T-value)**|. وهذا يشير إلى أن رد فعل السوق كانت في وقت لاحق بعد الإعلان الفعلي عن انخفاض توزيعات الأرباح. أي أن المستثمرين الماليزيين يتفاعلون بشكل سلبي مع الإعلان عن التوزيعات المنخفضة وبشكل متأخر. أما بالنسبة لمتوسط العائد التراكمي غير العادي**(CAAR)** فقد اختلف بدورها عن الصفر حيث سجلت 0.2-% وبدون أي دلالة إحصائية .| 0.5202-|= **(T-value)**

الشكل (5-7): حركة متوسط العوائد غير العادية والمجمعة لحدث الإعلان عن التوزيعات النقدية المنخفضة



- السوق المالي الماليزي-



-السوق المالي السعودي-

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على مخرجات **(Excel/13)**

من خلال ما سبق يمكن القول بأن السوق المالي السعودي يتأثر بالإعلان عن التوزيعات النقدية المنخفضة يوم الإعلان عنها وسلبا وبدون دلالة إحصائية كبيرة وهو ما يتفق مع نظرية المحتوي المعلوماتي للتوزيعات وهذا بدوره يقودنا إلى القول بعدم كفاءة السوق المالي السعودي عند المستوي نصف القوي للكفاءة.

كما يمكن القول بأن السوق المالي الماليزي يتأثر مع الإعلان عن التوزيعات النقدية المنخفضة يوم الإعلان عنها ولكن إيجابا وهو ما يتعارض مع نظرية المحتوي المعلوماتي للتوزيعات غير أن الاستجابة الفعلية كانت بعد واحد من الإعلان وكانت سلبية وهذا بدوره يقودنا إلى القول بعدم كفاءة السوق المالي الماليزي عند المستوي نصف القوي للكفاءة.

الجدول رقم :(5-5) متوسط العوائد غير العادية AARt ومتوسط العوائد غير العادية المجمعة CAARt خلال فترة الحدث 21 يوم حالة التوزيعات المنخفضة للسوقين الماليين

Saudi Stock Exchange سوق الأسهم السعودي					Malaysian Stock Exchange سوق الأسهم الماليزي			
	Dividend Decrease حالة التوزيعات المنخفضة				Dividend Decrease حالة التوزيعات المنخفضة			
EW	AARt	T -value	CAARt	T -value	AARt	T -value	CAARt	T -value
-10	0,08%	0,4278	0,08%	0,4278	0,16%	0,8563	0,16%	0,8563
-9	-0,21%	-1,145	-0,13%	-0,4746	-0,10%	-0,719	0,06%	0,2811
-8	-0,02%	-0,1	-0,15%	-0,4259	0,05%	0,3824	0,11%	0,4732
-7	-0,34%	- 1,8244*	-0,49%	-1,2435	0,18%	1,4316	0,29%	1,15
-6	-0,26%	-1,409	-0,75%	- 1,6887*	-0,26%	-2,0094*	0,03%	0,1204
-5	-0,04%	-0,212	-0,79%	-1,5787	-0,14%	-0,805	-0,11%	-0,3469
-4	0,12%	0,6689	-0,66%	-1,2215	-0,11%	-0,886	-0,22%	-0,7179
-3	-0,26%	- 1,9961*	-0,92%	-1,6007	0,01%	0,0876	-0,21%	-0,6996
-2	0,09%	0,5077	-0,83%	-1,4141	0,07%	0,7051	-0,14%	-0,4178
-1	-0,09%	-0,545	-0,92%	-1,5143	-0,08%	-0,577	-0,22%	-0,5734
0	-0,29%	-1,475	-1,21%	- 1,8751*	0,02%	0,1665	-0,20%	-0,5202
1	0,30%	1,3031	-0,91%	-1,271	0,03%	0,1744	-0,17%	-0,4208
2	-0,15%	-0,988	-1,06%	-1,3669	-0,26%	-1,8116 *	-0,43%	-0,9857
3	-0,13%	-0,756	-1,19%	-1,4217	0,19%	0,9786	-0,25%	-0,4842
4	0,01%	0,0458	-1,18%	-1,4009	-0,08%	-0,607	-0,32%	-0,5866
5	0,11%	0,8137	-1,07%	-1,3227	0,06%	0,3168	-0,27%	-0,4225
6	-0,16%	-1,15	-1,24%	-1,4789	0,01%	0,0505	-0,26%	-0,3931
7	1,45%	0,9191	0,21%	0,132	-0,01%	-0,059	-0,27%	-0,3702
8	-0,14%	-1,068	0,07%	0,0458	0,08%	0,488	-0,19%	-0,2295
9	-0,29%	-1,445	-0,22%	-0,1362	-0,33%	-2,0734 *	-0,51%	-0,6043
10	-0,25%	-1,666	-0,47%	-0,2895	-0,29%	-1,9013 *	-0,81%	-0,92

*, **, ***; significant at 10%, 5% and 1% respectively

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على مخرجات **(Excel/13)**

2.مقارنة النتائج للسوقين الماليين السعودي والماليزي

وفيما يلي جدول يوضح مقارنة النتائج التي تم الوصول إليها بين السوقين الماليين: *

*الاستجابة الفعلية (تكون ذات دلالة إحصائية)

الجدول رقم (6-5): مقارنة النتائج للسوقين الماليين السعودي والماليزي

البيان	اختبار الفرضيات	نظرية المحتوي المعلوماتي للتوزيعات	كفاءة السوق في المستوي نصف القوي
السوق المالي السعودي			
التوزيعات المتزايدة	رفض H0 السوق يتأثر إيجابا عند يوم الإعلان	يتفق مع نظرية المحتوي المعلوماتي للتوزيعات	غير كفء الاستجابة الفعلية متأخرة
التوزيعات الثابتة	رفض H0 السوق يتأثر إيجابا عند يوم الإعلان	لا يتفق مع نظرية المحتوي المعلوماتي للتوزيعات	غير كفء المعلومات غير جديدة -No news
التوزيعات المنخفضة	رفض H0 السوق يتأثر سلبا عند يوم الإعلان	يتفق مع ظرية المحتوي المعلوماتي للتوزيعات	غير كفء الاستجابة غير فعلية (غير دالة احصائيا)
السوق المالي الماليزي			
التوزيعات المتزايدة	رفض H0 السوق يتأثر إيجابا عند يوم الإعلان	يتفق مع نظرية المحتوي المعلوماتي للتوزيعات	غير كفء الاستجابة الفعلية متأخرة
التوزيعات الثابتة	رفض H1 السوق لا يتأثر بالإعلان	يتفق مع نظرية المحتوي المعلوماتي للتوزيعات	غير كفء لا توجد استجابة
التوزيعات المنخفضة	رفض H0 السوق يتأثر إيجابا عند يوم الإعلان	لا يتفق مع نظرية المحتوي المعلوماتي للتوزيعات	غير كفء الاستجابة الفعلية متأخرة و سلبية

المصدر: من إعداد الطلب بالاعتماد على تحليل النتائج السابقة

خلاصة الفصل الخامس

بعد التطرق في هذا الفصل إلى التعريف بالسوقين الماليين محل الدراسة ونخص بالذكر سوق رأس المال السعودي وسوق رأس المال الماليزي، وبعد توضيح تقسيمات كل من السوقين وإلهيات المنظمة والرقابية لكل منها ،وبعد إعطاء فكرة عن أداء السوقين الماليين خلال فترة الدراسة على حسب مؤشرات قياس الأداء وهما المؤشر العام ومؤشر رسملة السوق ،قمنا في هذا الفصل باختبار فرضيات الدراسة من خلال دراسة حالة مقارنة للسوقين مستخدمين فيها منهجية دراسة الحدث لقياس متوسطات العوائد غير العادية وتحصلنا على جملة من النتائج يمكن تلخيصها كما يلي:

- أسعار الأسهم في كل من السوقين محل الدراسة تتأثر فعليا بتوزيعات الأرباح النقدية (المتزايدة، المتناقصة، أو الثابتة) بعد **اليوم الثاني** من تاريخ الإعلان عنها. وهذا يعود في أغلب الأحيان إلى تضارب الأحداث والمعلومات الواردة إلى كل من السوقين محل الدراسة.
- من خلال نظرية الإشارة (المحتوى المعلوماتي للتوزيعات النقدية) وجدنا بأنها اتفقت فرضياتها في بعض الحالات مع التغير في توزيعات الأرباح النقدية (المتزايدة، المتناقصة، أو الثابتة) واختلفت مع بعضها الأخر، وعلى العموم نستطيع القول بأن نظرية المحتوى المعلوماتي للتوزيعات النقدية الأقرب لتفسير مشكلة عدم التمثل المعلوماتي الذي يحدث بين المطلعين والمستثمرين الخارجيين على مستوى السوقين محل الدراسة
- أثبتت النتائج بصفة عامة أن استجابة أسعار الأسهم للتغير في إعلانات الأرباح النقدية كانت متأخرة على الأقل بيوم واحد عن تاريخ إعلانها وذلك في كلا السوقين محل الدراسة وسواء كانت الاستجابة الفعلية إيجابية أو سلبية وهذا يعد خرقا لشروط فرضية الكفاءة في شكلها نصف القوي. وبالتالي فكل من السوقين غير كفء في هذا المستوى من الكفاءة.

الخاتمة العامة

الخاتمة العامة

إن الاستثمار في الأوراق المالية يرتكز أساسا على الإعلان أو الإفصاح عن جميع أنشطة الشركات المدرجة في السوق المالية، ويعتبر العنصر الجوهري في تحديد أسعار الأوراق المالية، حيث أن دقة المعلومات المحاسبية الواردة في الكشوف المالية السنوية تؤثر على قرارات المستثمرين، وأي خلل أو تضليل في هذه المعلومات يؤدي إلى انخفاض كفاءة أسواق رأس المال، وينعكس ذلك على سعر السهم مما يؤدي إلى ابتعاد قيمته السوقية على قيمته الحقيقية مما ينتج عنه عوائد عير عادية.

إن الموضوع المتعلق بدراسة الإعلان عن المعلومات المختلفة وأثره على أسعار الأسهم في أسواق رأس المال أي دراسات الحدث **(Event Studies)**، قد شغل اهتمام الباحثين والدارسين في الأدبيات المالية والمحاسبية، حيث تناولت أغلب الدراسات المواضيع المتعلقة بالنظرية المالية الحديثة لا سيما النظريات المتعلقة بالمالية السلوكية والتي نجد من أهمها مقاربات المحتوي المعلوماتي للإعلانات العامة في أسواق رأس المال وعلى رأسها الإعلانات عن التوزيعات النقدية.

ولعل من أبرز هذه المقاربات ما تعلق بنظرية الإشارات (المحتوي المعلوماتي للتوزيعات الأرباح بأشكالها المختلفة) والتي تقوم على فرضية وجود معلومات غير متماثلة بين المستثمرين والمطلعين في الشركة، ووفقا لهذه النظرية أيضا فعادة ما تعتبر الإعلانات المتعلقة بتوزيعات الأرباح النقدية بمثابة إشارة للمستثمرين حول الأداء المستقبلي للشركة، والذي ينعكس في تغيرات أسعار الأسهم.

وبشكل عام تعتبر إعلانات التوزيعات في شكلها النقدي من أهم الإعلانات التي يعكس محتواها المعلوماتي **(Information Content)** العلاقة بين المعلومات الجديدة المعلنة والتغير في أسعار الأسهم وحركتها.

وعليه تهدف هذه الدراسة إلى البحث في مدى استجابة سعر السهم لإعلان توزيعات الأرباح النقدية في سوق رأس المال السعودي مقارنة بسوق رأس المال الماليزي، وذلك لعينة نهائية مكونة من **30** شركة مدرجة في سوق الأسهم السعودي والتي أحدثت **199** إعلان عن توزيعات الأرباح نقدية خلال الفترة من 9 فبراير **2011**م إلى 5 سبتمبر **2018**م.كما تم تحديد عينة نهائية مكونة من **30** شركة مدرجة في سوق الأوراق المالية الماليزية والتي أحدثت بدورها 204 إعلان عن توزيعات الأرباح نقدية خلال نفس الفترة. حيث تم تقسيم الإعلانات المحدثة إلى ثلاث مجموعات لكل من السوقين: **التوزيعات النقدية المتزايدة، وتوزيعات النقدية الثابتة، والتوزيعات النقدية المنخفضة.**

والغرض من ذلك هو تحديد فيما إذا كانت هناك أي عوائد غير عادية فعلية (ذات دلالة إحصائية) حول تاريخ الإعلان عن توزيعات الأرباح النقدية. كما استخدم الباحث أسلوب دراسة الحدث **(Event Study)** وهو المنهج الإحصائي الذي يستخدم لقياس أثر حدث معين أو مجموعة من الأحداث على قيمة أسعار الأسهم. ويقوم على فرضية أن هناك حدث معين في وقت معين قد أثر على قيمة الشركة، وأن هذا التأثير على قيمة الشركة يظهر في شكل تغير في سعر السهم وفي صورة عائد غير عادي **(Abnormal Return)**، وذلك استناداً على نظرية كفاءة السوق التي تقول بأن المعلومات التي ترد إلى السوق تنعكس على الأسعار.

1.اختبار الفرضيات

ولتحقيق هدف الدراسة قمنا باختبار فرضيات البحث والمتمثل في مدى استجابة سعر السهم لإعلان توزيعات الأرباح النقدية في سوق رأس المال السعودي مقارنة بسوق رأس المال الماليزي، على النحو التالي:

يتم اختبار فرضيات البحث على مستوي الحالات الثلاثة للتغير في التوزيعات النقدية كما يلي:

اختبار الفرضية الأولى

والتي تتكون من فرضيتين فرعيتين هما:

H_0: وتعني أن $(AARt) = 0$ و $(CAARt) = 0$

أي لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين حدث الإعلان عن توزيعات الأرباح النقدية وبين كل من متوسط العوائد غير العادية (AARt) ومجمعها (CAARt) خلال فترة الإعلان وذلك في سوق رأس المال السعودي مقارنة بسوق رأس المال الماليزي.

H_1: وتعني أن $(AARt) \neq 0$ و $(CAARt) \neq 0$

أي توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين حدث الإعلان عن توزيعات الأرباح النقدية وبين كل من متوسط العوائد غير العادية (AARt) ومجمعها (CAARt) خلال فترة الإعلان وذلك في سوق رأس المال السعودي مقارنة بسوق رأس المال الماليزي.

حالة التوزيعات المتزايدة

بالنسبة لسوق رأس المال السعودي ومن خلال النتائج المتحصل عليها في الجدول رقم **(3-5)** لوحظ وجود أثر إيجابي للإعلان عن التوزيعات النقدية المتزايدة على متوسط العوائد بشقيها (متوسط العوائد غير العادية (AARt) ومجمعها (CAAR) عند يوم الإعلان t_0 وبالتالي رفض الفرضية الفرعية H_0 والتي تنص على عدم وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين للإعلان عن التوزيعات النقدية المتزايدة على متوسط العوائد ونفس النتيجة تم تسجيلها على مستوي سوق رأس المال الماليزي.

حالة التوزيعات الثابتة

بالنسبة لسوق رأس المال السعودي ومن خلال النتائج المتحصل عليها في الجدول رقم **(4-5)** لوحظ وجود أثر إيجابي للإعلان عن التوزيعات النقدية الثابتة على متوسط العوائد بشقيها (متوسط العوائد غير العادية (AARt) ومجمعها (CAAR) عند يوم الإعلان t_0 وبالتالي رفض الفرضية الفرعية H_0 والتي تنص على عدم وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين للإعلان عن التوزيعات النقدية الثابتة على متوسط العوائد، أما بالنسبة لسوق رأس المال الماليزي ،فلوحظ عدم وجود أثر للإعلان عن التوزيعات النقدية الثابتة على متوسط العوائد غير العادية يوم الإعلان t_0 وبالتالي قبول الفرضية الفرعية H_0 رفض الفرضية الفرعية H_1 والتي تنص وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين للإعلان عن التوزيعات النقدية الثابتة على متوسط العوائد.

حالة التوزيعات المنخفضة

بالنسبة لسوق رأس المال السعودي ومن خلال النتائج المتحصل عليها في الجدول رقم **(5-5)** لوحظ وجود أثر سلبي للإعلان عن التوزيعات النقدية الثابتة على متوسط العوائد بشقيها (متوسط العوائد غير العادية (AARt) ومجمعها (CAAR) عند يوم الإعلان t_0 وبالتالي رفض الفرضية الفرعية H_0 والتي تنص على عدم وجود علاقة

ذات دلالة إحصائية بين للإعلان عن التوزيعات النقدية الثابتة على متوسط العوائد، أما بالنسبة لسوق رأس المال الماليزي فقد كانت نتائجه عكس سوق رأس المال السعودي أي أن أثر الإعلان للتوزيعات النقدية المنخفضة كان إيجابيا.

اختبار الفرضية الثانية

يحمل حدث الإعلان عن توزيعات الأرباح النقدية محتوى معلوماتي تستفيد منه الأطراف المتعاملة في سوق رأس المال على نحو مو افق لفرضيات نظرية المحتوي المعلوماتي للتوزيعات

حالة التوزيعات المتز ايدة

استنادا إلى نتائج اختبار الفرضية الأولى والتي نصت على وجود أثر إيجابي للإعلان عن التوزيعات النقدية المتزايدة في سوق رأس المال السعودي ونفس النتيجة تم تسجيلها على مستوي سوق رأس المال الماليزي فهذا يقودنا إلى قبول الفرضية الثانية وهي موافقة لفرضيات نظرية المحتوي المعلوماتي للتوزيعات لأنها تعبر عن أخبار جيدة (Good News)

حالة التوزيعات الثابتة

استنادا إلى نتائج اختبار الفرضية الأولى والتي نصت على وجود أثر إيجابي للإعلان عن التوزيعات النقدية الثابتة على سوق رأس المال السعودي فهذا يقودنا إلى عدم قبول الفرضية الثانية والتي تنص وفقا لفرضيات نظرية المحتوي المعلوماتي على عدم وجود أثر للإعلان عن التوزيعات الثابتة لأنها لا تعبر عن معلومات جديدة. (No News)، أما بالنسبة للسوق رأس المال الماليزي فقد جاءت النتائج موافقة لفرضيات نظرية المحتوي المعلوماتي للتوزيعات. وبالتالي قبول الفرضية الثانية

حالة التوزيعات المنخفضة

استنادا إلى نتائج اختبار الفرضية الأولى والتي نصت على وجود أثر سلبي للإعلان عن التوزيعات النقدية المنخفضة على سوق رأس المال السعودي فهذا يقودنا إلى قبول الفرضية الثانية والتي تنص وفقا لفرضيات نظرية المحتوي المعلوماتي على عدم وجود سلبي للإعلان عن التوزيعات المنخفضة لأنها لا تعبر عن معلومات سيئة. (Bad News)، أما بالنسبة للسوق رأس المال الماليزي فقد جاءت النتائج على عكس فرضيات نظرية المحتوي المعلوماتي للتوزيعات. وبالتالي عدم قبول الفرضية الثانية.

اختبار الفرضية الثالثة

تستجيب أسعار الأسهم لحدث الإعلان عن التغير في توزيعات الأرباح النقدية بما يتفق مع فرضيات كفاءة السوق في الصيغة المتوسطة من الكفاءة.

حالة التوزيعات المتز ايدة

استنادا إلى نتائج اختبار الفرضية الأولى والتي نصت على وجود أثر إيجابي للإعلان عن التوزيعات النقدية المتزايدة في سوق رأس المال السعودي ونفس النتيجة تم تسجيلها على مستوي سوق رأس المال الماليزي فهذا يقودنا إلى قبول رفض الفرضية الثالثة لان استجابة السوق الفعلية (ذات دلالة إحصائية) لحدث الإعلان كانت

متأخرة بيوم على الأقل من يوم الإعلان عن التوزيعات t_0 وبالتالي فالسوقين محل الدراسة غير كفؤة في المستوي نصف القوي من الكفاءة.

حالة التوزيعات الثابتة

استنادا إلى نتائج اختبار الفرضية الأولى والتي نصت على وجود أثر إيجابي للإعلان عن التوزيعات النقدية المتزايدة في سوق رأس المال السعودي وهذه النتيجة تقودنا إلى رفض الفرضية الثالثة لأن المعلومات أو الأخبار الواصلة إلى السوق غير جديدة (No News)، أما السوق الماليزي فلم يتم تسجيل أية استجابة وبالتالي فالسوقين محل الدراسة غير كفؤة في المستوي نصف القوي من الكفاءة.

حالة التوزيعات المنخفضة

استنادا إلى نتائج اختبار الفرضية الأولى والتي نصت على وجود سلبي إيجابي للإعلان عن التوزيعات النقدية المنخفضة في سوق رأس المال السعودي وهذه النتيجة تقودنا إلى رفض الفرضية الثالثة لان استجابة السوق غير فعلية (غير دالة إحصائيا)، أما السوق الماليزي فقد تم تسجيل سلبية استجابة ومتأخرة وبالتالي الفرضية الثالثة وعليه فالسوقين محل الدراسة غير كفؤة في المستوي نصف القوي من الكفاءة.

اختبار الفرضية الرابعة

التغير في الإعلان عن توزيعات الأرباح النقدية بأصنافها المتزايدة والثابتة والمنخفضة (المتناقصة) يفسر التغير في عائد السهم من ثم سعر السهم.

استنادا إلى نتائج اختبار الفرضيات الثلاثة السابقة ولكل حالة من حالات التغير في إعلانات الأرباح النقدية فإننا نقبل بشكل عام الفرضية الرابعة والتي تنص على أن التغير في الإعلان عن توزيعات الأرباح النقدية بأصنافها المتزايدة والثابتة والمنخفضة (المتناقصة) يفسر التغير في عائد السهم ومن ثم سعر السهم على الرغم من أن استجابة هذا الأخير كانت متأخرة بيوم على الأقل عن تاريخ الإعلان عن التوزيعات النقدية.

2.أهم نتائج الدراسة

لقد تم التوصل إلى جملة من النتائج المتعلقة بالتأصيل النظري للدراسة ونتائج تخص الجزء التطبيقي منها كما يلي:

النتائج الخاصة بالجزء النظري للدراسة

- يعتبر السوق كفء إذا كان سعر السهم يعكس كافة المعلومات المتاحة وبالتالي تكون القيمة السوقية هي القيمة العادلة، وفي ظل السوق الكفء يصعب على المستثمر أن يحقق أرباحا غير عادية على حساب الآخرين نظرا لتوفر المعلومات في نفس الوقت؛
- الكفاءة المعلوماتية تعني أن المعلومات الجديدة تصل إلى المتعاملين في السوق بسرعة ودون فاصل زمني كبير مما يجعل أسعار الأسهم مرآة تعكس كافة المعلومات المتاحة، يعني الفرصة متاحة للجميع للحصول على تلك المعلومات والسوق يصبح لعبة عادلة.

- سياسة توزيع الأرباح تتمتع بتأثيرات كبيرة على القيمة السوقية للمؤسسة مما يجعل هذه الأخيرة تمتاز بحساسية عالية جدا اتجاهها، وتبرز حساسية قيمة المؤسسة اتجاه سياسة التوزيع في مؤسسات المساهمة الكبرى التي تمتاز بهيكل تمويلي يتشكل أساسا من جمهور عريض من المستثمرين الصغار.
- يوصف محتوى المعلومات Information content للإعلان عن الأرباح بأنه مجموعة من الإشارات Signaling الضمنية التي تحاول الإدارة من خلالها إرسال المعلومات بشأن استقرار الأرباح ومعدلات نموها المتوقعة إلى مختلف الأطراف من محللي الأوراق المالية وعموم المستثمرين،

النتائج الخاصة بالجزء التطبيقي

- أسعار الأسهم في كل من السوقين محل الدراسة تتأثر فعليا بتوزيعات الأرباح النقدية (المتزايدة، المتناقصة، أو الثابتة) بعد **اليوم الثاني** من تاريخ الإعلان عنها. وهذا يعود في أغلب الأحيان إلى تضارب الأحداث والمعلومات الواردة إلى كل من السوقين محل الدراسة.
- من خلال نظرية الإشارة (المحتوى المعلوماتي للتوزيعات النقدية) وجدنا بأنها اتفقت فرضياتها في بعض الحالات مع التغير في توزيعات الأرباح النقدية (المتزايدة، المتناقصة، أو الثابتة) واختلفت مع بعضها الأخر، وعلى العموم نستطيع القول بأن نظرية المحتوى المعلوماتي للتوزيعات النقدية الأقرب لتفسير مشكلة عدم التمثل المعلوماتي الذي يحدث بين المطلعين والمستثمرين الخارجيين على مستوى السوقين محل الدراسة، وذلك من خلال إرسال إشارات تحمل في طياتها معلومات تجعل المستثمرين يتصرفون تبعاً لذلك في اتخاذ قراراتهم.
- أثبتت النتائج بصفة عامة أن استجابة أسعار الأسهم للتغير في إعلانات الأرباح النقدية كانت متأخرة على الأقل بيوم واحد عن تاريخ إعلانها وذلك في كلا السوقين محل الدراسة وسواء كانت الاستجابة الفعلية إيجابية أو سلبية وهذا يعد خرقا لشروط فرضية الكفاءة في شكلها نصف القوي. وبالتالي فكل من السوقين غير كفء في هذا المستوى من الكفاءة.
- أثبتت النتائج أن المستثمرين في كلا سوقين محل الدراسة يسعون لاستغلال المعلومات المتاحة دون بذل جيد إضافي في الحصول على المعلومات الإضافية المميزة، الأمر الذي أدى إلى اتساع فجوة عدم التماثل المعلوماتي بين المطلعين والمستثمرين الخارجيين مما يساهم في اتخاذ قرارات خاطئة من قبل المستثمرين، كما قد تكون هناك معلومات خاصة (مميزة) لدى المطلعين لم يتم الإفصاح عنيا فيتم استغلاليا لتحقيق عوائد غير عادية حساب المستثمرين الخارجيين.

3.التوصيات والاقتراحات

على ضوء النتائج التي تم التوصل إليها يوصي الباحث بما يلي:

- ضرورة قيام مدراء الشركات المدرجة في كل من السوقين محل الدراسة بدراسة قراراتهم المتعلقة بسياسات التوزيعات والتعامل معها بحذر سواء من قبل الإدارة أو المساهمين لما لها من أثر على القيمة السوقية للشركة، ولما لها من أثر على المستثمرين وقدرتهم على اتخاذ قراراتهم المستقبلية فيما يتعلق بالتغير في سياسات التوزيعات، مما ينعكس على السوق المالي سلباً أو إيجاباً.

- على الهيئات الرقابية في أسواق رأس المال لكل من السوقين محل الدراسة العمل على إيصال المعلومات في الوقت المناسب وبأقل التكاليف حتى يستطيع المستثمرون جميعا الاستفادة من هذه المعلومات والوصول إليها بهدف استخدامها في اتخاذ قراراتهم الاستثمارية المختلفة وبالتالي الاستفادة من الفرص الاستثمارية المتاحة لهم، وتشكيل محافظهم الاستثمارية بما يتناسب مع تفضيلاتهم (Preferences).
- على المستثمرين في كل من السوقين محل الدراسة متابعة جميع الإعلانات والمعلومات الصادرة عن الشركات، وخصوصاً إعلانات التوزيعات النقدية وتحليلها وتفسيرها وفقا لنظرية الإشارة لاسيما في الأسواق المالية غير الكفؤة، لأن الإشارات المرسلة إلى السوق والتي تحمل في طياتها معلومات جيدة تساعد المستثمرين في تقليل مشكلة عدم التماثل المعلوماتي، فهذه النظرية تعد من الأدوات التي توفر المعلومات للمستثمرين في الأسواق المالية وتساهم في رفع الكفاءة من خلال تخفيض فجوة عدم التماثل المعلوماتي بين المتعاملين في السوق.
- ينبغي على إدارة سوق الأوراق المالية لكل من السوقين محل الدراسة إدراك خطورة عدم كفاءة السوق في الاستجابة لمعلومات الإعلانات العامة وخاصة تلك المتعلقة بإعلانات توزيعات الأرباح النقدية، لأن ذلك من شأنه أن يستغل من قبل بعض الأطراف المحترفة وذات الخبرة والدراية الكبيرتين في أسواق رأس المال لتحقيق عوائد غير عادية على حساب المشتركين الأخرين في السوق، وهذا يحول دون أداء السوق لوظيفته الأساسية المتمثلة في التخصيص الأمثل للموارد.

4.أفاق البحث

بإمكان الباحثين والمهتمين بمثل هكذا مواضيع إجراء المزيد من الدراسات المتعلقة بالمحتوى المعلوماتي للإعلانات العامة الأخرى مثل الإعلانات المتعلقة بالأرباح السنوية، الاندماج، التصفية، تجزئة الأسهم، إعادة شراء الأسهم وغيرها وبيان أثرها على كل من حجم التداول وعوائد الأسهم.

قائمة المصادر والمراجع

قائمة المصادر والمراجع

المراجع بالغة العربية

الكتب

1. مطر محمد، **إدارة الاستثمارات: الإطار النظري والتطبيقات العملية**، دار وائل للنشر التوزيع، عمان، 2006،
2. الزبيدي حمزة، **الاستثمار في الأوراق المالية**، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، عمان، 2001،
3. محمد سويلم، **إدارة البنوك وبورصات الأوراق المالية**، الشركة العربية للنشر والتوزيع،
4. عبد الباسط وفا محمد حسن، **بورصة الأوراق المالية ودورها في تحقيق أهداف تحول مشروعات القطاع العام إلى الملكية الخاصة**، دار النهضة العربية، 1996،
5. منير إبراهيم الهندي، **الأوراق المالية وأسواق رأس المال**، منشأة المعارف، جامعة طنطا، الإسكندرية، مصر، 1993،
6. منير إبراهيم هندي، **إدارة الأسواق والمنشآت المالية**، منشأة المعارف، الإسكندرية، مصر، 1997،
7. مفلح محمد عقل، **مقدمة في الإدارة المالية والتحليل المالي**، دار النشر مكتبة المجتمع العربي، عمان، 2005،
8. مصطفى رشدي شيحة وزينب حسن عوض الله، **الاقتصاد والبنوك وبورصات الأوراق المالية**، الطبعة الأولى، المطبعة الحديثة القاهرة، مصر،1993.
9. محمد مطر، فايز تيم، **إدارة المحافظ الاستثمارية، الطبعة** الأولى، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2005،
10. أرشد فؤاد التميمي وآخرون، **الاستثمار في الأوراق المالية**، دار النشر المسيرة، عمان، 2006،
11. علي إبراهيم الشريفات، **الاستثمار في البورصة**، الطبعة الأولى، دار الحامد، الأردن،2006،
12. محمد محمود الداغر، **الأسواق المالية**، الطبعة الأولى، دار الشروق للنشر والتوزيع، الأردن،2005،
13. هويشار معروف، **الاستثمارات في الأسواق المالية**، الطبعة الأولى، جامعة البلقاء التطبيقية، الأردن، 2003.
14. عبد الهادي محمد السعيد، **الإدارة المالية والتمويل**، دار الحامد، عمان، 1999،
15. محمد عبد الجواد عوض، **الاستثمارات في البورصة**، الطبعة الأولى، دار الحامد، الأردن، 2006،
16. محمد مطر، **إدارة الاستثمارات الإطار النظري والتطبيقات العملية**، الطبعة الثانية، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، عمان، 1993
17. سميرة رجب سعيد، **إدارة الاستثمار**، دار النهضة العربية، مصر، 1999،
18. زياد رمضان، مروان شموط، **الأسواق المالية**، الشركة العربية المتحدة للتسويق والتوريدات، القاهرة،2007،
19. محمد صالح الحناوي، جلال إبراهيم العبد، **بورصة الأوراق المالية بين النظرية والتطبيق**، الدار الجامعية، مصر، 2002،
20. عبد الغفار حنفي، **الاستثمار في الأوراق المالية (أسهم، سندات، وثائق الاستثمارات، الخيارات)** ، الدار الجامعية، الإسكندرية، ،2000،
21. عبد المجيد المهيلمي، **التحليل الفني للأسواق المالية**، الطبعة السادسة، البلاغ للطباعة والنشر والتوزيع، الأردن،2007،
22. طارق عبد العال حماد، **التحليل الفني والأساسي للأوراق المالية**، الدار الجامعية طبع، نشر توزيع، مصر. 2000،
23. علوان، قاسم، **إدارة الاستثمار بين النظرية والتطبيق**، دار الثقافة للنشر والتوزيع عمان، 2009،
24. حسبن عطا غنيم، **دراسات في التمويل**، دار النشر المكتبة الأكاديمية، مصر، 2005،
25. منير إبراهيم الهندي، **أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية، منشأة المعارف**، الإسكندرية، 1999،
26. إيهاب الدسوقي، **اقتصاديات كفاءة البورصة**، دار النهضة العربية، القاهرة، مصر، 2002،
27. عبد الغفار حنفي، **الاستثمار في بورصة الأوراق المالية**، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2004،
28. عبد الغفار حنفي، **البورصات: أسهم، سندات، وثائق استثمار، خيارات**، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2000،
29. طارق عبد العال حماد، **التقييم وإعادة هيكلة الشركات وتحديد قيمة المنشأة**، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر ،2008؛
30. فايز سليم حداد، **الإدارة المالية**، الطبعة الثالثة، دار حامد للنشر والتوزيع، عمان، 2010،
31. طارق عبد العال حماد، **التقييم :تقدير قيمة بنك لأغراض الاندماج أو الخصخصة**، الدار الجامعية، الإسكندرية مصر،2000 ،
32. العامري محمد، علي إبراهيم **الإدارة المالية المتقدمة**، دار ثراء للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، عمان، 2010،
33. محمد صالح الحناوي وآخرون، **الإدارة المالية، مدخل اتخاذ القرارات**، الدار الجامعية، القاهرة، مصر، 2004،
34. منير إبراهيم الهندي، **الفكر الحديث في هيكل تمويل المؤسسات**، منشأة المعارف، الإسكندرية مصر، 2005،
35. عدنان تايه النعيمي وآخرون، **الإدارة المالية**، دار الميسرة للنشر والتوزيع والطباعة، عمان الأردن، 2009
36. محمد صالح الحناوي، إبراهيم إسماعيل سلطان، **الإدارة المالية والتمويل**، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 1994،
37. منير إبراهيم الهندي، **الإدارة المالية مدخل تحليلي معاصر**، الطبعة الرابعة، مكتب العربي الحديث، الإسكندرية، مصر، 1999،
38. عبد الغفار حنفي، **أساسيات التمويل والإدارة المالية**، الدار الجامعية الجديدة للنشر، الإسكندرية، مصر، 2002،
39. إبراهيم الكراسنة، **إرشادات في تقيم الأسهم والسندات**، معهد السياسات الاقتصادية، صندوق النقد العربي، أبو ظبي، 2005،
40. عبد الغفار الحنفي، رسمية زكي قرياص، **مدخل معاصر في الإدارة المالية**، الدار الجامعية الإسكندرية، مصر، 2002،
41. منير إبراهيم الهندي، **الإدارة المالية مدخل تحليلي معاصر**، الطبعة السادسة، مكتب العربي الحديث، الإسكندرية، مصر، 2007،
42. الناغي، محمود السيد، **اتجاهات معاصرة في نظرية المحاسبة**، المكتبة العصرية، المنصورة، مصر، 2007،
43. الدهراوي، كمال الدين مصطفى، وسرايا محمد السيد، **دراسات متقدمة في المحاسبة والمراجعة**، الطبعة الأولى، المكتب الجامعي الحديث، الإسكندرية، مصر ،2006،
44. بو زيد، محمد المبروك، **المحاسبة الدولية وانعكاساتها على الدول العربية**، ايتراك للطباعة والنشر، مصر،2005،
45. الدهراوي كمال الدين مصطفى، محمد السيد سرايا، **دراسات متقدمة في المحاسبة والمراجعة**، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر،2001،
46. محمد علي إبراهيم العامري، **إدارة محافظ الاستثمار**، إثراء للنش والتوزيع، الطبعة الأولى، الأردن ،2013،
47. عاطف وليم أندراوس، **أسواق الأوراق المالية**، الطبعة الأولى، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، 2006،

48. عبد الله بن سلمان الجريش، **تداول الأسهم في السوق المالية: دراسة تأصيلية مقارنة**، الطبعة الأولى، مكتبة الاقتصاد والقانون، الرياض،2018،
49. منير إبراهيم الهندي، **مستقبل أسواق رأس المال العربية**، توزيع منشأة المعارف، الإسكندرية، مصر، 1995،
50. عباس كاظم ألدعمي، **السياسات النقدية المالية**، الطبعة الأولى، دار الصفاء للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2010،
51. منير إبراهيم الهندي، **الفكر الحديث في هيكل تمويل الشركات**، منشأة المعارف الإسكندرية، مصر، 2003،
52. منير إبراهيم الهندي، **الفكر الحديث في هيكل تمويل الشركات**، منشأة المعارف، الإسكندرية، مصر، 1998،

الأطروحات

1. عائشة بخالد، **اختبار كفاءة سوق نيويورك المالي عند المستوى الضعيف دراسة حالة مؤشر داو جونز الصناعي خلال الفترة من 1928 إلى 2014**، أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه الطور الثالث في العلوم المالية قسم العلوم التجارية، تخصص دراسات مالية واقتصادية جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، الجزائر،2015،
2. رحال إيمان، **تفعيل أسواق الأوراق المالية العربية وتحديات تمويل اقتصاد خلال الفترة ،2005-2015** أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة محمد خيضر بسكرة، الجزائر، .2017،
3. كساني رشيد، **معوقات أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيلها**، أطروحة دكتوراه، كلية العلوم الاقتصادية والتسيير، جامعة الجزائر، الجزائر،2006،
4. سراح موصو، **تأثير السلوك التمويلي على الأداء المالي للمؤسسة الاقتصادية دراسة قياسية للمؤسسات الاقتصادية المدرجة في مؤشر،S&P500** ، أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه الطور الثالث في علوم التسيير، جامعة محمد الصديق بن يحي، جيجل، الجزئر،2021،
5. مناصرية خولة، **أثر السياسة المالية على أداء سوق الأوراق المالية دراسة حالة الأردن خلال الفترة: 1990-2014**، أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه الطور الثالث، تخصص النقود والمالية، جامعة محمد خيضر، بسكرة، الجزائر، 2015،
6. بن لخضر مسعودة، **أثر تطبيق الإفصاح المحاسبي على الكفاءة المعلوماتية لسوق الأوراق المالية-دراسة مجموعة من الدول النامية-** أطروحة دكتوراه علوم في العلوم الاقتصادية-جامعة محمد بوضياف المسيلة، الجزائر،2020،
7. صلواتيشي هشام سفيان، **حومكة المؤسسات: دور علاقة الوكالة في تحتسين أداء المؤسسة الاقتصادية الجزائرية دراسة حالة عينة من المؤسسات**، أطروحة مقدمة لنيل دكتوراه في علوم التسيير، تخصص، إدارة أعمال، جامعة الجزائر 3، 2012،
8. كتاف شافية، **دور الأدوات المالية الإسلامية في تنشيط وتطوير السوق المالية الإسلامية دراسة تطبيقية لتجارب بعض الأسواق المالية العربية والإسلامية**، أطروحة مقدمة كجزء من متطلبات نيل شهادة دكتوراه علوم في العلوم الاقتصادية، جامعة سطيف 1، 2013،
9. : سميحة بن يحياوي، **دور الأسواق العربية في تمويل التجارة الخارجية دراسة حالة بعض الدول العربية**، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه الطور الثالث، علوم تجارية، تخصص تجارة دولية، جامعة محمد خيضر بسكرة، الجزائر، 2015، ص 44

رسائل الماجستير

1. بوكراع فاطمة الزهراء، **تأثير الصدمات المعلوماتية على حركة أسعار بعض الأسهم في بورصة باريس (مؤشر CAC Small للفترة الزمنية 1999-2014)**، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الماجستير، تخصص مالية كمية، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، الجزائر ،2014،
2. محمد قاسم المقداد، **أثر الإفصاح عن القوائم المالية في أسعار الأسهم دراسة تطبيقية على سوق دمشق للأوراق المالية**، مذكرة ماجستير، العلوم المالية والمصرفية، جامعة دمشق،2014،
3. طلبة أميرة، **أثر الإفصاح المالي المحاسبي على القيمة السوقية السهم-دراسة حالة بعص الشركات المدرجة في البورصة-**، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في الاقتصاد والمناجمنت، جامعة منتوري، قسنطينة، الجزائر،2009،

بحوث الملتقيات

1. محمد نور الدين غادمن، **تطور سوق الأوراق المالية الإسلامية**، بحث مقدم لندوة الصكوك الإسلامية-التجربة الماليزية-، مركز الملك فهد للمؤتمرات، السعودية،2008،
2. جعفر سحاسورياني صفر الدين، **سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا ودور الرقابة الشرعية في معاملاته**، رسالة ضمن متطلبات الحصول شهادة الماجستير، جامعة اليرموك، كلية الشريعة والدارسات الإسلامية، قسم الاقتصاد والمصارف الإسلامية، 2006،

المجلات العلمية

1. عماد الدين محمد المزيني،" **سوق فلسطين للأوراق المالية واقعها وآفاقها** "، رسالة من متطلبات نيل الماجستير، جامعة الدول العربية، معهد البحوث والدراسات العربية الاقتصادية، مصر، 2002،
2. علال بن ثابت،" **أساليب تقييم المؤسسات وتطبيقاتها في الجزائر**"، مجلة دراسات العدد الاقتصادي، المجلد 5، العدد 1، جامعة الأغواط، (جانفي،2014)،
3. صالح، رضا إبراهيم،" **أثر توجه معايير المحاسبة نحو القيمة العادلة على الخصائص النوعية للمعلومات المحاسبية في ظل الأزمة المالية العالمية**"، مجلة كلية التجارة للبحوث العلمية، جامعة الإسكندرية، المجلد 46، العدد 2، 2009،
4. مهدي شرقي،" **مراقبة المديرين التنفيذيين في ضوء نظرية الوكالة، حالة المؤسسات العمومية الاقتصادية في التشريع الجزائري**"، المجلة الجزائرية للدراسات المحاسبية والمالية، جامعـــــة غرداية، العدد 1، 2015،

قائمة المصادر والمراجع

5. عبد الوهاب دادن،**" تحليل المقاربات النظرية حول أمثليه الهيكل المالي -الإسهامات النظرية الأساسية"**، مجلة الباحث، جامعة ورقلة، العدد 04، 2006،
6. شوقي بورقبة،**" دور نظرية الإشارة في الرفع من كفاءة السوق المالي"**، مجلة العلوم الاقتصادية، جامعة سطيف، العدد 10 الجزائر،2010،
7. أحمد زردومي،" أهمية **المعلومات في اتخاذ القرارات الإدارية"**، مجلة الباحث الاجتماعي، العدد 10، جامعة منتوري، قسنطينة، الجزائر, 2010،
8. جريو كلثوم، يدو محمد،**" دور مبدأ الإفصاح والشفافية في تعزيز كفاءة سوق الأوراق المالية"**، مجلة الاقتصاد الجديد، المجلد 1، العدد 16، البليدة، الجزائر،2017،
9. زيود، لطيف وآخرون،**" مستوى الإفصاح الاختياري في التقارير المالية المنشورة للشركات المساهمة المسجلة في سوق دمشق للأوراق المالية "**، مجلة جامعة تشرين للبحوث والدراسات العلمية، المجلد 44، (2011)،
10. محمد الجليلاتي،**" دور الإفصاح في صنع القرار الاستثماري في سوق دمشق للأوراق المالية"**، جمعية المحاسبين القانونيين السوريين، دمشق، (ماي،2009)،
11. جريو كلثوم، يدو محمد،**" دور مبدأ الإفصاح والشفافية في تعزيز كفاءة سوق الأوراق المالية"**، مجلة اقتصاد الجديد، المجلد1 ، العدد 16، 2017،
12. إبراهيم يعقوب إسماعيل، هلال يوسف صالح،**" إمكانية تطبيق نماذج القيمة العادلة في قياس القيمة الحقيقية للأسهم العادية دراسة تطبيقية على عينة من المصارف السودانية المدرجة في سوق الخرطوم للأوراق المالية"**، مجلة العلوم الاقتصادية، جامعة السودان للعلوم والتكنولوجيا-كلية الدراسات التجارية، المجلد:17، العدد 2، 2016،
13. زرقون محمد، **"أثر الاكتتاب العام على سياسة توزيع الأرباح في المؤسسات الاقتصادية المسعرة في البورصة-دراسة تحليلية مقارنة لمؤسسة تسيير فندق الأوراسي"**، الجزائر، مجلة الباحث، جامعة ورقلة، العدد الثامن، 2010،
14. قمان عمر، باكرية علي،**" أهمية جودة الخصائص النوعية للمعلومات المحاسبية والمالية في ترشيد قرارات الأطراف الداخلية والخارجية للمؤسسة الاقتصادية -دراسة تحليلية-"**، مجملة الدراسات الاقتصادية المعاصرة، المجلد 4، العـــدد 1، (جوان،2019)،
15. نارمين أبو العطاء" **الحوكمة سبيل التقدم مع إلقاء الضوء على التجربة المصرية"**، مجلة الإصلاح الاقتصادي، العدد 8، مصر،2003،
16. مسعود علي قريفة،**" تقييم أثر مستوى الإفصاح الاختياري في تخفيض عدم تماثل المعلومات مع دراسة ميدانية على شركات قطاع المعادن والمواد الكيماوية في ليبيا"**، مجلة الدراسات التجارية المعاصرة، جامعة الجبل الغربي الرجبان، ليبيا، العدد 1، (ديسمبر.2010)،
17. مفتاح صالح، معارفي فريدة،**" متطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية دراسة لواقع أسواق الأوراق المالية العربية وسبل رفع كفاءتها"**، مجلة الباحث، العدد 7، ورقلة، الجزائر ،2009،
18. مركز المشروعات الدولية الخاصة،**" مبادئ منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية في مجال حوكمة الشركات"**، القاهرة، مصر، 2004،
19. سيد عبد الفتاح صالح حسن،**" تقييم أثر الإفصاح المحاسبي في ضوء معيار FASB رقم 94 على تنبؤات الأرباح المنشورة"**، المجلة العلمية للاقتصاد والتجارة، كلية التجارة، جامعة عين الشمس، القاهرة، العدد 4، 1997،
20. بن اعمر بن حاسين، محمد بن بوزيان، لحسين جديدين، **"كفاءة الأسواق المالية في الدول النامية دراسة حالة بورصة السعودية، عمان، تونس والمغرب، "**، مجلة أداء المؤسسات الجزائرية، العدد 02، 2012،
21. عمار زودة، عبد الغاني بن علي، أمال بوسمينة،**" نموذج تسعير الأصول الرأسمالية: نظرة عامة حول النظرية"**، مجلة دراسات وأبحاث اقتصادية في الطاقات المتجددة المجلد 07، العدد 2، جامعة باتنة، الجزائر، 2020،

التقارير

1. تقرير هيئة السوق المالية، **الاستثمار في سوق الأسهم**، الرياض، المملكة العربية السعودية
2. تقرير هيئة السوق المالية، **نظام السوق المالية ولوائحه التنفيذية**، الرياض، المملكة العربية السعودية،
3. تقرير هيئة السوق المالية، **الاستثمار في سوق**، الرياض، المملكة العربية السعودية،
4. تقرير **المعهد المصرفي لمؤسسة النقد العربي السعودي**، الإصدار العاشر،
5. تقرير هيئة السوق المالية، **الاستثمارات المالية وأسواق الأسهم**، الرياض، المملكة العربية السعودية،
6. السوق المالية السعودية (تداول) ، **التقرير الإحصائي السنوي**،2011،
7. السوق المالية السعودية (تداول) ، **التقرير الإحصائي السنوي**،2012،
8. السوق المالية السعودية (تداول) ، **التقرير الإحصائي السنوي**،2013،
9. السوق المالية السعودية (تداول) ، **التقرير الإحصائي السنوي**،2014،
10. السوق المالية السعودية (تداول) ، **التقرير الإحصائي السنوي**،2015،
11. السوق المالية السعودية (تداول) ، **التقرير الإحصائي السنوي**،2016،
12. السوق المالية السعودية (تداول) ، **التقرير الإحصائي السنوي**،2017،
13. السوق المالية السعودية (تداول) ، **التقرير الإحصائي السنوي**،2018،

قائمة المصادر والمراجع

المراجع باللغة الأجنبية
الكتب باللغة الإنجليزية

1. Frederic S. Mishkin, **Financial Markets: Institutions and Money**, Harper Collins Publisher, New York, USA, 1995,
2. Madura, J. **Financial Institutions & Markets**, 8 th Edition, Thomson Corporation, China, 2008,
3. Bodie. Z. Kane, A. & Marcus, A, Essentials **of Investments**, 7th Edition, McGraw-Hill Companies, New York, USA, 2008,
4. Mishkin, F.S. S. G. Eakins, **Financial Markets & Institutions,** 7 th Edition Library of Congress, USA, 2012,
5. Jaffe, Westerfield, Ross, **Corporate Finance**, 6th Edition, McGraw-Hill Companies, USA, 2003, P 63
6. Stephen G. Cecchetti, Kermit L. Schoenholtz, **Money, Banking, and Financial Markets**, 4th edition, McGraw-Hill Education, 2015, USA,
7. Frederic S. Mishkin**, the Economics of Money, Banking, and Financial Markets**, 10 th Edition, Pearson Series in Economics, USA, 2013,
8. Jeff Madura, **Financial Markets and Institutions,** 11th Edition, Cengage Learning, Canada, 2015, Ross, G,**An Introduction to Corporate Finance**, Second Edition, John Wiley & Sons Ltd, England,2006,
9. Grinblatt Titman**, Financial Markets and Corporate Strategy**, Second Edition, the McGraw−Hill Companies, 2002,
10. Frederic S. Mishkin Stanley G. Eakins, **Financial Markets and Institutions**, 7th Edition, Pearson Education, USA, 2012,
11. Roy E. Bailey, **the Economics of Financial Markets,** Cambridge University Press, New York, USA, 2005
12. Cheng-Few Lee & Alice C, Lee, **Encyclopedia of Finance,** Springer Science Inc. New York, USA, 2006,
13. Richard Pike & Bill Neale, **Corporate Finance and Investment Decisions & Strategie**s, 5th Edition, Pearson Education Limited, England, 2006,
14. Arthur J. Keown John D. Martin J. William Petty, **Foundations of Finance: The Logic and Practice of Financial Management**, 9th, edition, Library of Congress, Pearson Education, Inc., New Jersey,USA,2014,
15. Peter Howells, Keith Bain, **Financial Markets and Institutions**, 5th Edition, Pearson Education Limited, London, 2007,
16. Shelagh Heffernan, **Modern Banking,** John Wiley & Sons Ltd, West Sussex, England, 2005,
17. Erich A. Heifer**, Financial Analysis: Tools and Techniques a Guide for Managers**, the McGraw-Hill Companies, USA, 2001,
18. Keith Dickinson**, Financial Markets Operation Management** , first edition ,John Wiley & Sons Ltd,UK,2015,
19. Jeff Madura, **International financial management**, 9th edition, Thomson, southwestern, USA, 2008,
20. Geert Bekaert, Robert J. Hodrick, **International Financial Management**, Library of Congress Cataloging, Pearson Education Inc., USA, 2012,
21. Andrew M Chisholm, **an Introduction to Capital Markets, Product, Strategies and Participant**, John Welly and Sons, UK, 2002,
22. Eugene F. Brigham, Joel F. Houston, **Fundamentals of Financial Management**, 15th edition, Cengage Learning, Inc., USA, 2019,
23. E. Barucci, C Fontana, **Financial Markets Theory Equilibrium, Efficiency and Information**, Second Edition, Springer- London Ltd, 2017,
24. Frank J. Fabozzi, Sergio M. Focardi Petter N. Kolm, **Financial Modeling of The Equity Market from CAPM to Co integration,** John Wiley & Sons, New Jersey, USA, 2006,
25. Eddie Mclaney, **Business Finance Theory and Practice**, 7th edition, Pearson Education Limited, England, 2006,
26. Zvi Bodie, Alex Kane, Alan J. Marcus, **Essentials of Investments,** 9th Edition**,** McGraw-Hill/Irwin, NY, USA, 2013,
27. Weir, Deborah J, **Timing the market: how to profit in the stock market using the yield curve, technical analysis, and cultural** indicators, John Wiley & Sons, Inc. Hoboken, New Jersey, USA, 2006,
28. Leigh Stevens, **Essential Technical Analysis Tools and Techniques to Spot Market Trends**, John Wiley & Sons, Inc., USA, 2002,
29. Hendrik S. Houthakker , Peter J. Williamson, **The Economics of Financial Markets**, Oxford University Press, New York, **USA**, 1996,
30. Frank J. Fabozzi,, **Handbook of Finance: Financial Markets and Instruments**, John Wiley & Sons, Inc., Hoboken, New Jersey,USA,2008,
31. Cheng Few Lee, Alice, **Encyclopedia of Finance,** Springer Science Inc., New York, USA, 2006,
32. Robert C. Higgins**, Analysis for Financial Management**, 10th Edition, the McGraw-Hill Companies, Inc., New York, USA, 2012,
33. Ivo Welch, **Corporate Finance: an Introduction**, Prentice Hall, Pearson Education, Inc., USA, 2009,
34. Aswath Damodaran**, Investment Valuation**, Second Edition, John Wiley & Sons, New York, USA, 2002,

35. Ross, Westerfied, Jaffe**, Corporate Finance**, 6th edition, McGraw Hill Companies, USA, 2003,
36. J, Berk, P. DeMarzo, J.Harford, **Fundamentals of Corporate Finance**, 2nd edition, Library of Congress, Pearson Education, Inc., USA, 2012,
37. H. Kent Baker and Gary Powell, **Understanding Financial Management**, Black Well Publishing, USA, 2005,
38. John D. Stowe, Thomas R. Robinson, Jerald E. Pinto, Dennis W. Mcleavey, **Analysis of Equity Investments: Valuation,** United Book Press, Inc., USA, 2002,
39. W. Steve Albrecht, Earl K. Stice, James D. Stice, **Financial Accounting**, 11th Edition, South-western, Cengage Learning, USA,
40. James R. Hitchner. **Financial Valuation: Applications and Model**s. John Wiley & Sons, Inc. Hoboken, New Jersey, USA, 2003.
41. Pierre Vernimmen, **Corporate Finance Theory and Practice,** John Wiley & Sons, West Sussex, UK, 2005,
42. Pablo Fernandez, **Valuation Methods and Shareholder Value Creation**, Elsevier, USA, 2002,
43. Belverd E. Needles, Jr., Marian Powers, **International Financial Reporting Standards: An Introduction**, Second Edition, Southwestern, Cengage Learning, USA, 2011,
44. Bodie, Kane, Marcus**, Essentials of Investments**, 5th Edition the McGraw−Hill Companies, , New York, USA, 2003
45. Stephen A. Ross, Randolph W. Westerfield, Bradford D. Jordan, **Fundamentals of Corporate Finance**, 6th Edition McGraw-Hill Companies, New York, USA,2013,
46. Bodie, Kane, Marcus**, Investments**, 5th Edition, McGraw−Hill Companies, New York, USA, 2003,
47. Van Horne, James. C, Wachowicz, John, **Fundamentals of Financial Management**, 13th edition, Prentice-Hall, Inc. London, 2009,
48. Lasher, William. R, **Financial Management: A Practical Approach**, 5th edition, Thomson South-Western, USA, 2008,
49. Jack Broyles, **Financial Management and Real Options,** John Wiley and Sons, West Sussex, England, 2003,
50. Glen Arnold, **Handbook of Corporate Finance, A Business Companion to Financial Markets, Decisions & Techniques**, Pearson Education Limited, Glasgow, Great Britain, 2005,
51. Reilly, Frank. F. Brown Keith. C. **Investment Analysis and Portfolio Management**, 8th Edition, Thomson south western, 2006,
52. Christine Brentani, **Portfolio Management in Practice**, Elsevier Ltd. UK, 2004,
53. Steven, M. Bragg, **Business Ratio and Formulas ,**John Wiley and Sons, New Jersey**,** USA, 2002
54. Bodie, Kane, Marcus**, Investments**, 5th Edition, McGraw−Hill Companies, 2001,
55. Kapoor, J.R. D.Lesr, H. Robert, **Personal Finance**, 9th Edition, McGraw-Hill, USA, 2009,
56. Jeffrey F. Jaffe, Bradford D. Jordan, Stephen A. Ross and Randolph, **Modern Financial Management** 8th, McGraw-Hill/Irwin, Boston, USA, 2008,
57. Ross, Stephen A., Westerfield, Randolph W., & Jordon, Bradford D. **Essentials of Corporate Finance,** 4th edition, McGraw – Hill Irwin, 2004,
58. Greg N. Gregoriou, **Encyclopedia of Alternative Investments**, Taylor & Francis Group, LLC,USA,2009,
59. Dlabay. L. L. Burrow James, **Business Finance**, Thomson South Western, USA.2008,
60. Herbert B. Mayo, **Investments: An Introduction**, 9th, edition, Library of Congress, Thomson South-Western,USA, 2008, ,
61. Copeland Laurences, **Exchange Rates and International Finance**, 5th Edition, Prentice Hall, 2009,
62. Brealy Meyers**, Principles of Corporate Finance**, 7th edition, McGraw−Hill Companies, USA, 2003,
63. Angelo Corelli, **Analytical Corporate Finance**, Springer International Publishing, Switzerland, 2016,
64. Aswath Damodaran, **Applied Corporate Finance**, Fourth Edition, John Wiley & Sons, Inc. USA, 2015,
65. Justin Pettit, **Strategies Corporate Finance: Applications in Valuation and Capital Structure**, John Willy & Sons. Inc., New Jersey ,USA, 2007,
66. e Richard Pike & Bill Neale, **Corporate Finance and Investment Decisions & Strategies**, 5th Edition, Pearson Education Limited, London, Uk, 2006,
67. Eugene F. Brigham, Michael C. Ehrhardt, **Financial Management Theory and Practice**, 12th Edition, Thomson South-Western, USA, 2008,
68. Baruch Englard, M.S, **Schaum's Outline of Theory and Problems of Intermediate Accounting**, Second Edition, McGraw-Hill Companies, Inc., New York, USA, 2007,
69. Frank j. Fabozzi Pamela P. Peterson, **Financial Management and Analysis** second edition john, Wiley & sons, Inc. Hoboken, New Jersey, USA, 2003,
70. George M .Frankfurter & Bob G. Wood, James Wansley, **Dividend Policy Theory and Practice**, Elsevier Science, USA, 2003,
71. George E .Pinches, **Essential of Financial Management,** 4th Edition, Happer Collins Publisher, New York, USA, 1992,
72. Benjamin, Graham, David. Dodd, **Security Analysis**, McGraw-Hill Companies, Inc., USA, 1934,

73. Stephen A. Ross, Randolph W. Westerfield, & Bradford D. Jordan**, Fundamentals of Corporate Finance**, 5th Edition, McGraw-Hill, USA, 2001,

74. Stephen A. Ross, Randolph W. Westerfield, Jeffrey Jaffe, **Corporate Finance**, 8th edition, McGraw-Hill Companies, Inc., USA, 2008,
75. Michael C. Ehrhardt، **Corporate Finance: A Focused Approach**, 4th Edition، South-Western، Cengage Learning، USA, 2011,
76. Stephen A. Ross, Randolph W. Westerfield, Jeffrey Jaffe, **Corporate Finance**, 11th Edition, McGraw-Hill Companies, Inc., USA, 2013,
77. Michael, C, Earhart ,Eugene Brigham**, Focused Approach on Corporate Finance** , Thomson South Western ,USA , 2003,
78. Eugene Brigham, Joel, F, Houston**, Fundamentals of Financial Management**, Harcourt College, USA, 2002,
79. Christopher Agar, **Capital Investment and Financing, A Practical Guide to Financial Evaluation**, Elsevier, 2005,
80. Stanley B. Block, Geoffrey A. Hirt, Bartley R. Danielsen, **Foundations of Financial** Management, 14**th** Edition, McGraw-Hill/Irwin, New York ,USA, 2011,
81. Eugene F. Brigham, Joel F. Houston, **Fundamentals of Financial Management**, 10th edition South-Western College Pub, USA, 2003,
82. Peter Atrill, **Financial Management for Decision Makers**, 5th Edition, Pearson Education Limited, Navarro, Spain, 2009,
83. Jim Mcmenamin, **Financial Management: An Introduction,** Routledge, London, UK, 2005,
84. Van Horne، James C.، **Financial management and policy**, 12th edition، Prentice-Hall، Inc. New Jersey ،USA, 2002،
85. Vishwanath S.R. **Corporate Finance Theory and Practice**, Second Edition, Response Books, New Delhi, India 2007,
86. Brigham, Eugene F, Ehehardt Michael c, **Financial Management Theory and Practice**, Lachina Publishing Services,USA,2005,
87. Aswath Damodaran, **Applied Corporate Finance: A User's Manual**, Second Edition, John Wiley And Sons, USA, 2004,
88. Joseph P Ogden, Frank C.jen, Philip F. O'Connor, **Advanced Corporate Finance: Policies and Strategies**, Upper Saddle River, New Jersey, USA, 2003,
89. Gregor Gossy, Gabler Verlag, **A Stakeholder Rationale for Risk Management**, Springer, Frankfurt, Germany, 2008,
90. Luis Correia Da Silva, Marc Goergen, Luc Renneboog, **Dividend Policy and Corporate Governance,** Oxford University Press Inc., New York ,USA,
91. Frank J. Fabozzi, Pamela Peterson Drake, **Capital Markets, Financial Management, and Investment Management,** John Wiley & Sons, New Jersey, USA, 2009,
92. H. Kent Baker, Robert w. Kolb, **Dividends and Dividend Policy,** John Wiley & Sons, Inc. New Jersey USA, 2009,
93. Stephen A. Ross, Randolph W. Westerfield, And Bradford D, Jordan, **Essential of Corporate Finance**, 6th Edition, McGraw-Hill Companies, New York, USA,2008,
94. Romney & Steinberg, **Accounting Information Systems**, 9th Edition, Prentice Hall, 2003,
95. Pierre Vernimmen, **Corporate Finance Theory and Practice**, Second Edition, John Wiley & Sons, West Sussex, UK, 2009,
96. Sarkar Mvjvmdar **,Strategic Business Management and Banking ,Deep & Deep Publication**, new Delhi ,India, 2005,
97. Hendriksen, E,Van berda M,F,**Accounting Theory**, 5th Edition, Irwin Inc., Boston,USA,1991,
98. John J.Wildm, Ken W. Shaw, **Fundamental Accounting Principles**, 24th Edition, McGraw-Hill Education, New York, USA, 2019,
99. William R. Scott**, Financial Accounting Theory**, 7th Edition, Pearson Canada Inc., USA, 2015, P 131
100. Christensen John, Jel Demoski, **Accounting Theory**, International Second Edition McGraw Hill Inc. USA, 2003,
101. Lawrence، J. Gitman، **Principles of Managerial Finance**, 10th Edition Addison Wesley، USA,2003،
102. S.P. Kothari, Jerold B. Warner, **Econometrics of Event Studies, Handbook of Corporate Finance: Empirical Corporate Finance**, Elsevier, North-Holland, 2006,
103. Harry M Markowitz, **Harry Markowitz Selected Works,** World Scientific Publishing Co. Pte. Ltd., Singapore, 2008,

الكتب بالغلة الفرنسية

1. Jean Louis Ameton, L'essentiel A Connaitre En Gestion Financier, 3eme Edition, Maxima, Paris, 2002,
2. Patrick Piget, Gestion Financier de l'Enterprise, Economica, Paris, 1998,

3. Michel Albouy, Décision Financiers et Création De Valeur, Economica, Paris, 2000,
4. Talaues Teu, Patrick Tobsacalian, Finance, 3eme Edition, Librainé Vuibert, Paris, 2000,
5. Robert. Goffin, Principe De La Finance Modern, 3eme Editons, Economica, Paris, 2001, Paul Jacques Lehmann, Bourse et Marchés Financiers, Dunod, 2ème Edition, Paris, 2005,
6. Philippe Herlin, Finance : Le Nouveau Paradigme, Éditions d'Organisation Groupe Eyrolles, Paris, 2010,
7. Philipe de la chapelle : L'évaluation des entreprises, édition ECONOMICA, Paris, 2007,
8. Tournir J.C, Méthode D'évaluation Des Entreprises, Economica, France, 1990,
9. Cohen .E, Analyse Financier, 4eme édition, Economica, France, 1997,
10. Dov Ogien, Gestion Financière De L'entreprise, Dunod, Paris, 2008,
11. Hubert De La Bruslerie, Analyse Financière : Information Financière, Diagnostic Et Evaluation, 4eme Edition, Dunod, Paris, 2010,
12. Richard Brealy, Principes De Gestion Financière, 8eme Edition, Paris 2006,
13. Mondther Bellala, Finance Modern D'Enterprise, Economica, Paris, 1998,
14. Pascal Barneto, Georges Gregorio**, DSCG 2 finance : Manuel ET Applications**, 2eme Edition, Dunod, Paris, 2009

المجلات العلمية

1. J. Mary, Samson. A. Adedinran, A.O. Elizabeth, **"Capital market as a veritable source of development in Nigeria economy"**, Journal of Accounting and Taxation Vol.4, no1, (Feb., 2012),
2. M.G.Kendall, A Bradford Hill, **"The Analysis Time Series Part 1: Price"**, Journal of Royal Statistical Series A (General) Vol.116.I 01, (1953), PP 11-34
3. Eugene Fama**, "The Behavior of Stock Market Price"**, the Journal of Business, Vol.25, no 2 (Jan., 1965),
4. Eugene F. Fama, **"Efficient Capital Market: A Review of Theory and Empirical Work"**, Journal of Finance, Vol.25, no 2, (May. 1970),
5. Nicholas J.Gonedes**, "Efficient Capital Markets and External Accounting",** The Accounting Review, vol.47, no1, (Jan., 1972),
6. Jensen, Michel C**. "Some Anomalous: Evidence Regarding Market Efficiency",** Journal of Financial Economics, Vol. 6, no 2/3, (Jun/Sept., 1978),
7. William H, Beaver**, "Market Efficiency"**, The Accounting Review, Vol.56, no1, (Jan., 1981),
8. Mark Latham**, "Informational Efficiency and Information Subsets",** the Journal of Finance, Vol. 41, no1, (Mar., 1986),
9. Fama E.F, **"Efficient Capital Markets: II",** the Journal of Finance, Vol.46, no 5, (Dec., 1991),
10. Fama, E. F, **"The Behavior of Stock Market Prices",** Journal of Business, Vol.38, no 1, (Jan., 1965),
11. Eugene F. Fama, "Market efficiency; long-term returns, and behavioral finance", Journal of Financial Economics, Vol.49, no 3, (Sept., 1998),
12. Michel Albouy, **" Peut-on encore croire à l'efficience des marchés financiers ? ",** Revue française de gestion, Vol 4, no157, (2005),
13. Fama, E, Fisher, L, Jensen, M & Roll, R**., "The adjustment of stock prices to new information",** International Economic Review, Vol. 10, no1, (Feb., 1969),
14. Shyam Sunder, **"Stock Price and Risk Related to Accounting Changes in Inventory Valuation",** the Accounting Review, (April. 1975(,
15. R Harid, K Belaaze, R Khounim, **"The financial markets efficiency and Random walk of prices",** International Journal of Innovation and Scientific Research Vol.7, no 1, (Aug., 2014),
16. Richard A. Ippolito, **"Efficiency with Costly Information: A Study of Mutual Fund Performance, 1965–1984",** The Quarterly Journal of Economics, vol104, no1, (Feb., 1989),
17. Christopher, N, I; L, Omisore, M.Yusuf, "The modern portfolio theory as an investment decision tool", Journal of Accounting and Taxation Vol.4, no 2, (Mar., 2012),
18. John Lintner**, "Distribution of Income of Corporation among Dividends, Retained Earnings, and Taxes"**, American Economic Review, American Economic Association, Vol.45, no 2, (May.1956),
19. Mondher Bellalah, "**Réflexion Sur La Politique Optimal De Dividendes En Présence De Couts D'information ",** Cahiers De Rechercher, No.200009, Université Paris IX Dauphine,
20. Merton H. Miller; Franco Modigliani, "**Dividend Policy: Growth, and the Valuation of Shares"**, the Journal of Business Vol.34, no.4. (Oct. 1961),
21. M. J. Gordon**, "Dividends, Earnings, and Stock Prices",** the Review of Economics and Statistics, Vol.41, no 2, Part (May, 1959),
22. James E. Walter, **"Dividend Policies and Common Stock Prices",** the Journal of Finance, the American Finance Association, Vol.11, no1, 1956,
23. Miller, Merton H., Myron S. Scholes, **"Dividends and taxes",** Journal of Financial Economics, Vol.4, no 4 (dec.1978),
24. Michael J. Barclay, Eugene Kandel, Leslie M. Marx, **"The Effects of Transaction Costs On Stock Prices and Trading Volume",** Journal of Financial Intermediation Vol.7, no 2, (Apr., 1998),

25. Frank H. Easterbrook, **"Two Agency-Cost Explanations of Dividends",** the American Economic Review, Vol.74, no 4, (Sept., 1984),
26. W, Sharpe, **"Capital Assets Prices: Theory of Market Equilibrium under Condition of Risk",** Journal of Finance, Vol.19, no 3, (Sep., 1964),
27. J, Lintner, **"The Valuation of Risk Assets and Selection of Risky Investment in Stock Portfolio and Capital Budgets",** Review of Economics and Statistics, Vol.47, no 1, (Feb. 1969),
28. FASB, **"Quantitative Characteristic of Accounting Information"** Statement of Financial Accounting Concepts no.2 (SFAC No.2), 1980,
29. Lucia Morosan-Danila, Grigoras-Ichim Claudia-Elena**, "Hierarchy of Accounting Information Qualitative Characteristics in Financial Reporting"**, the UVS Annals of Economics and Public Administration, Vol. 16, no (1/23), 2016,
30. Ahmad N. Obaidat, "**Accounting Information Qualitative Characteristics Gap: Evidence from Jordan",** International Management Review Vol. 3 no 2, 2007,
31. George A. Akerlof, **"The Market for Lemons: Quality Uncertainty and the Market Mechanism"** The Quarterly Journal of Economics, Vol.84, no 3, (Aug., 1970),
32. Paprocki, Craig, Stone, Mary S**, "Is the Quality of Critical Accounting Policy Disclosures Lower for Companies with High Information Asymmetry?"** (September 15, 2004).
33. Lu C.w, Chen T. H., Liao H. H., **"Information Uncertainty Information Asymmetry Corporate Bond Yield Spreads"**, Journal of Banking and Finance, Vol.34, no.9, (Sep., 2010),
34. Cohen, B, Dean, T**, "information asymmetry and investor valuation of iPO: top management team legitimacy as capital market signal",** Strategic management journal, Vol.26, no7, (Jul., 2005),
35. Tian U, Chen J, **"Concept of Voluntary Information on Disclosure and Review of Relevant Studies",** International Journal of Finance, Vol1, no 2, (Aug., 2009), PP 55-59
36. Verrecchia, R.E., **"Discretionary Disclosure,"** Journal of Accounting and Economics (Dec., 1983),
37. Lev, Baruch, "Toward a Theory of Equitable and Efficient Accounting Policy", the Accounting Review, Vol.6, no 1, 1988,
38. Milgram, Paul R. **"Good News and Bad News: Representation Theorems and Application",** Journal of Economics, 1981,
39. Richard D. Morris, **"Signalling, Agency Theory and Accounting Policy Choice",** Accounting and Business Research, vol. 18, no 69, (1987),
40. Dan Givoly. Josef Lakonishok, **"The Quality of Analysts' Forecasts of Earnings",** Financial Analysts Journal, vol. 40, no 5, (Sep., 1984),
41. Maribeth Coller, Teri Lombardi Yohnt**, "Management Forecasts and Information Asymmetry: An Examination of Bid-Ask Spreads"**, Journal of Accounting Research, Vol.35, no 2, (Aut, 1997),
42. Harry DeAngelo, Linda DeAngelo, Douglas J. Skinner, **"Reversal of fortune Dividend signalling and the disappearance of sustained earnings growth",** Journal of Financial Economics, Vol.40, no 3, (July 1995),
43. S Gupta, B Dogr, A K Vashisht, S Ghai, **"Stock Price Reaction to Dividend Announcements",** International Journal of Financial Management, Vol. 2,no 2,(Apr.,2012),
44. Sudipto Bhattacharya "**Imperfect Information, Dividend Policy, and "The Bird in the Hand" Fallacy",** The Bell Journal of Economics, Vol. 10, no1, (Spring.,1979),
45. Avner Kalay**, "Signaling, Information Content, and the Reluctance to Cut Dividends",** the Journal of Financial and Quantitative Analysis, Vol15, no 4, 1980,
46. Merton H. Miller, Kevin Rock**, "Dividend Policy under Asymmetric Information"**, Journal of Finance, American Finance Association, Vol. 40, no 4, (Sep., 1985),
47. Kose John, Joseph Williams**, "Dividends, Dilution, and Taxes: A Signaling Equilibrium"**, Journal of Finance, American Finance Association, Vol. 40, no 4, (Sep., 1985),
48. Ramasastry Ambarish, K John, J Williams, **"Efficient Signalling with Dividends and Investments",** American Finance Association, Journal of Finance, Vol.42, no 2, (Jun., 1987),
49. Lo. Kin, Lys, Thomas Z. Bridging, **"The Gap between Value Relevance and Information Content",** Social Science Research Network, 2000,
50. Baker, H. Kent, Haslem, John A., Haslem, John A., **"Information Needs of Individual Investors",** Journal of Accountancy, (Nov., 1973),
51. Eugene F. Fama, Lawrence Fisher, Michael C. Jensen and Richard Roll, "**The Adjustment of Stock Price to New Information",** International Economic, Vol. 10, no1, (Feb., 1969),
52. Bernnan, M.J. Copeland, T.E, **"Stock Split, Stock Prices and Transaction Cost",** Journal of Financial Economics, Vol. 22, no1, (Oct., 1988),
53. Benartzi.S, Michael R Thaler, R. Weldw W **,"The Nominal Price Puzzle"**, Working Paper, University of Chicago ,USA ,2005,
54. Lkenberry.D, Lakonishok.J, Vermaelen, **"Stock Repurchase In Canada Performance and Strategic Trading",** Journal of Finance, Vol.55, no 5, (Oct., 2000),

55. M.Greenblatt, R Masulis, S.Titman, **"The Evolution Effect of Stock Dividend",** Journal of Financial Economics, Vol.13, no 4, (Dec., 1984),
56. Gorkittisunthorn, M, Jumroenvong, S, Limpaphayom, "**Insider Ownership, Bid ask Spread, and Stock Splits: Evidence from the Exchange of Thailand",** International Review of Financial Analysis, Vol.4, no (4/5), 2006,
57. Ian Ramsy, Asjeet Lamba, **"Share Buy – Backs: An Empirical Investigation"**, Centre for Corporate Law and Securities Regulation, (May. 2000),
58. Dann, Masulis, Mayers, **"Repurchase Tender offers and Earning Information"** Journal of Accounting and Economics, Vol.14, no 3, (Sept., 1991),
59. Asquith, Paul, David W .Mullins, "**Signaling with Dividend, Stock Repurchases and Equity Issues",** Financial Management, Vol.15, no 3, (Aut. 1986),
60. Ross L. Watts, **"Systematic Abnormal Return after Quarterly Earnings Announcements",** Journal of Financial Economics, Vol. 3, no (2-3). (Jun-Sept., 1978),
61. Charest, Guy, **"Dividend Information, Stock Return, and Market Efficiency"**, Journal of Financial Economics, Vol. 6, no (2-3), (Jun-Sept., 1978),
62. Julijana Angelovska**, "investor's behavior in regard to company earnings announcements during the recession period: evidence from the Macedonian stock exchange",** Economic Research, Taylor & Francis Group, Vol.30, no1, 2017,
63. Pemale P. Peterson**, "Event Studies: A Review of Issues and Methodology",** Quarterly Journal of Business &Economics, Vol.28, no 3, (sum. 1989),
64. A bagail MC Williams, Donald Siegel, **"Event Studies in Management Research: Theoretical and Empirical Issues",** The Academy of Management Journal, Vol.40, no 3, (Jun., 1997),
65. Brown, S. J. & Warner, J. B**., "Using Daily Stock Returns: The Case of Event Studies"**. Journal of Financial Economics, Vol. 14, no 1, (Mar., 1985),
66. S.P ,Kothari , Jerold B, Warner **,"Measuring Long – Horizon Security Price Performance"** , Journal of Financial Economics ,Vol. 43,no 3,(Mar.,1997),
67. Bhatt, P., J.K. Sumangala, **"Impact of Earnings per share on Market Value of an equity share: An Empirical study in Indian Capital Market".** Journal of Finance, Accounting and Management, Vol. 3, India, (Jul. 2012),
68. Benjamin Coriat, Olivier Weinstein, **"Les théories de la firme entre contrats et compétences "** Revue d'économie industrielle, n°129-130, 1er et 2ème trimestres, 2010,
69. . A .Craig MacKinlay, "Event Studies in Economics and Finance", Journal of Economic Literature Vol. 35, no.1, (Mar., 1997),

الأطروحات

1. Vijay Shankar Pandey, **Signalling Effect of Dividend Decision on the Market Price of Select Listed Companies**, Doctor of Philosophy in Business Administration, University of Lucknow, 2015
2. Tai-Yuan, Chen , Payout Policy, Signalling, and firm Value, Doctor of Philosophy, The School of Economics, Finance, And Business, Durham University, 2006,

التقارير

1. Bank Negara**, Malaysia Annual Report**, 1995,
2. **Bursa Malaysia,** Annual Report**, 2011,**
3. **Bursa Malaysia,** Annual Report**, 2012,**
4. **Bursa Malaysia,** Annual Report**, 2013,**
5. **Bursa Malaysia,** Annual Report**, 2014,**
6. **Bursa Malaysia,** Annual Report**, 2015,**
7. **Bursa Malaysia,** Annual Report**, 2016,**
8. **Bursa Malaysia,** Annual Report**, 2017,**
9. Bursa Malaysia, **Integrated Annual Report**, 2018,

المواقع الإلكترونية

1. **https://www.saudiexchange.sa/wps/portal/tadawul/knowledge-center/about/CapitalMarket Overview? Locale=ar. See at 02/06/2018**
2. http://www.tadawul.com./ **See at: 2015 /03/ 29**
3. https://www.saudiexchange.sa/wps/portal/tadawul/knowledge-center/about/CapitalMarket **Overview? Locale=ar: See at 12/06/2018**
4. **www.tadawl.com.sa,See at: 22/4/2016**
5. **http://www.min.com.my/bm/html/penerbitan.html /20/04/2014; a 19:30**
6. **http://staf.uum.edu.my le.17/05/2014 ; a 20 :10**
7. **Securities commission Malaysia، available at:www.sc.com.my/legislation 16/03/2014.**

8. **http://www.bursamalaysia.com/xebsite/bm/broducts_and_service. At 05/05/2014.**
9. **http://www.bursamalaysia.com/corporate/about-us/corporate-history/ 15/03/2014**
10. **Securities Commissions, what we do, available at:**
11. **www.sc.com.my/main.asp?pageid=219&menuid=188&newsid=&linkid=&type=09/03/2014;**
12. **Asian bonds online, Malaysia, market structure, overview, available at:**
13. **http://www.asianbondondsonline.adb.org/malaysia/structure/overview.php 16/03/2014;**
14. **Bursa Malaysia, regulatory-approach-philosophy<on line> available at:**
15. **www.bursamalaysia.com/market/regulation/regulatory-approach-philosophy/regulatory-principles/ 09/03/2014**
16. **www.cma.org.sa**
17. www.tadawul.com**.**
18. www.investing.com**.**
19. www.bursamalaysia.com
20. www.malaysiastock.biz

الملاحق

الملحق رقم (1): قيم معاملات نموذج السوق Alpa ,Beta للسوق رأس المال الماليزي

	Years	2011-2012		2013		2014		2015		2016		2017		2018	
	Market Model	Alpha (α)	beta(β)	Alpha (α)	beta(β)	Alpha (α)	beta(β)	Alpha (α)	beta(β)	Alpha (α)	beta(β)	Alpha (α)	beta(β)	Alpha (α)	beta(β)
Firm s Name	Code Coefficients Regression														
AEONCR	5139 (α,β)	0,006798204	0,61670865	0,002298702	0,977368	-0,001651534	1,3904992	-0,00167	1,238261	-0,0002827	0,289319	0,000456	0,842692	-0,000298	0,71299545
BATO	4162 (α,β)	0,000709246	0,962375984	0,000219899	0,945028	0,000803569	0,669603245	-0,00039	0,666893	-0,0006946	1,439531	-0,00058	1,559687	6,154E-05	0,8206724
BURSA	1818 (α,β)	-0,000282993	1,232767117	0,000411019	0,625569	-0,000224516	1,338430676	0,000629	0,252501	0,0002411	0,385743	1,21E-05	0,209052	-0,000101	1,01388827
DIALOG	7277 (α,β)	-0,000407635	0,742767278	0,0003757	1,592875	0,000116371	0,901283357	0,000741	0,976006	-0,000118	0,653873	0,001865	0,738041	*****	*****
DRBHCOM	1619 (α,β)	0,000764271	0,975843411	-8,18759E-05	1,351202	-0,00136601	0,37614368	-0,00054	1,166274	-0,0017971	1,247071	0,00152	1,927726	0,0020471	1,04353861
DLMILK	3026 (α,β)	0,002195164	0,874645036	-0,000301819	0,088594	5,32201E-05	-0,026634922	0,000224	0,092878	0,0009598	0,059332	0,000434	0,120498	*****	*****
GAMUDA	5398 (α,β)	8,18381E-06	1,361262679	0,001315751	1,71366	-0,00065376	1,618640537	0,000394	0,754688	0,0002014	0,751606	0,000244	1,062849	-0,002424	1,84800182
GINP	2291 (α,β)	0,001394444	0,667225898	-0,000446627	1,225153	*****	*****	0,000101	0,527654	0,0008372	0,740367	0,000139	0,529073	-0,000495	0,17122635
OSK	5053 (α,β)	0,004123402	0,637448951	9,9974E-05	0,825831	-0,000895242	0,759313428	0,001349	1,657903	-0,0031099	0,562475	-0,00013	0,629792	-0,000398	0,62292641
SPSETIA	8664 (α,β)	0,002057313	1,036232372	-0,000571668	0,847488	-0,000789785	0,673124164	0,000108	0,368028	-0,0002098	0,326298	0,000384	0,609406	-0,000223	1,54215653
AMMB	1015 (α,β)	0,000167997	0,874023466	0,000535023	0,99256	-0,000218223	0,482710943	-0,00044	0,800395	-0,0001731	1,343804	0,000504	1,74448	-0,000743	1,48824846
AXIA	6888 (α,β)	0,000045996	0,92616655	0,000595462	1,732108	-0,000136701	0,468959627	-2,3E-05	0,589451	-0,0006449	0,948	-0,0009	2,532275	-0,00014	1,23694424
CIMB	1023 (α,β)	-0,000979101	1,107501662	-0,0005997	1,198817	-0,00117301	1,397933742	-0,00074	1,385125	-0,0008881	1,635161	0,000687	1,73446	0,0001437	1,90376692
DOSM	6947 (α,β)	0,001595594	0,661234063	-0,000280798	1,529685	0,000638472	0,780745404	0,000698	0,728232	-0,0006324	0,980517	2,42E-05	0,714781	-0,000517	1,14887634
GENM	4715 (α,β)	0,000117275	1,106024539	0,000147369	1,66028	-0,000376297	1,57762003	-5,97E-06	1,147145	0,0004546	1,511467	0,00078	1,623335	-0,000996	1,62911617
GENT	3182 (α,β)	-0,000310076	1,537792224	0,000514613	0,9879	-0,000112837	1,106789052	-0,00048	1,240875	0,0011155	1,868264	0,000335	1,833625	-0,000631	1,22331629
HAPS	3034 (α,β)	0,000463294	0,896746509	0,000346037	0,686978	0,002016252	0,793214452	0,00086	0,625938	0,0023976	0,459135	0,000871	0,340087	0,0003187	0,80445257
HLBB	5819 (α,β)	0,000798052	0,870080976	-0,000483612	0,728211	0,000206811	0,313834634	-0,00014	0,538254	-0,0001488	0,444544	0,000947	0,717015	*****	*****
HLCB	1082 (α,β)	-0,000037841	1,119451697	0,001014709	1,238986	-0,000389803	1,453939097	-0,00036	1,048452	0,0004398	0,897915	5,54E-05	1,111495	0,000326	1,71079194
KLKK	2445 (α,β)	-0,000897126	1,086139988	0,000351419	0,783911	-0,000416867	1,578087853	0,000535	0,844518	3,084E-05	0,334811	2,07E-05	0,428222	*****	*****
MAXIS MXSC	6012 (α,β)	0,000820456	0,214286459	-7,55674E-05	0,696354	-0,000203717	0,63207541	0,000618	0,708655	-4,368E-05	0,37648	1,55E-05	0,724485	-0,000561	1,22184715
MBBM	1155 (α,β)	-2,56147E-05	1,056934775	0,000314496	0,794031	-0,000622616	0,869927318	-0,00023	1,029005	-7,088E-05	1,005643	0,000425	1,330361	0,0005308	0,66751042
PCGB	5183 (α,β)	-0,000377972	1,36430054	-0,0003119	0,849633	4,48008E-05	1,034157689	-0,00108	1,934374	0,0012142	1,191083	0,00039	0,77197	0,0006344	0,2769144
PEPT	4065 (α,β)	8,47055E-05	0,852298383	-0,001787471	1,079703	0,000643146	1,248506104	7,24E-05	1,231619	0,0005958	0,793042	-1E-04	0,887475	0,0002005	0,19419832
PETR	5681 (α,β)	0,001147682	0,549627992	0,000448181	0,926267	0,001101479	1,071542214	-0,00172	1,419704	0,0019045	0,569595	-0,00011	0,179362	6,134E-05	0,4888521
PGAS	6033 (α,β)	0,001374652	0,563405758	-0,000232872	1,21873	0,00051861	1,348136198	0,00023	1,154509	-4,192E-05	0,762419	-0,00129	0,437262	-0,000454	1,61400167
PUMB	1295 (α,β)	0,00061374	0,48154584	0,000816484	0,531537	0,000781637	0,510543696	-0,00032	0,660675	0,0001069	0,654825	0,000201	0,418736	0,0002915	0,65908369
SIME	(α,β)	-3,29348E-05	0,845911936	7,77128E-05	0,40345	0,000295264	0,550597093	-9,6E-05	1,370445	0,0002349	1,445677	-8,5E-05	0,536383	*****	*****
TENA	5347 (α,β)	6,24087E-05	1,385463747	0,001044759	1,15082	0,000722505	0,675209348	-0,00051	0,962881	0,0004884	0,46558	0,000502	0,44212	0,0005072	0,61988609
TM	4863 (α,β)	0,001379469	0,851382855	-0,00051013	0,980235	0,000393491	0,870956644	0,001144	0,754562	6,628E-05	0,642401	-0,00071	0,480792	-0,000688	1,00896909

***** No Announcement

من اعداد الباحث مخرجات البرنامج Exel /13

الملحق رقم (2): متوسط العوائد غير العادية والمتراكمة للتوزيعات المتزايدة لسوق رأس المال الماليزي

Dividend increase 89 announcement

EW	-10	-9	-8	-7	-6	-5	-4	-3	-2	-1	0	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
ARJAMMB[]%	0,78%	0,23%	-0,14%	-0,27%	0,24%	-0,38%	-0,50%	-0,17%	-0,15%	-0,24%	0,35%	0,02%	-0,15%	0,43%	-0,07%	-0,26%	-0,29%	-0,06%	-0,23%	-0,26%	-0,88%
ARJAXIA[]%	-0,11%	0,13%	-0,48%	0,03%	-0,06%	0,46%	-0,47%	-0,29%	0,36%	-0,02%	0,69%	-0,17%	-0,51%	0,14%	0,29%	0,17%	-0,15%	0,14%	0,18%	0,40%	0,54%
ARJCIME[]%	-0,68%	1,96%	0,30%	0,18%	0,04%	0,13%	-0,27%	-0,36%	-0,73%	-1,45%	1,21%	0,12%	-0,40%	-0,03%	1,60%	1,76%	-0,75%	-0,33%	0,53%	-0,22%	0,42%
ARJGENM[]%	0,46%	-0,30%	0,56%	1,11%	0,72%	-0,07%	-0,82%	0,16%	-1,70%	-1,44%	0,30%	-0,28%	-0,70%	-0,91%	-1,81%	1,96%	0,00%	-1,04%	1,39%	-1,71%	0,50%
ARJHAPS[]%	-1,25%	0,09%	-0,19%	3,72%	-0,14%	-1,54%	-0,38%	-0,08%	-1,51%	0,54%	-0,27%	0,80%	0,17%	0,46%	-1,13%	-0,22%	0,19%	-1,14%	-0,52%	-2,50%	0,73%
ARJHLBB[]%	-0,69%	-0,39%	1,00%	0,02%	0,53%	-1,17%	-0,12%	0,22%	0,20%	-0,43%	-0,49%	0,73%	0,04%	1,46%	0,65%	-0,24%	0,13%	0,85%	-0,68%	0,58%	-0,75%
ARJMBBM[]%	0,30%	-0,07%	-0,30%	-0,29%	0,32%	0,05%	-0,16%	-0,27%	-0,12%	0,26%	-0,36%	0,51%	-0,19%	0,43%	0,65%	0,22%	0,20%	0,09%	-1,90%	-0,30%	0,14%
ARJSIME[]%	-0,05%	-0,33%	-0,04%	0,09%	0,12%	-0,12%	-0,07%	0,28%	0,01%	0,06%	0,08%	0,08%	-0,50%	-0,01%	0,57%	0,88%	-0,03%	0,19%	0,46%	-0,48%	-0,15%
ARJAMMB[]%	1,13%	0,85%	-0,47%	1,00%	-0,43%	0,28%	0,06%	-0,47%	0,24%	-0,32%	0,15%	-0,20%	-0,86%	-0,06%	2,87%	-0,40%	-1,63%	0,92%	0,74%	0,02%	-1,33%
ARJCIME[]%	0,16%	-1,12%	0,18%	0,59%	0,52%	0,47%	0,46%	0,26%	0,07%	0,62%	0,37%	3,47%	-0,93%	-0,03%	-0,31%	-0,27%	1,21%	-0,03%	-1,63%	0,76%	0,81%
ARJGENM[]%	-1,10%	1,04%	0,60%	-0,69%	0,35%	-0,23%	-1,04%	1,50%	-0,67%	-0,35%	0,42%	-1,58%	-2,33%	0,99%	1,23%	-1,21%	-0,32%	0,74%	1,25%	-1,79%	1,60%
ARJHAPS[]%	-0,44%	-1,26%	0,75%	0,17%	0,78%	1,38%	1,26%	0,08%	-0,97%	0,06%	1,22%	1,85%	1,05%	-0,74%	0,65%	-1,35%	-0,27%	1,15%	0,41%	-2,04%	1,94%
ARJHLBB[]%	0,83%	-0,83%	1,62%	-0,13%	-0,31%	-0,43%	0,91%	-1,01%	-0,26%	-0,03%	-0,36%	0,03%	1,43%	0,72%	-0,17%	0,04%	0,02%	-2,43%	2,67%	0,35%	-0,61%
ARJHLCB[]%	-0,08%	1,30%	0,19%	0,27%	-0,15%	-0,57%	0,73%	-0,63%	-1,09%	-0,16%	0,58%	-1,30%	-2,07%	-0,39%	1,29%	-1,62%	0,77%	-0,53%	-0,17%	-1,64%	-2,34%
ARJPCGB[]%	0,11%	0,77%	0,07%	-0,26%	0,13%	-0,20%	0,03%	0,01%	-0,12%	0,77%	-0,38%	-0,06%	0,35%	0,17%	-0,22%	0,65%	-0,99%	-1,47%	0,47%	0,11%	0,03%
ARJPETR[]%	0,02%	-0,01%	-0,36%	-0,73%	-0,46%	1,49%	-0,23%	0,44%	0,11%	-0,12%	0,62%	1,95%	-0,26%	0,65%	-0,04%	-0,73%	-2,16%	1,34%	0,12%	-0,34%	-0,84%
ARJPUMB[]%	-0,18%	-0,89%	-1,12%	0,34%	-0,27%	-0,34%	-0,54%	-0,08%	0,21%	0,47%	0,80%	0,38%	-3,06%	0,46%	0,06%	0,08%	-0,18%	-0,28%	-0,02%	-1,40%	-0,08%
ARJPGAS[]%	0,07%	0,07%	-0,83%	-0,44%	0,63%	-0,13%	0,78%	0,12%	0,88%	0,33%	-0,32%	0,27%	0,25%	0,40%	-0,33%	1,18%	-0,26%	1,74%	-0,85%	-1,84%	-1,10%
ARJSIME[]%	0,09%	-0,32%	0,09%	-0,13%	-0,56%	-1,10%	0,03%	0,16%	0,29%	0,47%	0,22%	-0,74%	0,06%	-0,16%	-0,40%	0,07%	-0,08%	0,73%	-2,63%	0,58%	0,55%
ARJTLAM[]%	-0,51%	0,19%	0,29%	-0,41%	-0,16%	-0,13%	0,04%	0,09%	-0,27%	0,26%	0,35%	0,54%	-0,09%	-0,47%	0,37%	-0,04%	0,05%	-0,15%	0,05%	-0,17%	0,29%
ARJAMMB[]%	0,12%	-0,29%	0,12%	-0,03%	0,53%	-0,27%	-0,29%	-0,19%	-0,27%	-1,24%	0,16%	-0,15%	-0,66%	0,52%	2,72%	-0,14%	-0,08%	-0,05%	0,17%	0,20%	-0,01%
ARJOSOM[]%	-0,34%	0,56%	0,22%	-0,08%	-0,85%	-0,54%	0,46%	-0,40%	0,66%	0,59%	0,30%	0,34%	0,34%	2,21%	-0,14%	0,47%	0,12%	-0,24%	0,56%	-0,76%	-0,04%
ARJHAPS[]%	-0,44%	-0,23%	-0,35%	-0,36%	0,05%	0,29%	-0,12%	0,37%	0,07%	-0,40%	0,58%	0,22%	-5,38%	3,82%	0,40%	0,43%	0,27%	0,07%	-0,24%	1,44%	0,95%
ARJHLCB[]%	-0,49%	-0,23%	0,94%	-0,13%	1,77%	2,78%	-0,14%	-0,23%	-0,63%	-0,72%	0,23%	0,77%	0,50%	-0,69%	0,19%	0,56%	-0,48%	-2,22%	1,54%	1,29%	0,61%
ARJKLKK[]%	2,24%	1,37%	-0,24%	-0,19%	0,55%	1,16%	0,86%	-1,25%	-0,46%	3,79%	-3,27%	-2,56%	0,38%	0,06%	-0,81%	-0,27%	1,27%	0,38%	3,56%	-1,26%	1,07%
ARJPEPT[]%	-0,09%	1,18%	1,35%	-1,48%	1,19%	0,86%	-0,42%	-0,41%	1,32%	0,30%	-3,03%	0,56%	-0,06%	2,52%	1,12%	-1,19%	-0,95%	0,36%	0,49%	-0,45%	0,14%
ARJPGAS[]%	1,07%	-0,70%	-0,20%	0,59%	-0,86%	1,73%	0,55%	1,57%	-3,34%	-1,51%	0,71%	0,37%	-0,41%	0,45%	0,11%	-0,56%	0,07%	-0,43%	-0,46%	0,21%	-0,55%
ARJSIME[]%	-0,18%	-0,12%	0,24%	0,50%	0,13%	-0,73%	1,07%	-0,66%	-0,16%	-0,28%	-0,14%	0,23%	0,14%	-1,22%	1,22%	0,10%	1,73%	-1,49%	-3,02%	0,06%	3,45%
ARJTENA[]%	-2,79%	0,21%	0,56%	0,03%	2,55%	0,69%	0,00%	0,20%	0,22%	0,44%	1,47%	0,42%	2,61%	-0,94%	1,19%	-1,00%	-0,44%	0,10%	-0,36%	-1,16%	-3,97%
ARJTLAM[]%	-0,44%	0,33%	1,37%	-0,87%	1,87%	-0,41%	-0,29%	-0,52%	0,45%	-0,97%	1,59%	-0,66%	1,79%	0,73%	1,37%	1,80%	-0,98%	0,15%	-3,80%	-0,41%	1,87%
ARJGENT[]%	4,48%	0,04%	-0,14%	-1,06%	0,47%	0,35%	0,75%	-2,03%	2,28%	1,37%	-0,63%	-0,80%	-0,82%	-0,05%	3,76%	1,17%	-3,51%	0,38%	0,43%	-0,76%	1,08%
ARJMBBM[]%	0,19%	0,16%	0,38%	0,35%	0,41%	0,08%	-0,21%	0,37%	-0,55%	-0,96%	1,00%	-0,58%	-0,43%	0,76%	0,56%	-0,24%	-0,55%	0,36%	-2,02%	0,94%	-0,45%
ARJPETR[]%	2,05%	0,63%	1,94%	-0,21%	0,39%	0,61%	3,92%	-0,13%	-0,44%	-1,96%	-5,14%	3,45%	2,17%	2,36%	1,43%	-0,38%	-0,34%	0,61%	-0,97%	5,08%	0,28%
ARJPUMB[]%	0,83%	-0,83%	0,16%	0,92%	-0,17%	0,12%	0,41%	0,21%	0,40%	0,44%	0,46%	1,51%	0,09%	0,05%	-0,70%	0,18%	-0,30%	-0,26%	-0,01%	-1,18%	-0,02%
ARJCIME[]%	2,06%	-0,39%	-0,14%	-2,86%	2,56%	-1,08%	0,62%	0,02%	0,96%	-0,46%	-0,49%	1,21%	0,06%	2,59%	0,49%	-2,15%	1,15%	0,52%	-0,90%	-0,67%	-0,42%
ARJTENA[]%	-0,42%	0,65%	-0,12%	-0,42%	-0,29%	-0,19%	0,47%	-0,25%	-0,45%	0,74%	-0,02%	0,04%	-0,85%	0,60%	-0,08%	-0,58%	0,57%	-0,79%	-0,71%	0,17%	-0,97%
ARJGENM[]%	0,98%	1,51%	-1,81%	0,20%	-0,97%	2,24%	-1,15%	0,49%	-0,03%	0,47%	-2,16%	2,21%	-2,07%	0,12%	-0,41%	0,64%	-0,13%	-0,07%	0,40%	-0,61%	0,70%
ARJGENT[]%	-0,71%	2,92%	-2,38%	3,07%	0,24%	-1,10%	-1,98%	-1,67%	-2,39%	-0,45%	0,66%	-0,52%	0,10%	0,14%	-1,64%	0,79%	-1,47%	1,80%	3,55%	-1,50%	-0,05%
ARJHAPS[]%	-0,15%	-0,23%	0,37%	-0,47%	-0,35%	-0,49%	-0,18%	0,22%	-0,32%	-0,31%	0,08%	1,98%	-1,05%	0,01%	-0,13%	-0,75%	0,36%	-0,80%	-0,13%	-0,25%	-0,35%
ARJKLKK[]%	-0,03%	1,07%	-1,09%	0,03%	-0,27%	-0,77%	-0,70%	1,31%	-0,23%	0,39%	0,99%	-0,07%	-0,36%	-0,33%	-0,05%	-0,02%	0,12%	1,45%	-0,53%	-0,38%	0,16%
ARJPCGB[]%	-0,82%	0,60%	0,20%	-0,97%	0,30%	1,95%	-3,14%	-0,24%	-0,18%	0,47%	0,11%	0,53%	-2,39%	-1,67%	0,06%	-0,54%	-0,09%	0,37%	0,44%	-2,37%	0,73%
ARJPEPT[]%	-0,30%	0,02%	-1,42%	1,25%	0,33%	-0,07%	0,46%	-1,06%	1,69%	-1,39%	1,20%	-0,02%	-0,20%	-0,52%	0,94%	0,23%	0,30%	0,41%	0,62%	-1,48%	1,63%
ARJPUMB[]%	-0,43%	-0,06%	0,19%	-0,83%	0,90%	-0,40%	0,01%	0,20%	-0,47%	0,24%	0,99%	-0,41%	0,09%	0,38%	0,12%	0,00%	-0,58%	-0,61%	0,12%	-1,71%	0,41%
ARJSIME[]%	0,55%	0,20%	-0,02%	-0,20%	0,38%	0,90%	0,40%	0,36%	0,40%	-1,48%	1,58%	1,60%	0,70%	0,01%	-0,33%	0,06%	0,02%	1,11%	-2,74%	1,79%	-0,63%
ARJAMMB[]%	0,38%	-0,62%	0,18%	1,62%	-0,40%	0,75%	1,04%	-0,23%	-2,60%	-1,45%	0,35%	0,50%	2,32%	0,20%	1,55%	-2,63%	1,39%	0,23%	-0,04%	-0,07%	1,49%
ARJCIME[]%	0,26%	1,05%	2,60%	-0,38%	-1,22%	0,93%	-0,27%	0,05%	0,25%	-0,66%	2,22%	0,20%	-0,49%	-0,59%	-0,32%	0,06%	0,41%	0,01%	-2,08%	0,69%	0,58%
ARJGENM[]%	3,62%	1,56%	-4,27%	-0,22%	-0,07%	0,32%	-0,09%	-1,06%	2,47%	-1,65%	0,83%	-0,24%	-1,59%	-0,87%	1,77%	0,40%	-0,64%	0,09%	0,81%	1,96%	-2,66%
ARJGENT[]%	0,36%	1,92%	0,30%	1,12%	0,85%	-1,87%	-0,21%	-0,56%	0,68%	0,47%	-0,13%	-0,02%	0,06%	0,90%	1,71%	0,72%	0,25%	-1,49%	-0,07%	-0,89%	0,12%
ARJHLBB[]%	0,06%	0,09%	-0,29%	0,01%	-0,44%	0,66%	0,01%	-0,65%	0,05%	-0,04%	-0,48%	0,64%	-0,06%	-0,29%	-0,18%	0,02%	-0,29%	-0,10%	0,66%	0,06%	-0,59%
ARJMBBM[]%	0,24%	0,46%	0,01%	0,13%	-0,67%	0,18%	0,40%	0,51%	-0,33%	0,19%	0,09%	2,38%	-1,10%	0,90%	0,67%	0,37%	-0,62%	0,30%	-3,07%	0,74%	0,52%
ARJPCGB[]%	-0,43%	1,78%	-0,89%	-0,02%	-0,52%	-0,41%	-0,39%	0,20%	1,31%	2,70%	-0,53%	-1,77%	0,44%	0,12%	0,78%	-1,32%	-0,72%	0,47%	1,88%	-1,04%	-0,49%
ARJPETR[]%	-0,06%	0,04%	2,48%	-0,18%	0,89%	-0,96%	-0,50%	0,12%	0,09%	1,13%	0,07%	-0,09%	0,38%	0,16%	0,72%	0,09%	1,93%	0,46%	-0,07%	-2,98%	-0,25%
ARJPGAS[]%	2,00%	-1,26%	1,60%	1,34%	0,89%	-2,17%	-0,43%	-0,26%	3,26%	-2,60%	-0,05%	6,17%	-3,16%	0,13%	0,10%	4,17%	-2,81%	-0,07%	0,06%	-0,87%	-1,59%
ARJTENA[]%	-0,76%	-0,27%	0,80%	-0,12%	0,06%	-0,60%	0,05%	0,22%	0,08%	-0,14%	0,03%	-0,11%	-0,12%	0,01%	0,05%	1,23%	-0,58%	3,15%	0,01%	0,72%	0,29%
ARJTLAM[]%	-0,03%	0,25%	1,94%	0,08%	0,43%	0,05%	-0,19%	0,23%	0,10%	0,08%	-0,46%	-0,32%	0,41%	0,20%	0,73%	0,28%	0,21%	0,44%	0,34%	-0,44%	0,64%
ARJAXIA[]%	-0,51%	-0,59%	-9,88%	-0,96%	3,62%	-2,04%	1,43%	1,07%	-0,19%	0,10%	0,47%	3,67%	-0,81%	0,32%	3,65%	0,41%	0,68%	-0,49%	-5,41%	-0,47%	1,11%
ARJOSOM[]%	-0,17%	0,58%	-0,99%	-1,72%	-1,68%	2,51%	0,15%	-0,43%	-0,72%	-0,84%	-0,08%	0,76%	2,15%	-1,39%	0,83%	-2,08%	-0,38%	0,08%	1,78%	1,81%	0,67%
ARJHLCB[]%	0,38%	-0,22%	0,63%	-0,25%	-1,73%	2,57%	3,23%	2,68%	-1,60%	0,55%	3,72%	0,01%	-3,38%	0,09%	3,42%	1,05%	-2,28%	0,99%	-2,24%	-0,06%	-0,50%
ARJPCGB[]%	0,19%	0,29%	-0,56%	-0,48%	0,73%	-0,47%	-0,11%	1,16%	0,13%	-0,35%	-0,04%	0,40%	-0,39%	-0,16%	-0,78%	0,64%	-0,21%	-0,01%	0,01%	-1,47%	-0,02%
ARJPEPT[]%	-0,39%	0,30%	-0,06%	0,24%	0,45%	0,52%	-0,44%	-0,09%	0,22%	2,46%	-2,50%	1,97%	0,03%	0,23%	-0,08%	-0,80%	0,41%	0,49%	0,68%	0,28%	0,60%
ARJPGAS[]%	-1,04%	-1,44%	3,76%	-2,24%	0,80%	0,23%	-0,55%	-1,54%	0,24%	-1,06%	2,32%	0,38%	0,57%	0,79%	1,94%	3,51%	-0,92%	0,76%	1,37%	0,73%	-0,62%
ARJPUMB[]%	1,23%	0,05%	-0,15%	0,24%	0,23%	-0,01%	-1,06%	-0,07%	0,47%	0,17%	0,71%	2,08%	0,46%	0,00%	0,51%	-0,19%	0,05%	0,10%	0,20%	0,08%	0,17%
AR [QIMP]%	-0,13%	-0,70%	0,36%	-0,15%	1,46%	-0,17%	-0,47%	-1,50%	1,05%	-0,77%	-0,05%	-0,20%	-0,63%	-0,76%	-0,19%	-0,95%	-0,77%	-0,42%	-0,48%	0,05%	-1,31%
AR [DLMKLK]%	0,93%	-0,08%	0,48%	-2,63%	0,54%	1,51%	-0,06%	-0,07%	-1,51%	-3,39%	-2,02%	3,30%	1,76%	1,84%	1,30%	1,35%	-0,51%	-0,52%	-0,71%	-3,73%	-1,08%
ARJBATO]%	-0,32%	-0,30%	0,22%	0,05%	0,06%	4,16%	-1,08%	-0,35%	0,66%	-0,04%	1,54%	-0,25%	-0,60%	-0,14%	-0,93%	-1,63%	-0,60%	-2,09%	0,74%	-2,19%	0,04%
AR [DIALOG]P	-0,20%	0,14%	-0,01%	-0,34%	-0,28%	-0,59%	0,85%	-0,18%	0,75%	-0,93%	-0,90%	0,44%	-0,05%	1,81%	-0,49%	1,33%	1,80%	1,24%	1,26%	-0,96%	-1,18%
AR [DRBHCOB	-1,17%	0,11%	-0,26%	3,76%	3,35%	0,34%	-0,69%	0,79%	0,33%	0,27%	-1,31%	0,44%	-0,63%	-2,26%	1,56%	2,93%	-2,74%	1,59%	-1,72%	-0,67%	-1,76%
AR [BURSA]%	-0,49%	0,99%	0,08%	-0,12%	0,48%	-0,37%	-0,35%	-0,09%	-0,07%	0,26%	-0,86%	0,27%	0,17%	-0,27%	2,15%	1,17%	0,28%	-0,63%	0,01%	-1,25%	-1,31%
ARJBATO]%	-2,74%	1,27%	-0,27%	-0,60%	-0,50%	0,07%	0,09%	0,38%	-0,82%	-0,28%	-0,18%	0,75%	-0,94%	-0,36%	-0,73%	-0,34%	0,43%	1,11%	-0,29%	0,71%	-0,26%
AR [OSK]%	-0,63%	-0,32%	0,90%	-1,34%	0,54%	1,87%	1,42%	-0,84%	-0,42%	0,65%	0,31%	-0,22%	1,05%	0,03%	0,19%	-2,22%	0,91%	-1,42%	-0,33%	0,11%	-0,49%
AR [DIALOG]P	-0,20%	-0,66%	0,09%	0,14%	-1,65%	-0,30%	-0,12%	-0,97%	-1,18%	0,08%	-0,83%	-1,26%	-0,93%	2,38%	-1,09%	-0,52%	1,84%	5,53%	2,23%	-0,01%	0,79%
AR [BURSA]%	0,12%	-1,19%	-0,84%	0,32%	-0,15%	0,41%	-0,59%	0,44%	-0,61%	-0,23%	-1,32%	-0,68%	1,77%	0,16%	-0,04%	-0,68%	1,56%	0,50%	-1,92%	0,89%	-0,13%
ARJBATO]%	-0,10%	-3,29%	0,04%	-1,49%	-1,03%	0,99%	-0,63%	-1,13%	3,73%	-2,83%	2,50%	-0,26%	-1,11%	1,22%	-0,62%	1,04%	1,87%	-0,17%	-0,45%	-1,68%	0,25%
AR [OSK]%	3,21%	-1,24%	-0,67%	-1,01%	-0,82%	0,91%	-1,98%	0,69%	0,22%	-0,05%	0,69%	0,45%	-0,07%	0,83%	-0,52%	0,59%	1,95%	1,37%	-0,17%	0,52%	0,60%
AR [BURSA]%	-0,35%	0,19%	-1,42%	-0,03%	0,53%	1,52%	-1,35%	-0,01%	1,03%	0,36%	-0,12%	-0,48%	0,33%	-0,20%	0,15%	1,89%	-1,44%	-0,07%	0,01%	1,03%	-0,17%
AR [DIALOG]P	0,32%	-2,07%	-0,15%	-0,81%	-0,89%	0,47%	1,29%	-0,81%	-0,58%	1,45%	-0,45%	-0,12%	1,14%	-0,17%	-0,62%	1,90%	-0,87%	0,07%	-0,85%	-1,14%	0,52%
AR [SPSETIA]P	0,01%	-0,38%	-0,42%	-1,82%	-0,21%	-0,25%	1,79%	0,86%	-1,93%	0,94%	-1,15%	2,10%	0,89%	-0,96%	-5,85%	1,11%	-0,07%	1,19%	-5,13%	0,18%	-0,15%
AR [QIMP]%	-0,06%	1,93%	1,08%	1,02%	-0,01%	0,75%	-0,57%	-0,67%	-0,60%	0,83%	0,08%	0,24%	-0,02%	-0,15%	-0,03%	0,14%	-0,62%	0,62%	-0,14%	-0,17%	0,18%
AR [OSK]%	0,40%	-0,33%	0,06%	-0,61%	1,96%	0,33%	0,72%	-1,16%	-0,32%	1,15%	1,17%	1,31%	-0,35%	-0,07%	-1,20%	0,80%	0,92%	-1,60%	0,27%	-1,31%	0,43%
AR [DIALOG]P	-0,19%	3,24%	0,43%	-1,87%	-0,24%	-0,61%	2,83%	0,02%	1,31%	-2,01%	0,49%	0,59%	-2,33%	3,09%	-0,28%	-0,17%	-0,02%	-2,72%	-1,09%	0,21%	-0,10%
AR [DRBHCOB	0,44%	0,08%	-1,15%	-0,12%	0,52%	-0,40%	1,76%	-0,70%	-1,68%	0,07%	0,63%	-2,36%	0,46%	3,96%	0,11%	-3,19%	0,90%	-1,43%	2,40%	1,03%	-1,43%
AR [BURSA]%	1,11%	-0,67%	0,34%	0,58%	0,07%	-1,03%	-1,27%	1,65%	0,39%	-0,37%	0,95%	1,13%	-0,23%	0,27%	0,13%	-0,15%	0,96%	-0,23%	0,10%	-2,40%	-0,33%
AR [QIMP]%	0,16%	2,04%	0,04%	-0,03%	-0,04%	-0,05%	0,16%	0,10%	0,03%	0,09%	0,06%	-0,02%	-0,88%	0,12%	0,37%	0,85%	-1,92%	0,93%	-1,04%	-0,03%	0,02%
AR [BURSA]%	-1,41%	1,02%	0,30%	-0,23%	0,29%	0,33%	-0,14%	-0,67%	0,62%	-0,99%	-0,54%	0,85%	-0,26%	-0,56%	-0,14%	0,98%	-0,29%	0,60%	0,22%	-0,49%	-0,53%
ARJAEONCR]%	-0,52%	-2,21%	-0,20%	-0,93%	-0,91%	-0,29%	-0,75%	-0,46%	-0,63%	-1,74%	-0,32%	4,59%	4,47%	3,12%	-1,05%	0,39%	-0,10%	5,65%	1,66%	-0,93%	-1,75%
ARJAEONCR]P	0,34%	0,51%	2,03%	1,81%	2,26%	-1,54%	-1,13%	0,52%	3,11%	2,55%	0,04%	-4,15%	-3,65%	2,95%	-3,37%	-0,17%	0,19%	1,36%	-1,47%	-0,69%	0,14%
ARJAEONCR]P	0,53%	-0,79%	0,09%	-0,31%	0,27%	-0,09%	-1,50%	0,68%	0,25%	-0,01%	0,10%	4,00%	-0,67%	-1,28%	-0,10%	0,10%	0,32%	1,17%	0,56%	-2,15%	-0,05%
ARJAEONCR]P	0,36%	0,77%	0,58%	0,98%	0,51%	3,28%	-1,11%	3,78%	-1,06%	2,43%	-0,02%	0,61%	0,70%	1,43%	0,42%	0,37%	0,47%	0,31%	1,82%	-2,48%	1,98%
ARJAEONCR]P	-0,89%	0,13%	-1,41%	0,24%	-0,67%	1,77%	1,55%	0,03%	-2,06%	0,22%	2,34%	-0,19%	0,00%	-0,05%	1,31%	0,24%	3,34%	1,53%	-1,17%	1,78%	2,98%
AART	0,11%	0,13%	-0,01%	-0,07%	0,23%	0,21%	0,02%	-0,02%	-0,03%	-0,08%	0,11%	0,49%	-0,22%	0,36%	0,28%	0,14%	-0,05%	0,23%	-0,17%	-0,37%	0,01%
CAR:	0,11%	0,24%	0,23%	0,16%	0,39%	0,60%	0,62%	0,60%	0,57%	0,49%	0,60%	1,09%	0,87%	1,23%	1,51%	1,65%	1,59%	1,82%	1,65%	1,28%	1,29%
CAART	0,11%	0,24%	0,23%	0,16%	0,39%	0,60%	0,62%	0,60%	0,57%	0,49%	0,60%	1,09%	0,87%	1,23%	1,51%	1,65%	1,59%	1,82%	1,65%	1,28%	1,29%
ECARTYPE	0,011	0,01	0,0149	0,0107	0,0096	0,011	0,01	0,009	0,012	0,0115	0,0123	0,0149	0,014	0,011	0,013	0,0118	0,011	0,013	0,015	0,013	0,011
std err	0,001	0,001	0,0016	0,0011	0,001	0,001	0,001	9E-04	0,001	0,0012	0,0013	0,0016	0,001	0,001	0,001	0,0013	0,001	0,001	0,002	0,001	0,001
T-VALUE	0,961	1,192	-0,0408	-0,629	2,2424	1,768	0,186	-0,261	-0,258	-0,632	0,8415	3,0959	-1,467	2,961	1,978	1,1076	-0,467	1,682	-1,047	-2,705	0,043

من اعداد الباحث مخرجات البرنامج Exel /13

الملحق رقم (3): متوسط العوائد غير العادية والمتراكمة للتوزيعات المتناقصة لسوق رأس المال الماليزي

Dividend Decrease 63 Announcement

EW	-10	-9	-8	-7	-6	-5	-4	-3	-2	-1	0	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
AR[DSOM]%	-0,15%	-0,33%	0,02%	-0,18%	0,15%	-0,02%	-0,07%	-0,22%	0,43%	-0,10%	0,73%	2,35%	-0,89%	0,47%	-0,66%	0,30%	-0,24%	0,10%	-0,40%	-0,41%	-0,29%
AR[KLKK]%	-0,72%	0,64%	0,00%	0,48%	-0,01%	-0,92%	0,87%	-0,04%	-0,19%	-0,07%	0,07%	0,48%	0,67%	0,72%	0,75%	-0,28%	0,04%	-0,53%	0,52%	0,17%	-0,33%
AR[PCGB]%	1,64%	-0,13%	0,29%	0,01%	0,16%	-0,36%	-0,22%	-0,49%	0,89%	-0,94%	-0,15%	0,53%	-0,23%	-0,10%	0,83%	-0,12%	1,45%	0,25%	0,30%	-0,69%	0,12%
AR[PEPT]%	0,25%	0,58%	-0,60%	-0,20%	-0,30%	-2,67%	-0,96%	0,82%	-0,49%	0,00%	0,46%	0,25%	-2,54%	-0,30%	-0,52%	0,09%	0,76%	-0,16%	-0,19%	-0,09%	1,03%
AR[PGAS]%	-0,05%	-0,57%	-0,59%	0,25%	-0,16%	-0,08%	-0,06%	-0,09%	-0,47%	0,30%	0,27%	0,50%	0,15%	-0,03%	-0,62%	0,76%	-1,18%	0,16%	-0,17%	-0,42%	-0,16%
AR[PUMB]%	-0,32%	-0,13%	0,23%	-0,09%	0,46%	0,11%	0,05%	0,18%	0,41%	0,33%	0,77%	-0,16%	0,92%	0,03%	0,94%	-0,44%	0,34%	-0,53%	0,13%	-1,49%	-0,60%
AR[TENA]%	0,70%	0,72%	-0,20%	-0,15%	0,29%	0,64%	-0,09%	0,65%	-0,51%	0,10%	0,08%	0,21%	1,27%	0,25%	-0,30%	-0,36%	0,13%	0,15%	0,26%	-0,68%	1,08%
AR[TLMM]%	0,30%	-0,23%	0,48%	-0,34%	0,50%	0,25%	-0,22%	-0,23%	0,46%	-0,06%	-0,16%	-0,24%	0,35%	-0,07%	-0,28%	-0,60%	0,70%	-0,68%	0,53%	-0,18%	0,04%
AR[DSOM]%	-0,19%	-0,33%	-0,15%	1,05%	0,10%	-0,45%	-0,97%	0,26%	0,03%	-0,01%	-0,01%	-2,79%	0,12%	0,22%	0,56%	0,41%	-0,01%	1,59%	-3,74%	-2,48%	0,28%
AR[KLKK]%	0,33%	0,50%	-0,03%	-0,02%	-0,31%	-0,01%	-0,02%	0,49%	1,57%	3,71%	-2,66%	-0,36%	-0,87%	0,32%	0,04%	0,45%	1,91%	0,15%	-1,49%	-0,30%	-1,17%
AR[MBBM]%	-0,45%	-0,38%	0,32%	0,06%	0,14%	2,61%	-0,62%	-0,14%	-0,10%	-0,85%	0,05%	0,21%	-0,16%	-0,41%	0,39%	0,49%	0,67%	-0,15%	-0,25%	-1,94%	-0,05%
AR[HLBB]%	-0,67%	0,67%	0,62%	0,04%	-0,63%	-0,73%	-0,07%	0,02%	-0,12%	0,69%	-0,71%	0,11%	-0,07%	-0,61%	0,14%	-0,83%	-0,39%	0,18%	-0,01%	-2,04%	1,06%
AR[GENT]%	-0,90%	-0,45%	-0,85%	0,41%	-1,19%	-1,17%	-0,38%	0,84%	-0,89%	0,43%	0,23%	-0,66%	1,17%	1,11%	-0,65%	-0,56%	-0,56%	-0,17%	-0,31%	0,40%	-0,51%
AR[MBBM]%	-0,14%	0,00%	0,84%	-0,03%	0,15%	-0,30%	0,19%	0,49%	0,22%	0,16%	0,05%	0,64%	-0,04%	1,01%	0,10%	0,12%	-0,24%	0,16%	0,31%	-2,42%	1,34%
AR[PCGB]%	0,03%	-0,57%	0,45%	0,16%	0,29%	-1,16%	1,44%	-0,11%	-0,25%	-0,47%	0,16%	-0,46%	-0,83%	0,48%	-0,13%	-0,32%	0,12%	-0,09%	0,09%	-0,32%	-0,04%
AR[AXIA]%	-0,34%	0,21%	0,08%	0,29%	0,37%	0,12%	0,45%	0,07%	0,45%	0,07%	0,08%	0,17%	0,16%	0,84%	1,09%	-0,12%	0,99%	0,43%	0,07%	-0,08%	-0,55%
AR[CIMB]%	-1,85%	2,32%	0,66%	-0,02%	-0,72%	0,48%	-0,47%	0,32%	0,33%	0,19%	0,17%	1,09%	-0,10%	-0,66%	0,40%	0,65%	0,49%	-0,34%	-0,49%	0,43%	-0,45%
AR[GENM]%	-2,25%	-0,02%	0,20%	-0,03%	-0,07%	0,48%	0,45%	-0,76%	0,24%	0,76%	0,05%	-1,38%	1,04%	-0,77%	0,81%	-1,31%	-0,02%	-0,02%	0,20%	-0,18%	-0,09%
AR[DSOM]%	-0,62%	1,48%	-1,04%	-0,54%	-0,15%	-0,02%	-0,79%	0,08%	0,11%	0,09%	-0,91%	-2,15%	0,41%	0,24%	0,23%	0,02%	0,07%	-0,17%	0,35%	0,21%	-1,41%
AR[SIME]%	-0,62%	0,00%	-0,70%	0,55%	-0,16%	-0,02%	-0,86%	-0,74%	0,53%	-0,01%	-0,07%	-0,88%	-0,07%	-0,16%	0,12%	-1,90%	0,84%	-1,04%	-1,51%	-0,30%	-2,11%
AR[AMMB]%	2,07%	0,44%	-0,61%	-0,69%	-1,37%	-1,38%	0,20%	-0,58%	0,73%	-0,19%	-0,10%	-0,54%	-0,51%	0,32%	0,98%	-0,22%	0,59%	-0,82%	-0,06%	-2,41%	-2,64%
AR[CIMB]%	-0,41%	-0,42%	-1,99%	1,76%	0,90%	2,82%	-1,55%	0,26%	1,67%	0,00%	0,35%	-1,35%	1,38%	0,49%	0,51%	0,66%	0,01%	0,29%	-0,35%	0,57%	-0,45%
AR[GENM]%	1,89%	-1,08%	0,08%	1,73%	-1,15%	-1,30%	1,44%	-0,29%	1,75%	0,63%	-1,04%	-0,39%	-0,09%	-0,26%	0,42%	0,18%	-0,74%	-1,66%	2,28%	-0,02%	1,19%
AR[KLKK]%	-0,12%	0,69%	-0,20%	0,26%	1,67%	-0,89%	-1,78%	0,16%	-0,08%	-0,16%	0,82%	-0,50%	-0,15%	-0,51%	0,43%	-0,51%	-0,51%	0,59%	1,08%	-1,27%	-0,39%
AR[PCGB]%	1,67%	-0,10%	-1,91%	0,67%	-0,60%	1,79%	1,74%	-0,61%	0,01%	-0,02%	1,28%	2,17%	-0,88%	0,41%	-0,61%	-0,47%	1,09%	-1,24%	0,75%	-0,01%	-2,03%
AR[PEPT]%	0,82%	0,25%	1,12%	0,40%	0,05%	0,41%	-1,72%	-1,05%	0,60%	-1,58%	0,80%	-0,01%	0,68%	1,61%	-1,24%	-0,34%	0,34%	1,38%	-0,31%	-0,89%	-1,73%
AR[PGAS]%	0,56%	0,48%	-0,25%	0,12%	1,60%	-0,62%	-0,68%	-1,35%	-1,57%	-0,22%	-0,39%	6,36%	-5,03%	-0,05%	0,40%	1,46%	0,83%	-2,16%	1,59%	0,59%	0,32%
AR[TLMM]%	0,66%	0,45%	0,39%	0,34%	0,37%	-1,32%	0,54%	-0,06%	0,11%	0,09%	0,05%	-0,39%	-0,27%	0,19%	0,25%	-0,10%	0,11%	-0,30%	-0,43%	-0,60%	0,59%
AR[MXSC]%	-1,26%	-2,26%	-1,56%	-0,16%	0,66%	-1,00%	0,08%	0,40%	-0,85%	-0,62%	0,06%	-0,26%	0,42%	-1,19%	-1,70%	-1,87%	-0,31%	-0,59%	0,04%	-0,97%	1,00%
AR[AMMB]%	-1,12%	1,33%	-2,01%	0,30%	0,05%	-1,55%	0,55%	0,07%	-0,90%	0,31%	-0,13%	1,48%	-0,72%	0,21%	1,14%	1,10%	-1,07%	1,08%	-0,24%	-0,45%	0,10%
AR[AXIA]%	1,42%	1,09%	1,26%	-1,88%	-1,20%	0,86%	1,29%	-0,92%	-1,03%	0,96%	-0,05%	-1,42%	0,09%	-1,38%	-0,09%	2,14%	1,14%	1,76%	2,42%	-0,78%	-0,48%
AR[DSOM]%	-0,02%	1,92%	-2,19%	-0,19%	0,03%	-0,39%	-0,41%	0,01%	-0,02%	-0,23%	0,26%	0,47%	-2,09%	-1,69%	-0,49%	0,64%	1,31%	-0,53%	0,57%	0,27%	1,08%
AR[MBBM]%	0,18%	0,80%	0,46%	0,08%	0,24%	-0,36%	-0,03%	-0,02%	0,50%	-0,48%	-0,41%	-0,95%	0,66%	-0,23%	0,85%	-0,21%	0,49%	0,47%	-0,39%	-3,10%	0,65%
AR[PETR]%	-1,98%	0,42%	-2,34%	-0,37%	0,23%	-0,18%	-0,09%	-0,87%	1,27%	-0,73%	-0,02%	-0,42%	-0,83%	-0,14%	-0,62%	0,43%	-1,64%	0,39%	-0,80%	-0,18%	-2,50%
AR[TLMM]%	0,39%	-0,44%	0,00%	-0,10%	-0,29%	1,08%	-0,91%	0,19%	0,00%	-0,26%	-0,11%	0,53%	-0,51%	0,03%	-0,48%	-0,48%	0,10%	-0,62%	0,09%	-0,68%	0,05%
AR[AXIA]%	0,40%	0,07%	0,35%	1,19%	-1,85%	0,12%	-0,86%	0,44%	-0,27%	-4,75%	1,13%	2,34%	0,22%	-0,18%	-4,04%	-0,04%	-0,47%	-0,14%	1,21%	-0,26%	-0,98%
AR[DSOM]%	0,24%	0,29%	-0,12%	0,51%	0,07%	0,08%	-0,21%	-0,21%	-0,51%	-0,16%	-0,20%	-2,56%	-0,16%	0,56%	0,83%	-0,02%	0,06%	-0,16%	0,37%	0,08%	-1,94%
AR[SIME]%	0,74%	0,01%	0,32%	-0,42%	-0,44%	0,08%	0,37%	0,06%	-0,17%	0,33%	0,54%	0,17%	-0,41%	0,08%	0,71%	1,03%	-0,73%	-1,06%	-0,01%	0,01%	-0,03%
AR[AMMB]%	-2,18%	0,49%	2,41%	1,95%	-0,74%	-0,52%	-1,44%	2,03%	-0,27%	1,49%	0,11%	-0,05%	0,64%	0,22%	-0,37%	0,68%	1,37%	-0,18%	0,65%	0,71%	0,07%
AR[GENM]%	2,65%	-2,06%	0,15%	-1,60%	-1,30%	0,49%	-1,56%	0,17%	-0,71%	-3,06%	-0,18%	0,51%	0,55%	-0,26%	-2,19%	4,82%	-0,18%	0,20%	-0,69%	0,13%	-0,02%
AR[PETR]%	2,07%	0,12%	-0,08%	0,02%	0,30%	-0,03%	0,27%	0,41%	0,39%	-0,02%	-0,24%	0,09%	0,39%	-0,05%	0,28%	-1,06%	-1,43%	-1,77%	-0,22%	-0,45%	1,76%
AR[TENA]%	-0,24%	-0,24%	0,30%	-0,11%	-0,84%	0,01%	-0,14%	0,18%	0,34%	-0,09%	0,54%	-0,33%	-0,36%	-0,42%	0,33%	0,13%	-0,14%	0,74%	1,90%	0,33%	0,12%
AR[TLMM]%	3,22%	-1,07%	-0,20%	-0,12%	0,01%	-1,82%	-0,05%	1,07%	-1,11%	0,15%	-0,05%	-1,26%	-1,37%	1,53%	-2,25%	-1,99%	-0,43%	1,23%	0,37%	0,36%	-0,43%
AR [GINP]%	0,04%	-3,02%	-0,47%	1,61%	0,71%	-1,26%	0,88%	-2,79%	-0,26%	1,26%	-4,09%	1,37%	-1,55%	2,89%	1,26%	-0,45%	0,01%	0,41%	1,74%	-0,12%	-2,80%
AR [DLMILK]	-0,01%	-0,63%	1,25%	-1,46%	-0,02%	0,01%	-0,02%	-0,05%	-0,02%	-0,06%	-1,39%	-1,07%	-0,79%	0,57%	-0,57%	0,55%	0,29%	-0,02%	1,11%	0,43%	-0,28%
AR [DIALOG]	-3,20%	-3,83%	3,32%	0,47%	-4,78%	5,70%	3,04%	0,33%	1,09%	0,78%	-0,22%	-3,10%	-0,70%	0,44%	-2,43%	1,31%	-1,55%	-4,59%	0,35%	-0,94%	2,45%
AR [SPSETIA]	-0,29%	-0,01%	2,30%	-0,37%	-1,32%	-1,21%	-0,74%	-0,21%	0,47%	0,61%	0,63%	-0,97%	0,87%	0,12%	0,29%	0,28%	-0,68%	0,12%	-1,02%	0,73%	-0,45%
AR [GINP]%	-0,41%	-0,58%	1,04%	-0,48%	-0,53%	0,72%	-0,67%	0,80%	0,63%	-0,82%	0,55%	-0,69%	-0,15%	-0,62%	0,78%	-0,55%	-0,14%	1,29%	0,79%	-0,02%	0,13%
AR [SPSETIA]	0,88%	-0,20%	-0,84%	0,33%	0,85%	0,12%	0,61%	-0,07%	1,43%	-1,26%	-0,41%	0,24%	-0,52%	-0,21%	0,23%	-1,25%	-0,49%	1,30%	0,31%	0,23%	0,03%
AR [DRBHCO	0,60%	-0,29%	1,65%	0,20%	0,79%	1,08%	-1,43%	-0,64%	0,69%	1,12%	-0,53%	0,02%	2,04%	10,23%	1,06%	6,53%	1,36%	4,04%	5,42%	0,08%	-0,25%
AR [GINP]%	-0,02%	2,09%	-0,20%	-0,96%	0,22%	-1,61%	-0,68%	-0,04%	-0,40%	0,17%	0,05%	-0,07%	-1,34%	-0,11%	-1,18%	-0,57%	-0,74%	-0,93%	0,32%	0,07%	0,06%
AR[BATO]%	0,86%	0,84%	-0,96%	-1,64%	0,63%	1,57%	-1,14%	-0,98%	1,50%	2,51%	0,28%	-1,89%	-2,11%	0,86%	0,96%	1,61%	-1,62%	1,00%	-0,37%	0,06%	-2,10%
AR [OSK]%	-0,01%	0,36%	0,82%	2,00%	-0,46%	1,27%	0,78%	0,63%	-0,12%	1,43%	0,73%	-0,84%	2,41%	1,23%	-0,17%	-0,73%	1,38%	-0,83%	0,54%	-1,33%	0,54%
AR [BURSA]%	0,51%	0,20%	0,00%	0,11%	0,59%	0,15%	0,73%	0,58%	-1,47%	-0,86%	1,16%	2,17%	-0,08%	0,10%	1,32%	-0,79%	-1,07%	0,00%	1,46%	-0,17%	0,06%
AR[BATO]%	1,54%	-1,14%	-0,01%	0,96%	-0,17%	0,17%	0,65%	-0,58%	-0,20%	0,22%	0,55%	-0,87%	-2,11%	-0,76%	-1,47%	-0,14%	-3,11%	-2,04%	-1,10%	0,23%	-1,49%
AR [SPSETIA]	2,98%	-0,82%	0,35%	-0,14%	-0,22%	0,22%	1,52%	-0,56%	-0,48%	0,02%	0,63%	2,43%	-0,62%	-1,30%	-1,44%	-0,13%	-0,58%	-0,23%	-4,29%	-2,15%	2,23%
AR [DRBHCO	-2,07%	-0,17%	1,09%	0,79%	-0,56%	-0,54%	-0,46%	0,89%	-1,62%	0,00%	-0,42%	1,21%	-1,30%	-1,35%	-0,29%	-1,64%	1,30%	-0,56%	0,25%	-1,92%	-4,43%
AR[BATO]%	0,83%	0,36%	0,44%	-0,54%	-2,88%	-3,72%	1,58%	-0,53%	-0,21%	0,75%	-0,35%	0,27%	1,26%	-0,47%	0,25%	-2,17%	0,75%	2,19%	-1,46%	-0,60%	0,05%
AR [OSK]%	-1,98%	0,49%	-0,25%	-0,78%	-0,83%	0,43%	-0,80%	2,52%	0,19%	-1,91%	1,84%	0,21%	-0,21%	-1,30%	-0,65%	1,56%	-0,90%	0,68%	0,75%	-0,08%	-0,79%
AR[AEONCR]	5,87%	-1,89%	1,51%	2,36%	-0,57%	0,31%	-2,68%	-0,17%	0,54%	-0,76%	-0,40%	1,33%	-0,81%	-0,74%	0,41%	-1,02%	0,92%	3,82%	0,87%	6,41%	0,88%
AR [SPSETIA]	0,10%	-0,16%	-0,62%	4,32%	-3,02%	-1,10%	0,22%	-1,70%	1,52%	-1,37%	-0,65%	0,16%	-0,52%	0,60%	0,69%	2,76%	-1,64%	-1,61%	-3,27%	1,04%	-1,23%
AR [SPSETIA]	0,06%	-1,12%	-0,21%	-1,55%	0,52%	-3,20%	-0,02%	2,63%	0,08%	-1,09%	1,15%	0,83%	-0,64%	0,27%	-0,33%	-1,06%	0,29%	0,42%	-1,47%	0,94%	-1,34%
AR[OSK]%	-1,96%	-1,77%	-0,44%	0,77%	-0,56%	-1,01%	-0,99%	-0,38%	-1,47%	-1,74%	0,50%	0,09%	-1,75%	-0,61%	0,15%	-2,88%	0,91%	-1,22%	0,36%	-1,68%	-0,24%
AAR:	0,16%	-0,10%	0,05%	0,18%	-0,26%	-0,14%	-0,11%	0,01%	0,07%	-0,08%	0,02%	0,03%	-0,26%	0,19%	-0,08%	0,06%	0,01%	-0,01%	0,08%	-0,33%	-0,29%
CAAR:	0,16%	0,06%	0,11%	0,29%	0,03%	-0,11%	-0,22%	-0,21%	-0,14%	-0,22%	-0,20%	-0,17%	-0,43%	-0,25%	-0,32%	-0,27%	-0,26%	-0,27%	-0,19%	-0,51%	-0,81%
ECARTYPE	0,0146	0,011	0,01	0,0101	0,0102	0,0137	0,0098	0,0084	0,0079	0,01152	0,00852	0,01423	0,0115	0,015033	0,01005	0,01453	0,0094	0,0128	0,01375	0,0126	0,0122
std err	0,0018	0,001	0,001	0,0013	0,0013	0,0017	0,0012	0,0011	0,001	0,00145	0,00107	0,00179	0,0014	0,001894	0,00127	0,00183	0,0012	0,0016	0,00173	0,0016	0,0015
T-VALUE	0,8563	-0,719	0,382	1,4316	-2,009	-0,805	-0,8863	0,0876	0,7051	-0,57676	0,16652	0,17439	-1,8116	0,978567	-0,6068	0,31682	0,0505	-0,0594	0,48798	-2,0734	-1,901

من اعداد الباحث مخرجات البرنامج Exel /13

الملحق رقم (4): متوسط العوائد غير العادية والمتراكمة للتوزيعات الثابتة لسوق رأس المال الماليزي

Constant Dividend 52 Announcement

EW	-10	-9	-8	-7	-6	-5	-4	-3	-2	-1	0	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
AR(GENT)%	0,02%	-1,01%	0,88%	-0,04%	1,31%	-1,03%	0,27%	-0,36%	0,48%	0,58%	-0,28%	-0,60%	0,43%	1,20%	1,79%	-0,99%	0,79%	-0,62%	-0,97%	-1,61%	-1,14%
AR(HLCB)%	-0,63%	0,65%	-0,02%	1,13%	-0,37%	-1,53%	-0,19%	1,14%	-0,64%	0,02%	1,49%	0,30%	0,89%	-0,60%	-0,37%	-0,12%	-0,07%	-0,17%	-0,24%	-0,71%	0,35%
AR(MXSC)%	-0,17%	0,10%	-0,12%	-0,70%	-0,02%	-0,30%	-0,39%	0,45%	0,08%	0,08%	0,21%	-0,24%	0,07%	-0,19%	-0,33%	0,33%	-0,33%	0,04%	-0,03%	0,37%	-0,05%
AR(PETR)%	-0,20%	-1,10%	-0,23%	-2,93%	-1,93%	0,77%	0,10%	-0,12%	-0,44%	-0,64%	0,37%	-0,01%	0,30%	-0,13%	0,41%	-0,15%	-0,63%	0,85%	0,62%	-0,99%	-0,14%
AR(PEPT)%	0,03%	-0,30%	2,04%	-0,33%	1,56%	0,13%	0,78%	0,77%	-0,97%	-1,86%	0,18%	0,43%	0,35%	-0,21%	-2,48%	1,19%	0,08%	-0,67%	0,90%	1,88%	-0,10%
AR(AXIA)%	-1,08%	-0,67%	0,57%	-0,06%	0,20%	0,28%	-0,47%	0,93%	-0,71%	-0,02%	-1,04%	-0,08%	-0,25%	-3,33%	0,89%	0,06%	0,14%	-0,97%	-1,00%	0,03%	0,03%
AR(GENT)%	1,09%	-2,03%	0,31%	1,12%	0,83%	0,48%	1,05%	0,09%	0,19%	-3,77%	2,70%	0,54%	0,10%	-0,58%	1,56%	-0,92%	-1,04%	0,25%	-2,06%	1,81%	-0,50%
AR(MXSC)%	-0,77%	-0,11%	0,11%	0,02%	-0,41%	0,14%	0,34%	-0,61%	0,65%	-0,09%	2,19%	0,75%	-0,67%	0,48%	-0,40%	-0,42%	-0,24%	-0,29%	-0,16%	0,26%	0,02%
AR(TENA)%	0,07%	-0,23%	-0,08%	0,34%	0,18%	0,79%	-0,32%	-0,15%	-0,05%	-0,52%	0,54%	0,89%	-0,20%	0,41%	2,06%	-0,63%	0,43%	-0,93%	-0,14%	7,70%	0,98%
AR(MXSC)%	0,63%	-0,33%	0,04%	0,03%	-0,07%	0,07%	-0,56%	0,04%	-0,59%	0,68%	0,09%	-0,24%	0,47%	0,11%	-0,23%	-0,35%	0,17%	-0,16%	-0,05%	0,54%	-0,24%
AR(PETR)%	-1,03%	0,43%	0,73%	0,23%	-0,78%	1,30%	-0,59%	-0,86%	0,06%	2,32%	-2,43%	-0,75%	-1,35%	-1,12%	0,74%	-0,21%	-0,24%	-0,59%	0,76%	-0,96%	-0,35%
AR(PUMB)%	-0,03%	-0,19%	-0,26%	0,08%	-0,02%	-0,05%	-0,36%	0,45%	-0,72%	0,42%	-0,17%	-0,31%	-0,38%	-0,07%	0,29%	-0,82%	0,16%	-0,03%	0,02%	-0,23%	-0,41%
AR(AXIA)%	-0,52%	-0,52%	-0,98%	1,89%	0,52%	-0,59%	0,75%	-0,73%	-0,37%	0,45%	-0,45%	-2,04%	-0,21%	0,21%	1,81%	-0,30%	0,44%	0,12%	-1,53%	-1,94%	0,05%
AR(HAPS)%	2,83%	-0,24%	-0,24%	1,66%	3,47%	2,62%	1,87%	0,44%	0,18%	1,69%	0,46%	0,23%	0,74%	1,46%	1,72%	-0,22%	0,45%	0,80%	0,78%	-2,86%	1,11%
AR(HLBB)%	0,45%	0,40%	-0,56%	0,93%	-0,03%	-0,05%	-0,55%	-0,60%	-0,58%	1,17%	-0,60%	0,97%	0,30%	-0,85%	0,69%	-0,44%	1,44%	0,73%	1,44%	0,64%	0,70%
AR(HLCB)%	0,75%	-0,35%	-0,66%	-0,22%	0,80%	2,06%	-2,48%	1,03%	1,41%	-0,94%	-1,91%	1,86%	-2,98%	0,12%	0,55%	-0,63%	1,15%	2,26%	0,44%	-2,73%	0,27%
AR(MXSC)%	1,27%	-0,57%	-0,35%	0,12%	0,04%	0,29%	0,11%	-0,92%	-0,68%	-0,04%	0,14%	0,03%	-0,27%	-0,17%	-0,28%	-0,02%	-0,11%	-0,58%	0,17%	-0,44%	0,13%
AR(TENA)%	-0,41%	4,65%	-0,55%	0,03%	1,24%	0,17%	-0,46%	0,22%	-0,27%	0,34%	-0,16%	0,71%	1,82%	0,44%	-0,37%	0,87%	0,08%	-1,56%	-0,54%	1,12%	0,21%
AR(HLBB)%	0,24%	0,05%	0,69%	-0,84%	0,50%	-1,57%	1,63%	0,92%	0,78%	-0,11%	0,47%	-0,22%	-0,03%	-0,09%	0,05%	0,02%	0,69%	0,06%	-0,69%	0,18%	0,92%
AR(HLCB)%	-0,65%	0,97%	0,92%	0,29%	0,34%	-0,99%	-0,57%	-0,34%	0,77%	0,69%	-0,61%	0,21%	-0,72%	0,29%	-0,31%	0,03%	-1,01%	-0,54%	0,31%	-1,00%	-0,41%
AR(PGAS)%	-0,20%	-0,02%	0,62%	0,29%	1,07%	0,01%	0,52%	-0,37%	0,30%	-1,11%	-2,44%	1,75%	-0,40%	0,18%	0,68%	-1,54%	2,01%	-1,32%	0,57%	0,99%	-1,12%
AR(HAPS)%	-0,04%	0,19%	0,00%	-0,10%	0,06%	-0,16%	1,98%	0,60%	-1,03%	1,00%	-0,31%	0,18%	-0,25%	-0,19%	-0,15%	-0,21%	-0,08%	-0,15%	-0,98%	-0,13%	-0,15%
AR(HLCB)%	0,51%	-1,69%	0,38%	-0,29%	-0,54%	-0,90%	-1,41%	-2,18%	2,52%	-0,02%	-1,10%	0,33%	1,66%	-0,19%	1,52%	3,98%	-0,75%	0,31%	-0,77%	-1,12%	0,27%
AR(KLKK)%	0,16%	0,34%	-0,21%	-0,45%	-0,15%	0,18%	-0,04%	-0,17%	-0,33%	0,52%	0,09%	-0,93%	1,09%	-0,31%	-0,36%	0,01%	0,14%	0,12%	-0,05%	0,08%	0,06%
AR(MXSC)%	0,28%	0,40%	0,30%	0,03%	0,19%	-0,24%	-0,89%	0,18%	-0,25%	-0,44%	0,19%	-0,94%	0,51%	0,55%	0,87%	0,14%	0,39%	0,22%	-0,21%	0,13%	-0,11%
AR(PEPT)%	-0,29%	-0,04%	-0,12%	0,01%	0,00%	-0,04%	-0,07%	0,20%	0,08%	1,60%	0,13%	0,17%	0,27%	-1,16%	-0,37%	0,78%	0,65%	-0,64%	0,12%	-0,21%	-0,02%
AR(PUMB)%	0,07%	0,03%	0,04%	0,02%	0,12%	-0,26%	0,10%	0,17%	-0,17%	-0,25%	0,13%	-0,01%	-0,27%	0,14%	-1,10%	0,32%	0,30%	0,01%	-0,04%	-0,66%	-0,42%
AR(CIMB)%	0,48%	0,40%	-0,61%	0,37%	-0,47%	-0,18%	-0,12%	-0,58%	0,56%	0,92%	-0,13%	0,38%	-1,71%	0,41%	-1,28%	0,07%	0,39%	0,28%	-0,51%	0,00%	-0,32%
AR(GENT)%	-0,82%	0,55%	0,41%	-0,50%	0,00%	-0,88%	-0,51%	-0,04%	0,35%	-0,20%	-1,53%	-0,06%	1,20%	0,22%	1,34%	0,55%	-1,24%	1,16%	-0,23%	0,60%	-0,07%
AR(HAPS)%	-0,37%	0,03%	0,17%	0,01%	0,34%	0,93%	1,55%	0,22%	0,22%	0,89%	0,84%	-1,78%	0,13%	0,28%	-0,53%	-0,83%	0,82%	0,08%	-0,22%	0,30%	1,38%
AR(MBBM)%	-0,63%	-0,50%	1,18%	0,74%	0,03%	-0,42%	0,08%	-0,06%	-0,02%	0,25%	-0,43%	-2,77%	-0,87%	-1,21%	-2,23%	0,06%	2,86%	-0,21%	-3,36%	-1,51%	2,54%
AR(MXSC)%	1,29%	3,07%	0,79%	0,18%	-0,02%	-0,19%	-0,29%	-1,13%	-0,23%	0,65%	0,06%	0,37%	0,88%	-0,16%	0,93%	-0,31%	-0,51%	-0,05%	-2,35%	0,43%	0,71%
AR (GAMUD.	0,46%	0,15%	-0,02%	1,23%	0,03%	-0,03%	-1,53%	0,56%	-1,20%	-2,38%	1,23%	0,74%	1,57%	-1,15%	-0,23%	-0,06%	0,05%	-0,54%	0,51%	-0,43%	-1,35%
AR (DRBHCO	-0,25%	-0,13%	-0,08%	-1,68%	1,72%	2,27%	-1,74%	-0,04%	-1,80%	-0,07%	-1,19%	0,81%	-0,50%	0,25%	0,30%	-0,87%	-2,68%	1,18%	-1,49%	-0,91%	-0,89%
AR (DLMILK)	0,08%	0,95%	0,16%	-0,13%	0,24%	-0,27%	0,07%	0,01%	0,08%	0,01%	0,03%	4,28%	-0,06%	-1,01%	-0,37%	1,03%	0,04%	-0,18%	0,19%	-0,04%	-0,56%
AR (SPSETIA)	-0,27%	0,18%	0,26%	-0,83%	1,25%	0,20%	0,64%	3,06%	0,81%	1,47%	-0,48%	0,76%	-1,03%	-0,08%	0,67%	-0,55%	-0,51%	-1,67%	0,37%	0,29%	-1,90%
AR (GAMUD.	1,71%	-1,39%	-1,10%	-0,10%	1,05%	-0,80%	-0,14%	-0,78%	-0,96%	-1,33%	1,28%	1,67%	0,98%	0,81%	0,75%	-0,34%	-0,22%	1,60%	-0,48%	-0,35%	-1,95%
AR (DRBHCO	-0,25%	0,21%	0,31%	0,15%	-1,95%	1,98%	3,60%	-1,71%	-0,27%	1,44%	0,61%	0,54%	1,43%	1,10%	1,12%	0,35%	0,74%	-1,54%	-0,34%	-0,39%	2,00%
AR (GAMUD.	0,02%	-0,40%	0,73%	0,02%	-0,11%	-1,89%	0,14%	1,98%	-0,22%	0,52%	1,75%	0,63%	-0,09%	0,16%	-0,39%	0,12%	1,24%	1,93%	0,46%	-0,01%	-2,10%
AR (DLMILK)	0,75%	-0,14%	-0,02%	0,13%	0,08%	0,10%	0,05%	-0,01%	0,00%	-0,13%	-0,01%	2,31%	-0,08%	-1,26%	-0,24%	-0,10%	-0,10%	-0,02%	0,02%	-0,38%	-0,91%
AR(BAT)%	-1,69%	1,97%	0,56%	-1,05%	0,47%	0,55%	-0,71%	-0,30%	1,19%	0,39%	2,17%	-1,89%	0,08%	-0,59%	-1,22%	1,63%	-2,66%	-2,05%	1,12%	-0,41%	-0,21%
AR (OSK)%	1,26%	-1,01%	-0,67%	0,14%	0,34%	-0,02%	-0,28%	-3,17%	-1,75%	2,02%	-0,50%	-1,81%	2,13%	3,12%	0,33%	-0,91%	0,08%	-0,75%	-0,65%	-0,37%	-0,90%
AR (DRBHCO	0,74%	0,04%	-0,77%	1,44%	1,59%	-1,51%	0,57%	0,49%	0,70%	0,37%	-1,16%	2,61%	-0,16%	-0,32%	-1,25%	-0,61%	-3,95%	5,28%	-1,52%	-2,26%	-0,46%
AR (GAMUD.	-0,80%	1,31%	0,00%	0,38%	0,49%	-0,04%	0,16%	0,34%	-0,60%	-0,92%	-0,59%	0,15%	-1,21%	-3,25%	0,14%	-0,70%	1,80%	-1,13%	1,00%	-0,95%	-0,25%
AR (DLMILK)	0,09%	-0,46%	-0,26%	-2,12%	-0,43%	-0,17%	-0,28%	-0,53%	-1,67%	-0,21%	-0,99%	0,88%	0,02%	-0,98%	0,32%	-0,54%	-0,36%	0,28%	0,73%	-0,49%	-0,29%
AR (AEONCR	0,05%	-0,09%	-0,34%	-1,34%	-0,45%	-0,23%	1,35%	-1,23%	1,35%	1,74%	-0,07%	1,85%	2,05%	-1,75%	0,38%	1,25%	0,41%	0,17%	-0,65%	0,36%	-0,05%
AR (GAMUD.	1,41%	-1,35%	0,37%	-1,50%	0,58%	1,93%	-0,33%	-0,16%	-0,23%	-0,23%	-0,19%	0,48%	0,54%	0,00%	0,17%	0,67%	-0,45%	-0,84%	0,10%	-1,20%	0,19%
AR (BURSA)%	-0,51%	1,77%	-0,02%	-0,09%	0,28%	0,00%	-0,03%	1,35%	-0,75%	-2,01%	0,75%	1,05%	-0,03%	0,09%	-1,15%	-0,36%	0,67%	########	0,01%	0,45%	1,69%
AR (DIALOG)	-1,29%	1,20%	-0,58%	0,09%	-0,41%	0,22%	-0,54%	0,65%	1,37%	0,55%	-0,94%	-0,62%	0,15%	2,16%	-1,32%	0,58%	-0,57%	-0,19%	-0,84%	0,67%	-0,08%
AR (DLMILK)	0,15%	0,53%	-0,51%	0,06%	-0,48%	-0,06%	-0,06%	-0,03%	-0,02%	-1,10%	0,03%	0,99%	0,01%	-0,98%	-0,02%	1,04%	0,54%	0,55%	0,38%	-0,43%	-0,36%
AR (GAMUD.	0,18%	0,71%	-0,13%	-0,31%	0,11%	-0,47%	-0,25%	1,58%	0,10%	0,79%	-0,15%	1,02%	0,33%	0,44%	-0,87%	0,37%	-0,39%	-0,72%	0,43%	-0,04%	0,66%
AR (GAMUD.	5,28%	1,72%	-1,80%	0,74%	-1,13%	0,24%	0,30%	1,28%	-0,15%	0,49%	2,26%	0,60%	-1,38%	0,03%	0,76%	5,53%	0,87%	-0,29%	-1,33%	-1,66%	-3,25%
AAR:	0,18%	0,16%	0,03%	-0,03%	0,22%	0,05%	0,04%	0,04%	-0,07%	0,11%	0,01%	0,31%	0,10%	-0,14%	0,10%	0,13%	0,04%	-0,68%	-0,23%	-0,17%	-0,13%
CAART	0,18%	0,34%	0,36%	0,33%	0,55%	0,60%	0,64%	0,67%	0,61%	0,72%	0,73%	1,04%	1,14%	1,00%	1,10%	1,23%	1,27%	0,59%	0,36%	0,19%	0,06%
ECARTYPE	0,0108	0,0111	0,0063	0,009	0,0087	0,0093	0,0098	0,01	0,0082	0,0112	0,01086	0,01206	0,00957	0,011	0,01	0,0114	0,011	0,0485	0,009	0,015	0,0099
std err	0,0015	0,0015	0,0009	0,001	0,0012	0,0013	0,0014	0,0014	0,0011	0,0016	0,00151	0,00167	0,00133	0,001	0,001	0,0016	0,0015	0,0067	0,001	0,002	0,0014
T-VALUE	1,214	1,0111	0,2861	-0,275	1,7888	0,4229	0,2607	0,2754	-0,579	0,7013	0,06898	1,85604	0,78258	-0,953	0,7	0,8295	0,2356	-1,005	-1,82	-0,807	-0,944

من اعداد الباحث مخرجات البرنامج Exel /13

الملحق رقم (5): المعالجة النهائية للعوائد غير العادية والمجمعة لإعلانات التوزيعات المتزايدة والمتناقصة والثابتة لسوق رأس المال الماليزي خلال فترة الحدث

	DIVIDEND INCREASE				CONSTANT DIVIDEND				DIVIDEND DECREASE			
EW	AART	T-VALUE	CARRt	T-VALUE	AARt	T-VALUE	CARRt	T-VALUE	AARt	T-VALUE	CAARt	T-VALUE
-10	0,11%	0,9607	0,11%	0,9607	0,18%	1,2140	0,18%	1,1414	0,16%	0,8563	0,16%	0,8563
-9	0,13%	1,1919	0,24%	1,5804	0,16%	1,6740	0,34%	1,5674	-0,10%	-0,7190	0,06%	0,2811
-8	-0,01%	-0,0408	0,23%	1,1278	0,03%	1,9616 *	0,36%	1,8118	0,05%	0,3824	0,11%	0,4732
-7	-0,07%	-0,6287	0,16%	0,6876	-0,03%	1,3830	0,33%	1,3430 *	0,18%	1,4316	0,29%	1,1500
-6	0,23%	2,2424 **	0,39%	1,5685	0,22%	1,8707 *	0,55%	1,8462 *	-0,26%	-2,0094**	0,03%	0,1204
-5	0,21%	1,7683 *	0,60%	2,3019*	0,05%	1,8710 *	0,60%	1,8440 *	-0,14%	-0,8052	-0,11%	-0,3469
-4	0,02%	0,1857	0,62%	2,2784*	0,04%	1,7684 *	0,64%	1,6555	-0,11%	-0,8863	-0,22%	-0,7179
-3	-0,02%	-0,2608	0,60%	2,0760*	0,04%	1,6792 *	0,67%	1,6221	0,01%	0,0876	-0,21%	-0,6996
-2	-0,03%	-0,2584	0,57%	1,8894*	-0,07%	1,4737	0,61%	1,3499	0,07%	0,7051	-0,14%	-0,4178
-1	-0,08%	-0,6321	0,49%	1,4347	0,11%	1,5991	0,72%	1,4016	-0,08%	-0,5768	-0,22%	-0,5734
0	0,11%	0,8415	0,60%	1,7645 *	0,01%	1,5045	0,73%	1,2973	0,02%	0,1665	-0,20%	-0,5202
1	0,49%	3,0959 ***	1,09%	3,2833 ***	0,31%	2,0120 **	1,04%	1,7285 *	0,03%	0,1744	-0,17%	-0,4208
2	-0,22%	-1,4670	0,87%	2,5842**	0,10%	2,1933 **	1,14%	1,8223*	-0,26%	-1,8116 *	-0,43%	-0,9857
3	0,36%	2,9615 ***	1,23%	3,6051***	-0,14%	1,7811 *	1,00%	1,4511	0,19%	0,9786	-0,25%	-0,4842
4	0,28%	1,9783 *	1,51%	3,9695***	0,10%	1,8703 *	1,10%	1,5121	-0,08%	-0,6068	-0,32%	-0,5866
5	0,14%	1,1076	1,65%	4,0988***	0,13%	1,9447 *	1,23%	1,5577	0,06%	0,3168	-0,27%	-0,4225
6	-0,05%	-0,4665	1,59%	4,2013***	0,04%	1,9605 *	1,27%	1,5389	0,01%	0,0505	-0,26%	-0,3931
7	0,23%	1,6822 *	1,82%	4,6480***	-0,68%	0,6401	0,59%	0,3522	-0,01%	-0,0594	-0,27%	-0,3702
8	-0,17%	-1,0468	1,65%	4,0067***	-0,23%	0,3906	0,36%	0,0984	0,08%	0,4880	-0,19%	-0,2295
9	-0,37%	- 2,7054 ***	1,28%	2,9602***	-0,17%	0,2098	0,19%	-0,0990	-0,33%	-2,0734 **	-0,51%	-0,6043
10	0,01%	0,0435	1,29%	2,8527***	-0,13%	0,0710	0,06%	-0,2577	-0,29%	-1,9013 *	-0,81%	-0,9200

* significant At α = 0,1

** significant At α = 0,05

*** significant At α = 0,01

من اعداد الباحث مخرجات البرنامج Exel /12

الملحق رقم (6): تواريخ الإعلانات عن التوزيعات النقدية وقيمتها ل30 مؤسسة من سوق رأس المال الماليزي خلال الفترة 2011-2018م

26-juil-11	AMMB HOLDINGS BERHAD	1015	12	
23-juil-12	AMMB HOLDINGS BERHAD	1015	13,5	incr div
30-juil-13	AMMB HOLDINGS BERHAD	1015	15	incr div
25-juil-14	AMMB HOLDINGS BERHAD	1015	16,9	incr div
29-juil-15	AMMB HOLDINGS BERHAD	1015	15,3	decr div
26-juil-16	AMMB HOLDINGS BERHAD	1015	10,5	decr div
29-juin-17	AMMB HOLDINGS BERHAD	1015	12,6	incr div
28-juin-18	AMMB HOLDINGS BERHAD	1015	10	decr div
09 May 2011	AXIATA GROUP BERHAD	6888	100000	
27 Apr 2012	AXIATA GROUP BERHAD	6888	150000	incr div
30 Apr 2013	AXIATA GROUP BERHAD	6888	150000	const div
05 May 2014	AXIATA GROUP BERHAD	6888	140000	decr div
20 May 2015	AXIATA GROUP BERHAD	6888	140000	const div
25 May 2016	AXIATA GROUP BERHAD	6888	120000	decr div
26 May 2017	AXIATA GROUP BERHAD	6888	30000	decr div
05-juin-18	AXIATA GROUP BERHAD	6888	35000	incr div
25 Feb 2011	CIMB GROUP HOLDINGS BERHAD	1023	80000	
27 Feb 2012	CIMB GROUP HOLDINGS BERHAD	1023	100000	incr div
26-mars-13	CIMB GROUP HOLDINGS BERHAD	1023	183800	incr div
12-mars-14	CIMB GROUP HOLDINGS BERHAD	1023	103300	decr div
17-mars-15	CIMB GROUP HOLDINGS BERHAD	1023	50000	decr div
14-mars-16	CIMB GROUP HOLDINGS BERHAD	1023	110000	incr div
16-mars-17	CIMB GROUP HOLDINGS BERHAD	1023	120000	incr div
16-mars-18	CIMB GROUP HOLDINGS BERHAD	1023	120000	const div
29 Apr 2011	DIGI.COM BERHAD	6947	430000	
25 Apr 2012	DIGI.COM BERHAD	6947	59000	decr div
23 Apr 2013	DIGI.COM BERHAD	6947	38000	decr div
25 Apr 2014	DIGI.COM BERHAD	6947	62000	incr div
27 Apr 2015	DIGI.COM BERHAD	6947	61000	decr div
22 Apr 2016	DIGI.COM BERHAD	6947	51000	decr div
28 Apr 2017	DIGI.COM BERHAD	6947	47000	decr div
13 Apr 2018	DIGI.COM BERHAD	6947	49000	incr div
06 May 2011	GENTING MALAYSIA BERHAD	4715	44000	
10 May 2012	GENTING MALAYSIA BERHAD	4715	48000	incr div
06 May 2013	GENTING MALAYSIA BERHAD	4715	50000	incr div
06 May 2014	GENTING MALAYSIA BERHAD	4715	39000	decr div
07 May 2015	GENTING MALAYSIA BERHAD	4715	35000	decr div
11 Apr 2016	GENTING MALAYSIA BERHAD	4715	43000	incr div
08-mars-17	GENTING MALAYSIA BERHAD	4715	62000	incr div
29-mars-18	GENTING MALAYSIA BERHAD	4715	50000	decr div
06 May 2011	GENTING BERHAD	3182	45000	
10 May 2012	GENTING BERHAD	3182	45000	const div
06 May 2013	GENTING BERHAD	3182	45000	const div
28 Aug 2014	GENTING BERHAD	3182	10000	decr div
07 May 2015	GENTING BERHAD	3182	30000	incr div
11 Apr 2016	GENTING BERHAD	3182	35000	incr div
08-mars-17	GENTING BERHAD	3182	60000	incr div
29-mars-18	GENTING BERHAD	3182	60000	const div
24 Aug 2011	HAP SENG CONSOLIDATED BERHAD	3034	39000	
10-juil-12	HAP SENG CONSOLIDATED BERHAD	3034	45000	incr div
06-juin-13	HAP SENG CONSOLIDATED BERHAD	3034	80000	incr div
28 May 2014	HAP SENG CONSOLIDATED BERHAD	3034	100000	incr div
26 May 2015	HAP SENG CONSOLIDATED BERHAD	3034	100000	const div
19 May 2016	HAP SENG CONSOLIDATED BERHAD	3034	150000	incr div
31 May 2017	HAP SENG CONSOLIDATED BERHAD	3034	150000	const div
31 May 2018	HAP SENG CONSOLIDATED BERHAD	3034	150000	const div
30-sept-11	HONG LEONG BANK BERHAD	4715	150000	
02-oct-12	HONG LEONG BANK BERHAD	4715	270000	incr div
30-sept-13	HONG LEONG BANK BERHAD	4715	300000	incr div
01-oct-14	HONG LEONG BANK BERHAD	4715	260000	decr div
02-oct-15	HONG LEONG BANK BERHAD	4715	260000	const div
30-sept-16	HONG LEONG BANK BERHAD	4715	260000	const div
28-sept-17	HONG LEONG BANK BERHAD	4715	300000	incr div
26 Feb 2018	HONG LEONG BANK BERHAD	4715	160000	decr div
10 May 2011	HONG LEONG FINANCIAL GROUP BER	1082	150000	
16 May 2012	HONG LEONG FINANCIAL GROUP BER	1082	150000	const div
09 May 2013	HONG LEONG FINANCIAL GROUP BER	1082	230000	incr div
21 May 2014	HONG LEONG FINANCIAL GROUP BER	1082	250000	incr div
26 May 2015	HONG LEONG FINANCIAL GROUP BER	1082	250000	const div
24 May 2016	HONG LEONG FINANCIAL GROUP BER	1082	250000	const div
29 May 2017	HONG LEONG FINANCIAL GROUP BER	1082	250000	const div
30 May 2018	HONG LEONG FINANCIAL GROUP BER	1082	270000	incr div

23-nov-11	KUALA LUMPUR KEPONG BERHAD	2445	70000	
21-nov-12	KUALA LUMPUR KEPONG BERHAD	2445	50000	decr div
20-nov-13	KUALA LUMPUR KEPONG BERHAD	2445	35000	decr div
19-nov-14	KUALA LUMPUR KEPONG BERHAD	2445	40000	incr div
18-nov-15	KUALA LUMPUR KEPONG BERHAD	2445	30000	decr div
16-nov-16	KUALA LUMPUR KEPONG BERHAD	2445	35000	incr div
22-nov-17	KUALA LUMPUR KEPONG BERHAD	2445	35000	const div
06 May 2011	MAXIS BERHAD	6012	80000	
30 Apr 2012	MAXIS BERHAD	6012	80000	const div
10 Apr 2013	MAXIS BERHAD	6012	80000	const div
08 Apr 2014	MAXIS BERHAD	6012	80000	const div
27-mars-15	MAXIS BERHAD	6012	80000	const div
21 Apr 2016	MAXIS BERHAD	6012	50000	decr div
27 Apr 2017	MAXIS BERHAD	6012	50000	const div
19 Apr 2018	MAXIS BERHAD	6012	50000	const div
15-nov-11	MALAYAN BANKING BERHAD	1155	320000	
17 Apr 2012	MALAYAN BANKING BERHAD	1155	360000	incr div
12 Apr 2013	MALAYAN BANKING BERHAD	1155	330000	decr div
16 Apr 2014	MALAYAN BANKING BERHAD	1155	310000	decr div
13 Apr 2015	MALAYAN BANKING BERHAD	1155	330000	incr div
20 Apr 2016	MALAYAN BANKING BERHAD	1155	300000	decr div
20 Apr 2017	MALAYAN BANKING BERHAD	1155	320000	incr div
23 May 2018	MALAYAN BANKING BERHAD	1155	320000	const div
30-juin-11	PETRONAS CHEMICALS GROUP BERH/	5183	190000	
08 May 2012	PETRONAS CHEMICALS GROUP BERH/	5183	80000	decr div
25 Apr 2013	PETRONAS CHEMICALS GROUP BERH/	5183	140000	incr div
10 Feb 2014	PETRONAS CHEMICALS GROUP BERH/	5183	120000	decr div
18 Feb 2015	PETRONAS CHEMICALS GROUP BERH/	5183	80000	decr div
23 Feb 2016	PETRONAS CHEMICALS GROUP BERH/	5183	100000	incr div
20 Feb 2017	PETRONAS CHEMICALS GROUP BERH/	5183	120000	incr div
20 Feb 2018	PETRONAS CHEMICALS GROUP BERH/	5183	150000	incr div
28 Feb 2011	PPB GROUP BERHAD	4065	180000	
29 Feb 2012	PPB GROUP BERHAD	4065	130000	decr div
27 Feb 2013	PPB GROUP BERHAD	4065	130000	const div
28 Feb 2014	PPB GROUP BERHAD	4065	170000	incr div
27 Feb 2015	PPB GROUP BERHAD	4065	160000	decr div
26 Feb 2016	PPB GROUP BERHAD	4065	170000	incr div
28 Feb 2017	PPB GROUP BERHAD	4065	170000	const div
28 Feb 2018	PPB GROUP BERHAD	4065	220000	incr div
10 Aug 2011	PETRONAS DAGANGAN BHD	6581	150000	
24 Feb 2012	PETRONAS DAGANGAN BHD	6581	150000	const div
21 Feb 2013	PETRONAS DAGANGAN BHD	6581	175000	incr div
06 Feb 2014	PETRONAS DAGANGAN BHD	6581	175000	const div
12 Feb 2015	PETRONAS DAGANGAN BHD	6581	220000	incr div
19 Feb 2016	PETRONAS DAGANGAN BHD	6581	200000	decr div
21 Feb 2017	PETRONAS DAGANGAN BHD	6581	300000	incr div
26 Feb 2018	PETRONAS DAGANGAN BHD	6581	270000	decr div
29-juin-11	PETRONAS GAS BERHAD	6033	350000	
20 Apr 2012	PETRONAS GAS BERHAD	6033	250000	decr div
22 Apr 2013	PETRONAS GAS BERHAD	6033	350000	incr div
08 Apr 2014	PETRONAS GAS BERHAD	6033	400000	incr div
12 May 2015	PETRONAS GAS BERHAD	6033	140000	decr div
09 May 2016	PETRONAS GAS BERHAD	6033	140000	const div
15 May 2017	PETRONAS GAS BERHAD	6033	150000	incr div
17 May 2018	PETRONAS GAS BERHAD	6033	160000	incr div
25-janv-11	PUBLIC BANK BERHAD	1295	33	
30-janv-12	PUBLIC BANK BERHAD	1295	28	decr div
06 Feb 2013	PUBLIC BANK BERHAD	1295	30	incr div
05 Feb 2014	PUBLIC BANK BERHAD	1295	30	const div
05 Feb 2015	PUBLIC BANK BERHAD	1295	31	incr div
03 Feb 2016	PUBLIC BANK BERHAD	1295	32	incr div
02 Feb 2017	PUBLIC BANK BERHAD	1295	32	const div
22 Feb 2018	PUBLIC BANK BERHAD	1295	34	incr div
25 Aug 2011	SIME DARBY BERHAD	4197	220000	
29 Aug 2012	SIME DARBY BERHAD	4197	250000	incr div
11 Dec 2013	SIME DARBY BERHAD	4197	270000	incr div
26-nov-14	SIME DARBY BERHAD	4197	300000	incr div
27-nov-15	SIME DARBY BERHAD	4197	190000	decr div
02-nov-16	SIME DARBY BERHAD	4197	210000	incr div
23-oct-17	SIME DARBY BERHAD	4197	270000	decr div
22 Feb 2018	SIME DARBY BERHAD	4197		
18-nov-10	TENAGA NASIONAL BHD	5347	200000	
22-nov-12	TENAGA NASIONAL BHD	5347	150000	decr div
20-nov-13	TENAGA NASIONAL BHD	5347	150000	const div
20-nov-14	TENAGA NASIONAL BHD	5347	190000	incr div
19-nov-15	TENAGA NASIONAL BHD	5347	190000	const div
17-nov-16	TENAGA NASIONAL BHD	5347	220000	incr div
20-nov-17	TENAGA NASIONAL BHD	5347	440000	incr div
19-mars-18	TENAGA NASIONAL BHD	5347	214100	decr div
14 Apr 2011	TELEKOM MALAYSIA BERHAD	4863	131000	
12 Apr 2012	TELEKOM MALAYSIA BERHAD	4863	98000	decr div
11 Apr 2013	TELEKOM MALAYSIA BERHAD	4863	122000	incr div
09 May 2014	TELEKOM MALAYSIA BERHAD	4863	163000	incr div
05 May 2015	TELEKOM MALAYSIA BERHAD	4863	134000	decr div
24 Feb 2016	TELEKOM MALAYSIA BERHAD	4863	121000	decr div
22 Feb 2017	TELEKOM MALAYSIA BERHAD	4863	122000	incr div
27 Feb 2018	TELEKOM MALAYSIA BERHAD	4863	121000	decr div

من اعداد الباحث مخرجات البرنامج Exel /13

الملحق رقم (7): قيم T بواسطة إختبار T-test One sample للتوزيعات المتزايدة لسوق رأس المال الماليزي

```
  ___  ____  ____  ____  ____ (R)
 /__    /   ____/   /   ____/
___/   /   /___/   /   /___/   12.0  Copyright 1985-2011 StataCorp LP
  Statistics/Data Analysis            StataCorp
                                      4905 Lakeway Drive
     Special Edition                  College Station, Texas 77845 USA
                                      800-STATA-PC        http://www.stata.com
                                      979-696-4600        stata@stata.com
                                      979-696-4601 (fax)

Single-user Stata network perpetual license:
       Serial number:  93611859953
         Licensed to:  STATAforAll
                       STATA

Notes:
      1.  (/v# option or -set maxvar-) 5000 maximum variables

. *(21 variables, 89 observations pasted into data editor)

. ttest var1 == 0

One-sample t test
------------------------------------------------------------------------------
Variable |   Obs        Mean    Std. Err.   Std. Dev.   [95% Conf. Interval]
---------+--------------------------------------------------------------------
    var1 |    89    .0010901    .0011347    .0107043   -.0011648    .003345
------------------------------------------------------------------------------
    mean = mean(var1)                             t =   0.9607
Ho: mean = 0                     degrees of freedom =       88

    Ha: mean < 0                 Ha: mean != 0                 Ha: mean > 0
 Pr(T < t) = 0.8303         Pr(|T| > |t|) = 0.3393          Pr(T > t) = 0.1697

. ttest var2 == 0

One-sample t test
------------------------------------------------------------------------------
Variable |   Obs        Mean    Std. Err.   Std. Dev.   [95% Conf. Interval]
---------+--------------------------------------------------------------------
    var2 |    89    .0013055    .0010952    .0103325   -.0008711    .003482
------------------------------------------------------------------------------
    mean = mean(var2)                             t =   1.1919
Ho: mean = 0                     degrees of freedom =       88

    Ha: mean < 0                 Ha: mean != 0                 Ha: mean > 0
 Pr(T < t) = 0.8818         Pr(|T| > |t|) = 0.2365          Pr(T > t) = 0.1182

. ttest var3 == 0

One-sample t test
------------------------------------------------------------------------------
Variable |   Obs        Mean    Std. Err.   Std. Dev.   [95% Conf. Interval]
---------+--------------------------------------------------------------------
    var3 |    89   -.00000646    .0015817    .0149213   -.0032078    .0030786
------------------------------------------------------------------------------
    mean = mean(var3)                             t =  -0.0408
Ho: mean = 0                     degrees of freedom =       88

    Ha: mean < 0                 Ha: mean != 0                 Ha: mean > 0
 Pr(T < t) = 0.4838         Pr(|T| > |t|) = 0.9675          Pr(T > t) = 0.5162

. ttest var4 == 0

One-sample t test
------------------------------------------------------------------------------
Variable |   Obs        Mean    Std. Err.   Std. Dev.   [95% Conf. Interval]
---------+--------------------------------------------------------------------
    var4 |    89   -.0007159    .0011387    .0107429   -.0029789    .0015471
------------------------------------------------------------------------------
    mean = mean(var4)                             t =  -0.6287
Ho: mean = 0                     degrees of freedom =       88

    Ha: mean < 0                 Ha: mean != 0                 Ha: mean > 0
 Pr(T < t) = 0.2656         Pr(|T| > |t|) = 0.5312          Pr(T > t) = 0.7344

. ttest var5 == 0

One-sample t test
------------------------------------------------------------------------------
Variable |   Obs        Mean    Std. Err.   Std. Dev.   [95% Conf. Interval]
---------+--------------------------------------------------------------------
    var5 |    89    .0022851     .001019    .0096133     .00026    .0043101
------------------------------------------------------------------------------
    mean = mean(var5)                             t =   2.2424
Ho: mean = 0                     degrees of freedom =       88

    Ha: mean < 0                 Ha: mean != 0                 Ha: mean > 0
 Pr(T < t) = 0.9863         Pr(|T| > |t|) = 0.0274          Pr(T > t) = 0.0137

. ttest var6 == 0

One-sample t test
------------------------------------------------------------------------------
Variable |   Obs        Mean    Std. Err.   Std. Dev.   [95% Conf. Interval]
---------+--------------------------------------------------------------------
    var6 |    89    .0021052    .0011906    .0112317   -.0002607    .0044712
------------------------------------------------------------------------------
    mean = mean(var6)                             t =   1.7683
Ho: mean = 0                     degrees of freedom =       88

    Ha: mean < 0                 Ha: mean != 0                 Ha: mean > 0
 Pr(T < t) = 0.9598         Pr(|T| > |t|) = 0.0805          Pr(T > t) = 0.0402

. ttest var7 == 0

One-sample t test
------------------------------------------------------------------------------
Variable |   Obs        Mean    Std. Err.   Std. Dev.   [95% Conf. Interval]
---------+--------------------------------------------------------------------
    var7 |    89    .0002051    .0011047    .0104222   -.0019904    .0024006
------------------------------------------------------------------------------
    mean = mean(var7)                             t =   0.1857
Ho: mean = 0                     degrees of freedom =       88

    Ha: mean < 0                 Ha: mean != 0                 Ha: mean > 0
 Pr(T < t) = 0.5734         Pr(|T| > |t|) = 0.8531          Pr(T > t) = 0.4266

. ttest var8 == 0

One-sample t test
------------------------------------------------------------------------------
Variable |   Obs        Mean    Std. Err.   Std. Dev.   [95% Conf. Interval]
---------+--------------------------------------------------------------------
    var8 |    89   -.00002356    .0009034    .008523   -.002031    .0015598
------------------------------------------------------------------------------
    mean = mean(var8)                             t =  -0.2608
Ho: mean = 0                     degrees of freedom =       88

    Ha: mean < 0                 Ha: mean != 0                 Ha: mean > 0
 Pr(T < t) = 0.3974         Pr(|T| > |t|) = 0.7948          Pr(T > t) = 0.6026

. ttest var9 == 0

One-sample t test
------------------------------------------------------------------------------
Variable |   Obs        Mean    Std. Err.   Std. Dev.   [95% Conf. Interval]
---------+--------------------------------------------------------------------
    var9 |    89   -.0003151    .0012197    .0115068   -.0027391    .0021088
------------------------------------------------------------------------------
    mean = mean(var9)                             t =  -0.2584
Ho: mean = 0                     degrees of freedom =       88

    Ha: mean < 0                 Ha: mean != 0                 Ha: mean > 0
 Pr(T < t) = 0.3984         Pr(|T| > |t|) = 0.7967          Pr(T > t) = 0.6016

. ttest var10 == 0

One-sample t test
------------------------------------------------------------------------------
Variable |   Obs        Mean    Std. Err.   Std. Dev.   [95% Conf. Interval]
---------+--------------------------------------------------------------------
   var10 |    89   -.0007691    .0012169    .0114798   -.0031874    .0016491
------------------------------------------------------------------------------
    mean = mean(var10)                            t =  -0.6321
Ho: mean = 0                     degrees of freedom =       88

    Ha: mean < 0                 Ha: mean != 0                 Ha: mean > 0
 Pr(T < t) = 0.2645         Pr(|T| > |t|) = 0.5290          Pr(T > t) = 0.7355

. ttest var11 == 0

One-sample t test
------------------------------------------------------------------------------
Variable |   Obs        Mean    Std. Err.   Std. Dev.   [95% Conf. Interval]
---------+--------------------------------------------------------------------
   var11 |    89    .0010938    .0012999    .0122629   -.0014894    .003677
------------------------------------------------------------------------------
    mean = mean(var11)                            t =   0.8415
Ho: mean = 0                     degrees of freedom =       88

    Ha: mean < 0                 Ha: mean != 0                 Ha: mean > 0
 Pr(T < t) = 0.7988         Pr(|T| > |t|) = 0.4024          Pr(T > t) = 0.2012

. ttest var12 == 0

One-sample t test
------------------------------------------------------------------------------
Variable |   Obs        Mean    Std. Err.   Std. Dev.   [95% Conf. Interval]
---------+--------------------------------------------------------------------
   var12 |    89    .0048933    .0015806    .0149111    .0017523    .0080344
------------------------------------------------------------------------------
    mean = mean(var12)                            t =   3.0959
Ho: mean = 0                     degrees of freedom =       88

    Ha: mean < 0                 Ha: mean != 0                 Ha: mean > 0
 Pr(T < t) = 0.9987         Pr(|T| > |t|) = 0.0026          Pr(T > t) = 0.0013

. ttest var13 == 0

One-sample t test
------------------------------------------------------------------------------
Variable |   Obs        Mean    Std. Err.   Std. Dev.   [95% Conf. Interval]
---------+--------------------------------------------------------------------
   var13 |    89   -.0021687    .0014783    .0139467   -.0051066    .0007692
------------------------------------------------------------------------------
    mean = mean(var13)                            t =  -1.4670
Ho: mean = 0                     degrees of freedom =       88

    Ha: mean < 0                 Ha: mean != 0                 Ha: mean > 0
 Pr(T < t) = 0.0730         Pr(|T| > |t|) = 0.1459          Pr(T > t) = 0.9270

. ttest var14 == 0

One-sample t test
------------------------------------------------------------------------------
Variable |   Obs        Mean    Std. Err.   Std. Dev.   [95% Conf. Interval]
---------+--------------------------------------------------------------------
   var14 |    89    .0036087    .0012185    .0114958    .0011871    .0060303
------------------------------------------------------------------------------
    mean = mean(var14)                            t =   2.9615
Ho: mean = 0                     degrees of freedom =       88

    Ha: mean < 0                 Ha: mean != 0                 Ha: mean > 0
 Pr(T < t) = 0.9980         Pr(|T| > |t|) = 0.0039          Pr(T > t) = 0.0020

. ttest var15 == 0

One-sample t test
------------------------------------------------------------------------------
Variable |   Obs        Mean    Std. Err.   Std. Dev.   [95% Conf. Interval]
---------+--------------------------------------------------------------------
   var15 |    89    .0027696      .0014    .0132072   -.0000125    .0055517
------------------------------------------------------------------------------
    mean = mean(var15)                            t =   1.9783
Ho: mean = 0                     degrees of freedom =       88

    Ha: mean < 0                 Ha: mean != 0                 Ha: mean > 0
 Pr(T < t) = 0.9745         Pr(|T| > |t|) = 0.0510          Pr(T > t) = 0.0255

. ttest var16 == 0

One-sample t test
------------------------------------------------------------------------------
Variable |   Obs        Mean    Std. Err.   Std. Dev.   [95% Conf. Interval]
---------+--------------------------------------------------------------------
   var16 |    89    .0013896    .0012546     .011836   -.0011036    .0038829
------------------------------------------------------------------------------
    mean = mean(var16)                            t =   1.1076
Ho: mean = 0                     degrees of freedom =       88

    Ha: mean < 0                 Ha: mean != 0                 Ha: mean > 0
 Pr(T < t) = 0.8645         Pr(|T| > |t|) = 0.2710          Pr(T > t) = 0.1355

. ttest var17 == 0

One-sample t test
------------------------------------------------------------------------------
Variable |   Obs        Mean    Std. Err.   Std. Dev.   [95% Conf. Interval]
---------+--------------------------------------------------------------------
   var17 |    89   -.0005405    .0011585    .0109289   -.0028427    .0017617
------------------------------------------------------------------------------
    mean = mean(var17)                            t =  -0.4665
Ho: mean = 0                     degrees of freedom =       88

    Ha: mean < 0                 Ha: mean != 0                 Ha: mean > 0
 Pr(T < t) = 0.3210         Pr(|T| > |t|) = 0.6420          Pr(T > t) = 0.6790

. ttest var18 == 0

One-sample t test
------------------------------------------------------------------------------
Variable |   Obs        Mean    Std. Err.   Std. Dev.   [95% Conf. Interval]
---------+--------------------------------------------------------------------
   var18 |    89    .0022916    .0013622    .0128514   -.0004156    .0049987
------------------------------------------------------------------------------
    mean = mean(var18)                            t =   1.6822
Ho: mean = 0                     degrees of freedom =       88

    Ha: mean < 0                 Ha: mean != 0                 Ha: mean > 0
 Pr(T < t) = 0.9520         Pr(|T| > |t|) = 0.0961          Pr(T > t) = 0.0480

. ttest var19 == 0

One-sample t test
------------------------------------------------------------------------------
Variable |   Obs        Mean    Std. Err.   Std. Dev.   [95% Conf. Interval]
---------+--------------------------------------------------------------------
   var19 |    89   -.0017136    .0016369    .0154427   -.0049666    .0015395
------------------------------------------------------------------------------
    mean = mean(var19)                            t =  -1.0468
Ho: mean = 0                     degrees of freedom =       88

    Ha: mean < 0                 Ha: mean != 0                 Ha: mean > 0
 Pr(T < t) = 0.1490         Pr(|T| > |t|) = 0.2980          Pr(T > t) = 0.8510

. ttest var20 == 0

One-sample t test
------------------------------------------------------------------------------
Variable |   Obs        Mean    Std. Err.   Std. Dev.   [95% Conf. Interval]
---------+--------------------------------------------------------------------
   var20 |    89   -.0036726    .0013575    .0128069   -.0063704   -.0009748
------------------------------------------------------------------------------
    mean = mean(var20)                            t =  -2.7054
Ho: mean = 0                     degrees of freedom =       88

    Ha: mean < 0                 Ha: mean != 0                 Ha: mean > 0
 Pr(T < t) = 0.0041         Pr(|T| > |t|) = 0.0082          Pr(T > t) = 0.9959

. ttest var21 == 0

One-sample t test
------------------------------------------------------------------------------
Variable |   Obs        Mean    Std. Err.   Std. Dev.   [95% Conf. Interval]
---------+--------------------------------------------------------------------
   var21 |    89    .0000506    .0011636    .0109771   -.0022618    .0023629
------------------------------------------------------------------------------
    mean = mean(var21)                            t =   0.0435
Ho: mean = 0                     degrees of freedom =       88

    Ha: mean < 0                 Ha: mean != 0                 Ha: mean > 0
 Pr(T < t) = 0.5173         Pr(|T| > |t|) = 0.9654          Pr(T > t) = 0.4827
```

من اعداد الباحث مخرجات البرنامج STATA/12

الملحق رقم (8): قيم T بواسطة إختبار T-test One sample للتوزيعات الثابتة لسوق رأس المال الماليزي

```
  ___  ____  ____  ____  ____ (R)
 /__    /   ____/   /   ____/
___/   /   /___/   /   /___/   12.0   Copyright 1985-2011 StataCorp LP
  Statistics/Data Analysis            StataCorp
                                      4905 Lakeway Drive
     Special Edition                  College Station, Texas 77845 USA
                                      800-STATA-PC        http://www.stata.com
                                      979-696-4600        stata@stata.com
                                      979-696-4601 (fax)

Single-user Stata network perpetual license:
       Serial number:  93611859953
         Licensed to:  STATAforAll
                       STATA

Notes:
      1.  (/v# option or -set maxvar-) 5000 maximum variables

. *(21 variables, 52 observations pasted into data editor)

. ttest var1 == 0

One-sample t test
------------------------------------------------------------------------------
Variable |     Obs        Mean    Std. Err.   Std. Dev.   [95% Conf. Interval]
---------+--------------------------------------------------------------------
    var1 |      52     .0018177    .0014973    .010797   -.0011882    .0048236
------------------------------------------------------------------------------
    mean = mean(var1)                             t =   1.2140
Ho: mean = 0                     degrees of freedom =       51

    Ha: mean < 0                 Ha: mean != 0                 Ha: mean > 0
 Pr(T < t) = 0.8848         Pr(|T| > |t|) = 0.2303          Pr(T > t) = 0.1152

. ttest var2 == 0

One-sample t test
------------------------------------------------------------------------------
Variable |     Obs        Mean    Std. Err.   Std. Dev.   [95% Conf. Interval]
---------+--------------------------------------------------------------------
    var2 |      52     .0015628    .0015456    .0111458   -.0015403    .0046658
------------------------------------------------------------------------------
    mean = mean(var2)                             t =   1.0111
Ho: mean = 0                     degrees of freedom =       51

    Ha: mean < 0                 Ha: mean != 0                 Ha: mean > 0
 Pr(T < t) = 0.8416         Pr(|T| > |t|) = 0.3168          Pr(T > t) = 0.1584

. ttest var3 == 0

One-sample t test
------------------------------------------------------------------------------
Variable |     Obs        Mean    Std. Err.   Std. Dev.   [95% Conf. Interval]
---------+--------------------------------------------------------------------
    var3 |      52     .0002503    .0008748    .006308   -.0015059    .0020064
------------------------------------------------------------------------------
    mean = mean(var3)                             t =   0.2861
Ho: mean = 0                     degrees of freedom =       51

    Ha: mean < 0                 Ha: mean != 0                 Ha: mean > 0
 Pr(T < t) = 0.6120         Pr(|T| > |t|) = 0.7760          Pr(T > t) = 0.3880

. ttest var4 == 0

One-sample t test
------------------------------------------------------------------------------
Variable |     Obs        Mean    Std. Err.   Std. Dev.   [95% Conf. Interval]
---------+--------------------------------------------------------------------
    var4 |      52    -.0003329    .0012104    .008728   -.0027628    .0020969
------------------------------------------------------------------------------
    mean = mean(var4)                             t =  -0.2751
Ho: mean = 0                     degrees of freedom =       51

    Ha: mean < 0                 Ha: mean != 0                 Ha: mean > 0
 Pr(T < t) = 0.3922         Pr(|T| > |t|) = 0.7844          Pr(T > t) = 0.6078

. ttest var5 == 0

One-sample t test
------------------------------------------------------------------------------
Variable |     Obs        Mean    Std. Err.   Std. Dev.   [95% Conf. Interval]
---------+--------------------------------------------------------------------
    var5 |      52     .0021657    .0012107    .0087303   -.0002648    .0045962
------------------------------------------------------------------------------
    mean = mean(var5)                             t =   1.7888
Ho: mean = 0                     degrees of freedom =       51

    Ha: mean < 0                 Ha: mean != 0                 Ha: mean > 0
 Pr(T < t) = 0.9602         Pr(|T| > |t|) = 0.0796          Pr(T > t) = 0.0398

. ttest var6 == 0

One-sample t test
------------------------------------------------------------------------------
Variable |     Obs        Mean    Std. Err.   Std. Dev.   [95% Conf. Interval]
---------+--------------------------------------------------------------------
    var6 |      52     .0005482    .0012962    .0093471   -.0020541    .0031504
------------------------------------------------------------------------------
    mean = mean(var6)                             t =   0.4229
Ho: mean = 0                     degrees of freedom =       51

    Ha: mean < 0                 Ha: mean != 0                 Ha: mean > 0
 Pr(T < t) = 0.6629         Pr(|T| > |t|) = 0.6741          Pr(T > t) = 0.3371

. ttest var7 == 0

One-sample t test
------------------------------------------------------------------------------
Variable |     Obs        Mean    Std. Err.   Std. Dev.   [95% Conf. Interval]
---------+--------------------------------------------------------------------
    var7 |      52     .0003536    .0013562    .0097799   -.0023691    .0030763
------------------------------------------------------------------------------
    mean = mean(var7)                             t =   0.2607
Ho: mean = 0                     degrees of freedom =       51

    Ha: mean < 0                 Ha: mean != 0                 Ha: mean > 0
 Pr(T < t) = 0.6023         Pr(|T| > |t|) = 0.7953          Pr(T > t) = 0.3977

. ttest var8 == 0

One-sample t test
------------------------------------------------------------------------------
Variable |     Obs        Mean    Std. Err.   Std. Dev.   [95% Conf. Interval]
---------+--------------------------------------------------------------------
    var8 |      52     .000383    .0013907    .0100282   -.0024088    .0031749
------------------------------------------------------------------------------
    mean = mean(var8)                             t =   0.2754
Ho: mean = 0                     degrees of freedom =       51

    Ha: mean < 0                 Ha: mean != 0                 Ha: mean > 0
 Pr(T < t) = 0.6080         Pr(|T| > |t|) = 0.7841          Pr(T > t) = 0.3920

. ttest var9 == 0

One-sample t test
------------------------------------------------------------------------------
Variable |     Obs        Mean    Std. Err.   Std. Dev.   [95% Conf. Interval]
---------+--------------------------------------------------------------------
    var9 |      52    -.0006617    .001143    .008242   -.0029563    .0016328
------------------------------------------------------------------------------
    mean = mean(var9)                             t =  -0.5790
Ho: mean = 0                     degrees of freedom =       51

    Ha: mean < 0                 Ha: mean != 0                 Ha: mean > 0
 Pr(T < t) = 0.2826         Pr(|T| > |t|) = 0.5652          Pr(T > t) = 0.7174

. ttest var10 == 0

One-sample t test
------------------------------------------------------------------------------
Variable |     Obs        Mean    Std. Err.   Std. Dev.   [95% Conf. Interval]
---------+--------------------------------------------------------------------
   var10 |      52     .0010913    .0015562    .0112221   -.0020329    .0042156
------------------------------------------------------------------------------
    mean = mean(var10)                            t =   0.7013
Ho: mean = 0                     degrees of freedom =       51

    Ha: mean < 0                 Ha: mean != 0                 Ha: mean > 0
 Pr(T < t) = 0.7568         Pr(|T| > |t|) = 0.4863          Pr(T > t) = 0.2432

. ttest var11 == 0

One-sample t test
------------------------------------------------------------------------------
Variable |     Obs        Mean    Std. Err.   Std. Dev.   [95% Conf. Interval]
---------+--------------------------------------------------------------------
   var11 |      52     .0001039    .0015055    .0108565   -.0029186    .0031263
------------------------------------------------------------------------------
    mean = mean(var11)                            t =   0.0690
Ho: mean = 0                     degrees of freedom =       51

    Ha: mean < 0                 Ha: mean != 0                 Ha: mean > 0
 Pr(T < t) = 0.5274         Pr(|T| > |t|) = 0.9453          Pr(T > t) = 0.4726

. ttest var12 == 0

One-sample t test
------------------------------------------------------------------------------
Variable |     Obs        Mean    Std. Err.   Std. Dev.   [95% Conf. Interval]
---------+--------------------------------------------------------------------
   var12 |      52     .0031038    .0016723    .012059   -.0002534     .006461
------------------------------------------------------------------------------
    mean = mean(var12)                            t =   1.8560
Ho: mean = 0                     degrees of freedom =       51

    Ha: mean < 0                 Ha: mean != 0                 Ha: mean > 0
 Pr(T < t) = 0.9654         Pr(|T| > |t|) = 0.0692          Pr(T > t) = 0.0346

. ttest var13 == 0

One-sample t test
------------------------------------------------------------------------------
Variable |     Obs        Mean    Std. Err.   Std. Dev.   [95% Conf. Interval]
---------+--------------------------------------------------------------------
   var13 |      52     .0010389    .0013275    .0095729   -.0016262     .003704
------------------------------------------------------------------------------
    mean = mean(var13)                            t =   0.7826
Ho: mean = 0                     degrees of freedom =       51

    Ha: mean < 0                 Ha: mean != 0                 Ha: mean > 0
 Pr(T < t) = 0.7813         Pr(|T| > |t|) = 0.4375          Pr(T > t) = 0.2187

. ttest var14 == 0

One-sample t test
------------------------------------------------------------------------------
Variable |     Obs        Mean    Std. Err.   Std. Dev.   [95% Conf. Interval]
---------+--------------------------------------------------------------------
   var14 |      52    -.0014015    .0014708    .010606   -.0043542    .0015512
------------------------------------------------------------------------------
    mean = mean(var14)                            t =  -0.9529
Ho: mean = 0                     degrees of freedom =       51

    Ha: mean < 0                 Ha: mean != 0                 Ha: mean > 0
 Pr(T < t) = 0.1726         Pr(|T| > |t|) = 0.3451          Pr(T > t) = 0.8274

. ttest var15 == 0

One-sample t test
------------------------------------------------------------------------------
Variable |     Obs        Mean    Std. Err.   Std. Dev.   [95% Conf. Interval]
---------+--------------------------------------------------------------------
   var15 |      52     .0009622    .0013747    .0099133   -.0017977     .003722
------------------------------------------------------------------------------
    mean = mean(var15)                            t =   0.6999
Ho: mean = 0                     degrees of freedom =       51

    Ha: mean < 0                 Ha: mean != 0                 Ha: mean > 0
 Pr(T < t) = 0.7564         Pr(|T| > |t|) = 0.4872          Pr(T > t) = 0.2436

. ttest var16 == 0

One-sample t test
------------------------------------------------------------------------------
Variable |     Obs        Mean    Std. Err.   Std. Dev.   [95% Conf. Interval]
---------+--------------------------------------------------------------------
   var16 |      52     .0013162    .0015867    .0114419   -.0018692    .0045017
------------------------------------------------------------------------------
    mean = mean(var16)                            t =   0.8295
Ho: mean = 0                     degrees of freedom =       51

    Ha: mean < 0                 Ha: mean != 0                 Ha: mean > 0
 Pr(T < t) = 0.7947         Pr(|T| > |t|) = 0.4107          Pr(T > t) = 0.2053

. ttest var17 == 0

One-sample t test
------------------------------------------------------------------------------
Variable |     Obs        Mean    Std. Err.   Std. Dev.   [95% Conf. Interval]
---------+--------------------------------------------------------------------
   var17 |      52     .0003601    .0015286    .0110227   -.0027087    .0034288
------------------------------------------------------------------------------
    mean = mean(var17)                            t =   0.2356
Ho: mean = 0                     degrees of freedom =       51

    Ha: mean < 0                 Ha: mean != 0                 Ha: mean > 0
 Pr(T < t) = 0.5926         Pr(|T| > |t|) = 0.8147          Pr(T > t) = 0.4074

. ttest var18 == 0

One-sample t test
------------------------------------------------------------------------------
Variable |     Obs        Mean    Std. Err.   Std. Dev.   [95% Conf. Interval]
---------+--------------------------------------------------------------------
   var18 |      52    -.0067577    .0067268    .0485077   -.0202623    .0067469
------------------------------------------------------------------------------
    mean = mean(var18)                            t =  -1.0046
Ho: mean = 0                     degrees of freedom =       51

    Ha: mean < 0                 Ha: mean != 0                 Ha: mean > 0
 Pr(T < t) = 0.1599         Pr(|T| > |t|) = 0.3198          Pr(T > t) = 0.8401

.
. ttest var19 == 0

One-sample t test
------------------------------------------------------------------------------
Variable |     Obs        Mean    Std. Err.   Std. Dev.   [95% Conf. Interval]
---------+--------------------------------------------------------------------
   var19 |      52    -.0023034    .0012655    .0091254   -.0048439    .0002371
------------------------------------------------------------------------------
    mean = mean(var19)                            t =  -1.8202
Ho: mean = 0                     degrees of freedom =       51

    Ha: mean < 0                 Ha: mean != 0                 Ha: mean > 0
 Pr(T < t) = 0.0373         Pr(|T| > |t|) = 0.0746          Pr(T > t) = 0.9627

. ttest var20 == 0

One-sample t test
------------------------------------------------------------------------------
Variable |     Obs        Mean    Std. Err.   Std. Dev.   [95% Conf. Interval]
---------+--------------------------------------------------------------------
   var20 |      52    -.0016542    .0020495    .0147792   -.0057687    .0024604
------------------------------------------------------------------------------
    mean = mean(var20)                            t =  -0.8071
Ho: mean = 0                     degrees of freedom =       51

    Ha: mean < 0                 Ha: mean != 0                 Ha: mean > 0
 Pr(T < t) = 0.2117         Pr(|T| > |t|) = 0.4234          Pr(T > t) = 0.7883

. ttest var21 == 0

One-sample t test
------------------------------------------------------------------------------
Variable |     Obs        Mean    Std. Err.   Std. Dev.   [95% Conf. Interval]
---------+--------------------------------------------------------------------
   var21 |      52    -.0013014    .0013782    .0099381   -.0040682    .0014654
------------------------------------------------------------------------------
    mean = mean(var21)                            t =  -0.9443
Ho: mean = 0                     degrees of freedom =       51

    Ha: mean < 0                 Ha: mean != 0                 Ha: mean > 0
 Pr(T < t) = 0.1747         Pr(|T| > |t|) = 0.3495          Pr(T > t) = 0.8253
```

من اعداد الباحث مخرجات البرنامج STATA/12

الملحق رقم (9): قيم T بواسطة إختبار T-test One sample للتوزيعات المنخفضة لسوق رأس المال الماليزي

```
  ___  ____  ____  ____  ____ (R)
 /__    /   ____/   /   ____/
___/   /   /___/   /   /___/   12.0  Copyright 1985-2011 StataCorp LP
  Statistics/Data Analysis            StataCorp
                                      4905 Lakeway Drive
     Special Edition                  College Station, Texas 77845 USA
                                      800-STATA-PC        http://www.stata.com
                                      979-696-4600        stata@stata.com
                                      979-696-4601 (fax)

Single-user Stata network perpetual license:
       Serial number:  93611859953
         Licensed to:  STATAforAll
                       STATA

Notes:
      1.  (/v# option or -set maxvar-) 5000 maximum variables
*(21 variables, 63 observations pasted into data editor)

. ttest var1 == 0

One-sample t test
------------------------------------------------------------------------------
Variable |     Obs        Mean    Std. Err.   Std. Dev.   [95% Conf. Interval]
---------+--------------------------------------------------------------------
    var1 |      63     .0015798    .001845    .0146439   -.0021082    .0052678
------------------------------------------------------------------------------
    mean = mean(var1)                             t =   0.8563
Ho: mean = 0                     degrees of freedom =       62

    Ha: mean < 0                 Ha: mean != 0                 Ha: mean > 0
 Pr(T < t) = 0.8024         Pr(|T| > |t|) = 0.3951          Pr(T > t) = 0.1976

. ttest var2 == 0

One-sample t test
------------------------------------------------------------------------------
Variable |     Obs        Mean    Std. Err.   Std. Dev.   [95% Conf. Interval]
---------+--------------------------------------------------------------------
    var2 |      63    -.0009732    .0013535    .0107433   -.0036789    .0017324
------------------------------------------------------------------------------
    mean = mean(var2)                             t =  -0.7190
Ho: mean = 0                     degrees of freedom =       62

    Ha: mean < 0                 Ha: mean != 0                 Ha: mean > 0
 Pr(T < t) = 0.2374         Pr(|T| > |t|) = 0.4748          Pr(T > t) = 0.7626

.
. ttest var3 == 0

One-sample t test
------------------------------------------------------------------------------
Variable |     Obs        Mean    Std. Err.   Std. Dev.   [95% Conf. Interval]
---------+--------------------------------------------------------------------
    var3 |      63     .0005048     .00132    .0104775   -.0021339    .0031436
------------------------------------------------------------------------------
    mean = mean(var3)                             t =   0.3824
Ho: mean = 0                     degrees of freedom =       62

    Ha: mean < 0                 Ha: mean != 0                 Ha: mean > 0
 Pr(T < t) = 0.6483         Pr(|T| > |t|) = 0.7034          Pr(T > t) = 0.3517

. ttest var4 == 0

One-sample t test
------------------------------------------------------------------------------
Variable |     Obs        Mean    Std. Err.   Std. Dev.   [95% Conf. Interval]
---------+--------------------------------------------------------------------
    var4 |      63     .0018131    .0012665    .0100526   -.0007186    .0043449
------------------------------------------------------------------------------
    mean = mean(var4)                             t =   1.4316
Ho: mean = 0                     degrees of freedom =       62

    Ha: mean < 0                 Ha: mean != 0                 Ha: mean > 0
 Pr(T < t) = 0.9214         Pr(|T| > |t|) = 0.1573          Pr(T > t) = 0.0786

. ttest var5 == 0

One-sample t test
------------------------------------------------------------------------------
Variable |     Obs        Mean    Std. Err.   Std. Dev.   [95% Conf. Interval]
---------+--------------------------------------------------------------------
    var5 |      63    -.0025921     .00129    .0102389   -.0051707   -.0000135
------------------------------------------------------------------------------
    mean = mean(var5)                             t =  -2.0094
Ho: mean = 0                     degrees of freedom =       62

    Ha: mean < 0                 Ha: mean != 0                 Ha: mean > 0
 Pr(T < t) = 0.0244         Pr(|T| > |t|) = 0.0489          Pr(T > t) = 0.9756

. ttest var6 == 0

One-sample t test
------------------------------------------------------------------------------
Variable |     Obs        Mean    Std. Err.   Std. Dev.   [95% Conf. Interval]
---------+--------------------------------------------------------------------
    var6 |      63    -.0013898    .001726    .0136995    -.00484    .0020604
------------------------------------------------------------------------------
    mean = mean(var6)                             t =  -0.8052
Ho: mean = 0                     degrees of freedom =       62

    Ha: mean < 0                 Ha: mean != 0                 Ha: mean > 0
 Pr(T < t) = 0.2119         Pr(|T| > |t|) = 0.4238          Pr(T > t) = 0.7881

. ttest var7 == 0

One-sample t test
------------------------------------------------------------------------------
Variable |     Obs        Mean    Std. Err.   Std. Dev.   [95% Conf. Interval]
---------+--------------------------------------------------------------------
    var7 |      63    -.0010995    .0012406    .0098469   -.0035794    .0013804
------------------------------------------------------------------------------
    mean = mean(var7)                             t =  -0.8863
Ho: mean = 0                     degrees of freedom =       62

    Ha: mean < 0                 Ha: mean != 0                 Ha: mean > 0
 Pr(T < t) = 0.1894         Pr(|T| > |t|) = 0.3789          Pr(T > t) = 0.8106

. ttest var8 == 0

One-sample t test
------------------------------------------------------------------------------
Variable |     Obs        Mean    Std. Err.   Std. Dev.   [95% Conf. Interval]
---------+--------------------------------------------------------------------
    var8 |      63     .0000931    .0010627    .0084351   -.0020312    .0022175
------------------------------------------------------------------------------
    mean = mean(var8)                             t =   0.0876
Ho: mean = 0                     degrees of freedom =       62

    Ha: mean < 0                 Ha: mean != 0                 Ha: mean > 0
 Pr(T < t) = 0.5348         Pr(|T| > |t|) = 0.9305          Pr(T > t) = 0.4652

. ttest var9 == 0

One-sample t test
------------------------------------------------------------------------------
Variable |     Obs        Mean    Std. Err.   Std. Dev.   [95% Conf. Interval]
---------+--------------------------------------------------------------------
    var9 |      63     .0007021    .0009958    .0079036   -.0012884    .0026926
------------------------------------------------------------------------------
    mean = mean(var9)                             t =   0.7051
Ho: mean = 0                     degrees of freedom =       62

    Ha: mean < 0                 Ha: mean != 0                 Ha: mean > 0
 Pr(T < t) = 0.7583         Pr(|T| > |t|) = 0.4834          Pr(T > t) = 0.2417

. ttest var10 == 0

One-sample t test
------------------------------------------------------------------------------
Variable |     Obs        Mean    Std. Err.   Std. Dev.   [95% Conf. Interval]
---------+--------------------------------------------------------------------
   var10 |      63    -.0008374    .0014519    .0115243   -.0037398    .0020649
------------------------------------------------------------------------------
    mean = mean(var10)                            t =  -0.5768
Ho: mean = 0                     degrees of freedom =       62

    Ha: mean < 0                 Ha: mean != 0                 Ha: mean > 0
 Pr(T < t) = 0.2831         Pr(|T| > |t|) = 0.5662          Pr(T > t) = 0.7169

. ttest var11 == 0

One-sample t test
------------------------------------------------------------------------------
Variable |     Obs        Mean    Std. Err.   Std. Dev.   [95% Conf. Interval]
---------+--------------------------------------------------------------------
   var11 |      63     .0001787    .0010732    .0085184   -.0019666     .002324
------------------------------------------------------------------------------
    mean = mean(var11)                            t =   0.1665
Ho: mean = 0                     degrees of freedom =       62

    Ha: mean < 0                 Ha: mean != 0                 Ha: mean > 0
 Pr(T < t) = 0.5659         Pr(|T| > |t|) = 0.8683          Pr(T > t) = 0.4341

. ttest var12 == 0

One-sample t test
------------------------------------------------------------------------------
Variable |     Obs        Mean    Std. Err.   Std. Dev.   [95% Conf. Interval]
---------+--------------------------------------------------------------------
   var12 |      63     .0003127    .0017931    .0142326   -.0032717    .0038971
------------------------------------------------------------------------------
    mean = mean(var12)                            t =   0.1744
Ho: mean = 0                     degrees of freedom =       62

    Ha: mean < 0                 Ha: mean != 0                 Ha: mean > 0
 Pr(T < t) = 0.5689         Pr(|T| > |t|) = 0.8621          Pr(T > t) = 0.4311

. ttest var13 == 0

One-sample t test
------------------------------------------------------------------------------
Variable |     Obs        Mean    Std. Err.   Std. Dev.   [95% Conf. Interval]
---------+--------------------------------------------------------------------
   var13 |      63    -.0026222    .0014475    .0114891   -.0055157    .0002713
------------------------------------------------------------------------------
    mean = mean(var13)                            t =  -1.8116
Ho: mean = 0                     degrees of freedom =       62

    Ha: mean < 0                 Ha: mean != 0                 Ha: mean > 0
 Pr(T < t) = 0.0374         Pr(|T| > |t|) = 0.0749          Pr(T > t) = 0.9626

. ttest var14 == 0

One-sample t test
------------------------------------------------------------------------------
Variable |     Obs        Mean    Std. Err.   Std. Dev.   [95% Conf. Interval]
---------+--------------------------------------------------------------------
   var14 |      63     .0018534    .001894    .0150332   -.0019327    .0056395
------------------------------------------------------------------------------
    mean = mean(var14)                            t =   0.9786
Ho: mean = 0                     degrees of freedom =       62

    Ha: mean < 0                 Ha: mean != 0                 Ha: mean > 0
 Pr(T < t) = 0.8342         Pr(|T| > |t|) = 0.3316          Pr(T > t) = 0.1658

. ttest var15 == 0

One-sample t test
------------------------------------------------------------------------------
Variable |     Obs        Mean    Std. Err.   Std. Dev.   [95% Conf. Interval]
---------+--------------------------------------------------------------------
   var15 |      63    -.0007685    .0012664    .010052   -.0033001    .0017631
------------------------------------------------------------------------------
    mean = mean(var15)                            t =  -0.6068
Ho: mean = 0                     degrees of freedom =       62

    Ha: mean < 0                 Ha: mean != 0                 Ha: mean > 0
 Pr(T < t) = 0.2731         Pr(|T| > |t|) = 0.5462          Pr(T > t) = 0.7269

. ttest var16 == 0

One-sample t test
------------------------------------------------------------------------------
Variable |     Obs        Mean    Std. Err.   Std. Dev.   [95% Conf. Interval]
---------+--------------------------------------------------------------------
   var16 |      63     .0005798    .0018301    .0145258   -.0030785    .0042381
------------------------------------------------------------------------------
    mean = mean(var16)                            t =   0.3168
Ho: mean = 0                     degrees of freedom =       62

    Ha: mean < 0                 Ha: mean != 0                 Ha: mean > 0
 Pr(T < t) = 0.6238         Pr(|T| > |t|) = 0.7524          Pr(T > t) = 0.3762

. ttest var17 == 0

One-sample t test
------------------------------------------------------------------------------
Variable |     Obs        Mean    Std. Err.   Std. Dev.   [95% Conf. Interval]
---------+--------------------------------------------------------------------
   var17 |      63     .0000601    .0011905    .009449   -.0023196    .0024398
------------------------------------------------------------------------------
    mean = mean(var17)                            t =   0.0505
Ho: mean = 0                     degrees of freedom =       62

    Ha: mean < 0                 Ha: mean != 0                 Ha: mean > 0
 Pr(T < t) = 0.5201         Pr(|T| > |t|) = 0.9599          Pr(T > t) = 0.4799

. ttest var18 == 0

One-sample t test
------------------------------------------------------------------------------
Variable |     Obs        Mean    Std. Err.   Std. Dev.   [95% Conf. Interval]
---------+--------------------------------------------------------------------
   var18 |      63    -.0000957    .0016113    .012789   -.0033166    .0031251
------------------------------------------------------------------------------
    mean = mean(var18)                            t =  -0.0594
Ho: mean = 0                     degrees of freedom =       62

    Ha: mean < 0                 Ha: mean != 0                 Ha: mean > 0
 Pr(T < t) = 0.4764         Pr(|T| > |t|) = 0.9528          Pr(T > t) = 0.5236

. ttest var19 == 0

One-sample t test
------------------------------------------------------------------------------
Variable |     Obs        Mean    Std. Err.   Std. Dev.   [95% Conf. Interval]
---------+--------------------------------------------------------------------
   var19 |      63     .0008453    .0017321    .0137483   -.0026172    .0043077
------------------------------------------------------------------------------
    mean = mean(var19)                            t =   0.4880
Ho: mean = 0                     degrees of freedom =       62

    Ha: mean < 0                 Ha: mean != 0                 Ha: mean > 0
 Pr(T < t) = 0.6864         Pr(|T| > |t|) = 0.6273          Pr(T > t) = 0.3136

. ttest var20 == 0

One-sample t test
------------------------------------------------------------------------------
Variable |     Obs        Mean    Std. Err.   Std. Dev.   [95% Conf. Interval]
---------+--------------------------------------------------------------------
   var20 |      63    -.0032791    .0015815    .0125525   -.0064404   -.0001178
------------------------------------------------------------------------------
    mean = mean(var20)                            t =  -2.0734
Ho: mean = 0                     degrees of freedom =       62

    Ha: mean < 0                 Ha: mean != 0                 Ha: mean > 0
 Pr(T < t) = 0.0211         Pr(|T| > |t|) = 0.0423          Pr(T > t) = 0.9789

. ttest var21 == 0

One-sample t test
------------------------------------------------------------------------------
Variable |     Obs        Mean    Std. Err.   Std. Dev.   [95% Conf. Interval]
---------+--------------------------------------------------------------------
   var21 |      63    -.0029325    .0015423    .012242   -.0060156    .0001506
------------------------------------------------------------------------------
    mean = mean(var21)                            t =  -1.9013
Ho: mean = 0                     degrees of freedom =       62

    Ha: mean < 0                 Ha: mean != 0                 Ha: mean > 0
 Pr(T < t) = 0.0310         Pr(|T| > |t|) = 0.0619          Pr(T > t) = 0.9690
```

من اعداد الباحث مخرجات البرنامج STATA/12

الملحق رقم (10): قيم معاملات نموذج السوق Alpa, Beta للسوق رأس المال السعودي

		Years	2011-2012		2013		2014		2015		2016		2017		2018	
		Market Model	alpha(α)	Beta(β)	alpha(α)	Beta(β)	alpha(α)	Beta(β)	alpha(α)	Beta(β)	alpha(α)	Beta(β)	alpha(α)	Beta(β)	alpha(α)	Beta(β)
Firm's Name	Code	Coefficients Regression														
Samba Financial Group	1090	(α,β)	-0,000689	0,8695276	-0,00397	1,646569	-0,0005	0,984772	0,000160098	1,000253	4,75366E-05	1,0845	0,0004084	1,466513	0,000595126	1,38301967
SABIC Agri-Nutrients	2020	(α,β)	-0,000314	0,6336631	-0,0032	0,291703	-0,00016	0,593402	-8,0191E-05	0,700998	-0,00159753	0,908132	-0,001089	0,729919	-0,000290069	0,8602846
Pharmaceokinetics	2070	(α,β)	0,00033	0,636619	-0,00037	1,080093	0,001449	0,861757	-5,5348E-05	1,087974	-0,00024325	0,939134	-0,000353	0,979202	-0,001221158	0,82173554
SADAFCO	2270	(α,β)	0,001735	0,4667619	0,001036	0,988371	-0,00111	1,289883	0,00091303	0,73698	0,000500932	0,595439	-0,001152	0,611236	-0,000377447	0,3000133
Arabian Cement	3010	(α,β)	7,1E-05	0,94338	-0,00106	0,707153	-0,00127	1,060297	0,001942152	0,751097	-0,0006618	0,897106	-0,002271	1,139853	-6,19281E-05	0,32210842
Saudi Cement	3030	(α,β)	0,00146	0,7808554	0,000609	0,503493	-0,00108	0,945512	-0,00103552	0,616653	-5,8647E-05	0,906276	-0,002045	1,243099	0,000834007	0,87474844
South Cement	3050	(α,β)	0,001527	0,7955938	0,000289	0,494059	-0,00058	0,506451	-0,0004025	0,640237	0,000781509	0,892525	-0,001632	1,116884	-0,001355003	0,00255265
Yanbu Cement	3060	(α,β)	0,00219	0,6854626	0,000481	0,835139	-0,00139	1,061376	9,78589E-05	0,842735	-0,00053131	0,827491	-0,001919	1,118477	0,000113899	0,68485799
Real Estate	4020	(α,β)	0,000339	0,7062816	0,001013	0,881267	-0,00031	1,004314	7,92161E-05	1,049738	-0,00066932	1,370882	-0,002353	1,415653	0,000117957	0,86550088
SAPTCO	4040	(α,β)	0,002309	0,7869062	0,000188	1,350189	0,002762	1,461184	-0,00093722	1,114415	-0,00072496	1,084561	0,0006965	1,456979	0,000472546	0,63247489
Riyadh	1010	(α,β)	-0,0005	0,618	-0,0026	-0,1135	0,00081	0,738	-0,00059	0,84985	-0,000611	0,51077	6,493E-06	0,722568	0,00086425	0,95627467
Saudi Fransi	1050	(α,β)	0,040765	0,0777	0,044	-0,07233	0,03554	0,1311	0,02845	0,0271	0,03987	0,078	0,03924	0,08426	0,010677377	1,0101822
Arab	1080	(α,β)	-0,000379	0,7659607	-7,1E-05	0,775572	0,000772	0,65064	-0,00058988	0,693892	0,000010046	1,009936	0,001431	0,556189	0,001058756	1,41469507
SABIC	2010	(α,β)	-0,000837	1,1053491	-0,00034	0,82507	-0,00037	0,987825	0,000046029	1,32159	0,000094451	1,091584	0,0001598	0,753236	0,00047953	0,79548903
Savola Group	2050	(α,β)	0,000312	0,8441	0,001271	0,686305	0,000331	1,4648	0,00181	0,97736	0,00015	1,381	*****	*****	-0,00064	1,3011
Gas	2080	(α,β)	0,000361	0,8019195	-0,00073	0,649192	0,001288	0,55004	0,000706317	0,771727	0,000312141	0,82712	0,0007252	0,8429	-0,00061731	-0,0006173
Gibsco	2090	(α,β)	0,000275	0,714	-0,00037	1,0525	-0,00134	1,454586	-0,000795	1,25422	-0,00134	1,25736	-0,000516	1,4793	*****	*****
Zamil Industrial	2240	(α,β)	7,85E-05	0,7402342	0,001482	1,176019	0,000309	1,377463	-8,9913E-05	1,235127	-0,00108594	1,127738	0,0001971	0,867107	-0,00086028	0,45530589
Al-Babtain	2320	(α,β)	3,69E-05	1,53025	0,00176	0,979725	0,001061	0,8537	0,000785	0,92142	0,0008961	1,5118	-0,000644	0,710685	-0,000530619	0,74909072
Advanced	2330	(α,β)	-0,000779	1,2751446	0,000464	0,76043	0,000271	0,4416	0,000922	1,173777	0,00109	0,9943	0,0001333	0,97108	0,000237773	0,77918941
Alabdullatif	2340	(α,β)	-0,000234	0,8557	0,001463	0,85613	-0,00105	0,91036	-0,0006325	1,0416	-0,002028	0,8582	-0,001284	1,26054	0,00012491	0,5785003
Pottery	2360	(α,β)	0,000542	0,9148776	-0,00079	1,016585	0,000808	0,79168	0,0001137	0,90195	0,000946	0,853446	-0,00062	0,367576	*****	*****
Yamama Cement	3020	(α,β)	0,001436	0,755775	0,000188	0,621157	-5,2E-06	0,938113	-0,0012555	0,872857	-0,00198	0,489089	-0,001503	1,024815	*****	*****
Qassim Cement	3040	(α,β)	0,000636	0,532514	1,07E-05	0,34977	9,56E-05	0,53256	0,00059393	0,56076	-0,0012423	0,453209	-0,000469	0,820724	-0,0008268	0,35684841
Kindness	4090	(α,β)	0,001207	0,2882384	0,000861	0,96788	0,000111	1,551885	0,000448997	0,956723	0,001342274	1,013153	0,0007999	0,720815	-0,001200634	0,67978719
Reconstruction	4150	(α,β)	0,003352	0,9420029	-0,00012	0,705106	0,000275	0,934671	0,00010805	1,144306	0,000448582	0,941337	0,0008643	0,800297	-0,0002313	0,65211
Greer	4190	(α,β)	0,006474	3,1200834	0,000166	0,38282	0,001753	0,584719	0,00010117	0,656469	-0,00186155	0,677151	0,0001538	0,80347	0,0008833	0,50655784
Kingdom	4280	(α,β)	0,001557	1,2163415	0,003515	0,571068	0,000784	0,536654	-0,00097619	0,768917	-0,00157414	0,823636	-0,000506	0,632346	-0,0008625	0,7101366
Herfy Foods	6002	(α,β)	0,001153	0,7827473	0,000995	0,451709	-0,00068	0,750644	0,00116904	0,783991	-0,00082937	0,727947	-0,000327	0,924506	-0,00137249	0,6196697
STC	7010	(α,β)	-0,000234	0,5162007	0,000825	0,715633	0,001048	1,040966	0,000880664	0,904128	0,0015464	0,78187	0,0004825	0,792467	-0,000363865	0,79376039

****** No announcement

من اعداد الباحث مخرجات البرنامج Exel /13

الملحق رقم(11): متوسط العوائد غير العادية والمتراكمة للتوزيعات المتزايدة لسوق رأس السعودي

Dividend Increase 54 Announcement

EW	-10	-9	-8	-7	-6	-5	-4	-3	-2	-1	0	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
AR(3040)%	-0,60%	-0,03%	-0,62%	1,75%	-1,22%	-0,77%	0,18%	-1,78%	1,98%	0,71%	3,67%	1,56%	-0,21%	-0,37%	-0,33%	0,71%	-1,17%	0,81%	3,82%	0,06%	-1,38%
AR(2360)%	1,92%	1,03%	-0,82%	0,16%	-1,04%	-0,85%	-0,43%	-0,77%	0,03%	0,47%	3,39%	1,11%	-1,55%	-0,95%	-0,18%	-2,14%	-0,54%	-1,10%	-2,60%	-1,95%	-2,24%
AR(2050)%	-0,23%	1,46%	-0,62%	-0,58%	-0,74%	-0,49%	-0,16%	0,57%	0,00%	0,55%	0,99%	1,97%	1,23%	-0,19%	1,19%	-0,44%	3,17%	1,44%	-0,89%	-0,10%	-1,20%
AR(2340)%	0,32%	-0,11%	1,11%	-0,58%	-0,42%	-0,46%	2,13%	-1,24%	-0,66%	0,28%	0,33%	-1,02%	-0,06%	0,04%	-1,06%	-0,52%	0,45%	1,26%	0,98%	1,74%	-2,15%
AR(1010)%	0,13%	-0,03%	0,57%	0,07%	-0,27%	0,49%	-0,47%	-0,24%	0,09%	-0,80%	0,36%	-0,50%	0,33%	0,32%	-0,38%	0,55%	-0,13%	-0,07%	0,38%	-0,45%	-0,14%
AR(4150)%	-0,88%	0,28%	0,70%	-1,81%	-0,85%	-0,90%	-2,57%	-3,75%	1,37%	-1,59%	4,30%	-1,39%	0,29%	-2,41%	-2,61%	-0,26%	-3,67%	-4,02%	-4,68%	-1,53%	-2,11%
AR(1050)%	0,34%	0,32%	0,31%	0,31%	0,26%	0,34%	0,35%	0,38%	0,39%	0,34%	0,40%	0,40%	0,42%	0,41%	0,40%	0,32%	0,37%	0,39%	0,59%	0,24%	0,24%
AR(2080)%	1,63%	-1,01%	-0,09%	-0,43%	0,37%	-0,99%	0,12%	-0,59%	0,02%	9,58%	-3,19%	-0,44%	0,16%	5,83%	-2,98%	-0,18%	-0,73%	-1,12%	-0,68%	-0,09%	0,02%
AR(4190)%	-0,73%	0,60%	-0,77%	0,00%	-0,43%	-0,87%	-0,29%	0,12%	0,03%	-1,58%	2,01%	-0,38%	0,87%	-1,46%	0,52%	0,24%	0,04%	0,07%	-0,42%	-0,04%	0,13%
AR(6002)%	-0,05%	-1,81%	0,45%	-0,93%	1,30%	1,24%	0,94%	-0,86%	-0,01%	-1,44%	0,98%	2,03%	-0,16%	0,32%	0,35%	-1,02%	-0,24%	0,80%	5,17%	-1,91%	-1,48%
AR(4090)%	-0,73%	-0,34%	0,41%	-0,38%	0,43%	0,14%	-0,30%	-0,51%	-0,21%	-0,18%	-0,11%	0,36%	0,23%	0,20%	-0,55%	-0,12%	1,21%	0,17%	-0,73%	-0,05%	0,24%
AR(2360)%	0,32%	-0,13%	-0,25%	-0,26%	-0,40%	-0,42%	0,30%	0,90%	-0,13%	0,09%	1,31%	-0,22%	0,24%	-0,75%	0,27%	0,87%	0,38%	0,11%	-0,44%	-1,57%	0,67%
AR(1050)%	-0,42%	-0,46%	-0,34%	-0,32%	-0,32%	-0,38%	-0,41%	-0,45%	-0,40%	-0,50%	-0,57%	-0,51%	-0,52%	-0,56%	-0,48%	-0,55%	-0,55%	-0,47%	-0,45%	-0,69%	-0,66%
AR(2240)%	-0,56%	0,11%	-0,14%	-0,68%	0,70%	2,58%	0,11%	-1,45%	2,41%	-0,15%	-0,63%	-2,67%	-0,69%	-0,74%	-2,03%	1,46%	-1,82%	-0,80%	2,64%	1,57%	-1,02%
AR(2330)%	-0,11%	0,74%	0,09%	-0,81%	0,25%	-0,22%	1,11%	-0,44%	-0,83%	-2,23%	-0,43%	0,10%	5,78%	-0,30%	-0,22%	2,10%	3,14%	-0,46%	0,12%	-0,60%	0,49%
AR(1080)%	-0,62%	0,01%	0,25%	-2,04%	-0,93%	-0,33%	-0,98%	1,50%	3,01%	2,08%	-0,45%	-1,19%	0,58%	1,35%	0,12%	-0,67%	-1,97%	1,20%	-0,69%	1,02%	1,73%
AR(4150)%	1,66%	0,33%	0,56%	-0,30%	-1,47%	-0,32%	0,46%	0,83%	-1,24%	0,93%	4,51%	2,21%	-1,59%	1,45%	0,06%	-0,44%	0,91%	1,38%	-0,63%	-0,19%	-0,69%
AR(2090)%	-0,57%	-0,28%	0,44%	-1,02%	-0,77%	-0,13%	0,69%	-0,43%	-0,32%	-0,15%	0,32%	0,34%	-0,22%	-0,09%	-0,58%	-0,21%	0,26%	-0,84%	-0,35%	-0,16%	-0,72%
AR(7010)%	0,66%	0,38%	2,05%	0,02%	0,75%	-0,93%	1,37%	-0,26%	0,13%	1,41%	-2,05%	5,35%	-2,84%	-1,06%	-0,09%	0,44%	-0,54%	-0,26%	1,74%	1,47%	-0,97%
AR(2010)%	-0,06%	-0,06%	0,66%	-0,07%	0,30%	1,46%	-0,67%	-0,39%	-0,27%	-0,06%	-0,49%	0,46%	0,30%	0,14%	-0,04%	-0,12%	1,01%	-2,23%	0,57%	-0,09%	0,07%
AR(2360)%	0,32%	-0,05%	0,95%	0,94%	-0,34%	-0,54%	1,01%	0,45%	0,54%	-0,22%	-0,62%	1,58%	1,61%	-0,27%	0,11%	0,73%	4,05%	-1,15%	3,24%	-2,04%	-0,47%
AR(4090)%	-1,95%	-0,86%	-1,18%	0,64%	0,30%	-0,88%	-0,60%	-0,22%	2,20%	-0,14%	-0,07%	0,17%	-0,48%	-0,44%	-0,54%	-0,43%	2,76%	0,02%	0,50%	0,43%	-0,81%
AR(2320)%	0,67%	0,65%	-0,80%	1,87%	1,41%	-7,84%	-3,66%	0,59%	-1,79%	-2,24%	1,76%	9,75%	-1,21%	0,20%	2,69%	-0,24%	1,00%	1,26%	0,85%	-2,22%	1,61%
AR(1050)%	0,05%	-0,04%	0,02%	0,09%	0,33%	0,31%	0,11%	0,11%	0,09%	0,06%	-0,05%	0,09%	-0,09%	-0,01%	0,08%	0,00%	-0,08%	-0,10%	-0,02%	0,12%	0,14%
AR(4190)%	2,79%	-0,02%	-0,10%	-1,08%	-0,57%	0,08%	3,78%	1,94%	-2,41%	-1,31%	1,41%	-0,60%	-1,25%	1,11%	1,12%	-1,34%	-0,07%	0,18%	0,07%	-0,55%	-0,68%
AR(7010)%	1,50%	0,46%	1,32%	-0,30%	-1,47%	-0,72%	0,05%	2,52%	1,95%	-1,26%	0,12%	-5,32%	-1,70%	-1,52%	0,05%	-1,53%	-1,32%	-1,23%	-3,17%	-1,53%	1,30%
AR(1050)%	0,16%	0,25%	0,37%	0,47%	0,36%	0,44%	0,44%	0,35%	0,48%	0,43%	0,57%	0,39%	0,34%	0,33%	0,38%	0,39%	0,40%	0,38%	0,37%	0,48%	0,44%
AR(4150)%	-0,87%	-0,85%	1,71%	1,14%	-0,39%	-2,20%	2,06%	-1,72%	0,74%	-1,60%	-5,71%	10,50%	2,81%	0,61%	8,95%	-4,08%	-2,43%	-0,19%	-0,76%	0,95%	-2,50%
AR(4190)%	-0,04%	-2,00%	2,93%	-1,77%	3,64%	7,91%	5,32%	-1,91%	-1,63%	-3,15%	4,01%	-2,73%	-0,23%	-3,56%	-1,12%	-3,91%	1,86%	1,97%	2,31%	-2,43%	0,82%
AR(2340)%	0,45%	-0,63%	-0,09%	0,70%	-0,92%	1,12%	0,81%	1,06%	-0,79%	0,23%	1,08%	-0,55%	1,13%	-0,23%	-0,66%	-0,29%	-0,90%	-0,35%	-0,27%	-0,27%	-0,95%
AR(1080)%	0,30%	-0,94%	0,45%	0,01%	0,16%	1,63%	-1,08%	-0,51%	-0,04%	1,41%	-1,43%	0,24%	0,29%	-0,39%	-0,33%	0,03%	-1,46%	0,27%	0,84%	1,14%	-2,03%
AR(1050)%	-0,22%	-0,50%	-0,84%	-0,58%	-0,74%	-0,53%	-0,63%	-0,54%	-0,56%	-0,58%	-0,22%	-0,73%	-0,66%	-0,85%	-0,83%	-0,97%	-0,62%	-0,78%	-0,70%	-0,67%	-0,50%
AR(2080)%	0,74%	-0,27%	-0,72%	0,14%	0,85%	-0,79%	0,37%	-0,05%	-0,22%	0,84%	1,25%	-0,74%	-0,44%	-1,16%	-0,21%	-1,18%	-2,31%	-1,27%	-0,77%	0,61%	0,30%
AR(4190)%	0,01%	-0,06%	2,44%	0,49%	-0,83%	1,30%	0,32%	2,95%	-0,01%	-0,41%	-0,52%	-0,64%	-1,27%	1,68%	-0,53%	-0,89%	-0,36%	-0,25%	1,66%	-1,40%	1,27%
AR(2010)%	-0,98%	1,30%	0,27%	0,04%	1,24%	1,48%	2,77%	-2,61%	0,21%	-0,88%	-1,37%	-0,15%	-0,68%	1,08%	0,01%	0,32%	-0,28%	0,61%	-0,28%	-0,57%	-0,07%
AR(4190)%	-0,87%	5,12%	0,80%	1,23%	-1,17%	-0,09%	-0,41%	0,36%	2,70%	-0,60%	-0,83%	-0,71%	-1,38%	-2,39%	-2,65%	-0,43%	-0,55%	-2,37%	4,13%	-1,51%	-0,52%
AR(2050)%	-1,55%	-1,10%	-0,58%	-2,28%	0,64%	0,22%	0,11%	-2,90%	1,22%	2,92%	-0,61%	-1,11%	-1,82%	0,02%	0,89%	0,76%	-0,95%	-0,01%	-0,08%	-0,06%	-1,08%
AR(2080)%	0,00%	0,14%	-0,37%	0,34%	-0,48%	0,37%	-1,12%	0,55%	0,86%	-0,11%	0,73%	1,50%	-0,28%	-0,71%	-0,55%	-0,11%	0,33%	-0,33%	0,26%	0,40%	0,04%
AR(1010)%	-1,74%	-0,17%	1,29%	0,14%	0,41%	-0,05%	0,07%	-0,75%	0,29%	0,62%	-0,10%	1,22%	1,35%	-1,30%	1,15%	0,01%	0,45%	-0,46%	1,41%	-0,57%	2,23%
AR(3030)%	0,47%	0,56%	-0,14%	2,13%	-1,05%	-1,56%	0,13%	-0,05%	0,68%	1,61%	0,12%	0,50%	-0,41%	-0,04%	0,45%	0,40%	-0,04%	-0,07%	0,58%	-0,62%	0,36%
AR(3060)%	1,16%	-0,74%	0,06%	-2,05%	-1,43%	0,07%	-0,94%	-3,60%	-1,25%	-3,09%	2,13%	0,72%	1,25%	-0,67%	0,06%	-1,24%	0,76%	-1,05%	0,26%	3,23%	-2,05%
AR(2070)%	0,70%	-0,80%	2,60%	-0,54%	-0,10%	0,70%	0,38%	0,61%	0,22%	1,43%	-2,92%	-0,14%	-0,82%	0,56%	-1,09%	-0,15%	-0,33%	-1,37%	0,39%	1,50%	2,79%
AR(3060)%	-0,61%	0,09%	-0,35%	0,27%	-0,42%	0,65%	-0,52%	-0,40%	0,48%	2,11%	0,96%	0,21%	-0,61%	1,45%	0,75%	0,35%	0,06%	-0,89%	0,62%	0,34%	-0,23%
AR(2270)%	-0,86%	-0,67%	0,47%	1,32%	1,36%	1,42%	0,83%	0,02%	-0,74%	-0,48%	-0,22%	0,69%	0,48%	0,36%	0,76%	9,48%	-0,66%	-1,60%	1,45%	0,43%	-1,63%
AR(2070)%	0,19%	1,69%	-0,79%	-0,66%	-2,16%	-0,74%	0,54%	-0,44%	-0,46%	1,95%	-1,98%	1,32%	0,65%	-0,99%	1,35%	-0,04%	1,75%	-1,15%	-0,08%	1,05%	-1,61%
AR(3050)%	0,37%	1,33%	-0,40%	-0,33%	0,84%	0,13%	-1,26%	0,14%	0,21%	-0,51%	1,76%	0,63%	-2,18%	-0,13%	0,00%	0,61%	-0,22%	1,82%	-0,28%	0,18%	-0,90%
AR(3060)%	2,26%	0,14%	2,32%	1,22%	-1,34%	-1,85%	0,31%	-2,18%	-2,06%	-0,85%	-0,92%	0,98%	-1,17%	-1,13%	0,07%	0,77%	1,05%	-1,20%	0,59%	-1,82%	-0,06%
AR(4040)%	-0,23%	2,40%	-1,54%	0,04%	2,08%	0,37%	-0,75%	-1,68%	1,03%	1,47%	4,95%	-2,42%	0,13%	-0,11%	1,90%	-2,29%	0,42%	0,72%	-0,78%	1,42%	3,35%
AR(2270)%	-2,26%	2,67%	3,79%	1,84%	-0,19%	-1,56%	-1,58%	-0,02%	-0,65%	0,91%	-0,23%	0,06%	3,35%	-1,18%	0,31%	1,19%	-0,32%	2,56%	-0,41%	-1,41%	0,73%
AR(3060)%	0,11%	-1,46%	1,58%	-1,16%	-3,53%	-2,79%	-0,76%	-1,34%	2,24%	1,11%	4,27%	8,16%	4,17%	-1,10%	-0,46%	1,03%	-0,01%	-0,31%	1,42%	1,99%	0,70%
AR(1090)%	0,50%	-0,28%	-0,01%	1,62%	0,33%	-0,30%	-0,58%	-0,58%	-0,55%	-0,01%	-0,54%	3,17%	-4,44%	-0,95%	-0,28%	-0,85%	0,13%	-0,97%	0,92%	0,93%	-0,36%
AR(1090)%	-0,77%	0,15%	1,19%	1,06%	0,23%	1,65%	-0,88%	0,10%	1,08%	0,28%	-0,97%	-0,80%	-0,42%	0,64%	0,93%	-2,43%	141,40%	-1,71%	1,31%	-1,84%	1,18%
AR(2020)%	-1,00%	-0,51%	-0,37%	-0,56%	1,96%	-3,31%	-1,30%	-0,71%	-1,66%	1,08%	0,22%	-0,59%	-0,58%	0,61%	0,94%	-0,50%	0,77%	0,96%	-0,16%	-0,58%	-1,21%
AR(3050)%	1,85%	-1,35%	0,34%	-0,50%	-0,02%	0,23%	-1,14%	0,84%	0,19%	-0,42%	0,44%	1,17%	-1,40%	-0,60%	-0,34%	-1,59%	1,13%	-0,14%	1,09%	1,48%	0,85%
aart	0,04%	0,09%	0,38%	-0,04%	-0,10%	-0,14%	0,07%	-0,34%	0,15%	0,15%	0,39%	0,62%	-0,06%	-0,18%	0,09%	-0,16%	2,69%	-0,22%	0,37%	-0,12%	-0,20%
CAART	0,04%	0,12%	0,51%	0,47%	0,37%	0,23%	0,30%	-0,05%	0,10%	0,26%	0,65%	1,26%	1,20%	1,02%	1,11%	0,95%	3,64%	3,41%	3,78%	3,66%	3,46%
Ecartype	0,0102	0,01146	0,01089	0,0102	0,0114	0,019	0,014	0,013	0,012	0,0182	0,0198	0,0267	0,0162	0,013	0,016	0,018	0,19283	0,0117	0,0162	0,0123	0,01267
std err	0,0014	0,00156	0,00148	0,0014	0,0016	0,003	0,0019	0,002	0,002	0,00248	0,0027	0,0036	0,0022	0,0018	0,0022	0,002	0,02624	0,0016	0,0022	0,0017	0,00172
T-VALUE	0,2754	0,55532	2,57151	-0,262	-0,661	-0,539	0,3577	-1,928	0,923	0,62251	1,451	1,698	-0,285	-1,0389	0,4067	-0,65	1,02335	-1,3855	1,66994	-0,747	-1,1523

من اعداد الباحث مخرجات البرنامج Exel /13

الملحق رقم(12): متوسط العوائد غير العادية والمتراكمة للتوزيعات الثابتة لسوق رأس السعودي

Constant Dividend 80 Announcement

EW	-10	-9	-8	-7	-6	-5	-4	-3	-2	-1	0	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
AR(1080)%	0,22%	0,25%	-0,52%	-0,37%	-0,29%	0,20%	-0,79%	-0,21%	0,13%	0,57%	0,18%	1,19%	-0,85%	-1,31%	-0,61%	0,58%	0,41%	-0,48%	0,63%	-0,06%	-2,14%
AR(2010)%	-0,51%	-0,85%	0,43%	0,20%	0,20%	0,07%	-1,15%	-1,05%	1,89%	0,63%	0,03%	0,64%	0,67%	-2,08%	0,79%	-0,44%	2,24%	-1,89%	0,67%	0,63%	-0,69%
AR(2240)%	-0,11%	1,13%	-0,48%	0,58%	-0,45%	2,07%	0,65%	2,37%	-0,33%	-0,31%	-0,11%	0,99%	-0,60%	1,06%	-1,80%	0,02%	-0,93%	-1,33%	0,82%	-0,93%	0,99%
AR(2330)%	-0,33%	-0,50%	0,74%	-0,39%	3,53%	-2,40%	-1,79%	2,12%	-0,57%	-1,17%	6,14%	0,07%	0,54%	1,27%	-0,87%	-0,16%	-0,10%	-0,69%	0,46%	1,05%	0,82%
AR(6002)%	2,07%	0,65%	-1,22%	-0,74%	0,59%	-0,36%	-0,72%	-1,28%	-0,32%	-1,43%	0,81%	-0,23%	-1,10%	0,26%	-2,45%	-1,08%	0,58%	-2,22%	-0,48%	-1,35%	0,27%
AR(3020)%	-0,43%	2,50%	1,73%	-1,85%	-0,21%	-1,95%	1,83%	-0,46%	-1,01%	-0,58%	0,10%	0,59%	1,04%	-1,97%	-1,25%	-0,60%	-1,20%	0,70%	-0,21%	1,87%	0,79%
AR(4280)%	-2,51%	-1,05%	3,48%	1,00%	-2,71%	-0,93%	-0,86%	0,59%	-3,04%	-1,28%	-1,24%	-0,82%	-1,21%	-0,94%	-0,22%	-0,78%	-0,86%	1,61%	-2,25%	-0,20%	-1,00%
AR(2320)%	-1,73%	-1,07%	-0,75%	-1,30%	-1,62%	-1,02%	-0,60%	-0,55%	1,88%	0,81%	0,61%	-2,47%	1,52%	0,95%	0,25%	-1,03%	-1,04%	-0,03%	-0,13%	-0,76%	1,06%
AR(4280)%	6,63%	-5,50%	-0,98%	1,12%	0,31%	1,81%	-2,52%	-1,17%	-0,34%	-3,05%	-0,41%	-1,59%	0,15%	-0,90%	0,06%	0,24%	-1,60%	0,91%	-1,31%	0,02%	-0,58%
AR(3040)%	-0,03%	1,18%	-0,07%	-0,50%	-0,27%	-0,15%	-1,84%	1,53%	-0,71%	0,22%	3,03%	-0,03%	-1,04%	-0,23%	-0,24%	0,77%	-0,05%	0,27%	0,61%	0,01%	0,27%
AR(2240)%	1,83%	-0,70%	-0,57%	-0,11%	-0,58%	-0,30%	0,54%	0,23%	1,47%	-0,09%	0,48%	-1,79%	1,02%	-1,26%	1,88%	-0,47%	-1,91%	-0,77%	-0,26%	2,50%	1,25%
AR(2330)%	1,29%	-0,91%	0,24%	-0,49%	-0,54%	-0,79%	-0,78%	-0,28%	0,59%	0,13%	1,75%	-1,38%	4,33%	-1,23%	-2,52%	1,91%	-0,37%	1,63%	-0,95%	0,79%	0,21%
AR(7010)%	-0,19%	0,40%	-0,83%	-0,26%	-0,66%	-3,10%	-1,20%	-0,26%	2,32%	-1,02%	-7,10%	0,67%	-0,23%	1,84%	-0,07%	-1,50%	-0,63%	-0,49%	-0,23%	0,41%	-0,49%
AR(2010)%	0,20%	-0,11%	-0,42%	0,18%	0,12%	0,07%	-0,28%	0,14%	0,49%	0,04%	0,80%	0,42%	0,06%	0,20%	0,77%	-0,78%	-0,54%	-0,45%	0,38%	-1,29%	-0,40%
AR(2080)%	-1,13%	-1,11%	-1,09%	-0,59%	-0,62%	-0,43%	0,81%	0,11%	-0,04%	0,73%	1,66%	0,50%	1,29%	-0,96%	1,61%	-0,68%	0,49%	-0,10%	0,34%	0,87%	0,61%
AR(2320)%	-0,28%	-1,02%	-1,45%	-1,56%	-0,25%	1,88%	0,28%	-1,60%	0,32%	-1,29%	-1,68%	-1,17%	3,00%	-1,18%	-1,55%	0,84%	-3,33%	-1,66%	-1,01%	0,18%	0,00%
AR(3040)%	0,39%	0,48%	-0,07%	0,76%	-0,02%	-0,58%	-0,08%	0,09%	0,16%	-0,06%	2,35%	0,37%	0,52%	-0,06%	-0,19%	0,47%	0,15%	-0,52%	0,44%	-0,38%	0,19%
AR(4280)%	-0,34%	0,43%	-0,19%	0,03%	-1,15%	-0,52%	-0,18%	-0,35%	-0,63%	-0,92%	-0,92%	-3,96%	-0,50%	3,66%	-0,19%	0,33%	0,02%	-0,79%	-1,67%	-0,67%	-0,26%
AR(6002)%	-0,27%	0,75%	0,07%	0,55%	-0,45%	0,19%	1,82%	-0,51%	2,97%	1,16%	-1,11%	-1,28%	0,54%	-1,28%	0,64%	-0,19%	3,06%	3,36%	0,82%	-0,94%	-0,20%
AR(3020)%	-0,14%	-1,08%	-0,60%	0,03%	-1,36%	0,17%	-0,84%	-0,42%	0,62%	-0,53%	0,28%	-0,22%	1,02%	-0,51%	1,05%	-0,99%	0,39%	0,42%	-0,01%	-0,52%	-0,16%
AR(4090)%	0,30%	-0,60%	-0,88%	-3,90%	-1,01%	-2,37%	-0,68%	-0,31%	0,29%	3,73%	0,78%	2,61%	0,35%	-1,94%	-0,38%	1,41%	-2,61%	1,23%	-0,45%	-0,60%	0,94%
AR(2050)%	-0,38%	0,02%	-0,78%	-1,26%	-0,26%	0,41%	-1,36%	0,76%	2,88%	0,32%	-2,91%	-0,15%	-1,27%	-1,01%	-1,84%	-0,75%	-0,47%	-1,27%	-1,83%	-1,28%	0,43%
AR(2010)%	-0,10%	-1,11%	-0,72%	6,68%	-1,56%	0,01%	-0,83%	1,11%	-2,34%	-1,64%	1,76%	-1,15%	0,89%	0,02%	0,91%	0,35%	0,87%	-0,83%	-0,06%	-0,11%	-0,68%
AR(4280)%	0,23%	1,33%	0,49%	3,56%	2,90%	-1,74%	-5,47%	6,88%	-0,43%	1,76%	0,18%	-2,05%	-0,84%	1,36%	-0,23%	-0,92%	-0,23%	0,78%	0,13%	0,30%	-0,49%
AR(2050)%	0,11%	-0,75%	-2,88%	-0,42%	1,71%	4,77%	-4,05%	-1,14%	-2,15%	0,56%	1,19%	-1,79%	0,78%	-1,71%	-2,15%	3,49%	0,01%	-1,17%	-0,42%	-0,01%	-2,12%
AR(2240)%	-0,43%	0,55%	-1,32%	1,56%	-0,54%	0,47%	-0,04%	3,62%	-0,47%	0,41%	-0,97%	-0,70%	-0,70%	-0,81%	-1,88%	-0,22%	-0,75%	-1,84%	-3,02%	-0,74%	-1,68%
AR(1080)%	0,74%	-1,77%	-0,03%	-1,27%	1,39%	0,34%	-1,44%	-0,39%	-1,50%	-1,72%	-1,42%	0,19%	0,13%	-2,05%	0,18%	-0,37%	-0,23%	1,89%	-2,54%	0,52%	1,61%
AR(3020)%	0,35%	0,45%	0,40%	-5,38%	0,55%	1,35%	-2,27%	0,16%	1,65%	-2,11%	4,31%	0,42%	2,78%	1,76%	1,69%	0,07%	1,16%	1,20%	-0,53%	-0,23%	0,81%
AR(4090)%	0,79%	-0,92%	0,57%	1,21%	-0,78%	0,27%	2,25%	-2,26%	-2,56%	0,27%	0,34%	-0,03%	0,23%	-1,20%	-0,90%	-0,28%	-0,10%	-0,58%	-1,94%	-0,99%	0,04%
AR(7010)%	1,71%	0,35%	1,53%	-1,65%	-1,51%	-0,16%	0,83%	-1,21%	4,95%	-3,70%	0,86%	0,64%	-0,59%	-2,20%	-0,53%	0,26%	-2,64%	-0,04%	2,04%	0,90%	-0,06%
AR(2240)%	-0,30%	0,61%	0,48%	-0,26%	0,35%	-0,66%	-0,09%	-0,70%	0,24%	1,26%	-0,29%	2,89%	-0,02%	-3,59%	0,36%	-0,48%	-0,05%	0,10%	0,34%	0,89%	-0,16%
AR(2330)%	1,86%	0,48%	2,61%	1,40%	-0,55%	-1,39%	0,13%	1,25%	-0,64%	1,83%	-0,64%	2,26%	-1,93%	-1,25%	-0,13%	0,01%	0,44%	0,48%	-0,03%	0,45%	0,90%
AR(4280)%	1,84%	-1,63%	2,55%	0,34%	0,28%	1,90%	-0,10%	-0,73%	-1,01%	1,10%	-0,32%	-0,91%	-0,50%	-0,76%	0,36%	4,13%	0,67%	-0,96%	0,39%	-0,97%	4,84%
AR(1010)%	0,63%	-0,52%	0,36%	-0,39%	0,08%	-0,05%	0,09%	0,47%	0,29%	0,36%	0,50%	0,33%	0,63%	-1,93%	0,21%	0,58%	-0,04%	0,37%	-0,09%	0,33%	0,17%
AR(2360)%	0,06%	0,05%	0,08%	-2,88%	-1,12%	0,10%	0,72%	0,09%	1,88%	-0,84%	-0,41%	0,77%	-0,37%	-0,31%	-0,02%	-0,10%	0,49%	0,03%	0,36%	-0,30%	-0,36%
AR(2090)%	0,40%	2,25%	-1,48%	-1,91%	1,19%	0,36%	1,36%	-0,82%	5,19%	-1,15%	1,53%	-0,86%	3,36%	-0,79%	3,11%	-3,13%	-1,86%	-0,05%	-1,64%	0,68%	2,20%
AR(2320)%	0,47%	-1,21%	-0,03%	-1,83%	-0,38%	0,25%	0,43%	1,13%	0,62%	-0,79%	0,02%	3,08%	0,72%	-0,03%	-0,65%	0,04%	0,28%	0,24%	-1,11%	0,89%	-0,35%
AR(1010)%	-0,33%	0,07%	0,98%	-0,92%	0,60%	-0,35%	-0,04%	0,14%	-1,54%	1,15%	-0,89%	0,97%	0,33%	1,57%	1,15%	-0,57%	-0,11%	-1,28%	0,41%	-0,64%	-0,80%
AR(4280)%	-0,18%	0,04%	-0,32%	-0,22%	-0,11%	0,41%	-1,57%	0,68%	-0,45%	0,28%	0,43%	-0,69%	0,69%	-0,48%	-1,70%	0,00%	-0,97%	0,40%	1,44%	0,13%	1,01%
AR(7010)%	-0,40%	-0,08%	0,93%	-1,65%	-1,25%	-1,45%	-1,62%	0,06%	0,13%	0,18%	-1,06%	1,20%	-1,36%	0,92%	1,01%	-0,84%	-1,31%	-0,58%	-0,82%	0,34%	-0,77%
AR(6002)%	-0,26%	-1,39%	-0,27%	2,00%	-0,15%	0,55%	0,03%	1,46%	2,22%	-0,12%	3,78%	-0,81%	-0,97%	-0,43%	-1,08%	0,22%	0,97%	-0,08%	0,13%	0,23%	-0,19%
AR(2360)%	2,31%	-0,86%	0,14%	0,02%	-0,62%	-1,20%	1,53%	1,96%	9,90%	-0,96%	0,21%	0,07%	0,78%	0,11%	-0,26%	0,78%	-0,29%	-0,17%	0,16%	0,47%	-0,83%
AR(2240)%	0,46%	0,83%	-0,57%	-0,58%	-1,30%	0,13%	-1,32%	-0,03%	0,24%	-0,93%	3,08%	0,46%	-0,13%	-0,08%	-3,96%	0,07%	0,21%	0,36%	-0,48%	-0,30%	0,23%
AR(2010)%	0,45%	0,76%	0,20%	0,34%	-0,50%	0,03%	0,04%	1,54%	0,16%	0,21%	-1,81%	-3,43%	0,35%	-0,09%	0,96%	-0,06%	0,43%	-0,02%	-0,36%	-0,30%	-0,06%
AR(4280)%	0,37%	-0,09%	0,03%	0,07%	-0,58%	-0,31%	0,29%	0,06%	-1,23%	0,91%	-0,53%	3,27%	-1,49%	-0,17%	-0,13%	-1,31%	0,17%	-0,64%	0,19%	-0,03%	-0,45%
AR(7010)%	0,51%	0,11%	0,15%	1,69%	-1,18%	0,76%	0,31%	0,10%	0,32%	0,05%	1,14%	1,81%	-0,55%	-0,90%	1,35%	0,11%	0,40%	0,12%	0,22%	0,97%	-0,50%
AR(1080)%	-1,61%	-0,71%	-0,26%	-1,65%	-0,33%	1,60%	-0,26%	-0,57%	-3,75%	0,26%	0,24%	-0,56%	0,73%	1,73%	0,94%	-0,11%	-1,13%	-1,13%	-1,13%	-1,13%	-1,13%
AR(2330)%	-0,36%	0,07%	0,21%	-0,51%	1,25%	-0,87%	1,63%	2,48%	0,20%	-1,11%	-1,24%	-0,07%	-0,46%	-0,92%	0,55%	1,26%	-0,31%	-0,36%	1,67%	0,56%	0,65%
AR(2340)%	-0,16%	0,23%	-0,16%	0,35%	-0,12%	-0,11%	-1,41%	1,28%	-0,57%	-0,61%	1,20%	0,67%	-1,41%	0,47%	-0,30%	-0,25%	-0,20%	0,12%	-0,43%	2,51%	-0,60%
AR(2240)%	-1,00%	0,30%	0,30%	0,07%	0,18%	-0,79%	0,79%	0,26%	-0,77%	-0,71%	-0,20%	0,98%	-0,26%	0,26%	0,49%	0,38%	1,16%	0,05%	0,58%	0,19%	0,81%
AR(4090)%	-1,08%	-4,96%	-0,46%	0,45%	0,09%	1,18%	0,88%	-0,01%	-0,80%	2,14%	-0,19%	1,17%	-2,07%	0,78%	0,37%	1,02%	0,27%	-0,32%	-1,09%	-1,18%	-0,01%
AR(4150)%	0,46%	0,48%	3,22%	1,03%	-1,64%	1,41%	-0,39%	-1,13%	1,65%	-0,31%	1,91%	-0,06%	-0,90%	-0,51%	-0,53%	-0,54%	-1,79%	-0,05%	-0,16%	0,78%	-0,34%
AR(1090)%	2,48%	-0,15%	-0,46%	0,34%	0,01%	-0,25%	-0,57%	-1,15%	1,02%	1,03%	-0,81%	2,05%	2,02%	-0,82%	-2,21%	-0,09%	-0,34%	0,10%	0,27%	1,15%	0,45%
AR(2020)%	-0,39%	1,65%	-0,64%	0,39%	-0,73%	1,79%	-0,35%	-0,60%	0,12%	1,14%	4,15%	0,46%	1,82%	1,42%	-0,60%	0,15%	0,02%	-4,76%	-0,69%	-0,35%	-0,79%
AR(2270)%	1,08%	-0,29%	-1,62%	0,93%	-0,14%	-0,62%	2,43%	-0,51%	-0,67%	1,85%	-2,86%	0,43%	-0,62%	0,42%	-1,54%	-0,88%	-0,64%	2,42%	-0,84%	-1,90%	0,27%
AR(4040)%	-1,45%	-2,80%	-1,25%	1,09%	1,59%	-1,15%	2,27%	-0,06%	-2,01%	3,30%	1,11%	5,57%	6,56%	4,47%	-8,43%	-1,12%	2,12%	-1,91%	0,63%	6,43%	7,14%
AR(1090)%	0,03%	0,28%	1,78%	0,35%	0,20%	-0,29%	0,59%	-0,17%	-0,12%	0,11%	-0,03%	-0,75%	0,26%	3,33%	-0,17%	0,96%	-0,37%	0,78%	-0,53%	0,50%	-0,45%
AR(2020)%	-0,37%	0,71%	0,04%	0,43%	0,37%	0,00%	0,04%	-0,58%	0,45%	0,53%	2,40%	4,31%	0,60%	0,17%	0,54%	-0,05%	0,33%	-4,28%	-0,18%	0,10%	0,21%
AR(2070)%	0,19%	1,52%	-0,46%	-0,94%	-0,37%	1,38%	-0,34%	0,97%	0,05%	-0,21%	0,37%	-2,20%	0,01%	1,05%	-0,34%	0,10%	-0,47%	0,22%	-0,44%	0,09%	0,78%
AR(2270)%	-2,90%	-1,21%	2,35%	-0,76%	0,36%	-1,40%	0,40%	-3,18%	0,13%	-0,20%	5,06%	2,05%	-0,12%	-2,40%	2,85%	-0,85%	-0,20%	-1,11%	-0,14%	-0,83%	-0,91%
AR(3030)%	1,66%	-0,89%	-1,31%	-0,36%	-0,14%	-0,11%	-0,11%	-0,47%	-0,36%	0,35%	-0,75%	1,00%	0,89%	-0,34%	-1,68%	1,20%	-0,27%	0,65%	-0,02%	1,07%	0,16%
AR(3050)%	-0,82%	0,11%	-0,11%	-0,01%	-0,21%	-0,57%	-0,22%	0,91%	0,00%	0,65%	1,87%	-1,84%	0,19%	-2,39%	-0,96%	0,21%	-0,90%	-0,47%	0,33%	0,29%	-0,90%
AR(4020)%	0,65%	-1,66%	-0,62%	0,05%	0,01%	-0,77%	0,85%	-0,75%	-0,24%	-0,59%	-0,74%	-0,21%	-0,88%	-0,82%	3,07%	-0,44%	1,15%	-0,33%	2,29%	0,63%	-0,72%
AR(4040)%	0,22%	2,74%	0,93%	1,82%	3,46%	-1,35%	0,43%	1,84%	-2,19%	-0,78%	1,26%	-0,22%	-0,76%	-0,84%	-0,18%	0,93%	0,50%	-1,00%	-0,36%	-0,29%	-0,68%
AR(3030)%	-0,55%	0,47%	-0,41%	-0,68%	-0,21%	-0,38%	0,38%	0,21%	-0,23%	0,52%	1,37%	1,01%	0,35%	0,12%	0,07%	0,17%	1,08%	0,42%	-0,01%	0,54%	1,16%
AR(4020)%	-1,18%	-0,77%	-1,05%	-0,25%	0,15%	0,53%	0,72%	-0,66%	0,58%	0,28%	-1,15%	-1,12%	-0,39%	0,17%	4,87%	1,96%	1,38%	2,03%	0,10%	-0,91%	0,34%
AR(4040)%	-0,72%	-9,75%	-3,93%	-1,63%	-0,94%	-0,50%	-1,28%	0,28%	-0,99%	-1,20%	0,28%	-1,08%	0,14%	-2,14%	-1,09%	1,20%	-1,25%	-1,58%	-0,19%	0,31%	0,19%
AR(2270)%	0,05%	-0,26%	4,83%	-0,32%	2,02%	-0,40%	0,14%	-0,80%	1,64%	-1,27%	-0,21%	-0,55%	0,98%	-1,30%	-0,37%	2,02%	0,10%	-0,29%	0,13%	-2,28%	1,31%
AR(4020)%	-2,14%	-2,00%	1,50%	-1,13%	0,12%	0,66%	1,28%	-0,04%	-2,06%	6,19%	-2,40%	-1,45%	0,31%	-1,04%	-0,68%	-0,20%	-0,67%	1,15%	-0,47%	-0,12%	0,04%
AR(1090)%	1,36%	-0,72%	-0,04%	-0,87%	-0,64%	-1,79%	0,69%	-1,78%	-0,01%	0,43%	1,53%	0,56%	-0,49%	0,31%	-0,83%	-0,26%	-0,32%	-0,02%	-0,66%	-0,24%	0,98%
AR(3050)%	-0,94%	-0,50%	0,37%	-0,34%	0,00%	-0,75%	-0,27%	-1,19%	-1,03%	-0,06%	3,14%	-2,81%	-0,58%	1,96%	1,09%	0,34%	1,70%	0,36%	-0,55%	0,33%	-0,50%
AR(4020)%	-2,16%	0,81%	-0,15%	1,15%	-3,54%	-0,62%	-0,47%	2,68%	0,84%	0,15%	-0,43%	0,76%	-1,22%	-0,12%	1,49%	-0,22%	1,73%	0,03%	-1,77%	-1,16%	-0,54%
AR(2070)%	0,04%	-1,25%	1,06%	-0,29%	-0,23%	0,17%	0,68%	-0,96%	0,08%	-0,57%	1,01%	-0,82%	-0,40%	0,68%	-1,14%	-0,18%	-0,05%	0,55%	-0,44%	-0,26%	0,38%
AR(2270)%	-0,46%	1,07%	-0,89%	-0,90%	-0,29%	0,26%	0,32%	-2,39%	0,44%	0,11%	2,77%	1,11%	-1,13%	0,43%	0,41%	1,33%	-0,24%	-0,62%	0,72%	0,21%	-0,19%
AR(4020)%	1,71%	0,71%	-0,89%	1,59%	-0,42%	-0,29%	0,13%	0,06%	-1,16%	-1,55%	-1,03%	-0,83%	-2,17%	-0,74%	-0,89%	-3,16%	-0,30%	1,77%	-0,97%	1,22%	0,07%
AR(4040)%	0,15%	0,31%	0,70%	0,40%	-1,76%	-0,45%	1,04%	-1,22%	1,48%	-1,82%	-1,70%	-0,81%	-0,21%	-0,40%	-0,35%	0,55%	-0,05%	-2,02%	1,00%	0,96%	3,10%
AR(2070)%	1,82%	-0,17%	-0,78%	-0,18%	-0,34%	-0,38%	0,63%	-0,02%	0,14%	0,89%	-0,22%	0,27%	1,60%	-1,25%	0,07%	-0,22%	-0,13%	0,31%	1,11%	-0,47%	1,55%
AR(3050)%	-1,92%	-2,49%	-2,42%	2,21%	-0,27%	0,27%	-1,36%	0,14%	-0,97%	0,00%	-0,70%	0,70%	-0,42%	-2,25%	-1,16%	1,01%	0,86%	0,56%	0,28%	-0,15%	-0,44%
AR(4020)%	1,11%	0,26%	-0,46%	-1,50%	0,08%	0,44%	-0,64%	-0,08%	-0,50%	0,56%	0,35%	10,14%	8,76%	6,27%	-0,03%	2,42%	6,76%	-1,85%	1,88%	7,61%	-0,55%
AR(4040)%	-1,65%	-0,46%	-0,74%	-0,67%	-1,73%	0,23%	-0,16%	-2,50%	0,26%	1,13%	1,00%	1,35%	-0,83%	1,17%	-0,28%	-0,50%	0,33%	0,37%	0,07%	-0,67%	0,39%
AAR	0,09%	-0,36%	-0,03%	-0,12%	-0,19%	-0,09%	-0,16%	0,04%	0,16%	0,05%	0,39%	0,23%	0,27%	-0,17%	-0,14%	0,09%	-0,01%	-0,19%	-0,16%	0,19%	0,19%
CAART	0,09%	-0,27%	-0,30%	-0,42%	-0,61%	-0,70%	-0,86%	-0,82%	-0,66%	-0,61%	-0,23%	0,00%	0,27%	0,09%	-0,05%	0,04%	0,03%	-0,16%	-0,32%	-0,13%	0,07%
ECARTYPE	0,0133	0,0168	0,0132	0,0152	0,0112	0,011	0,0133	0,0142	0,0186	0,01387	0,0189	0,0195	0,017	0,016	0,014	0,01115	0,01306	0,0126	0,0096	0,014	0,01285
std err	0,0015	0,0019	0,0015	0,0017	0,0013	0,001	0,0015	0,0016	0,0021	0,00155	0,0021	0,0022	0,002	0,002	0,002	0,00125	0,00146	0,00141	0,0011	0,002	0,00144
T-VALUE	0,5881	-1,892	-0,18	-0,716	-1,487	-0,74	-1,1003	0,253	0,7891	0,29113	1,8236	1,0408	1,424	-0,97	-0,91	0,71328	-0,0764	-1,3313	-1,4901	1,228	1,3441

من اعداد الباحث مخرجات البرنامج Exel /13

الملحق رقم(13): متوسط العوائد غير العادية والمتراكمة للتوزيعات المتناقصة لسوق رأس السعودي

Dividend Decrease 63 Announcement

EW	-10	-9	-8	-7	-6	-5	-4	-3	-2	-1	0	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
AR(7010)%	-0,22%	-0,04%	-0,10%	0,23%	0,04%	-0,05%	-0,04%	0,63%	-0,29%	1,02%	-0,33%	-0,09%	-0,16%	-0,06%	0,27%	0,23%	-1,04%	-0,12%	0,27%	-0,20%	-0,27%
AR(2090)%	7,10%	-1,97%	1,46%	0,47%	3,10%	-0,12%	0,85%	-0,94%	-0,33%	0,17%	-1,57%	-0,17%	1,61%	-0,95%	0,44%	-2,99%	-1,10%	3,47%	-0,74%	-1,29%	0,95%
AR(4090)%	0,22%	0,08%	0,02%	-0,53%	0,11%	0,15%	0,10%	1,12%	-0,49%	0,19%	1,12%	2,22%	2,79%	0,19%	-0,38%	-0,16%	0,20%	-0,40%	0,54%	-1,32%	0,10%
AR(4190)%	-3,11%	-2,28%	-1,12%	-0,55%	-3,06%	-2,06%	-3,05%	-2,69%	-0,61%	-1,23%	-2,59%	-0,78%	-0,60%	-1,24%	-0,49%	-0,27%	-1,84%	-1,92%	-1,50%	-4,17%	-3,89%
AR(3020)%	0,92%	-0,23%	0,84%	-2,54%	-0,77%	-1,08%	0,48%	0,00%	0,01%	0,38%	-0,59%	-0,14%	-0,26%	0,17%	0,62%	-0,98%	0,80%	-0,21%	0,00%	-0,70%	-0,37%
AR(4150)%	-0,82%	-0,61%	-0,50%	0,39%	1,19%	-0,07%	-0,08%	0,14%	1,28%	2,50%	-3,62%	0,27%	-0,61%	-1,21%	0,27%	0,30%	-0,61%	0,05%	0,24%	-0,27%	-0,34%
AR(1010)%	2,33%	-0,78%	0,25%	-0,38%	0,89%	-4,00%	0,32%	2,13%	1,18%	0,67%	0,02%	1,77%	0,17%	0,29%	0,00%	0,09%	-1,64%	2,23%	0,21%	0,38%	0,09%
AR(1050)%	-0,28%	-0,34%	-0,37%	-0,35%	-0,26%	-0,23%	-0,30%	-0,29%	-0,31%	-0,39%	-0,49%	-0,54%	-0,48%	-0,50%	-0,40%	-0,35%	-0,41%	-0,24%	-0,23%	-0,21%	-0,29%
AR(1080)%	-0,11%	0,62%	0,98%	-1,06%	-0,31%	-0,54%	0,59%	-0,55%	0,74%	-0,25%	-0,28%	0,94%	0,25%	0,37%	-0,31%	-0,30%	-0,43%	-0,22%	0,83%	0,33%	-0,41%
AR(2050)%	-0,93%	-0,82%	-0,08%	-0,48%	-0,50%	-0,34%	-0,25%	-0,14%	0,39%	0,29%	-0,80%	-0,26%	-0,42%	-1,47%	-0,35%	-0,04%	-2,20%	0,15%	-0,11%	-0,45%	1,03%
AR(2090)%	3,39%	-2,11%	0,44%	-0,43%	3,51%	-1,24%	0,40%	-0,57%	1,62%	-0,90%	-1,26%	-0,56%	0,13%	0,38%	0,68%	-0,33%	1,00%	0,26%	-0,94%	-1,19%	-0,80%
AR(2340)%	-1,26%	-0,95%	0,61%	-0,95%	-0,99%	-0,16%	0,09%	-0,76%	0,05%	0,35%	1,15%	-0,26%	-0,23%	-0,17%	0,17%	-1,01%	0,66%	-0,06%	-1,63%	-3,19%	3,12%
AR(1010)%	-0,61%	0,02%	-0,76%	-0,58%	-0,43%	0,41%	0,43%	-0,40%	-0,54%	0,01%	-0,49%	1,34%	-1,47%	-0,24%	1,80%	-0,30%	0,46%	-0,28%	0,13%	-0,74%	-0,70%
AR(2080)%	-0,54%	-0,95%	0,84%	0,37%	-0,09%	-0,92%	-0,47%	1,14%	-0,45%	-0,07%	1,18%	-0,41%	-0,05%	-1,20%	0,93%	1,28%	-0,22%	0,38%	-0,01%	-0,19%	-1,43%
AR(4190)%	-0,07%	-0,36%	-1,05%	-1,33%	0,39%	-1,07%	-0,27%	-0,96%	-0,85%	0,08%	-0,04%	1,67%	-0,65%	0,22%	-0,25%	-0,36%	-0,85%	-0,33%	0,02%	0,17%	-0,70%
AR(2340)%	0,67%	2,60%	0,26%	-0,44%	0,43%	0,94%	-0,08%	-1,31%	0,25%	0,64%	0,25%	0,01%	0,80%	1,12%	0,35%	-0,92%	0,31%	-0,21%	0,22%	-0,28%	0,31%
AR(2320)%	-0,64%	-0,09%	-0,38%	1,02%	-2,34%	-0,89%	-0,19%	-0,33%	0,80%	0,63%	1,18%	-0,28%	0,67%	-2,71%	0,09%	-0,89%	0,17%	-0,21%	1,16%	-0,54%	0,05%
AR(2360)%	0,31%	-1,39%	0,09%	-2,80%	1,43%	0,10%	-5,99%	-2,16%	3,41%	-0,34%	-0,56%	0,20%	0,71%	-0,26%	0,30%	-0,60%	1,08%	-0,29%	-1,36%	-0,70%	-1,10%
AR(4150)%	-1,79%	-0,52%	-1,06%	3,29%	1,19%	0,09%	-1,25%	-0,14%	0,45%	-1,30%	1,24%	-0,10%	-0,01%	-0,26%	0,24%	2,02%	2,26%	-0,05%	-0,99%	0,21%	-2,56%
AR(3040)%	-0,33%	0,26%	-0,25%	-0,99%	-0,87%	-1,25%	0,43%	-0,11%	0,05%	-0,41%	0,29%	0,41%	0,52%	-0,33%	0,74%	0,17%	-0,03%	-0,55%	2,17%	-0,33%	-0,61%
AR(6002)%	-0,81%	1,75%	-1,36%	3,59%	-0,99%	-1,64%	2,40%	1,74%	-4,28%	-2,22%	-0,28%	-1,36%	-0,36%	0,42%	0,64%	0,41%	1,92%	-1,05%	-0,12%	-1,34%	0,61%
AR(2340)%	-1,84%	1,71%	-1,50%	2,44%	-1,11%	1,45%	1,24%	2,30%	-0,06%	0,00%	-4,00%	1,32%	-0,70%	-0,81%	0,39%	1,15%	3,15%	0,70%	0,50%	0,30%	-0,20%
AR(2330)%	1,11%	0,48%	-0,52%	1,35%	1,22%	-0,25%	-1,40%	0,84%	-2,69%	1,20%	-0,03%	0,59%	0,01%	-1,03%	-0,38%	0,32%	2,50%	1,27%	0,60%	-1,08%	-0,45%
AR(1010)%	1,21%	-0,20%	1,51%	-0,83%	-0,73%	0,90%	2,03%	-1,08%	-0,70%	0,36%	-0,47%	1,23%	-0,97%	0,28%	-2,04%	-0,29%	0,21%	0,01%	0,09%	0,27%	-0,46%
AR(2080)%	-0,67%	0,01%	-0,45%	-0,39%	-0,73%	-0,23%	-0,13%	-0,79%	0,43%	0,48%	1,06%	0,93%	-0,23%	-0,45%	-1,15%	-0,69%	2,02%	-0,76%	-0,45%	-0,70%	1,53%
AR(2090)%	-0,72%	-1,07%	0,49%	0,00%	-0,90%	-0,98%	-0,49%	-0,22%	0,06%	2,75%	-2,12%	0,43%	-0,88%	0,97%	0,98%	-0,55%	-0,95%	-0,99%	1,34%	-1,17%	0,90%
AR(3020)%	-0,34%	-0,46%	0,46%	1,70%	-0,40%	0,37%	2,08%	-0,75%	0,01%	-1,45%	-0,70%	0,26%	-0,05%	0,26%	0,12%	-0,39%	0,04%	0,98%	0,26%	0,26%	-0,52%
AR(3040)%	-0,26%	2,35%	-1,50%	-7,09%	1,87%	2,26%	-0,99%	0,53%	1,94%	-1,98%	4,22%	0,87%	0,72%	2,83%	2,91%	0,59%	0,09%	-2,10%	-0,44%	-0,34%	0,76%
AR(6002)%	0,82%	-0,32%	-3,30%	-0,93%	1,20%	-0,38%	-0,86%	-1,16%	0,97%	-0,05%	-1,48%	-1,91%	0,16%	3,39%	-2,39%	1,33%	0,35%	0,46%	0,34%	-0,05%	-0,82%
AR(2340)%	-1,65%	-8,55%	-0,26%	-1,79%	2,47%	-0,40%	2,40%	1,19%	2,19%	-1,50%	0,30%	0,58%	-0,95%	0,41%	-0,22%	1,00%	-0,87%	3,12%	-0,11%	-0,62%	0,14%
AR(2320)%	1,07%	-2,16%	-1,33%	0,03%	-6,73%	-4,45%	1,15%	-0,57%	-0,04%	2,76%	-1,01%	-2,53%	-2,62%	-1,61%	0,01%	1,61%	-0,67%	-1,24%	-1,38%	-0,51%	-3,20%
AR(1080)%	-0,69%	0,20%	0,32%	-0,66%	0,96%	0,06%	0,60%	0,11%	-1,12%	0,62%	1,81%	-1,28%	0,72%	-0,54%	0,11%	0,33%	-0,45%	0,42%	-0,16%	-1,03%	-1,41%
AR(2010)%	0,43%	0,17%	-0,62%	1,48%	-0,62%	-0,34%	1,08%	1,27%	1,02%	0,45%	2,44%	-2,19%	-0,04%	-0,46%	-0,20%	0,21%	0,46%	-0,14%	-0,22%	1,98%	0,15%
AR(2050)%	-1,02%	-0,03%	4,05%	0,51%	-1,80%	-0,84%	-1,90%	-2,29%	-1,24%	-1,11%	-5,30%	-0,86%	-1,09%	-4,74%	1,72%	-0,30%	-0,22%	1,03%	0,76%	0,60%	-0,46%
AR(2080)%	-0,01%	0,22%	-0,31%	-0,05%	-0,90%	-0,80%	0,11%	-0,92%	-0,66%	0,15%	-0,07%	0,01%	0,65%	1,10%	-0,60%	1,23%	-0,78%	0,15%	0,06%	-0,39%	-1,01%
AR(4090)%	-0,10%	0,64%	-0,47%	-0,06%	-0,50%	4,85%	-0,41%	-0,34%	-1,38%	0,60%	-1,36%	0,38%	-0,24%	0,88%	0,47%	-0,84%	0,18%	-0,41%	-0,25%	-0,59%	0,23%
AR(4150)%	0,49%	0,03%	-0,78%	-1,48%	-0,09%	-0,76%	-2,85%	-1,13%	1,69%	-0,16%	1,23%	-0,25%	-0,43%	0,38%	0,36%	0,58%	-0,71%	1,56%	0,41%	0,06%	-1,30%
AR(3040)%	1,43%	-0,90%	1,32%	-1,40%	1,57%	0,62%	-0,65%	-0,47%	0,79%	0,45%	-2,06%	0,74%	0,22%	-0,84%	0,06%	0,07%	0,23%	-0,56%	1,58%	0,05%	1,28%
AR(2330)%	-1,71%	1,68%	0,31%	0,30%	1,30%	0,48%	0,90%	0,18%	-0,36%	-0,65%	-0,33%	0,85%	-0,77%	0,89%	-1,87%	-0,09%	-0,03%	0,14%	0,01%	-0,09%	-0,02%
AR(2090)%	2,18%	0,53%	-0,30%	-0,69%	-1,21%	2,60%	3,35%	-2,58%	-1,04%	-2,26%	2,27%	0,19%	-0,34%	-0,97%	-0,33%	-0,55%	-0,82%	1,71%	-0,22%	-0,22%	0,36%
AR(3020)%	-0,51%	-0,30%	-6,50%	-0,68%	-2,31%	0,76%	0,51%	0,49%	-2,36%	-1,35%	-0,97%	0,60%	2,11%	2,02%	-0,13%	-0,43%	0,19%	-0,83%	-0,90%	-0,09%	-0,07%
AR(3040)%	1,42%	1,05%	1,23%	0,09%	-1,39%	-0,41%	0,56%	-1,04%	-0,34%	-1,64%	0,95%	-0,77%	0,88%	1,71%	0,85%	0,18%	-0,64%	-0,99%	1,48%	-1,52%	0,05%
AR(1050)%	-3,56%	-1,68%	-0,79%	-4,10%	-0,32%	0,83%	-0,37%	-1,13%	-1,14%	-0,88%	-1,53%	-0,58%	0,01%	-1,07%	0,23%	2,18%	-0,79%	[illegible]	-2,62%	-2,14%	0,11%
AR(2320)%	0,16%	0,03%	0,22%	-0,09%	-0,49%	0,98%	-0,33%	1,02%	-1,86%	-0,10%	-0,04%	5,40%	1,11%	0,07%	-0,81%	0,52%	-0,79%	-0,01%	-0,43%	-0,86%	-0,33%
AR(6002)%	-1,61%	0,36%	0,56%	-0,76%	-0,72%	0,15%	-0,32%	0,32%	1,30%	1,86%	-1,16%	0,51%	-1,05%	-0,33%	-0,59%	0,33%	0,58%	-0,97%	-0,03%	0,47%	0,30%
AR(4020)%	-0,86%	0,97%	0,28%	-0,41%	0,83%	2,41%	-0,36%	-0,22%	5,55%	-3,92%	-1,77%	-0,32%	-1,30%	2,43%	3,69%	-4,03%	-0,60%	-1,02%	0,18%	2,10%	0,58%
AR(3050)%	0,27%	0,58%	-0,14%	-0,74%	-0,67%	0,23%	0,18%	0,08%	1,39%	-0,43%	-1,52%	0,32%	-0,62%	-0,33%	0,22%	-0,37%	-1,49%	-1,31%	-0,60%	-0,08%	-0,04%
AR(3060)%	-1,20%	0,32%	0,03%	0,66%	-0,31%	-0,19%	0,01%	-0,17%	-1,14%	-1,41%	-0,45%	1,01%	-1,92%	1,26%	0,21%	1,40%	1,73%	-0,42%	0,04%	1,44%	-0,50%
AR(1090)%	-0,04%	0,45%	0,62%	0,13%	-0,06%	-0,82%	-0,13%	-0,19%	-0,44%	-0,16%	-0,55%	0,15%	-0,83%	0,15%	0,47%	0,64%	-1,28%	0,10%	0,15%	-0,33%	0,29%
AR(2020)%	-0,06%	0,25%	0,38%	-0,18%	0,68%	1,04%	0,01%	-0,54%	0,90%	-0,35%	-0,74%	0,21%	0,44%	0,09%	0,36%	0,33%	-2,29%	-0,41%	0,12%	-0,38%	-0,21%
AR(2070)%	-1,36%	-1,39%	3,55%	-1,06%	1,24%	0,96%	-2,44%	-2,22%	2,87%	0,78%	2,51%	-1,20%	0,55%	-0,84%	-0,98%	-2,17%	-0,23%	0,49%	-0,99%	8,73%	-1,78%
AR(1090)%	1,05%	-0,38%	1,60%	-0,47%	-2,43%	-0,70%	2,47%	1,12%	-0,65%	-0,06%	0,53%	-0,49%	-0,25%	-0,81%	0,18%	-1,18%	0,05%	1,00%	-0,66%	-1,09%	-0,62%
AR(2020)%	0,38%	0,11%	0,60%	-1,07%	-1,02%	0,78%	0,72%	-0,41%	-0,13%	-0,45%	-0,18%	1,93%	1,01%	-0,02%	-0,89%	0,43%	-3,20%	-0,88%	-0,25%	-0,10%	0,07%
AR(3030)%	-0,13%	-0,18%	0,87%	-0,28%	0,10%	-0,11%	0,34%	0,86%	-0,90%	1,63%	-0,12%	0,92%	0,41%	0,08%	-0,48%	-0,18%	0,47%	0,09%	-0,09%	0,36%	-0,06%
AR(4060)%	1,07%	-0,94%	-0,61%	-1,13%	-0,65%	-2,42%	1,04%	-1,19%	0,04%	-4,51%	-0,49%	-0,20%	-3,17%	-3,47%	0,10%	0,43%	-0,94%	-5,07%	-3,59%	1,90%	-0,50%
AR(2020)%	0,82%	0,06%	0,57%	1,55%	-0,64%	-0,52%	0,30%	-1,14%	0,58%	0,09%	-1,84%	0,34%	-1,38%	1,27%	-0,51%	1,57%	-2,11%	-0,06%	-0,12%	0,17%	-0,20%
AR(2070)%	-1,07%	-1,52%	0,81%	0,95%	-1,19%	1,49%	2,75%	-0,20%	-2,57%	1,31%	-3,04%	5,59%	1,11%	0,19%	-1,53%	-0,03%	0,18%	0,92%	2,12%	-2,37%	-3,30%
AR(3030)%	0,28%	-0,15%	-0,75%	0,32%	-0,94%	-0,36%	0,97%	0,90%	2,39%	-0,29%	1,41%	1,26%	3,09%	-0,92%	-0,48%	0,26%	-1,19%	0,29%	-0,51%	-0,40%	-0,22%
AR(3060)%	4,05%	0,08%	3,21%	-2,84%	-0,75%	0,00%	0,14%	-0,18%	-0,94%	0,81%	0,73%	8,01%	0,03%	0,52%	0,97%	-0,65%	-0,68%	0,89%	-0,46%	-0,99%	0,32%
AR(2020)%	0,44%	-0,30%	-0,30%	0,17%	-0,25%	-0,68%	1,07%	0,14%	-0,63%	0,29%	-0,48%	-1,07%	-0,35%	-1,19%	0,22%	1,41%	0,26%	-0,74%	0,63%	0,17%	0,30%
AR(3030)%	1,00%	1,56%	1,23%	-0,01%	0,31%	2,01%	0,37%	-0,73%	0,73%	0,65%	0,36%	3,12%	0,87%	-0,03%	0,25%	0,19%	0,34%	-1,88%	-1,02%	0,96%	-3,03%
AR(3050)%	-1,53%	1,85%	-1,10%	-0,48%	-1,12%	0,24%	3,05%	0,49%	1,68%	0,19%	-0,93%	-4,78%	-1,17%	-2,29%	-0,18%	1,67%	0,49%	0,95%	0,47%	-1,05%	1,53%
AR(2270)%	1,06%	1,69%	-1,11%	0,48%	0,68%	0,60%	-0,64%	-0,66%	0,58%	0,11%	-0,59%	-3,63%	-5,32%	-0,77%	-0,44%	2,56%	0,04%	-1,60%	-3,59%	-4,89%	3,12%
AR(3030)%	1,56%	-1,47%	0,60%	-1,12%	-1,67%	0,75%	0,38%	-0,22%	-0,07%	1,22%	0,02%	-0,88%	-0,98%	-0,75%	-1,50%	0,83%	0,14%	-1,95%	-0,66%	-0,38%	0,28%
AR(3060)%	0,70%	-1,04%	-2,08%	0,31%	-0,32%	0,45%	-1,71%	-1,73%	-0,64%	0,50%	2,87%	0,77%	1,25%	2,36%	-2,17%	1,62%	-1,09%	0,01%	1,39%	0,65%	-0,80%
aart	0,08%	-0,21%	-0,02%	-0,34%	-0,26%	-0,04%	0,12%	-0,26%	0,09%	-0,09%	-0,29%	0,30%	-0,15%	-0,13%	0,01%	0,11%	-0,16%	1,45%	-0,14%	-0,29%	-0,25%
CAART	0,08%	-0,13%	-0,15%	-0,49%	-0,75%	-0,79%	-0,66%	-0,92%	-0,83%	-0,92%	-1,21%	-0,91%	-1,06%	-1,19%	-1,18%	-1,07%	-1,24%	0,21%	0,07%	-0,22%	-0,47%
ECARTYPE	0,016	0,0149	0,0145	0,0152	0,0149	0,0137	0,0147	0,0105	0,015	0,0129	0,0161	0,0185	0,0125	0,013	0,01	0,011	0,011	0,127	0,01	0,016	0,0122
std err	0,002	0,0019	0,0018	0,0019	0,0018	0,0017	0,0018	0,0013	0,002	0,0016	0,002	0,0023	0,0016	0,002	0,001	0,001	0,001	0,0158	0,001	0,002	0,0015
T-VALUE	0,428	-1,1454	-0,1	-1,8244	-1,4093	-0,212	0,6689	-1,9961	0,508	-0,5448	-1,475	1,3031	-0,988	-0,756	0,046	0,814	-1,15	0,9191	-1,07	-1,445	-1,666

من اعداد الباحث مخرجات البرنامج Exel /13

الملحق رقم(14): المعالجة النهائية للعوائد غير العادية والمجمعة لإعلانات التوزيعات المتزايدة والمتناقصة والثابتة للسوق رأس المال السعودي خلال فترة الحدث

	DIVIDEND INCREASE				CONSTANT DIVIDEND				DIVIDEND DECREASE			
EW	AARt	T-VALUE	CAARt	T-VALUE	AARt	T-VALUE	CAARt	T-VALUE	AARt	T-VALUE	CAARt	T-VALUE
-10	0,04%	0,2754	0,04%	0,2754	0,09%	0,5881	0,09%	0,5881	0,08%	0,4278	0,08%	0,4278
-9	0,09%	0,5553	0,12%	0,6447	-0,36%	-1,8920 *	-0,27%	-1,1475	-0,21%	-1,1454	-0,13%	-0,4746
-8	0,38%	2,5715 **	0,51%	2,1581 **	-0,03%	-0,1796	-0,30%	-0,9823	-0,02%	-0,1000	-0,15%	-0,4259
-7	-0,04%	-0,2622	0,47%	1,5701	-0,12%	-0,7160	-0,42%	-1,1875	-0,34%	-1,8244 *	-0,49%	-1,2435
-6	-0,10%	-0,6610	0,37%	1,1943	-0,19%	-1,4870	-0,60%	-1,5672	-0,26%	-1,4093	-0,75%	-1,6887 *
-5	-0,14%	-0,5386	0,23%	0,5708	-0,09%	-0,7385	-0,70%	-1,7801 *	-0,04%	-0,2116	-0,79%	-1,5787
-4	0,07%	0,3577	0,30%	0,5743	-0,16%	-1,1003	-0,86%	2,1166 **	0,12%	0,6689	-0,66%	-1,2215
-3	-0,34%	-1,9275 *	-0,05%	-0,0810	0,04%	0,2530	-0,82%	-1,8317 *	-0,26%	-1,9961 *	-0,92%	-1,6007
-2	0,15%	0,9226	0,10%	0,1836	0,16%	0,7891	-0,66%	-1,3098	0,09%	0,5077	-0,83%	-1,4141
-1	0,15%	0,6225	0,26%	0,4332	0,05%	0,2911	-0,61%	-1,2171	-0,09%	-0,5448	-0,92%	-1,5143
0	0,39%	1,4510	0,65%	1,1107	0,39%	1,8236 *	-0,23%	-0,4179	-0,29%	-1,4754	-1,21%	-1,8751 *
1	0,62%	1,6980 *	1,26%	2,3256 **	0,23%	1,0408	0,00%	0,0002	0,30%	1,3031	-0,91%	-1,2710
2	-0,06%	-0,2847	1,20%	2,1227 **	0,27%	1,4241	0,27%	0,4097	-0,15%	-0,9881	-1,06%	-1,3669
3	-0,18%	-1,0389	1,02%	1,6709	-0,17%	-0,9701	0,10%	0,1341	-0,13%	-0,7563	-1,19%	-1,4217
4	0,09%	0,4067	1,11%	1,6403	-0,14%	-0,9067	-0,05%	-0,0658	0,01%	0,0458	-1,18%	-1,4009
5	-0,16%	-0,6496	0,95%	1,3418	0,09%	0,7133	0,04%	0,0566	0,11%	0,8137	-1,07%	-1,3227
6	2,69%	1,0234	3,64%	1,3337	-0,01%	-0,0764	0,03%	0,0374	-0,16%	-1,1497	-1,24%	-1,4789
7	-0,22%	-1,3855	3,41%	1,2558	-0,19%	-1,3313	-0,16%	-0,1966	1,45%	0,9191	0,21%	0,1320
8	0,37%	1,6699	3,78%	1,3668	-0,16%	-1,4901	-0,32%	-0,3765	-0,14%	-1,0682	0,07%	0,0458
9	-0,12%	-0,7468	3,66%	1,3337	0,19%	1,2277	-0,13%	-0,1360	-0,29%	-1,4446	-0,22%	-0,1362
10	-0,20%	-1,1523	3,46%	1,2434	0,19%	1,3441	0,07%	0,0699	-0,25%	-1,6664	-0,47%	-0,2895

* signific At α = 0,1

** signifi At α = 0,05

*** signi At α = 0,01

من اعداد الباحث مخرجات البرنامج Exel /13

الملحق رقم (15): تواريخ الإعلانات عن التوزيعات النقدية وقيمتها ل 30 مؤسسة من سوق رأس المال السعودي خلال الفترة 2011-2018م

Announcement day	Firm Name	Code	Yearly Cash Dividend % or D/P share	Dividend Catigory
26/06/2011	Samba	1090	0,8	
17/07/2012	samba	1090	0,8	const div
10/07/2013	samba	1090	0,8	const div
03/07/2014	samba	1090	0,65	decr div
07/07/2015	samba	1090	0,45	decr div
30/06/2016	samba	1090	0,45	const div
03/08/2017	samba	1090	0,75	incr div
02/07/2018	samba	1090	0,8	incr div
10/07/2011	SAFCO	2020	6	
24/07/2012	SAFCO	2020	6	const div
07/07/2013	SAFCO	2020	6	const div
23/06/2014	SAFCO	2020	4	decr div
05/07/2015	SAFCO	2020	3	decr div
19/06/2016	SAFCO	2020	1,5	decr div
27/08/2017	SAFCO	2020	0,75	decr div
10/06/2018	SAFCO	2020	1	decr div
20/02/2011	SPIMACO	2070	1,5	
19/02/2012	SPIMACO	2070	2	incr div
20/02/2013	SPIMACO	2070	2	const div
23/02/2014	SPIMACO	2070	1	decr div
17/02/2015	SPIMACO	2070	1,5	incr div
16/02/2016	SPIMACO	2070	1	decr div
12/03/2017	SPIMACO	2070	1	const div
22/03/2018	SPIMACO	2070	1	const div
18/05/2011	SADAFCO	2270	3	
26/05/2012	SADAFCO	2270	3	const div
19/05/2013	SADAFCO	2270	3	const div
25/05/2014	SADAFCO	2270	3,5	incr div
17/05/2015	SADAFCO	2270	3,5	const div
02/05/2016	SADAFCO	2270	4	incr div
04/05/2017	SADAFCO	2270	4	const div
23/04/2018	SADAFCO	2270	2	derc div
27/02/2011	ACC	3010	1	
20/02/2012	ACC	3010	2	incr div
17/02/2013	ACC	3010	2	const div
12/01/2014	ACC	3010	1,75	decr div
01/01/2015	ACC	3010	3,25	incr div
15/02/2016	ACC	3010	2,5	decr div
20/02/2017	ACC	3010	2	decr div
19/02/2018	ACC	3010	1	decr div
22/06/2011	SCC	3030	2	
02/06/2012	SCC	3030	3.5	incr div
29/05/2013	SCC	3030	3.5	const div
01/06/2014	SCC	3030	3.5	const div
25/05/2015	SCC	3030	3	decr div
25/05/2016	SCC	3030	2.75	decr div
24/05/2017	SCC	3030	2.25	decr div
28/05/2018	SCC	3030	1.5	decr div
20/06/2011	spcc	3050	2,75	
26/06/2012	spcc	3050	3	incr div
21/07/2013	spcc	3050	3	const div
17/07/2014	spcc	3050	2	decr div
12/07/2015	spcc	3050	2,5	incr div
25/07/2016	spcc	3050	2,5	const div
10/07/2017	spcc	3050	1	derc div
08/08/2018	spcc	3050	1	const div
05/02/2011	YCC	3060	2	
21/01/2012	YCC	3060	2,5	incr div
23/01/2013	YCC	3060	5	incr div
29/01/2014	YCC	3060	2	derc div
04/02/2015	YCC	3060	2,5	incr div
28/01/2016	YCC	3060	3,5	incr div
05/02/2017	YCC	3060	2	derc div
15/03/2018	YCC	3060	1,25	derc div
21/02/2011	SRECO	4020	1,25	
21/02/2012	SRECO	4020	0,5	derc div
19/02/2013	SRECO	4020	0,5	const div
26/02/2014	SRECO	4020	0,5	const div
22/02/2015	SRECO	4020	0,5	const div
22/02/2016	SRECO	4020	0,5	const div
20/02/2017	SRECO	4020	0,5	const div
09/05/2018	SRECO	4020	0,5	const div
23/01/2011	SAPTCO	4040	0,5	
19/02/2012	SAPTCO	4040	0,5	const div
06/01/2013	SAPTCO	4040	0.5	const div

24/02/2014	SAPTCO	4040	0,5	const div
27/01/2015	SAPTCO	4040	0,75	incr div
05/01/2016	SAPTCO	4040	0,5	decr div
24/01/2017	SAPTCO	4040	0,5	const div
29/01/2018	SAPTCO	4040	0,5	const div
06/07/2011	RIBL	1010	0.55	
01/01/2012	RIBL	1010	0,75	incr div
22/06/2013	RIBL	1010	0,65	decr div
29/06/2014	RIBL	1010	0,38	decr div
05/07/2015	RIBL	1010	0,35	decr div
18/07/2016	RIBL	1010	0,35	const div
21/06/2017	RIBL	1010	0,35	const div
04/07/2018	RIBL	1010	0.37	incr div
25/06/2011	BSFR	1050	0,7	
29/12/2012	BSFR	1050	0,8	incr div
04/07/2013	BSFR	1050	0,4	decr div
09/07/2014	BSFR	1050	0,45	incr div
09/07/2015	BSFR	1050	0,5	incr div
13/07/2016	BSFR	1050	0,55	incr div
10/07/2017	BSFR	1050	1,05	incr div
01/07/2018	BSFR	1050	0,9	decr div
19/12/2011	ARNB	1080	1	
18/12/2012	ARNB	1080	1	const div
19/12/2013	ARNB	1080	0,5	decr div
25/12/2014	ARNB	1080	0,55	incr div
08/12/2015	ARNB	1080	0,55	const div
20/12/2016	ARNB	1080	0,45	decr div
21/12/2017	ARNB	1080	0,65	incr div
01/07/2018	ARNB	1080	0,65	const div
16/07/2011	SABIC	2010	2	
18/07/2012	SABIC	2010	2	const div
08/07/2013	SABIC	2010	2	const div
03/07/2014	SABIC	2010	2,5	incr div
26/07/2015	SABIC	2010	2,5	const div
27/07/2016	SABIC	2010	2	decr div
21/06/2017	SABIC	2010	2	const div
05/06/2018	SABIC	2010	2,2	incr div
17/01/2011	Savola Group	2050	0,25	
17/01/2012	Savola Group	2050	0.55	incr div
16/01/2013	Savola Group	2050	0.5	decr div
20/01/2014	Savola Group	2050	0.5	const div
18/01/2015	Savola Group	2050	0.5	const div
20/04/2016	Savola Group	2050	0.25	decr div
08/02/2018	Savola Group	2050	0.75	incr div
23/02/2011	GASCO	2080	0,7	
19/02/2012	GASCO	2080	1	incr div
19/02/2013	GASCO	2080	1	const div
18/03/2014	GASCO	2080	0.4	decr div
17/03/2015	GASCO	2080	0.35	decr div
22/03/2016	GASCO	2080	0.3	decr div
03/05/2017	GASCO	2080	0.35	incr div
13/05/2018	GASCO	2080	0.4	incr div
19/01/2011	NGC	2090	2.00	
21/01/2012	NGC	2090	1.20	decr div
09/02/2013	NGC	2090	0.50	decr div
23/02/2014	NGC	2090	0.80	incr div
24/02/2015	NGC	2090	0.60	decr div
23/02/2016	NGC	2090	0.60	const div
14/03/2017	NGC	2090	0.50	decr div
18/07/2011	Zamil Indust	2240	0,75	
28/07/2012	Zamil Indust	2240	0,75	const div
21/07/2013	Zamil Indust	2240	0,75	const div
21/07/2014	Zamil Indust	2240	1	incr div
22/07/2015	Zamil Indust	2240	1	const div
27/07/2016	Zamil Indust	2240	1	const div
02/08/2017	Zamil Indust	2240	1	const div
26/03/2018	Zamil Indust	2240	1	const div
19/01/2011	AL-BABTAIN	2320	1,5	
18/01/2012	AL-BABTAIN	2320	1,5	const div
27/10/2013	AL-BABTAIN	2320	1,5	const div
25/11/2014	AL-BABTAIN	2320	1	decr div
29/10/2015	AL-BABTAIN	2320	2	incr div
21/11/2016	AL-BABTAIN	2320	1	decr div
28/11/2017	AL-BABTAIN	2320	1	const div
29/03/2018	AL-BABTAIN	2320	0,5	decr div
12/06/2011	Advanced	2330		
11/06/2012	Advanced	2330	1	incr div
29/05/2013	Advanced	2330	1,25	incr div
02/06/2014	Advanced	2330	1	const div
26/05/2015	Advanced	2330	0,75	decr div
17/05/2016	Advanced	2330	0,75	decr div
17/05/2017	Advanced	2330	0,7	decr div
10/06/2018	Advanced	2330	0,7	decr div
22/02/2011	AlAbdulletif	2340	1,5	
07/02/2012	AlAbdulletif	2340	1	incr div
19/02/2013	AlAbdulletif	2340	1,25	incr div
23/02/2014	AlAbdulletif	2340	1	decr div
09/02/2015	AlAbdulletif	2340	0,5	decr div
25/02/2016	AlAbdulletif	2340	0,3	decr div
08/02/2017	AlAbdulletif	2340	0,5	incr div
08/03/2018	AlAbdulletif	2340	0,5	const div
26/12/2011	SVCP	2360	1	
19/12/2012	SVCP	2360	1.25	incr div
29/12/2013	SVCP	2360	1.50	incr div
22/12/2014	SVCP	2360	1.25	decr div
06/10/2015	SVCP	2360	1.50	incr div
15/06/2016	SVCP	2360	1.50	const div
24/12/2017	SVCP	2360	1.00	const div
16/01/2011	YSCC	3020	2	

18/01/2012	YSCC	3020	2	const div
16/01/2013	YSCC	3020	1,5	decr div
16/01/2014	YSCC	3020	1,5	const div
14/01/2015	YSCC	3020	0,75	decr div
26/01/2016	YSCC	3020	0,75	const div
19/01/2017	YSCC	3020	0,25	decr div
23/02/2011	Taiba	4090	0,7	
15/02/2012	Taiba	4090	0,25	decr div
24/02/2013	Taiba	4090	0,4	incr div
23/02/2014	Taiba	4090	0,4	const div
19/02/2015	Taiba	4090	0,5	incr div
17/02/2016	Taiba	4090	0,5	const div
23/02/2017	Taiba	4090	0,4	decr div
25/03/2018	Taiba	4090	0,4	const div
14/02/2011	ARDCO	4150	1	
18/01/2012	ARDCO	4150	1,25	incr div
24/02/2013	ARDCO	4150	1	decr div
20/01/2014	ARDCO	4150	1.5	incr div
15/01/2015	ARDCO	4150	1	decr div
17/01/2016	ARDCO	4150	1.3	incr div
15/01/2017	ARDCO	4150	0.8	decr div
04/03/2018	ARDCO	4150	0,8	const div
08/02/2011	Jarir	1490	2	
08/02/2012	Jarir	1490	1.60	decr div
06/02/2013	Jarir	1490	1.85	incr div
05/02/2014	Jarir	1490	1.40	decr div
05/02/2015	Jarir	1490	1.85	incr div
04/02/2016	Jarir	1490	1.95	incr div
16/02/2017	Jarir	1490	2.15	incr div
25/03/2018	Jarir	1490	2.55	incr div
25/02/2012	Kingdom	4280	0,12	const div
23/02/2013	Kingdom	4280	0,12	const div
24/02/2014	Kingdom	4280	0,12	const div
23/02/2015	Kingdom	4280	0,12	const div
22/02/2016	Kingdom	4280	0,12	const div
12/04/2017	Kingdom	4280	0,12	const div
29/03/2018	Kingdom	4280	0,12	const div
19/02/2011	Herfy Foods	6002	1,5	
19/02/2012	Herfy Foods	6002	1,5	const div
18/02/2013	Herfy Foods	6002	1,75	incr div
18/02/2014	Herfy Foods	6002	1,75	const div
18/02/2015	Herfy Foods	6002	1,6	decr div
23/02/2016	Herfy Foods	6002	1,5	decr div
21/02/2017	Herfy Foods	6002	1,5	const div
31/01/2018	Herfy Foods	6002	1,1	decr div
19/01/2011	STC	7010	0,75	
18/01/2012	STC	7010	0,5	decr div
21/01/2013	STC	7010	0,5	const div
20/01/2014	STC	7010	0,75	incr div
19/01/2015	STC	7010	1	incr div
20/01/2016	STC	7010	1	const div
19/01/2017	STC	7010	1	const div
25/01/2018	STC	7010	1	const div

من اعداد الباحث مخرجات البرنامج Exel /13

الملحق رقم (16): قيم T بواسطة إختبار T-test One sample للتوزيعات المتزايدة لسوق رأس المال السعودي

```
  ___  ____  ____  ____  ____ (R)
 /__    /   ____/   /   ____/
___/   /   /___/   /   /___/   12.0   Copyright 1985-2011 StataCorp LP
  Statistics/Data Analysis            StataCorp
                                      4905 Lakeway Drive
     Special Edition                  College Station, Texas 77845 USA
                                      800-STATA-PC        http://www.stata.com
                                      979-696-4600        stata@stata.com
                                      979-696-4601 (fax)

Single-user Stata network perpetual license:
       Serial number:  93611859953
         Licensed to:  STATAforAll
                       STATA

Notes:
      1.  (/v# option or -set maxvar-) 5000 maximum variables

. *(21 variables, 54 observations pasted into data editor)

. ttest var1 == 0

One-sample t test
------------------------------------------------------------------------------
Variable |     Obs        Mean    Std. Err.   Std. Dev.   [95% Conf. Interval]
---------+--------------------------------------------------------------------
    var1 |      54    .0003828    .0013899    .0102137   -.002405    .0031706
------------------------------------------------------------------------------
    mean = mean(var1)                             t =   0.2754
Ho: mean = 0                     degrees of freedom =       53

    Ha: mean < 0                 Ha: mean != 0                 Ha: mean > 0
 Pr(T < t) = 0.6080         Pr(|T| > |t|) = 0.7841          Pr(T > t) = 0.3920

. ttest var2 == 0

One-sample t test
------------------------------------------------------------------------------
Variable |     Obs        Mean    Std. Err.   Std. Dev.   [95% Conf. Interval]
---------+--------------------------------------------------------------------
    var2 |      54    .0008664    .0015602    .0114649   -.0022629    .0039957
------------------------------------------------------------------------------
    mean = mean(var2)                             t =   0.5553
Ho: mean = 0                     degrees of freedom =       53

    Ha: mean < 0                 Ha: mean != 0                 Ha: mean > 0
 Pr(T < t) = 0.7095         Pr(|T| > |t|) = 0.5810          Pr(T > t) = 0.2905

. ttest var3 == 0

One-sample t test
------------------------------------------------------------------------------
Variable |     Obs        Mean    Std. Err.   Std. Dev.   [95% Conf. Interval]
---------+--------------------------------------------------------------------
    var3 |      54    .0038111     .001482    .0108907    .0008385    .0067837
------------------------------------------------------------------------------
    mean = mean(var3)                             t =   2.5715
Ho: mean = 0                     degrees of freedom =       53

    Ha: mean < 0                 Ha: mean != 0                 Ha: mean > 0
 Pr(T < t) = 0.9935         Pr(|T| > |t|) = 0.0130          Pr(T > t) = 0.0065

. ttest var4 == 0

One-sample t test
------------------------------------------------------------------------------
Variable |     Obs        Mean    Std. Err.   Std. Dev.   [95% Conf. Interval]
---------+--------------------------------------------------------------------
    var4 |      54   -.0003605    .0013917    .0102267   -.0031563    .0024264
------------------------------------------------------------------------------
    mean = mean(var4)                             t =  -0.2622
Ho: mean = 0                     degrees of freedom =       53

    Ha: mean < 0                 Ha: mean != 0                 Ha: mean > 0
 Pr(T < t) = 0.3971         Pr(|T| > |t|) = 0.7942          Pr(T > t) = 0.6029

. ttest var5 == 0

One-sample t test
------------------------------------------------------------------------------
Variable |     Obs        Mean    Std. Err.   Std. Dev.   [95% Conf. Interval]
---------+--------------------------------------------------------------------
    var5 |      54   -.0010259    .0015522    .0114064   -.0041393    .0020874
------------------------------------------------------------------------------
    mean = mean(var5)                             t =  -0.6610
Ho: mean = 0                     degrees of freedom =       53

    Ha: mean < 0                 Ha: mean != 0                 Ha: mean > 0
 Pr(T < t) = 0.2558         Pr(|T| > |t|) = 0.5115          Pr(T > t) = 0.7442

. ttest var6 == 0

One-sample t test
------------------------------------------------------------------------------
Variable |     Obs        Mean    Std. Err.   Std. Dev.   [95% Conf. Interval]
---------+--------------------------------------------------------------------
    var6 |      54   -.0013829    .0025675    .0188671   -.0065327    .0037668
------------------------------------------------------------------------------
    mean = mean(var6)                             t =  -0.5386
Ho: mean = 0                     degrees of freedom =       53

    Ha: mean < 0                 Ha: mean != 0                 Ha: mean > 0
 Pr(T < t) = 0.2962         Pr(|T| > |t|) = 0.5924          Pr(T > t) = 0.7038

. ttest var7 == 0

One-sample t test
------------------------------------------------------------------------------
Variable |     Obs        Mean    Std. Err.   Std. Dev.   [95% Conf. Interval]
---------+--------------------------------------------------------------------
    var7 |      54    .0006792    .0018989    .0139538   -.0031294    .0044879
------------------------------------------------------------------------------
    mean = mean(var7)                             t =   0.3577
Ho: mean = 0                     degrees of freedom =       53

    Ha: mean < 0                 Ha: mean != 0                 Ha: mean > 0
 Pr(T < t) = 0.6390         Pr(|T| > |t|) = 0.7220          Pr(T > t) = 0.3610

. ttest var8 == 0

One-sample t test
------------------------------------------------------------------------------
Variable |     Obs        Mean    Std. Err.   Std. Dev.   [95% Conf. Interval]
---------+--------------------------------------------------------------------
    var8 |      54   -.0034228    .0017753    .0130459   -.0069828   .0001389
------------------------------------------------------------------------------
    mean = mean(var8)                             t =  -1.9275
Ho: mean = 0                     degrees of freedom =       53

    Ha: mean < 0                 Ha: mean != 0                 Ha: mean > 0
 Pr(T < t) = 0.0296         Pr(|T| > |t|) = 0.0593          Pr(T > t) = 0.9704

. ttest var9 == 0

One-sample t test
------------------------------------------------------------------------------
Variable |     Obs        Mean    Std. Err.   Std. Dev.   [95% Conf. Interval]
---------+--------------------------------------------------------------------
    var9 |      54    .001471    .0015943    .0117157   -.0017268    .0046687
------------------------------------------------------------------------------
    mean = mean(var9)                             t =   0.9226
Ho: mean = 0                     degrees of freedom =       53

    Ha: mean < 0                 Ha: mean != 0                 Ha: mean > 0
 Pr(T < t) = 0.8198         Pr(|T| > |t|) = 0.3604          Pr(T > t) = 0.1802

. ttest var10 == 0

One-sample t test
------------------------------------------------------------------------------
Variable |     Obs        Mean    Std. Err.   Std. Dev.   [95% Conf. Interval]
---------+--------------------------------------------------------------------
   var10 |      54    .0015416    .0024765    .0181984   -.0034256    .0065088
------------------------------------------------------------------------------
    mean = mean(var10)                            t =   0.6225
Ho: mean = 0                     degrees of freedom =       53

    Ha: mean < 0                 Ha: mean != 0                 Ha: mean > 0
 Pr(T < t) = 0.7319         Pr(|T| > |t|) = 0.5363          Pr(T > t) = 0.2681

. ttest var11 == 0

One-sample t test
------------------------------------------------------------------------------
Variable |     Obs        Mean    Std. Err.   Std. Dev.   [95% Conf. Interval]
---------+--------------------------------------------------------------------
   var11 |      54    .0039172    .0026996    .0198338   -.0014976    .0093319
------------------------------------------------------------------------------
    mean = mean(var11)                            t =   1.4510
Ho: mean = 0                     degrees of freedom =       53

    Ha: mean < 0                 Ha: mean != 0                 Ha: mean > 0
 Pr(T < t) = 0.9237         Pr(|T| > |t|) = 0.1527          Pr(T > t) = 0.0763

. ttest var12 == 0

One-sample t test
------------------------------------------------------------------------------
Variable |     Obs        Mean    Std. Err.   Std. Dev.   [95% Conf. Interval]
---------+--------------------------------------------------------------------
   var12 |      54    .0061724    .0036352    .0267131   -.0011188    .0134637
------------------------------------------------------------------------------
    mean = mean(var12)                            t =   1.6980
Ho: mean = 0                     degrees of freedom =       53

    Ha: mean < 0                 Ha: mean != 0                 Ha: mean > 0
 Pr(T < t) = 0.9523         Pr(|T| > |t|) = 0.0954          Pr(T > t) = 0.0477

. ttest var13 == 0

One-sample t test
------------------------------------------------------------------------------
Variable |     Obs        Mean    Std. Err.   Std. Dev.   [95% Conf. Interval]
---------+--------------------------------------------------------------------
   var13 |      54   -.0006268    .0022015    .0161778   -.0050425    .0037889
------------------------------------------------------------------------------
    mean = mean(var13)                            t =  -0.2847
Ho: mean = 0                     degrees of freedom =       53

    Ha: mean < 0                 Ha: mean != 0                 Ha: mean > 0
 Pr(T < t) = 0.3885         Pr(|T| > |t|) = 0.7770          Pr(T > t) = 0.6115

. ttest var14 == 0

One-sample t test
------------------------------------------------------------------------------
Variable |     Obs        Mean    Std. Err.   Std. Dev.   [95% Conf. Interval]
---------+--------------------------------------------------------------------
   var14 |      54   -.0018348    .0017661    .0129784   -.0053772    .0017077
------------------------------------------------------------------------------
    mean = mean(var14)                            t =  -1.0389
Ho: mean = 0                     degrees of freedom =       53

    Ha: mean < 0                 Ha: mean != 0                 Ha: mean > 0
 Pr(T < t) = 0.1518         Pr(|T| > |t|) = 0.3036          Pr(T > t) = 0.8482

. ttest var15 == 0

One-sample t test
------------------------------------------------------------------------------
Variable |     Obs        Mean    Std. Err.   Std. Dev.   [95% Conf. Interval]
---------+--------------------------------------------------------------------
   var15 |      54    .0008843    .0021746    .0159802   -.0034774    .0052461
------------------------------------------------------------------------------
    mean = mean(var15)                            t =   0.4067
Ho: mean = 0                     degrees of freedom =       53

    Ha: mean < 0                 Ha: mean != 0                 Ha: mean > 0
 Pr(T < t) = 0.6571         Pr(|T| > |t|) = 0.6859          Pr(T > t) = 0.3429

. ttest var16 == 0

One-sample t test
------------------------------------------------------------------------------
Variable |     Obs        Mean    Std. Err.   Std. Dev.   [95% Conf. Interval]
---------+--------------------------------------------------------------------
   var16 |      54   -.0015612    .0024031    .0176591   -.0063812    .0032588
------------------------------------------------------------------------------
    mean = mean(var16)                            t =  -0.6496
Ho: mean = 0                     degrees of freedom =       53

    Ha: mean < 0                 Ha: mean != 0                 Ha: mean > 0
 Pr(T < t) = 0.2594         Pr(|T| > |t|) = 0.5187          Pr(T > t) = 0.7406

. ttest var17 == 0

One-sample t test
------------------------------------------------------------------------------
Variable |     Obs        Mean    Std. Err.   Std. Dev.   [95% Conf. Interval]
---------+--------------------------------------------------------------------
   var17 |      54    .0268537    .0262409    .1928305   -.0257789    .0794863
------------------------------------------------------------------------------
    mean = mean(var17)                            t =   1.0234
Ho: mean = 0                     degrees of freedom =       53

    Ha: mean < 0                 Ha: mean != 0                 Ha: mean > 0
 Pr(T < t) = 0.8446         Pr(|T| > |t|) = 0.3108          Pr(T > t) = 0.1554

. ttest var18 == 0

One-sample t test
------------------------------------------------------------------------------
Variable |     Obs        Mean    Std. Err.   Std. Dev.   [95% Conf. Interval]
---------+--------------------------------------------------------------------
   var18 |      54   -.0022135    .0015976    .0117399   -.0054178    .0009909
------------------------------------------------------------------------------
    mean = mean(var18)                            t =  -1.3855
Ho: mean = 0                     degrees of freedom =       53

    Ha: mean < 0                 Ha: mean != 0                 Ha: mean > 0
 Pr(T < t) = 0.0859         Pr(|T| > |t|) = 0.1717          Pr(T > t) = 0.9141

. ttest var19 == 0

One-sample t test
------------------------------------------------------------------------------
Variable |     Obs        Mean    Std. Err.   Std. Dev.   [95% Conf. Interval]
---------+--------------------------------------------------------------------
   var19 |      54    .0026818    .0022047    .0162015   -.0007404    .008104
------------------------------------------------------------------------------
    mean = mean(var19)                            t =   1.6699
Ho: mean = 0                     degrees of freedom =       53

    Ha: mean < 0                 Ha: mean != 0                 Ha: mean > 0
 Pr(T < t) = 0.9496         Pr(|T| > |t|) = 0.1008          Pr(T > t) = 0.0504

. ttest var20 == 0

One-sample t test
------------------------------------------------------------------------------
Variable |     Obs        Mean    Std. Err.   Std. Dev.   [95% Conf. Interval]
---------+--------------------------------------------------------------------
   var20 |      54   -.0012488    .0016723    .0122886   -.004603    .0021053
------------------------------------------------------------------------------
    mean = mean(var20)                            t =  -0.7468
Ho: mean = 0                     degrees of freedom =       53

    Ha: mean < 0                 Ha: mean != 0                 Ha: mean > 0
 Pr(T < t) = 0.2292         Pr(|T| > |t|) = 0.4585          Pr(T > t) = 0.7708

. ttest var21 == 0

One-sample t test
------------------------------------------------------------------------------
Variable |     Obs        Mean    Std. Err.   Std. Dev.   [95% Conf. Interval]
---------+--------------------------------------------------------------------
   var21 |      54   -.0019864    .0017239    .0126677   -.005444    .0014712
------------------------------------------------------------------------------
    mean = mean(var21)                            t =  -1.1523
Ho: mean = 0                     degrees of freedom =       53

    Ha: mean < 0                 Ha: mean != 0                 Ha: mean > 0
 Pr(T < t) = 0.1272         Pr(|T| > |t|) = 0.2544          Pr(T > t) = 0.8728
```

من اعداد الباحث مخرجات البرنامج STATA/12

الملحق رقم (17): قيم T بواسطة إختبار T-test One sample للتوزيعات الثابتة لسوق رأس المال السعودي

```
  ___  ____  ____  ____  ____ (R)
 /__    /   ____/   /   ____/
___/   /   /___/   /   /___/   12.0   Copyright 1985-2011 StataCorp LP
  Statistics/Data Analysis            StataCorp
                                      4905 Lakeway Drive
     Special Edition                  College Station, Texas 77845 USA
                                      800-STATA-PC        http://www.stata.com
                                      979-696-4600        stata@stata.com
                                      979-696-4601 (fax)

Single-user Stata network perpetual license:
       Serial number:  93611859953
         Licensed to:  STATAforAll
                       STATA

Notes:
      1.  (/v# option or -set maxvar-) 5000 maximum variables

. *(21 variables, 80 observations pasted into data editor)

. ttest var1 == 0

One-sample t test
------------------------------------------------------------------------------
Variable |     Obs        Mean    Std. Err.   Std. Dev.   [95% Conf. Interval]
---------+--------------------------------------------------------------------
    var1 |      80      .0008717    .0014823    .0132582   -.0020788    .0038222
------------------------------------------------------------------------------
    mean = mean(var1)                             t =   0.5881
Ho: mean = 0                     degrees of freedom =       79

    Ha: mean < 0                 Ha: mean != 0                 Ha: mean > 0
 Pr(T < t) = 0.7209         Pr(|T| > |t|) = 0.5582          Pr(T > t) = 0.2791

. ttest var2 == 0

One-sample t test
------------------------------------------------------------------------------
Variable |     Obs        Mean    Std. Err.   Std. Dev.   [95% Conf. Interval]
---------+--------------------------------------------------------------------
    var2 |      80     -.0035623    .0018829    .0168407   -.00731    .0001854
------------------------------------------------------------------------------
    mean = mean(var2)                             t =  -1.8920
Ho: mean = 0                     degrees of freedom =       79

    Ha: mean < 0                 Ha: mean != 0                 Ha: mean > 0
 Pr(T < t) = 0.0311         Pr(|T| > |t|) = 0.0622          Pr(T > t) = 0.9689

. ttest var3 == 0

One-sample t test
------------------------------------------------------------------------------
Variable |     Obs        Mean    Std. Err.   Std. Dev.   [95% Conf. Interval]
---------+--------------------------------------------------------------------
    var3 |      80     -.0002653    .0014774    .0132145   -.0032061    .0026754
------------------------------------------------------------------------------
    mean = mean(var3)                             t =  -0.1796
Ho: mean = 0                     degrees of freedom =       79

    Ha: mean < 0                 Ha: mean != 0                 Ha: mean > 0
 Pr(T < t) = 0.4290         Pr(|T| > |t|) = 0.8579          Pr(T > t) = 0.5710

. ttest var4 == 0

One-sample t test
------------------------------------------------------------------------------
Variable |     Obs        Mean    Std. Err.   Std. Dev.   [95% Conf. Interval]
---------+--------------------------------------------------------------------
    var4 |      80     -.0012131    .0016942    .0151531   -.0045852    .0021591
------------------------------------------------------------------------------
    mean = mean(var4)                             t =  -0.7160
Ho: mean = 0                     degrees of freedom =       79

    Ha: mean < 0                 Ha: mean != 0                 Ha: mean > 0
 Pr(T < t) = 0.2380         Pr(|T| > |t|) = 0.4761          Pr(T > t) = 0.7620

. ttest var5 == 0

One-sample t test
------------------------------------------------------------------------------
Variable |     Obs        Mean    Std. Err.   Std. Dev.   [95% Conf. Interval]
---------+--------------------------------------------------------------------
    var5 |      80     -.0018666    .0012552    .0112272   -.004365     .0006319
------------------------------------------------------------------------------
    mean = mean(var5)                             t =  -1.4870
Ho: mean = 0                     degrees of freedom =       79

    Ha: mean < 0                 Ha: mean != 0                 Ha: mean > 0
 Pr(T < t) = 0.0705         Pr(|T| > |t|) = 0.1410          Pr(T > t) = 0.9295

. ttest var6 == 0

One-sample t test
------------------------------------------------------------------------------
Variable |     Obs        Mean    Std. Err.   Std. Dev.   [95% Conf. Interval]
---------+--------------------------------------------------------------------
    var6 |      80     -.0009446    .0012791    .0114403   -.0034905    .0016014
------------------------------------------------------------------------------
    mean = mean(var6)                             t =  -0.7385
Ho: mean = 0                     degrees of freedom =       79

    Ha: mean < 0                 Ha: mean != 0                 Ha: mean > 0
 Pr(T < t) = 0.2312         Pr(|T| > |t|) = 0.4624          Pr(T > t) = 0.7688

. ttest var7 == 0

One-sample t test
------------------------------------------------------------------------------
Variable |     Obs        Mean    Std. Err.   Std. Dev.   [95% Conf. Interval]
---------+--------------------------------------------------------------------
    var7 |      80     -.0016375    .0014882    .0133107   -.0045997    .0013246
------------------------------------------------------------------------------
    mean = mean(var7)                             t =  -1.1003
Ho: mean = 0                     degrees of freedom =       79

    Ha: mean < 0                 Ha: mean != 0                 Ha: mean > 0
 Pr(T < t) = 0.1373         Pr(|T| > |t|) = 0.2745          Pr(T > t) = 0.8627

. ttest var8 == 0

One-sample t test
------------------------------------------------------------------------------
Variable |     Obs        Mean    Std. Err.   Std. Dev.   [95% Conf. Interval]
---------+--------------------------------------------------------------------
    var8 |      80      .0004025    .0015908    .0142287   -.0027639    .003569
------------------------------------------------------------------------------
    mean = mean(var8)                             t =   0.2530
Ho: mean = 0                     degrees of freedom =       79

    Ha: mean < 0                 Ha: mean != 0                 Ha: mean > 0
 Pr(T < t) = 0.5995         Pr(|T| > |t|) = 0.8009          Pr(T > t) = 0.4005

. ttest var9 == 0

One-sample t test
------------------------------------------------------------------------------
Variable |     Obs        Mean    Std. Err.   Std. Dev.   [95% Conf. Interval]
---------+--------------------------------------------------------------------
    var9 |      80      .0016401    .0020785    .0185911   -.0024971    .0057774
------------------------------------------------------------------------------
    mean = mean(var9)                             t =   0.7891
Ho: mean = 0                     degrees of freedom =       79

    Ha: mean < 0                 Ha: mean != 0                 Ha: mean > 0
 Pr(T < t) = 0.7838         Pr(|T| > |t|) = 0.4324          Pr(T > t) = 0.2162

. ttest var10 == 0

One-sample t test
------------------------------------------------------------------------------
Variable |     Obs        Mean    Std. Err.   Std. Dev.   [95% Conf. Interval]
---------+--------------------------------------------------------------------
   var10 |      80      .0004515    .0015509    .013872    -.0026355    .0035386
------------------------------------------------------------------------------
    mean = mean(var10)                            t =   0.2911
Ho: mean = 0                     degrees of freedom =       79

    Ha: mean < 0                 Ha: mean != 0                 Ha: mean > 0
 Pr(T < t) = 0.6141         Pr(|T| > |t|) = 0.7717          Pr(T > t) = 0.3859

. ttest var11 == 0

One-sample t test
------------------------------------------------------------------------------
Variable |     Obs        Mean    Std. Err.   Std. Dev.   [95% Conf. Interval]
---------+--------------------------------------------------------------------
   var11 |      80      .0038597    .0021165    .0189306   -.0003531    .0080725
------------------------------------------------------------------------------
    mean = mean(var11)                            t =   1.8236
Ho: mean = 0                     degrees of freedom =       79

    Ha: mean < 0                 Ha: mean != 0                 Ha: mean > 0
 Pr(T < t) = 0.9640         Pr(|T| > |t|) = 0.0720          Pr(T > t) = 0.0360

. ttest var12 == 0

One-sample t test
------------------------------------------------------------------------------
Variable |     Obs        Mean    Std. Err.   Std. Dev.   [95% Conf. Interval]
---------+--------------------------------------------------------------------
   var12 |      80      .0022647    .0021759    .0194621   -.0020663    .0065958
------------------------------------------------------------------------------
    mean = mean(var12)                            t =   1.0408
Ho: mean = 0                     degrees of freedom =       79

    Ha: mean < 0                 Ha: mean != 0                 Ha: mean > 0
 Pr(T < t) = 0.8494         Pr(|T| > |t|) = 0.3011          Pr(T > t) = 0.1506

. ttest var13 == 0

One-sample t test
------------------------------------------------------------------------------
Variable |     Obs        Mean    Std. Err.   Std. Dev.   [95% Conf. Interval]
---------+--------------------------------------------------------------------
   var13 |      80      .0026696    .0018746    .0167673   -.0010617    .006401
------------------------------------------------------------------------------
    mean = mean(var13)                            t =   1.4241
Ho: mean = 0                     degrees of freedom =       79

    Ha: mean < 0                 Ha: mean != 0                 Ha: mean > 0
 Pr(T < t) = 0.9208         Pr(|T| > |t|) = 0.1584          Pr(T > t) = 0.0792

. ttest var14 == 0

One-sample t test
------------------------------------------------------------------------------
Variable |     Obs        Mean    Std. Err.   Std. Dev.   [95% Conf. Interval]
---------+--------------------------------------------------------------------
   var14 |      80     -.0017169    .0017699    .0158303   -.0052398    .0018059
------------------------------------------------------------------------------
    mean = mean(var14)                            t =  -0.9701
Ho: mean = 0                     degrees of freedom =       79

    Ha: mean < 0                 Ha: mean != 0                 Ha: mean > 0
 Pr(T < t) = 0.1675         Pr(|T| > |t|) = 0.3350          Pr(T > t) = 0.8325

. ttest var15 == 0

One-sample t test
------------------------------------------------------------------------------
Variable |     Obs        Mean    Std. Err.   Std. Dev.   [95% Conf. Interval]
---------+--------------------------------------------------------------------
   var15 |      80     -.0014272    .001574     .0140786   -.0045602    .0017059
------------------------------------------------------------------------------
    mean = mean(var15)                            t =  -0.9067
Ho: mean = 0                     degrees of freedom =       79

    Ha: mean < 0                 Ha: mean != 0                 Ha: mean > 0
 Pr(T < t) = 0.1837         Pr(|T| > |t|) = 0.3673          Pr(T > t) = 0.8163

. ttest var16 == 0

One-sample t test
------------------------------------------------------------------------------
Variable |     Obs        Mean    Std. Err.   Std. Dev.   [95% Conf. Interval]
---------+--------------------------------------------------------------------
   var16 |      80      .0008895    .0012471    .0111544   -.0015928    .0033718
------------------------------------------------------------------------------
    mean = mean(var16)                            t =   0.7133
Ho: mean = 0                     degrees of freedom =       79

    Ha: mean < 0                 Ha: mean != 0                 Ha: mean > 0
 Pr(T < t) = 0.7611         Pr(|T| > |t|) = 0.4778          Pr(T > t) = 0.2389

. ttest var17 == 0

One-sample t test
------------------------------------------------------------------------------
Variable |     Obs        Mean    Std. Err.   Std. Dev.   [95% Conf. Interval]
---------+--------------------------------------------------------------------
   var17 |      80     -.0001115    .0014596    .0130553   -.0030168    .0027938
------------------------------------------------------------------------------
    mean = mean(var17)                            t =  -0.0764
Ho: mean = 0                     degrees of freedom =       79

    Ha: mean < 0                 Ha: mean != 0                 Ha: mean > 0
 Pr(T < t) = 0.4697         Pr(|T| > |t|) = 0.9393          Pr(T > t) = 0.5303

. ttest var18 == 0

One-sample t test
------------------------------------------------------------------------------
Variable |     Obs        Mean    Std. Err.   Std. Dev.   [95% Conf. Interval]
---------+--------------------------------------------------------------------
   var18 |      80     -.0018752    .0014086    .0125989   -.004679     .0009285
------------------------------------------------------------------------------
    mean = mean(var18)                            t =  -1.3313
Ho: mean = 0                     degrees of freedom =       79

    Ha: mean < 0                 Ha: mean != 0                 Ha: mean > 0
 Pr(T < t) = 0.0935         Pr(|T| > |t|) = 0.1869          Pr(T > t) = 0.9065

. ttest var19 == 0

One-sample t test
------------------------------------------------------------------------------
Variable |     Obs        Mean    Std. Err.   Std. Dev.   [95% Conf. Interval]
---------+--------------------------------------------------------------------
   var19 |      80     -.001606     .0010778    .0096402   -.0037513    .0005393
------------------------------------------------------------------------------
    mean = mean(var19)                            t =  -1.4901
Ho: mean = 0                     degrees of freedom =       79

    Ha: mean < 0                 Ha: mean != 0                 Ha: mean > 0
 Pr(T < t) = 0.0701         Pr(|T| > |t|) = 0.1402          Pr(T > t) = 0.9299

. ttest var20 == 0

One-sample t test
------------------------------------------------------------------------------
Variable |     Obs        Mean    Std. Err.   Std. Dev.   [95% Conf. Interval]
---------+--------------------------------------------------------------------
   var20 |      80      .0019208    .0015645    .0139936   -.0011933    .0050349
------------------------------------------------------------------------------
    mean = mean(var20)                            t =   1.2277
Ho: mean = 0                     degrees of freedom =       79

    Ha: mean < 0                 Ha: mean != 0                 Ha: mean > 0
 Pr(T < t) = 0.8884         Pr(|T| > |t|) = 0.2232          Pr(T > t) = 0.1116

. ttest var21 == 0

One-sample t test
------------------------------------------------------------------------------
Variable |     Obs        Mean    Std. Err.   Std. Dev.   [95% Conf. Interval]
---------+--------------------------------------------------------------------
   var21 |      80      .0019314    .0014369    .0128524   -.0009288    .0047915
------------------------------------------------------------------------------
    mean = mean(var21)                            t =   1.3441
Ho: mean = 0                     degrees of freedom =       79

    Ha: mean < 0                 Ha: mean != 0                 Ha: mean > 0
 Pr(T < t) = 0.9086         Pr(|T| > |t|) = 0.1828          Pr(T > t) = 0.0914
```

من اعداد الباحث مخرجات البرنامج STATA/12

الملحق رقم (18): قيم T بواسطة إختبار T-test One sample للتوزيعات المنخفضة لسوق رأس المال السعودي

```
  ___  ____  ____  ____  ____ (R)
 /__    /   ____/   /   ____/
___/   /   /___/   /   /___/   12.0   Copyright 1985-2011 StataCorp LP
  Statistics/Data Analysis            StataCorp
                                      4905 Lakeway Drive
     Special Edition                  College Station, Texas 77845 USA
                                      800-STATA-PC        http://www.stata.com
                                      979-696-4600        stata@stata.com
                                      979-696-4601 (fax)

Single-user Stata network perpetual license:
       Serial number: 9361859953
         Licensed to: STATAforAll
                      STATA

Notes:
      1.  (/v# option or -set maxvar-) 5000 maximum variables

. *(21 variables, 65 observations pasted into data editor)

. ttest var1 == 0

One-sample t test
------------------------------------------------------------------------------
Variable |     Obs        Mean    Std. Err.   Std. Dev.   [95% Conf. Interval]
---------+--------------------------------------------------------------------
    var1 |      65    .0008379    .0019586    .0157911   -.003075    .0047507
------------------------------------------------------------------------------
    mean = mean(var1)                             t =   0.4278
Ho: mean = 0                     degrees of freedom =       64

    Ha: mean < 0                 Ha: mean != 0                 Ha: mean > 0
 Pr(T < t) = 0.6649         Pr(|T| > |t|) = 0.6702          Pr(T > t) = 0.3351

. ttest var2 == 0

One-sample t test
------------------------------------------------------------------------------
Variable |     Obs        Mean    Std. Err.   Std. Dev.   [95% Conf. Interval]
---------+--------------------------------------------------------------------
    var2 |      65   -.0021193    .0018503    .0149174  -.0058156    .0015771
------------------------------------------------------------------------------
    mean = mean(var2)                             t =  -1.1454
Ho: mean = 0                     degrees of freedom =       64

    Ha: mean < 0                 Ha: mean != 0                 Ha: mean > 0
 Pr(T < t) = 0.1282         Pr(|T| > |t|) = 0.2563          Pr(T > t) = 0.8718

. ttest var3 == 0

One-sample t test
------------------------------------------------------------------------------
Variable |     Obs        Mean    Std. Err.   Std. Dev.   [95% Conf. Interval]
---------+--------------------------------------------------------------------
    var3 |      65   -.0001798    .0017987    .0145013  -.003773    .0034135
------------------------------------------------------------------------------
    mean = mean(var3)                             t =  -0.1000
Ho: mean = 0                     degrees of freedom =       64

    Ha: mean < 0                 Ha: mean != 0                 Ha: mean > 0
 Pr(T < t) = 0.4603         Pr(|T| > |t|) = 0.9207          Pr(T > t) = 0.5397

. ttest var4 == 0

One-sample t test
------------------------------------------------------------------------------
Variable |     Obs        Mean    Std. Err.   Std. Dev.   [95% Conf. Interval]
---------+--------------------------------------------------------------------
    var4 |      65   -.0034422    .0018868    .0152115  -.0072114    .000327
------------------------------------------------------------------------------
    mean = mean(var4)                             t =  -1.8244
Ho: mean = 0                     degrees of freedom =       64

    Ha: mean < 0                 Ha: mean != 0                 Ha: mean > 0
 Pr(T < t) = 0.0364         Pr(|T| > |t|) = 0.0728          Pr(T > t) = 0.9636

. ttest var5 == 0

One-sample t test
------------------------------------------------------------------------------
Variable |     Obs        Mean    Std. Err.   Std. Dev.   [95% Conf. Interval]
---------+--------------------------------------------------------------------
    var5 |      65   -.0025976    .0018431    .0148599  -.0062797    .0010845
------------------------------------------------------------------------------
    mean = mean(var5)                             t =  -1.4093
Ho: mean = 0                     degrees of freedom =       64

    Ha: mean < 0                 Ha: mean != 0                 Ha: mean > 0
 Pr(T < t) = 0.0818         Pr(|T| > |t|) = 0.1636          Pr(T > t) = 0.9182

. ttest var6 == 0

One-sample t test
------------------------------------------------------------------------------
Variable |     Obs        Mean    Std. Err.   Std. Dev.   [95% Conf. Interval]
---------+--------------------------------------------------------------------
    var6 |      65   -.0003596    .0016989    .0136972  -.0037536    .0030344
------------------------------------------------------------------------------
    mean = mean(var6)                             t =  -0.2116
Ho: mean = 0                     degrees of freedom =       64

    Ha: mean < 0                 Ha: mean != 0                 Ha: mean > 0
 Pr(T < t) = 0.4165         Pr(|T| > |t|) = 0.8331          Pr(T > t) = 0.5835

. ttest var7 == 0

One-sample t test
------------------------------------------------------------------------------
Variable |     Obs        Mean    Std. Err.   Std. Dev.   [95% Conf. Interval]
---------+--------------------------------------------------------------------
    var7 |      65    .0012206    .0018248    .0147124  -.0024249    .0048662
------------------------------------------------------------------------------
    mean = mean(var7)                             t =   0.6689
Ho: mean = 0                     degrees of freedom =       64

    Ha: mean < 0                 Ha: mean != 0                 Ha: mean > 0
 Pr(T < t) = 0.7470         Pr(|T| > |t|) = 0.5060          Pr(T > t) = 0.2530

. ttest var8 == 0

One-sample t test
------------------------------------------------------------------------------
Variable |     Obs        Mean    Std. Err.   Std. Dev.   [95% Conf. Interval]
---------+--------------------------------------------------------------------
    var8 |      65   -.0025921    .0012986    .0104698  -.0051864   2.16e-06
------------------------------------------------------------------------------
    mean = mean(var8)                             t =  -1.9961
Ho: mean = 0                     degrees of freedom =       64

    Ha: mean < 0                 Ha: mean != 0                 Ha: mean > 0
 Pr(T < t) = 0.0251         Pr(|T| > |t|) = 0.0502          Pr(T > t) = 0.9749

. ttest var9 == 0

One-sample t test
------------------------------------------------------------------------------
Variable |     Obs        Mean    Std. Err.   Std. Dev.   [95% Conf. Interval]
---------+--------------------------------------------------------------------
    var9 |      65    .0009369    .0018456    .0148794   -.00275    .0046239
------------------------------------------------------------------------------
    mean = mean(var9)                             t =   0.5077
Ho: mean = 0                     degrees of freedom =       64

    Ha: mean < 0                 Ha: mean != 0                 Ha: mean > 0
 Pr(T < t) = 0.6933         Pr(|T| > |t|) = 0.6134          Pr(T > t) = 0.3067

. ttest var10 == 0

One-sample t test
------------------------------------------------------------------------------
Variable |     Obs        Mean    Std. Err.   Std. Dev.   [95% Conf. Interval]
---------+--------------------------------------------------------------------
   var10 |      65   -.0008703    .0015974    .0128787  -.0040614    .0023209
------------------------------------------------------------------------------
    mean = mean(var10)                            t =  -0.5448
Ho: mean = 0                     degrees of freedom =       64

    Ha: mean < 0                 Ha: mean != 0                 Ha: mean > 0
 Pr(T < t) = 0.2939         Pr(|T| > |t|) = 0.5878          Pr(T > t) = 0.7061

. ttest var11 == 0

One-sample t test
------------------------------------------------------------------------------
Variable |     Obs        Mean    Std. Err.   Std. Dev.   [95% Conf. Interval]
---------+--------------------------------------------------------------------
   var11 |      65   -.0029376    .0019911    .016053   -.0069154    .0010401
------------------------------------------------------------------------------
    mean = mean(var11)                            t =  -1.4754
Ho: mean = 0                     degrees of freedom =       64

    Ha: mean < 0                 Ha: mean != 0                 Ha: mean > 0
 Pr(T < t) = 0.0725         Pr(|T| > |t|) = 0.1450          Pr(T > t) = 0.9275

. ttest var12 == 0

One-sample t test
------------------------------------------------------------------------------
Variable |     Obs        Mean    Std. Err.   Std. Dev.   [95% Conf. Interval]
---------+--------------------------------------------------------------------
   var12 |      65    .0029946    .002298    .0185273   -.0015963    .0075854
------------------------------------------------------------------------------
    mean = mean(var12)                            t =   1.3031
Ho: mean = 0                     degrees of freedom =       64

    Ha: mean < 0                 Ha: mean != 0                 Ha: mean > 0
 Pr(T < t) = 0.9014         Pr(|T| > |t|) = 0.1972          Pr(T > t) = 0.0986

. ttest var13 == 0

One-sample t test
------------------------------------------------------------------------------
Variable |     Obs        Mean    Std. Err.   Std. Dev.   [95% Conf. Interval]
---------+--------------------------------------------------------------------
   var13 |      65   -.0015322    .0015507    .0125021   -.0046301    .0015657
------------------------------------------------------------------------------
    mean = mean(var13)                            t =  -0.9881
Ho: mean = 0                     degrees of freedom =       64

    Ha: mean < 0                 Ha: mean != 0                 Ha: mean > 0
 Pr(T < t) = 0.1634         Pr(|T| > |t|) = 0.3268          Pr(T > t) = 0.8366

. ttest var14 == 0

One-sample t test
------------------------------------------------------------------------------
Variable |     Obs        Mean    Std. Err.   Std. Dev.   [95% Conf. Interval]
---------+--------------------------------------------------------------------
   var14 |      65   -.0012547    .0016591    .0133758   -.004569    .0020597
------------------------------------------------------------------------------
    mean = mean(var14)                            t =  -0.7563
Ho: mean = 0                     degrees of freedom =       64

    Ha: mean < 0                 Ha: mean != 0                 Ha: mean > 0
 Pr(T < t) = 0.2261         Pr(|T| > |t|) = 0.4523          Pr(T > t) = 0.7739

. ttest var15 == 0

One-sample t test
------------------------------------------------------------------------------
Variable |     Obs        Mean    Std. Err.   Std. Dev.   [95% Conf. Interval]
---------+--------------------------------------------------------------------
   var15 |      65    .000057    .0012462    .010047   -.0024325    .0025465
------------------------------------------------------------------------------
    mean = mean(var15)                            t =   0.0458
Ho: mean = 0                     degrees of freedom =       64

    Ha: mean < 0                 Ha: mean != 0                 Ha: mean > 0
 Pr(T < t) = 0.5182         Pr(|T| > |t|) = 0.9637          Pr(T > t) = 0.4818

. ttest var16 == 0

One-sample t test
------------------------------------------------------------------------------
Variable |     Obs        Mean    Std. Err.   Std. Dev.   [95% Conf. Interval]
---------+--------------------------------------------------------------------
   var16 |      65    .0011178    .0013737    .0110755   -.0016266    .0038621
------------------------------------------------------------------------------
    mean = mean(var16)                            t =   0.8137
Ho: mean = 0                     degrees of freedom =       64

    Ha: mean < 0                 Ha: mean != 0                 Ha: mean > 0
 Pr(T < t) = 0.7906         Pr(|T| > |t|) = 0.4189          Pr(T > t) = 0.2094

. ttest var17 == 0

One-sample t test
------------------------------------------------------------------------------
Variable |     Obs        Mean    Std. Err.   Std. Dev.   [95% Conf. Interval]
---------+--------------------------------------------------------------------
   var17 |      65   -.0016348    .0014219    .0114636   -.0044753    .0012057
------------------------------------------------------------------------------
    mean = mean(var17)                            t =  -1.1497
Ho: mean = 0                     degrees of freedom =       64

    Ha: mean < 0                 Ha: mean != 0                 Ha: mean > 0
 Pr(T < t) = 0.1273         Pr(|T| > |t|) = 0.2545          Pr(T > t) = 0.8727

. ttest var18 == 0

One-sample t test
------------------------------------------------------------------------------
Variable |     Obs        Mean    Std. Err.   Std. Dev.   [95% Conf. Interval]
---------+--------------------------------------------------------------------
   var18 |      65    .0144787    .0157525    .1270008   -.0169905    .045948
------------------------------------------------------------------------------
    mean = mean(var18)                            t =   0.9191
Ho: mean = 0                     degrees of freedom =       64

    Ha: mean < 0                 Ha: mean != 0                 Ha: mean > 0
 Pr(T < t) = 0.8193         Pr(|T| > |t|) = 0.3615          Pr(T > t) = 0.1807

. ttest var19 == 0

One-sample t test
------------------------------------------------------------------------------
Variable |     Obs        Mean    Std. Err.   Std. Dev.   [95% Conf. Interval]
---------+--------------------------------------------------------------------
   var19 |      65   -.0013888    .0013002    .0104828   -.0039863    .0012087
------------------------------------------------------------------------------
    mean = mean(var19)                            t =  -1.0682
Ho: mean = 0                     degrees of freedom =       64

    Ha: mean < 0                 Ha: mean != 0                 Ha: mean > 0
 Pr(T < t) = 0.1447         Pr(|T| > |t|) = 0.2895          Pr(T > t) = 0.8553

. ttest var20 == 0

One-sample t test
------------------------------------------------------------------------------
Variable |     Obs        Mean    Std. Err.   Std. Dev.   [95% Conf. Interval]
---------+--------------------------------------------------------------------
   var20 |      65   -.0029237    .0020238    .0163167   -.0069668    .0011194
------------------------------------------------------------------------------
    mean = mean(var20)                            t =  -1.4446
Ho: mean = 0                     degrees of freedom =       64

    Ha: mean < 0                 Ha: mean != 0                 Ha: mean > 0
 Pr(T < t) = 0.0767         Pr(|T| > |t|) = 0.1534          Pr(T > t) = 0.9233

. ttest var21 == 0

One-sample t test
------------------------------------------------------------------------------
Variable |     Obs        Mean    Std. Err.   Std. Dev.   [95% Conf. Interval]
---------+--------------------------------------------------------------------
   var21 |      65   -.0025256    .0015156    .0122195   -.0055534    .0005022
------------------------------------------------------------------------------
    mean = mean(var21)                            t =  -1.6664
Ho: mean = 0                     degrees of freedom =       64

    Ha: mean < 0                 Ha: mean != 0                 Ha: mean > 0
 Pr(T < t) = 0.0503         Pr(|T| > |t|) = 0.1005          Pr(T > t) = 0.9497
```

من اعداد الباحث مخرجات البرنامج STATA/12