

كفاءة السوق شبه القوية Semistrong-form EMH: دراسة حدث الإعلان عن التوزيعات في سوق الأسهم السعودي

دكتور/ سعيد عبد العال الإمام (*)

ملخص الدراسة

تتناول هذه الدراسة اختبار فرض كفاءة السوق شبه القوية EMH Semistrong-form من خلال دراسة تأثير حدث الإعلان عن التوزيعات على عائد السهم في سوق الأسهم السعودي خلال الفترة ٢٠٠٢ - ٢٠٠٦. قمنا بتقسيم أحداث الإعلان عن التوزيعات التي بلغت ٢٠٧ حدثاً إلى ثلاث مجموعات: الأولى تضم ٨٦ حدث إعلان عن زيادة التوزيعات (أخبار سارة good news)، والثانية تضم ٦١ حدث إعلان عن عدم تغير التوزيعات (لا أخبار no news)، والثالثة تضم ٦٠ حدث إعلان عن نقص التوزيعات (أخبار سيئة bad news). وقد استخدمنا تحليل ثنائي النافذة tow-window analysis عند اختبار تأثير حدث الإعلان عن التوزيعات على عائد السهم تحسباً لتسرب معلومات الحدث إلى فترة ما قبل أو بعد تاريخ الحدث، وقمنا بتقدير معاملات نموذج الانحدار باستخدام نموذج السوق المعياري standard market model واستخدامنا t-test في اختبار فروض الدراسة. ومع أن النتائج تدل على صحة فروض العدم التي اختبرتها الدراسة، لكننا لا نرى في ذلك دليلاً على كفاءة السوق وأن أسعار الأسهم قد عكست المعلومات التاريخية والمعلومات العامة التي أتاحت للسوق خلال فترة الدراسة. إذ لم يلتفت المستثمرون وهم يبحثون عن الأرباح إلى التوزيعات مطلقاً بسبب تفاهتها بجانب الأرباح الرأسمالية التي كان يحققها السوق إبان فترة (قصيرة) اتسم فيها بخاصية المضاربة المجنونة، وبالتالي فلا صحة لفرض كفاءة السوق شبه القوية في سوق الأسهم السعودي.

(١) مقدمة

يعرف سوق رأس المال الكفاء **efficient capital market** بأنه السوق الذي تعكس فيه الأسعار كافة المعلومات المتاحة **available information** عن الأصول المالية التي يتم تداولها في هذا السوق. ويقتضي فرض السوق الكفاء **Efficient Market Hypothesis (EMH)** أن تكون أسعار الأسهم في حالة توازن **equilibrium** وأن لا يمكن لأي مستثمر أن يحقق عوائد زائدة **excess returns** (عوائد غير عادية **abnormal returns**) عن عوائد السوق. غير أنه لا يمكن أن تكون كافة الأسواق كفاءة^(*) لكل المستثمرين **efficient to all investors**، وبالتالي فإنه توجد أسواق كفاءة لبعض المستثمرين، المستثمر المتوسط، وغير كفاءة لمستثمرين آخرين **inefficient to other investors**. وفي سياق ما تعكسه أسعار السوق مما يتاح للعامة من معلومات عن الأسهم قدم **Fama (1970)** نظرية السوق الكفاء **efficient market theory** في شكل نموذج المباراة العادلة **fair game model**، حيث عرض ما أسماها فروض السوق الكفاء **(EMH) efficient market hypotheses** وصنف الأسواق إلى ثلاثة أنواع وفقاً للكفاءة.

فرض السوق الضعيف **weak-form EMH**. ويعني هذا الفرض أن السوق يكون ضعيف الكفاءة عندما تعكس فيه أسعار الأسهم الحالية المعلومات التاريخية (الماضية) فقط **past information** التي يتيحها سوق الأوراق المالية، مثل الأسعار ومعدلات العائد وأحجام التعامل التاريخية.

فرض السوق شبه القوي **semistrong-form EMH**. ويعني هذا الفرض أن السوق يكون شبه قوي الكفاءة عندما تعكس فيه أسعار الأسهم الحالية المعلومات التاريخية (الماضية) عن سوق الأوراق المالية بالإضافة إلى

(*) (الكفاءة في اللغة: كفافه على الشيء: جازاه، والمصدر: الكفاءة، والكفاءة والكفاءة: فسي النخل: حمل سنتها، وفي الأرض: زراعة سنة، واستكفأت فلاناً نخله: إذا سألته ثمرها سنة، واستكفأت فلاناً إبسه سنة فأكفأتها أي أعطاني لبنها ووبرها وأولادها. راجع: ابن منظور، لسان العرب، مادة: كفا).

المعلومات التي يتم الإعلان عنها للجمهور public information والتي تعرف بالمعلومات غير السوقية nonmarket information، من قبيل الإعلان عن المكاسب والتوزيعات وتجزئة الأسهم والأخبار الاقتصادية والسياسية، Reilly and Brown (2000).

فرض السوق القوي strong-form EMH. ويعني هذا الفرض أن السوق يكون قوي الكفاءة عندما تعكس فيه أسعار الأسهم الحالية المعلومات التاريخية (الماضية) عن سوق الأوراق المالية والمعلومات التي يتم الإعلان عنها للجمهور بالإضافة إلى المعلومات الخاصة private information. ويحصل المستثمر على هذه المعلومات الخاصة عن طريق المحللين analysts وهي، كما يقول Rao (1992)، غير معلومات المديرين والعاملين بالشركة insider information التي تعتبر معلومات غير شرعية illegal information يعاقب عليها القانون.

وبالتالي فإن كفاءة السوق تتوقف على المعلومات التي تدخل في سعر السهم وتكون كما يلي:

- السوق الضعيف الكفاءة: المعلومات التاريخية.
- السوق شبه القوي الكفاءة: المعلومات التاريخية، والمعلومات العامة.
- السوق القوي الكفاءة: المعلومات التاريخية، والمعلومات العامة، والمعلومات الخاصة.

وتهتم دراستنا هذه باختبارات فرض السوق شبه القوي الكفاءة semistrong-form EMH أو كما أطلق عليها Fama (1991) دراسات الحدث event studies.

I propose changes in title ... Instead of semi-strong-form tests of the adjustment of prices to public announcements; I use the now common title, event studies, p: 1577.

فما هو الحدث؟ وما هي دراسة الحدث؟

الحدث event هو أي أخبار عامة يمكن أن تؤثر على قيمة الشركة.

An event can be any news that is public and that can affect a firm, Rao (1992), p: 102.

الحدث هو حزمة من المعلومات تدخل في أسعار السهم في نقطة زمنية معينة.
... we define an event as a point in time where a lot of information is incorporated into stock prices, Bhattacharya, Daouk, Jorgenson, and Kehr (1998), p: 3.

وهذه المعلومات قد تكون على المستوى الكلي macro-economic announcements مثل الإعلان عن خفض الضرائب، وقد تكون على مستوى المنشأة firm-specific مثل الإعلان عن المكاسب.

ودراسة الحدث event study هي أسلوب أو أداة تمكن الباحث من أن يخرج باستنتاجات عما إذا كان الحدث قد زاد أو خفض في ثروة حملة الأسهم العادية.

An event study is simply a technique or tool that enables one to draw conclusion about whether an event has increased or decreased the wealth of the equity holders, Rao (1992), p: 102.

ويقول Fama (1991) إن دراسات الحدث هي الآن جزء هام من التمويل، خاصة تمويل المنشأة. فحتى عام ١٩٧٠ كانت هناك أدلة قليلة عن القضايا الرئيسية في تمويل المنشأة، أما الآن، والكلام لـ Fama، فنحن مغمورون بالنتائج overwhelmed with results التي أتى معظمها من دراسات الحدث. حيث تمكن هذه الدراسات من التعرف على رد فعل أسعار السهم تجاه قرارات الاستثمار وقرارات التمويل والتغيرات التي تطرأ للسيطرة على المنشأة.

دراسات الحدث: لمحة تاريخية. تشير دراسة شيقة قام بها Kothari and Warner (2004) إلى أن الدوريات العلمية الرائدة في التمويل قد نشرت ٥٦٥ بحثاً في دراسات الحدث خلال الفترة ١٩٧٤-٢٠٠٠ وذلك كما يلي:

- Journal of Finance نشرت ٢١٢ بحثاً في دراسات الحدث.
- Journal of Financial Economics نشرت ٢٠٧ بحثاً في دراسات الحدث.
- Journal of Financial and Quantitative Analysis نشرت ٨٢ بحثاً في دراسات الحدث.
- Journal of Business نشرت ٤٤ بحثاً في دراسات الحدث.

▪ **Review of Financial Studies** نشرت ٢٠ بحثاً في دراسات الحدث. ويقول MacKinlay (1997) إن لدراسات الحدث تاريخاً طويلاً، حيث تعود أول دراسة منشورة إلى صاحبها Dolley (1933) والتي اختبر فيها تأثير تجزئة الأسهم على أسعارها. وخلال العقود من الثلاثينات في القرن الماضي 1930s حتى مشارف نهاية الستينات منه 1960s زاد الجدل والنقاش حول دراسات الحدث. ومن أمثلة دراسات الحدث التي أجريت في تلك الفترة دراسة Myers and Bakay (1948) عن تأثير تجزئة الأسهم على أسعار السوق، ودراسات Barker (1956, 1957, 1958) عن تجزئة الأسهم، وتجزئة الأسهم في سوق الصعود، وتوزيعات الأسهم. وفي نهاية الستينات 1960s ظهرت بشائر الدراسات التي وضعت أسس منهج البحث في دراسات الحدث. من هذه الدراسات، دراسة Ball and Brown (1968)، ودراسة الرباعي Fama, Fisher, Jensen, and Roll (FFJR) (1969)، حيث قدمت هاتان الدراستان منهجاً للبحث في دراسات الحدث لا يزال يستخدم حتى يومنا هذا، ولذا فقد اشتهرتا بأنهما الدراستان الرائدتان في دراسات الحدث. وفي فترة لاحقة جاءت دراسات أخرى لتجري تعديلات على منهج دراسات الحدث ومن أهمها دراستا Brown and Warner (1980, 1985)، ومن بعدهما جاءت دراسات أخرى تطور في هذا المنهج ولا يزال التطوير مستمراً حتى يومنا هذا.

(٢) الدراسات السابقة

قام الرباعي Fama, Fisher, Jensen, and Roll (1969) بدراسة رائدة عن تأثير الحدث على أسعار الأسهم، حيث بحثوا في تأثير حدث الإعلان عن ٩٤٠ تجزئة للأسهم stock splits وتوزيعات الأسهم stock dividends على أسعار الأسهم في سوق نيويورك للأوراق المالية. هل تؤدي تجزئة الأسهم إلى زيادة أسعارها؟ أم أنها لا تؤثر عليها البتة؟ للإجابة على هذين السؤالين قامت الدراسة بتحليل ما أطلقت عليه الأخطاء المتبقية residual errors وهي عبارة

عن الانحراف عن خط السمة *characteristic line* الذي استخدمته الدراسة في تقييم عوائد الأسهم. وقد قسّم الباحثون عينة الدراسة إلى مجموعتين: الأولى قامت بتجزئة للأسهم وزادت في معدل التوزيعات، والثانية قامت بتجزئة للأسهم ولم تجر أي زيادة في معدل التوزيعات، وقاموا بحساب العوائد غير العادية لفترة ٣٠ شهراً قبل حدث تجزئة الأسهم ولفترة ٣٠ شهراً بعد التجزئة. وقد بينت نتائج الدراسة أن المجموعتين كلتاهما قد حققتا عوائد إيجابية غير عادية في فترة ما قبل التجزئة أو توزيعات الأسهم لكنهما لم تحققا عوائد غير عادية في فترة ما بعد التجزئة أو توزيعات الأسهم. واستدل أصحاب الدراسة من هذه النتائج على أن حدث التجزئة وحدث توزيعات الأسهم لا يؤديان إلى زيادة أسعار الأسهم، وبالتالي لن يحقق المستثمرون معهما أي أرباح غير عادية، لأن هذه الأسعار تستجيب بسرعة للمعلومات العامة (المعلومات المتاحة للجمهور)، مؤيدة بذلك فرض كفاءة السوق شبه القوية *semistrong EMH*.

وفي دراسة *Aharony and Swary (1980)* يقول الباحثان إن الهدف من دراستهم هو التحقق مما إذا كانت التغيرات في التوزيعات الربع سنوية *quarterly dividend changes* توفر معلومات بخلاف تلك التي سبق أن وفرتها أرقام المكاسب الربع سنوية *quarterly earnings numbers*. حيث تمثل المشكلة في أن أرقام التوزيعات الربع سنوية والمكاسب الربع سنوية عادة ما تنقل إلى الجمهور في الوقت نفسه تقريباً. وبالتالي فإن التعديلات التي في أسعار الأسهم قد تنتج من تداخل المعلومات *confounding of the information* التي تنقلها المكاسب والتوزيعات. ومن أجل عزل آثار التوزيعات الممكنة عن آثار المكاسب قام أصحاب الدراسة باختبار إعلانات التوزيعات الربع سنوية وإعلانات المكاسب الربع سنوية التي تنقل إلى الجمهور في تواريخ مختلفة عن بعضها البعض، وبالتالي تكون هناك إعلانات عن المكاسب الربع سنوية سابقة وأخرى لاحقة على إعلانات التوزيعات الربع سنوية وقد حددها الباحثان بـ ١١ يوماً على الأقل. تم تصنيف بيانات العينة تبعاً لاتجاه التغير في التوزيعات من ربع إلى آخر،

حيث شملت العينة ٢٦١٢ إعلاناً عن التوزيعات لاحقة على الإعلانات عن المكاسب الربع سنوية و٧٨٧ إعلاناً سابقة عليها. من بين هذه الإعلانات عن التوزيعات ٣٨٤ زيادة في التوزيعات و٤٧ نقصاً في التوزيعات و ٢٩٦٨ عدم تغير في التوزيعات. وخرجت الدراسة بالنتائج التالية:

▪ أن المساهمين في المنشآت التي لم تغير في توزيعاتها حققوا عوائد عادية في المتوسط خلال فترة الـ ٢٠ يوماً التي تحيط بتاريخ الإعلانات عن التوزيعات.
▪ أن المساهمين في المنشآت التي زادت في توزيعاتها حققوا عوائد غير عادية إيجابية في المتوسط خلال فترة الـ ٢٠ يوماً التي تحيط بتاريخ الإعلانات عن التوزيعات.

▪ أن المساهمين في المنشآت التي خفضت في توزيعاتها حققوا عوائد غير عادية سلبية في المتوسط خلال فترة الـ ٢٠ يوماً التي تحيط بتاريخ الإعلانات عن التوزيعات.

ويقول صاحبها الدراسة إن هذه النتائج تؤيد فرض المحتوى المعلوماتي للتوزيعات، أي أن التغيرات في التوزيعات النقدية الربع سنوية توفر معلومات عن التغيرات في تقييم الإدارة لآفاق الشركة في المستقبل. كما أن هذه النتائج تؤيد أيضاً فرض كفاءة السوق شبه القوية بأن السوق يقوم بتعديل الأسعار بطريقة كفاءة وفق ما يرد إليه من معلومات جديدة.

أما Brickley (1983) فقد قام بدراسة أنماط عوائد الأسهم والتوزيعات والمكاسب في محيط إجراء التوزيعات المصممة خصيصاً specially designated dividends (SDDs) والتي تنعتها الإدارة بالتوزيعات الإضافية extra أو الخاصة special أو نهاية العام year-end ومقارنتها بمثلتها التي تكون في محيط الزيادات العادية (غير المنعوتة) للتوزيعات.

This study examines common stock returns and dividends and earnings patterns surrounding «specially designated dividends» (SDDs) labeled by management as either «extra», «special» or «year-end» and compare them to those surrounding regular (unlabeled) dividend increases, p:188.

ويقول Brickley إن عدداً من الدراسات التطبيقية لا يرى غضاضة في تفسير بعض قرارات التمويل من قبل السوق على أنها إشارات signals عن آفاق الشركة في المستقبل. وبينما تتوافق هذه الدراسات مع فرضية إشارة المعلومات information signaling hypothesis إلا أنه لا يوجد دليل مباشر على أن الإدارة تقصد من وراء قراراتها المالية الإشارة إلى مستقبل الشركة. إن الزيادات العادية (غير المنعوتة) في التوزيعات regular (unlabeled) dividend increases والتوزيعات المصممة خصيصاً SDDs كلاهما قرارا توزيعات ويمثلان إنفاقاً نقدياً إلى مساهمين ذوى أوضاع ضريبية متماثلة. وبالتالي فإن الزيادات العادية في التوزيعات والتوزيعات المصممة خصيصاً تعطينا فرصة لمقارنة حدثين ماليين يختلفان ظاهرياً فقط في النعت أو اللقب label المختار من قبل الإدارة، وعلى ذلك فإن أي فرق في رد فعل السوق تجاه عملية نعت الزيادة في توزيعات الأرباح labeling of a dividend increase من المفترض أن يعود إلى الفرق في الإشارة أو الرسالة message التي تريد الإدارة أن تنقلها عن طريق النعت. فالأدلة على وجود فروق بين ردود أفعال السوق تدعم فكرة أن الإدارة تدرك بوعي ما تتضمنه الإشارة في القرارات المالية (على الأقل بالنسبة للزيادة في التوزيعات).

ويذكر Brickley أنه يوجد في كل عام ما يقرب من ٢٠٠٠ إلى ٤٠٠٠ حدث زيادة في التوزيعات الربع سنوية في المنشآت الأمريكية، وأن ما يقرب من ١٠٠٠ من هذه الزيادات تلقبه الإدارة بنعوت خاصة special labels، وأن النعت الأكثر تكراراً هو كلمة إضافية extra والتي استخدمت حوالي ٨٠٪ من المرات، يليها كلمة خاصة special والتي استخدمت حوالي ١٤٪ من المرات. وأحياناً تنعت الإدارة الزيادة بـ نهاية العام year-end واستخدمت حوالي ٦٪ من المرات. وتقوم بعض الشركات بتكرار هذه التوزيعات المصممة خصيصاً في الربع نفسه كل عام تقريباً مثل شركة DuPont وشركة Eastman Kodak. وفي المقابل قد لا تتكرر هذه التوزيعات إلا كل حين، كما في شركة American Can التي أعلنت عن

توزيعات خاصة مرة واحدة خلال ١٥ عاماً في الفترة من ١٩٦٦ إلى ١٩٨٠. وقد جمعت دراسة Brickley كل هذه النعوت الثلاثة في تصنيف عام واحد أطلقت عليه التوزيعات المصممة خصيصاً (SDDs) specially designated dividends وركزت فيها على التوزيعات المصممة خصيصاً غير المتكررة infrequent SDDs، (والتي سنشير إليها لاحقاً بـ SDDs).

ويقول صاحب الدراسة إن دراسته تقدم دليلاً عملياً يرتبط بثلاثة أسئلة رئيسية عن الزيادة في التوزيعات المنعوتة، وهي: هل التوزيعات المصممة خصيصاً SDDs تنقل معلومات؟ وهل التوزيعات المصممة خصيصاً SDDs هي مجرد زيادات مؤقتة في التوزيعات أم أنها تتضمن معلومات إضافية عن التوزيعات والمكاسب في المستقبل؟ وهل تختلف المعلومات المنقولة عن طريق التوزيعات المصممة خصيصاً SDDs عن تلك المنقولة عن طريق الزيادة العادية في التوزيعات؟ استخدمت الدراسة ثلاث عينات من الأسهم المسجلة في بورصة نيويورك والبورصة الأمريكية خلال الفترة ١٩٦٩ - ١٩٧٩: عينة SDDs وتتكون من ١٦٥ SDDs وعينة رقابة من المنشآت التي تجري زيادات منتظمة في التوزيعات وتتكون من ١٠٠ منشأة وعينة رقابة من المنشآت التي لم تعلن عن تغيير في التوزيعات، وتتكون من ١٠٠ منشأة. كما استخدمت دراسة الحدث event study للتعرف على ردود أفعال السوق تجاه SDDs بالتطبيق على عوائد الأسهم اليومية لفترة ١٢١ يوم تعامل 121 trading days مركزها هو تاريخ الإعلان عن الـ SDDs (وهو اليوم ٠). وقد خرجت الدراسة بالنتائج التالية:

- بدراسة عوائد الأسهم التي تحيط بالإعلان عن الـ SDDs ومقارنتها بالعوائد التي تحيط بالزيادة العادية في التوزيعات بينت النتائج وجود عوائد إيجابية غير عادية abnormal positive returns حول الإعلان عن الـ SDDs وهو ما يتوافق مع فرضية أن التوزيعات المصممة خصيصاً SDDs تنقل معلومات إيجابية إلى السوق. فعوائد الأسهم حول الإعلان عن التوزيعات المصممة خصيصاً SDDs (المنعوتة) والزيادات في التوزيعات المنتظمة (غير المنعوتة)

تؤيد فكرة أن الإدارة تستخدم زيادات التوزيعات المنعوتة لنقل معلومات إلى السوق عن التوزيعات والمكاسب في المستقبل. فكل من الـ SDDs والزيادات العادية في التوزيعات ينقل معلومات إيجابية إلى السوق، غير أن الزيادات العادية في التوزيعات تنقل رسالة أكثر إيجابية من الـ SDDs. وبمقارنة حجم رد فعل السوق (أي عوائد الأسهم) تجاه حجم الـ SDD بينت النتائج أن الـ SDD تنقل معلومات أكبر من تلك التي تنقلها التوزيعات الفورية المرتفعة، أي أن الـ SDD تمثل أكثر من مجرد زيادة مؤقتة في التوزيعات والمكاسب.

The size of the SDD compared to the magnitude of the announcement period common stock return indicates that SDDs convey information beyond that relating to the immediate higher dividend, p: 189.

■ بدراسة التوزيعات في العام الذي يلي الإعلان عن الـ SDDs ومقارنتها بكل من التوزيعات التي تلي قرارات عدم تغيير التوزيعات وجد أن التوزيعات التي تلي الـ SDDs تكون فوق المتوسط *above average* إذا ما قورنت بمثيلتها في المنشآت التي لم تغير التوزيعات. وبمقارنة التوزيعات التي تلي الـ SDDs بمثيلتها التي تلي الزيادات العادية في التوزيعات، فإنه توافقاً مع قاعدة ردود الأفعال التفاضلية (المختلفة) للسوق تجاه الـ SDDs والزيادات العادية في التوزيعات وجد أن التوزيعات التي تلي الإعلان عن الزيادات العادية في التوزيعات تكون أكبر من تلك التي تلي الإعلان عن الـ SDDs.

■ بدراسة أنماط المكاسب *earnings patterns* التي تحيط بالإعلان عن الـ SDDs ومقارنتها بالمكاسب التي تحيط بالزيادة العادية في التوزيعات بينت النتائج أنه يتم الإعلان عن الـ SDDs والزيادة العادية في التوزيعات من قبل منشآت تحقق مكاسب جيدة في العام السابق على الإعلان كما أنه لا توجد فروق معنوية في أداء مكاسب العام السابق بين المنشآت التي تعلن عن الـ SDDs والتي تعلن عن زيادات عادية في التوزيعات. وتوافقاً مع فكرة الإشارة فقد بينت النتائج أن مجموعة المنشآت التي تجري زيادات عادية في

التوزيعات تحقق تغيراً إيجابياً في مكاسب السهم أكبر من مجموعة منشآت الـ SDDs في العام الذي يلي الإعلان عن الزيادة في التوزيعات. وفي دراسة Eddy and Seifert (1988)، التي جاءت للبحث عن العلاقة بين حجم المنشأة ورد فعل سعر السهم تجاه الإعلان عن توزيعات الأرباح، يقول الباحثان إن اتجاه المنشآت الصغيرة نحو تحقيق عوائد أوراق مالية معدلة وفق المخاطر risk-adjusted security returns أكبر منها في المنشآت الكبيرة يعرف بأثر الحجم الصغير small firm effect. ويتساءل الباحثان عما إذا كان توفر المعلومات هو السبب الذي يقف وراء أثر الحجم الصغير؟ ويستشهدا في ذلك بدراسة Klein and Bawa (1977) التي تقول إن المستثمرين في المنشآت التي تتوفر عنها معلومات قليلة للجمهور يطلبون بدلاً premium يعوضهم عن مخاطر التقدير estimation risk. ويستشهدا أيضاً بدراسة Zeghal (1983) التطبيقية التي تمخضت نتائجها عن وجود علاقة سلبية بين حجم المنشأة وتوفر المعلومات، فقد بين Zeghal أن محتوى معلومات القوائم المالية information content of financial statements في المنشآت الصغيرة يكون أكبر منه في المنشآت الكبيرة. وعلى هذا الأساس يقول Eddy and Seifert بالمثل، ربما يكون محتوى معلومات التغير في التوزيعات أكبر في المنشآت الصغيرة.

Similarly, the information content of a dividend change may be greater for small firms, p: 295.

وقام صاحبها الدراسة باستخدام القيمة السوقية للأسهم كمقياس لحجم المنشأة، وأخذاً بيانات أسعار الأسهم وتواريخ الإعلان عن التوزيعات dividend announcement dates من الملف اليومي الذي يوفره مركز بحوث أسعار الأوراق المالية في جامعة شيكاغو CRSP، وحصولاً على بيانات الإعلانات عن المكاسب التي تصاحب الزيادة في التوزيعات من مؤشر مجلة وول ستريت Wall Street Journal Index، خلال الفترة من يناير ١٩٨٣ إلى ديسمبر ١٩٨٥. وقد استخدمت الدراسة التوزيعات التي تبلغ نسبة الزيادة فيها ٢٠٪ فأكثر للتأكد من أن المستثمرين سيدركون حدوث تغير كبير في التوزيعات،

وهو ما قد يختلف عما لو لم تتغير التوزيعات أو إذا تغيرت بنسبة صغيرة، وقد نتج عن تطبيق هذا المعيار اختيار عينة تتكون من ٢٧٦ مشاهدة.

وفيما يتعلق بمنهج البحث يقول صاحبها الدراسة إن الإجراء المستخدم لتقدير رد فعل سعر السهم تجاه الإعلان عن التغير في توزيعات الأرباح هو أسلوب متوسط العائد المعدل *mean adjusted return*. حيث يقوم هذا الأسلوب بمقارنة متوسط العائد القياسي للسهم حول الحدث *around the event* (الحدث هنا هو: الإعلان عن توزيعات الأرباح) بمتوسط العائد القياسي للسهم نفسه خلال فترة مقارنة. وحيث إنه ليس جلياً ما إذا كان المساهمون يعلمون عن التغير في التوزيعات قبل إغلاق السوق في يوم الإعلان، فقد تم استخدام عائد قياسي ليومين *two-day standardized return* (يوم الإعلان واليوم الذي يليه) لتقدير أثر الإعلان *the announcement effect* ثم مقارنة العائد القياسي لليومين بمتوسط العائد القياسي ليومين آخرين في فترة مقارنة قدرها خمسون يوماً تبدأ مع بداية ستين يوم تعامل *sixty trading days* قبل الإعلان عن الزيادة في توزيعات الأرباح وتنتهي قبل الإعلان بعشرة أيام. ولن تتأثر فترة المقارنة بالإعلان السابق عن التوزيعات العادية للأرباح لأن الإعلان يقع تقريباً قبل أسبوع من بداية فترة المقارنة. وقد استخدمت الدراسة اختبار *t-test* وتحليل التباين في دراسة العلاقة بين حجم المنشأة ورد فعل سعر السهم تجاه الإعلان عن التوزيعات. وقسمت الشركات محل الدراسة إلى مجموعتين: تتكون المجموعة الأولى من ١٣٨ شركة صغيرة بينما تتكون المجموعة الثانية من ١٣٨ شركة كبيرة. تراوحت القيمة السوقية لأسهم المجموعة الأولى من ١٢ مليون دولار إلى ٢٧٤ مليون دولار بمتوسط ١٠٦ مليون دولار، في حين تراوحت القيمة السوقية لأسهم المجموعة الثانية من ٢٨٢ مليون دولار إلى ٢,٥ مليار دولار بمتوسط ١,٨ مليار دولار. وبإجراء عملية تحليل البيانات أشارت النتائج إلى وجود علاقة معنوية بين حجم المنشأة ورد فعل سعر السهم، حيث تحقق المنشآت الصغيرة

عوائد غير عادية أكبر من المنشآت الكبيرة نتيجة الإعلان عن إجراء زيادة كبيرة في توزيعات الأرباح.

وجاءت دراسة Venkatesh (1989) لتبحث في الإشارة التي ترسلها توزيعات الأرباح إلى المستثمرين dividend signaling، ولتجيب على السؤال: هل الإعلان عن التوزيعات والمكاسب بديلان أم مكملان لبعضهما فيما ينقلانه من معلومات إلى المستثمرين؟ ويقول الباحث إن المستثمرين يعتمدون بشكل تام على أرقام المكاسب في تقدير التدفقات النقدية في المستقبل، ولكن بعد إدخال التوزيعات يمكن للمستثمرين أن يستخدموا أرقام التوزيعات بالإضافة إلى أرقام المكاسب في تقدير تلك التدفقات. وعلى هذا الأساس جاء الفرض الرئيسي في دراسته كما يلي: إن متوسط محتوى معلومات الإعلان عن المكاسب في فترة ما قبل التوزيعات يكون أكبر منه في فترة ما بعد التوزيعات. وبالإضافة إلى اختبار هذا الفرض فقد قام الباحث بدراسة ما إذا كان لبدء التوزيعات أثر على خصائص العوائد اليومية للأسهم، وما إذا كان للتغير في محتوى معلومات الإعلان عن المكاسب علاقة بالعوامل الخاصة بالمنشأة firm-specific factors.

اختارت الدراسة عينة من المنشآت الأمريكية التي بدأت توزيعاتها الربع سنوية خلال الفترة ١٩٧٢-١٩٨٣ وقامت بحساب ثلاثة ردود أفعال لسعر السهم تجاه الإعلان عن المكاسب في كل منشأة، وهي: متوسط رد فعل سعر السهم في فترة ما قبل التوزيعات، ومتوسط رد فعل سعر السهم تجاه المكاسب التي تسبق التوزيعات في فترة ما بعد التوزيعات، ومتوسط رد فعل سعر السهم تجاه المكاسب التي تلي التوزيعات في فترة ما بعد التوزيعات. حيث يقاس التغير في محتوى معلومات المكاسب في كل منشأة بحساب الفرق بين متوسط رد فعل سعر السهم في فترة ما قبل التوزيعات وكل من متوسطي ردي فعل سعر السهم في فترة ما بعد التوزيعات - تحسب منفصلة - وهذه يطلق عليها «الفروق المقارنة». ثم أجرت الدراسة تحليلاً مقطعياً (بين المنشآت) لتوزيعات distributions متوسطات ردود أفعال سعر السهم وللفروق المقارنة، واستخدمت في التحليل ما يعرف بالتحليل

ثنائي النافذة *tow-window analysis* (يشمل هذا التحليل فترة ما قبل التوزيعات وفترة ما بعد التوزيعات)، والتحليل رباعي النافذة *four-window analysis* (يشمل هذا التحليل الفترة الفرعية Ia قبل التوزيعات والفترة الفرعية Ib قبل التوزيعات أيضاً والفترة الفرعية IIa بعد التوزيعات والفترة الفرعية IIb بعد التوزيعات أيضاً). وخرجت الدراسة بالنتائج التالية:

- وجدت الدراسة أن محتوى معلومات الإعلان عن المكاسب يقل بعد إجراء التوزيعات النقدية الربع السنوية، سواء كان الإعلان عن المكاسب يسبق أو يلي الإعلان عن التوزيعات. وتتفق هذه النتيجة مع مقولة إن التوزيعات والمكاسب هما بديلان جزئياً. وليس كلياً. للمعلومات.
- وجدت الدراسة أن التقلب في العوائد اليومية للأسهم يقل في فترة ما بعد التوزيعات. ويأتي أغلب هذا الانخفاض في تقلب العوائد الخام الكلية (وهي العوائد غير المعدلة حسب المخاطر أو المتوسطات) من الانخفاض في تقلب العوامل الخاصة بالمنشأة. ويقول الباحث إن التفسير الممكن لهذه النتيجة هو أن المستثمرين في فترة ما بعد التوزيعات يعطون وزناً أقل لتلميحات المعلومات (بخلاف التوزيعات والمكاسب) منه في فترة ما قبل التوزيعات.

Most of the decrease in the volatility of total (raw) returns stems from a decrease in the firm-specific volatility. A possible explanation for this result is that in the postdividend period investors give less weight to information cues (other than dividends and earnings) than they do in the predividend period, p: 196.

وللتعرف على ما إذا كان التغير في محتوى معلومات المكاسب والتغير في تقلب العوائد يرتبطان بالعوامل الخاصة بالمنشأة قامت الدراسة باختبار العلاقة بين التغير في محتوى معلومات الإعلان عن المكاسب وكل من القيمة السوقية للملكية، وعدد السنوات المنقضية بين بداية التسجيل في البورصة وبداية إجراء التوزيعات، واسم البورصة *exchange listing*. لكن الدراسة لم تجد علاقة خطية بين كل من التغير في محتوى معلومات المكاسب وقيمة الملكية وعدد السنوات المنقضية، غير أنها وجدت أن الانخفاض في محتوى معلومات المكاسب في منشآت بورصة

نيويورك NYSE أكبر إلى حد ما منه في منشآت البورصة الأمريكية AMEX. وهذا يوحي بأن الدور المعلوماتي للتوزيعات ربما يكون أكبر أهمية في منشآت بورصة نيويورك. كما وجدت الدراسة أيضاً دليلاً ضعيفاً على أن انخفاض التقلب في العوائد يكون أكبر في منشآت بورصة نيويورك. وفي نهاية بحثه يقول Venkatesh إن الأدلة في هذه الدراسة توحي بأن بدء التوزيعات dividend initiation هو حدث اقتصادي هام يؤدي إلى آثار واضحة على خصائص سلوك سعر السهم.

In summery, the evidence in this article suggests that the initiation of dividends is an important economic event that results in visible impact on the characteristics of stock price behavior, p: 196.

أما دراسة Firth (1996) فقد أتت لتبحث فيما إذا كانت المعلومات المسربة عن طريق الإعلان عن التغير في التوزيعات تؤثر علي التقييم والتنبؤ بمكاسب المنشآت الأخرى العاملة في الصناعة نفسها *other companies in the same industry* مثل ما هو التأثير الواقع على المنشأة المعلنه *as the announcer*. ذلك أن البحوث التي قامت بدراسة التقدير الاستقرائي (أو الإشارة) للمعلومات الخاصة بالمنشأة *extrapolation (or signaling) of firm-specific information* في علاقتها بالمنشآت الأخرى، وهو ما يسمى بظاهرة نقل المعلومات أو آثار العدوى *information transfers or contagion effects* لم تقم بدراسة مسألة الإعلان عن التوزيعات. استخدمت الدراسة منهجاً للبحث يقوم بحساب العوائد غير العادية للمنشآت التي تعلن عن توزيعات غير متوقعة *unexpected dividends* وحساب العوائد غير العادية للمنشآت الأخرى التي تقع في الصناعة نفسها. ولما كانت التوزيعات تتم علي أساس ربع سنوي في تلك المنشآت فقد استخدمت الدراسة أربعة نماذج لقياس التوزيعات الربع سنوية المتوقعة في تلك المنشآت. اختيرت عينة حجمها ٦٤٩ مشاهدة وفق سبعة معايير حددتها الدراسة، منها ٥٤٣ مشاهدة حققت زيادة في التوزيعات و ١٠٦ مشاهدة حققت انخفاضاً في

التوزيعات خلال الفترة ١٩٨٠-١٩٩١. وكانت المحاور الأساسية للدراسة ونتائجها علي النحو التالي :

المحور الأول: رد فعل السوق تجاه المنشآت المعلنة market reaction of announcers

تشير نتائج الدراسة إلى وجود رد فعل من جانب السوق، وبالتحديد من جانب المنشآت التي تماثل المنشأة المعلنة عن التوزيعات، حيث كان رد الفعل إيجابياً تجاه الزيادة في التوزيعات بينما كان رد الفعل سلبياً تجاه الانخفاض في التوزيعات. وتشير النتائج أيضاً إلى أن رد فعل السوق كان أكبر قوة تجاه الانخفاض في التوزيعات منه تجاه الزيادة في التوزيعات، حيث بلغ معامل الارتباط بين العوائد غير العادية في اليومين - ١، ٠، ومقدار التغير في التوزيعات ٠,٢٩ بالنسبة للزيادة في التوزيعات، و٠,٣٢ بالنسبة للانخفاض في التوزيعات.

المحور الثاني: العوائد غير العادية في منشآت الصناعة التي لم تعلن عن توزيعات abnormal returns to same industry nonreporters

بينت الدراسة أن المنشآت التي لم تعلن عن توزيعات تتأثر بما تعلنه منشأة أخرى تقع معها في الصناعة من توزيعات غير متوقعة، فيما يطلق عليه أثر نقل المعلومات أو أثر العدوى contagion effect. وتشير النتائج إلى وجود ردود أفعال معنوية في اليومين - ٠,١ لأخبار الزيادة أو النقص في التوزيعات من جانب المنشآت المعلنة. وتدلل هذه الردود على وجود نقل للمعلومات الإيجابية، حيث تكون إشارات العوائد غير العادية في المنشآت التي لم تعلن عن توزيعات في نفس اتجاه إشارات العوائد غير العادية في المنشآت المعلنة عن تغير في التوزيعات، لكن مقدار العوائد غير العادية في المنشآت التي تقع في الصناعة ولم تعلن عن توزيعات يصير أقل من العوائد غير العادية في المنشآت المعلنة عن توزيعات.

المحور الثالث: نقل معلومات مفاجأة التوزيعات dividend surprise information transfer

يقول صاحب الدراسة إنه من المحتمل أن تكون درجة نقل المعلومات دالة في مقدار المفاجأة المحتواة في الإعلان عن تغير في التوزيعات.

The degree of information transfer is likely a function of the magnitude of the surprise contained in the dividend change announcement, p: 200.

وقد بينت الدراسة صحة هذه الفرضية بالنسبة للمنشآت المعلنة عن إجراء توزيعات والمنشآت غير المعلنة التي تقع معها في الصناعة. إذ تشير النتائج إلى أن مقدار نقل المعلومات يعتمد علي المفاجأة في التوزيعات، حيث تمثل التوزيعات الأعلى «مفاجأة أكبر» من تلك المحتواة في التوزيعات الأقل. وقام الباحث بدراسة هذه الفرضية على كل من الزيادة والنقص في التوزيعات وكانت النتائج كما يلي:

- بالنسبة للمنشآت المعلنة عن إجراء زيادة في التوزيعات dividend increase companies بينت الدراسة وجود علاقة بين مقدار التغير في التوزيعات (مفاجأة التوزيعات) والعوائد غير العادية التي تحققها المنشآت غير المعلنة العاملة معها في الصناعة، وقد بلغ معامل ارتباط رتب سبيرمان بينهما ٠.٨٨.
- بالنسبة للمنشآت المعلنة عن إجراء نقص في التوزيعات dividend decrease companies بينت الدراسة وجود علاقة بين مقدار التغير في التوزيعات (مفاجأة التوزيعات) والعوائد غير العادية التي تحققها المنشآت غير المعلنة العاملة معها في الصناعة، حيث بلغ معامل ارتباط رتب سبيرمان بينهما ٠.٨٣. وعلى الجملة فإن هذه النتائج تدل على أن مقدار نقل المعلومات يعتمد على مستوى مفاجأة التوزيعات الذي يقاس بالعوائد غير العادية للمنشآت المعلنة عن إجراء التوزيعات.

وجاءت دراسة Brook, Charlton, and Hendershott (١٩٩٨) بعنوان: هل تستخدم المنشآت توزيعات الأرباح للإشارة إلي ترقب حدوث زيادات كبيرة في التدفقات النقدية في المستقبل Do firms use dividend to signal large future cash flow increases? حيث عرّف أصحاب الدراسة التدفقات النقدية بأنها دخل التشغيل ناقص الفوائد والضرائب وتوزيعات الأسهم الممتازة، ومحشوا فيما يعرف بالتوزيعات بغرض الإشارة dividend signaling وهي أن تقوم

الإدارة بإجراء توزيعات للأرباح علي المساهمين بهدف إرسال معلومات (أو إشارة) إلى المستثمرين بأن مكاسب الشركة المتوقعة في المستقبل ستكون مكاسب كبيرة، الأمر الذي يجعلهم يأخذون هذا العامل في الاعتبار عند تقييمهم لأسهم هذه الشركة واتخاذهم لقرار الاستثمار فيها.

اختار أصحاب الدراسة عينة من المنشآت الأمريكية التي حققت تدفقات نقدية مستقرة ومنتالية لمدة أربع سنوات ماضية وهي الأعوام ٣- و ٢- و ١- و ٠. ويقول أصحاب الدراسة إن التالي الزمني مهم لتقليل أثر التغيرات المتناثرة والمتزامنة في الربحية علي التوزيعات.

The stable history is crucial to minimizing the well-known effect of trailing and contemporaneous profitability changes on dividends, p: 48.

وقام أصحاب الدراسة بمقارنة ثلاث مجموعات فرعية من المنشآت ذات التدفقات النقدية المستقرة في الأعوام من - ٣ إلى ٠ تم اختيارها علي أساس التغيرات في التدفقات النقدية في الأعوام من ١ إلى ٤. وصنفوا المجموعات الفرعية الثلاث إلى مجموعة ذات زيادة دائمة في التدفقات النقدية permanent cash flow increase وعدددها ١٠١ منشأة، ومجموعة ذات زيادة مؤقتة في التدفقات النقدية temporary cash flow increase وعدددها ٤٥ منشأة، ومجموعة رقابة بلا زيادة في التدفقات النقدية no cash flow increase وعدددها ٣٤ منشأة. ويقول أصحاب الدراسة إنهم يدرسون قرارات توزيع الأرباح التي تتخذها المنشآت قبل أن تحدث قفزة أو صدمة في تدفقاتها النقدية cash flow jump or shock (حيث القفزة أو الصدمة عبارة عن تغير مفاجئ في التدفقات النقدية للمنشأة) وذلك لاكتشاف المدى الذي تستخدم فيه هذه المنشآت التوزيعات لإرسال إشارة بشأن التغيرات وشيكة الحدوث. وقد خرجوا بالنتائج التالية:

▪ أن المنشآت ذات الزيادات الدائمة في التدفقات النقدية تميل إلى زيادة التوزيعات قبل حدوث تغيرات فجائية في أرباحها profits jump. أيضاً تقوم هذه المنشآت قبل عام من زيادة التدفقات النقدية بزيادة التوزيعات بدرجة

أكبر منها في مجموعة منشآت الرقابة benchmark firms ومجموعة المنشآت ذات الزيادات المؤقتة في التدفقات النقدية.

- يرى المستثمرون أن التغيرات التي تجربها المنشآت في التوزيعات ما هي إلا إشارات signals عن ربحيتها في المستقبل. وذلك لأن المنشآت التي تمتلك تدفقات نقدية مرتفعة بصفة دائمة تحقق عوائد على السهم إيجابية جوهرية معدلة حسب السوق significantly positive market-adjusted stock returns في العام الذي يسبق حدوث تغيرات فجائية في التدفقات النقدية وفي مقابل ذلك تحقق المجموعتان الأخريان عوائد غير عادية غير جوهرية insignificant abnormal returns.
- عندما قامت الدراسة بتقسيم العينة ذات التدفقات النقدية المرتفعة بصفة دائمة إلى منشآت ذات زيادات كبيرة في التوزيعات ومنشآت بلا زيادات كبيرة في التوزيعات قبل وقوع صدمة التدفقات النقدية cash flow shock، اتسقت النتائج أيضا مع فكرة التوزيعات بغرض الإشارة. فالمنشآت التي تزيد توزيعاتها تحقق عوائد غير عادية قدرها ٢٨,١٪ في العام الذي يسبق حدوث تغيرات فجائية في التدفقات النقدية مقابل عوائد غير عادية قدرها ٩,٨٪ في المنشآت التي لا تزيد من توزيعاتها.
- عند مقارنة العائد علي السهم لفترة عامين، العام الذي يسبق الزيادة الكبيرة في التدفقات النقدية والعام الذي تحدث فيه هذه الزيادة، في المنشآت ذات الزيادات الكبيرة في التوزيعات والمنشآت التي بلا زيادات كبيرة في التوزيعات وذلك قبل وقوع قفزة التدفقات النقدية cash flow jump، وجد أن المنشآت التي تزيد التوزيعات تكسب نصف عوائدها غير العادية في العام الذي يسبق زيادة الأرباح بينما المنشآت التي لا تزيد في التوزيعات تكسب أغلب عوائدها غير العادية في العام الذي تقع فيه بالفعل قفزة التدفقات النقدية.
- بدراسة العلاقة المباشرة بين صدمات الدخل الإيجابية positive income

shocks وقرارات التوزيع وعوائد الأسهم أيدت النتائج الفرض الذي يقول إن التغيرات التي تجرى على التوزيعات تستخدم لإرسال إشارة ذات معلومات إيجابية عن مستويات التدفق النقدي الدائم في المستقبل على الرغم من أنه ليس كل ، أو حتى معظم ، قرارات التوزيعات تتخذ بغرض الإشارة إلى أرباح الشركة في المستقبل.

ويأخذنا Dyl and Weigand (1998) إلى دراستهما عن أثر توزيعات الأرباح على التغير في المخاطر التي تواجه المنشآت ، أي المحتوى المعلوماتي لتوزيع الأرباح. ويشير الباحثان إلى دراسة Venkatesh (1989) التي وجدت انخفاضاً في تقلب العوائد وردود أفعال السوق تجاه الإعلان عن مكاسب المنشآت التي تلي توزيعات الأرباح. حيث أرجع Venkatesh هذا الانخفاض في المخاطر إلى التركيز الكبير من قبل المستثمرين على محتوى المعلومات الكامن في سياسة توزيع أرباح المنشأة والتركيز الأقل على الأحداث المتعلقة بأخبار المنشأة، مثل الإعلان عن المكاسب، في فترة ما بعد التوزيعات post-dividend period. ويقدم الباحثان تفسيراً بديلاً للتغير في المخاطر الذي تحدثت عنه دراسة Venkatesh، ويقوم هذا التفسير البديل على أساس أن انخفاض المخاطر يحدث بسبب الأخبار القليلة (معلومات غير متوقعة) التي تصاحب مكاسب الشركة بعد إجراء التوزيعات. ويقول الباحثان إن قرار الإدارة بالبداية في توزيع الأرباح يمد السوق بأخبار جديدة عن المخاطر التي تحيق بالمنشأة، ويطلقون على هذه الظاهرة مسمى: فرض معلومات المخاطرة the risk-information hypothesis.

ويقول الفرض الرئيسي الذي تقوم عليه الدراسة إن البدء في توزيعات الأرباح ينقل معلومات إلى السوق عن انخفاض التقلب في مكاسب المنشأة. ولاختبار هذا الفرض اختار صاحبا الدراسة عينة من الشركات المسجلة في بورصة نيويورك والبورصة الأمريكية للأوراق المالية وفق عدد من الشروط وهي: أن تكون الشركة قد بدأت في توزيع الأرباح خلال الفترة من يناير 1972 حتى ديسمبر 1993 ، وألا تكون قد قامت بدفع توزيعات لفترة تسبق الإعلان عن بدء

التوزيعات بأربع سنوات علي الأقل ، وأن تتوفر بيانات عوائدها لمدة عام على الأقل قبل وبعد تاريخ الإعلان عن التوزيعات ، وأن تتاح بيانات مكاسبها لفترة ١٢ ربع سنة سابقة ولاحقة على الربع الذي تعلن فيه عن بدء التوزيعات. وفي ظل هذه الشروط تكونت عينة مكونة من ٢٤٠ منشأة.

ويفسر لنا صاحبنا الدراسة فرض معلومات المخاطرة the risk-information hypothesis فيقولان إنه يعني أن مخاطر المنشأة ستكون أقل بعد البدء في التوزيعات. وفي هذا الصدد فقد وجدت دراسة Bajaj and Vijh (١٩٩٠) أن المخاطر المنتظمة systematic risk تنخفض بعد أن تقوم المنشأة بزيادة توزيعات الأرباح ، بينما وجدت دراسة Venkatesh أن المخاطر غير المنتظمة unsystematic risk هي التي تنخفض بعد بدء التوزيعات في حين تبقى بيتا beta بدون تغيير. ويقول الباحثان إنهما قد بحثا في ما إذا كان يصاحب الإعلان عن توزيعات الأرباح تغيير في المخاطر المنتظمة وذلك بمقارنة بيتا في المنشأة قبل وبعد الإعلان ، فكان متوسط بيتا قبل الإعلان عن التوزيعات ١,٣٩٧ انخفضت إلى ١,٢١٨ بعد الإعلان. ولما كان هذا التغيير في بيتا معنوياً فإنه يعني أن الإعلان عن بدء التوزيعات يؤثر علي المخاطر المنتظمة ، وهو ما يغير نتائج دراسة Venkatesh التي سجلت انخفاضا في المخاطر غير المنتظمة فقط بعد بدء التوزيعات.

ولمعرفة ما إذا كان حجم المنشأة يؤثر علي رد فعل السوق تجاه الإعلان عن التوزيعات قام الباحثان بتقسيم عينة الدراسة إلى عينتين فرعيتين (منشآت صغيرة ومنشآت كبيرة) علي أساس وسيط رسملة السوق في عام الإعلان عن التوزيعات. بلغ حجم كل عينة منهما ١٢٠ منشأة وبلغ متوسط رسملة السوق في المنشآت الصغيرة أقل من ٣٦ مليون دولاراً وفي المنشآت الكبيرة أكبر من ٣٦ مليون دولاراً. وبإجراء الاختبار وجدت الدراسة تغيراً في المخاطر الكلية total risk لكلتا العينتين ، الصغيرة والكبيرة ، حيث انخفض تباين عوائد المنشآت الصغيرة (σ^2) variance بعد الإعلان عن التوزيعات بنسبة ١٢٪ مقابل ١٨٪ في

المنشآت الكبيرة، في حين انخفضت المخاطر المنتظمة (β) في المنشآت الصغيرة بعد الإعلان عن التوزيعات بنسبة ١٤.٦٪ مقابل ١٠٪ في المنشآت الكبيرة.

وفي دراسة Hsu, Wang, and Wu (١٩٩٨) قاموا بالتحري عن دور المعلومات التي تحتويها المكاسب في تحديد سياسة التوزيعات. ويقولون إن الدراسات التي تناولت سياسة التوزيعات استخدم بعضها أسلوب دراسة الحدث event-study methodology ووجد علاقة قوية بين التوزيعات والتغير في المكاسب، واستخدم البعض الآخر أسلوب تحليل انحدار السلاسل الزمنية-time series regression analysis ووجد علاقة ضعيفة بين التوزيعات والتغير في المكاسب. وفي رأيهم أن اعتماد الدراسات التي اتبعت أسلوب تحليل انحدار السلاسل الزمنية على أرقام المكاسب المحاسبية reported accounting earnings، وليس المكاسب الدائمة permanent earnings (وهي مجموع مستوى بداية المكاسب والتغيرات المتجمعة إليه) هو الذي نجم عنه النتائج المحيرة التي سجلتها الدراسات السابقة عن التوزيعات، وبالتالي يجب استخدام المكاسب الدائمة في التعرف على محتوى معلومات المكاسب ودورها في سياسات التوزيع. ولما كان استخدام سعر السهم في تقدير المكاسب الدائمة للشركة في المستقبل يتطلب عدداً من الافتراضات الصارمة التي يصعب توفرها (راجع هذه الافتراضات في مجتهم ص: S174)، فقد اقترح ثلاثتهم بديلاً لسعر السهم وهو تقدير المكاسب الدائمة مباشرة من البيانات المحاسبية، ومن ثم استخدامها في تفسير سلوك التوزيعات.

An alternative to the use of stock price as a permanent earnings proxy is to estimate a firm's permanent earnings directly from accounting data, and then employ it to explain dividend behavior, p:S174.

قام الباحثون باختيار عينة تتكون من ٤٢٩ شركة في عشر صناعات مختلفة استثنوا منها شركات المرافق العامة والمؤسسات المالية، وحصلوا على بياناتها الربع سنوية عن أسعار الأسهم والتوزيعات ومكاسب السهم خلال الفترة من الربع الأول عام ١٩٦٥ إلى الربع الأول عام ١٩٩٢. وقاموا بتقسيم المكاسب إلى

نوعين: مكاسب دائمة permanent earnings ومكاسب مؤقتة transitory earnings للتعرف على أثرهما على السلوك الديناميكي للتوزيعات. وقاسوا المكاسب الدائمة باستخدام مقياسين: الأول هو متغير المكاسب الدائمة التي تستخلص من المكاسب المحاسبية accounting earnings باستخدام نموذج random-level shift ARMA model والمقياس الثاني هو سعر السهم مضروباً في تكلفة رأس المال.

The first measure is the permanent earnings component estimated by a random-level shift ARMA model. The second measure is stock price times cost of capital, p: S190.

وقد خرجت الدراسة بالنتائج ما يلي:

- أن التغيرات في المكاسب الدائمة هي التي تحدث تغيرات في التوزيعات.
- عندما قسمت المكاسب المحاسبية إلى مكاسب دائمة ومكاسب مؤقتة وجد أن المكاسب الدائمة هي الأقرب ارتباطاً بالتوزيعات.
- أن النموذج الذي يقوم على تقديرات المكاسب الدائمة يكون أداءه أفضل من النموذج الذي يقوم على تقديرات أسعار الأسهم.

قام كل من Lipson, Maquieira, and Migginson (١٩٩٨) بدراسة الآثار الناجمة عن استهلال أو بدء المنشآت للتوزيعات لأول مرة dividend initiation، والذي يعرف بأنه أول توزيع نقدي منظم للأرباح تقوم به الشركة بعد أن تحولت إلى شركة ذات طرح عام. فقد بحثت الدراسة في ما إذا كان يصاحب بدء التوزيعات مفاجآت إيجابية تنشأ عن المكاسب اللاحقة لهذه التوزيعات favorable subsequent earnings surprises واستخدموا في ذلك منهج البحث الذي انتهجه DeAngelo, DeAngelo, and Skinner (١٩٩٦) في دراستهم عن تخفيض التوزيعات. طبقت الدراسة على ثلاث عينات من المنشآت الأمريكية التي تحولت حديثاً إلى الطرح العام newly public firms خلال الفترة ١٩٨٠-١٩٨٦. تتكون العينة الأولى من المنشآت التي بدأت التوزيعات initiating firms بعد أن تحولت إلى الطرح العام. وتتكون العينة

- الثانية من مجموعة من المنشآت التي لم تبدأ بعد أي توزيعات *noninitiating firms*، وقد أخذت من الصناعة نفسها بغرض المقارنة. بينما تتكون العينة الثالثة من مجموعة من المنشآت التي سبق أن دفعت توزيعات وتضاهي العينة الأولى في حجم الأصول، وقد أخذت أيضاً من الصناعة نفسها بغرض المقارنة، حيث أطلقت الدراسة علي هذه العينة: منشآت الحجم المقارن *size-matched firms*. استخدمت الدراسة عدة اختبارات لتحليل البيانات منها اختبار *t* واختبارات *Wilcoxon* اللامعلمية *Wilcoxon rank tests* وخرجت بالنتائج التالية:
- وجدت الدراسة دليلاً قوياً على أن مفاجآت المكاسب في المنشآت التي تحولت إلى الطرح العام وبدأت التوزيعات تكون أكثر إيجابية من مفاجآت المكاسب في المنشآت التي تحولت إلى الطرح العام في الوقت نفسه واختارت ألا تبدأ التوزيعات.
 - لا تختلف مفاجآت المكاسب في المنشآت التي بدأت التوزيعات عنها في عينة منشآت الحجم المقارن *size-matched firms* التي تقع معها في الصناعة، كما لا تختلف جوهرياً عن مفاجآت مكاسب متوسطات الصناعة *industry-average earnings surprises*.
 - على خلاف دراسة *DeAngelo, DeAngelo, and Skinner* (١٩٩٦) التي لم تجد فروقاً بين المنشآت التي تخفض التوزيعات وتلك التي لا تخفض التوزيعات، فقد قدمت هذه الدراسة أدلة على أن التوزيعات تقدم إشارة إيجابية عن آفاق المنشأة في المستقبل.
 - تتميز منشآت الصناعة التي تحولت في توقيت واحد إلى الطرح العام *go public* وبدأت التوزيعات بأنها أقدم وأكبر وأكثر ربحية من المنشآت التي لم تبدأ التوزيعات.
- وفي دراسة *Nissim and Ziv* (٢٠٠١) قاما ببحث العلاقة بين التغيير في التوزيعات وتغير المكاسب في المستقبل باستخدام مناهج بحث مختلفة لمعرفة ما إذا كانت التغييرات في التوزيعات تنقل معلومات جديدة عن الربحية في المستقبل.

طبقت الدراسة على المنشآت المسجلة في بورصة نيويورك والبورصة الأمريكية التي تستوفي معايير معينة (راجع هذه المعايير في بحثهم ص: 2113) منها أن تكون قد أعلنت عن التوزيعات بين بداية الربع الثاني من عام ١٩٦٣ ونهاية الربع الأول لعام ١٩٩٨ ، وألا تكون المنشأة مؤسسة مالية. تكونت العينة وفق تلك المعايير من ١٠٠٦٦٦ مشاهدة احتوت على ٨١١ انخفاضاً في التوزيعات و ١٣٢٢١ زيادة في التوزيعات و ٨٦٦٣٤ عدم حدوث تغير في التوزيعات. وعندما تم حساب البيانات على أساس سنوي تواجد لديهما ٣١٨٠٦ مشاهدة شملت ٦٩٧ انخفاضاً في التوزيعات و ١٢١٠٥ زيادة في التوزيعات و ١٩٠٠٤ عدم حدوث تغير في التوزيعات.

ويقول الباحثان إن أغلب الدراسات السابقة تفترض أن المكاسب تتبع حركة عشوائية مع انحراف ، وتقيس الربحية غير المتوقعة على أنها التغير الفعلي في المكاسب ناقص الانحراف المقدر ، ثم تقوم بدراسة العلاقة بين التغير في التوزيعات والمكاسب غير المتوقعة.

Most prior studies assume that earnings follow a random walk with drift, and measure unexpected profitability as the realized change in earnings minus the estimated drift. They then examine the association between dividend changes and unexpected earnings, p: 2111.

قام صاحباً الدراسة باستخدام منهج مشابه لما استخدمته الدراسات السابقة ووجدت نتائجها أنه لا توجد علاقة إيجابية بين التغيرات في التوزيعات والتغيرات في مكاسب المستقبل. ثم قام الباحثان بتعديل نموذج الانحدار لإدخال عاملين يتعلقان بتقدير المكاسب غير المتوقعة وهما: خطأ القياس omitted correlated measurement error والمتغيرات المهملة ذات العلاقة variables. ويقول الباحثان إنه بتعديل النموذج برهنت النتائج على أن التغير في التوزيعات يرتبط إيجابياً بالتغيرات في المكاسب في العامين التاليين للتغير في التوزيعات. قام الباحثان بعد ذلك بدراسة العلاقة بين التغير في التوزيعات ومستوى الربحية في المستقبل level of future profitability، يعني دراسة الأرباح في عام التغير في التوزيعات والأرباح المتوقعة بناء على المعلومات المتاحة

قبل حدوث التغير في التوزيعات. حيث يأخذ تحليل مستوى الأرباح في الاعتبار التفسيرات المباشرة للنتائج ويتجنب بعضاً من قضايا القياس التي تتواجد عند تحليل التغير *change analysis*. استخدمت الدراسة بديلين لقياس الأرباح هما: المكاسب والمكاسب غير العادية *earnings and abnormal earnings*. إذ تعرف المكاسب غير العادية بأنها الفرق بين المكاسب الكلية (الفعلية) والمكاسب العادية، بينما تعرف المكاسب العادية *normal earnings* بأنها العائد الذي يطلبه الملاك بناء على تكلفة وحجم رأس المال المستثمر.

ويقول صاحبها الدراسة إن كلاً من المكاسب العادية في المستقبل التي تنتج من احتجاز الأرباح في المستقبل وصافي الأرباح المصدر في المستقبل كلاهما غير ذي علاقة بالسعر الحالي. فلن يتم التأثير على السعر فإن معلومات المكاسب التي يتم نقلها عبر تغيرات التوزيعات يجب أن تكون عن المكاسب غير العادية في المستقبل وليس المكاسب العادية في المستقبل، ومن ثم تعتبر المكاسب غير العادية في المستقبل مقياساً بديلاً للربحية. وباستخدام كلا المقياسين، المكاسب والمكاسب غير العادية، في قياس الربحية، وجدت الدراسة أن زيادة التوزيعات يرتبط إيجابياً بالأرباح في كل من الأعوام الأربعة التالية للعام الذي أجريت فيه التوزيعات، ولكن النقص في التوزيعات لا يرتبط بالأرباح في المستقبل. ويضيف الباحثان بأن نتائج المكاسب غير العادية كانت أقوى بما يوحى بأنه عندما نأخذ في الاعتبار العائد المطلوب فإنه يعوض إلى حد كبير الخطأ في قياس المكاسب غير العادية. وعلى ذلك تكون هذه الدراسة قد أثبتت فرضية المحتوي المعلوماتي للتوزيعات. وعلى مسار العلاقة بين التوزيعات والمكاسب أيضاً يقول Koch and Sun (2004) إن التغيرات التي تحدث في توزيعات الأرباح تسبقها عادة تغيرات في المكاسب، وأن توزيعات الأرباح تنقل معلومات تساعد على معرفة مدى استمرار المكاسب السابقة في المستقبل. ذلك أن التغير في التوزيعات في نفس اتجاه التغير في المكاسب السابقة يتم تفسيره من قبل المستثمرين على أنه دليل على أن التغير في المكاسب الماضية يتوقع استمراره في اتجاه التغيرات التي وقعت في الماضي.

ويدعي صاحبها الدراسة بأن دراستهما تقدم مساهمتين هامتين إلى الدراسات التطبيقية: الأولى، أنها تقوم باختبار العلاقة بين المكاسب والتغير في التوزيعات بطريقة أكثر دقة من الدراسات السابقة. فهما يريا أن التغيرات في التوزيعات تعطي إشارة عما لدى المديرين من معلومات خاصة *managers private information* عن مدى استمرار التغيرات في المكاسب التي تحققت في الماضي. الثانية، أنهما يريا أيضاً أنه توجد أدلة كثيرة على أن ردود أفعال السعر للأخبار المتوفرة عن المكاسب تتغير مع استمرار المكاسب *persistence of earnings* لكن توجد أدلة قليلة عن كيف يقوم المستثمرون بتقييم استمرار المكاسب وكيف يقومون بتحديث هذا التقييم *update that assessment*.

ولدراسة العلاقة بين ردود أفعال السوق تجاه التغير في التوزيعات والتغير في المكاسب الماضية قام الباحثان بدراسة عينة بلغ حجمها ٦٣٩٥ مشاهدة من مشاهدات التغير في التوزيعات اختارها وفق شروط معينة من خلال ١٦٨٢ منشأة في الولايات المتحدة وتم تصنيفها إلى نوعين:

النوع الأول: يتكون من ٤٦٩٤ مشاهدة، أطلق عليها الباحثان المشاهدات المؤكدة *confirming observations* أو تغيرات التوزيعات المؤكدة *confirming dividend changes* وهي التي تتماثل فيها إشارة التغير في التوزيعات مع إشارة التغير في المكاسب السابقة، بمعنى أن زيادة (نقص) المكاسب يتبعه زيادة (نقص) التوزيعات. وباستخدام معادلات الانحدار أثبتت الدراسة صحة الفروض الثلاثة التالية:

■ H١: عندما يسبق التغير في التوزيعات تغير في المكاسب في نفس الاتجاه، فإن رد فعل السوق عند الإعلان عن التغير في التوزيعات يرتبط إيجابياً بالتغير السابق في المكاسب.

When a dividend change is preceded by an earnings change of the same sign, the market reaction surrounding the announcements of the dividend change is positively related to the prior earnings change, p: 2098.

▪ H2: إن العلاقة الإيجابية بين رد فعل السوق عند الإعلان عن التغيير في التوزيعات والتغير في المكاسب السابقة تكون أكبر في حالة خفض التوزيعات التي تسير خفض المكاسب السابقة منها في حالة زيادة التوزيعات التي تسير زيادة المكاسب السابقة.

The positive relation between the market reaction surrounding the announcement of a change in dividends and the preceding earnings change is larger for a dividend decrease that confirms a prior earnings decrease than for a dividend increase that confirms a prior earnings increase, p: 2099.

▪ H3: عندما يسبق التغير في التوزيعات تغير في المكاسب في نفس الاتجاه ، فإن العلاقة الإيجابية بين رد فعل السوق عند الإعلان عن التغيير في التوزيعات والتغير السابق في المكاسب تزداد بمقدار التغير في التوزيعات.

When a dividend change is preceded by an earnings change of the same sign, the positive relation between the market reaction surrounding the announcement of the dividend change and the prior earnings change is increasing in the magnitude of the scaled dividend change, p: 2099.

النوع الثاني : يتكون من ١٧٠١ مشاهدة أطلق عليها الباحثان المشاهدات المتناقضة contradictory observations أو تغيرات التوزيعات المتناقضة contradictory dividend changes وهي التي تحالف فيها إشارة التغير في التوزيعات إشارة التغير في المكاسب السابقة. وتقول الدراسة عن هذه المتناقضات إنها حالات غير متكررة من التغيرات في التوزيعات التي تكون فيها الإشارات متناقضة contradictory dividend changes، حيث تناقض فيها زيادات التوزيعات (انخفاضات التوزيعات) الأخبار السيئة bad news (الأخبار السارة good news) السابقة معطية إشارة إلى السوق بأنه من المتوقع عدم تكرار انخفاضات (زيادات) المكاسب الأخيرة. وباستخدام معادلات الانحدار أثبتت الدراسة صحة الفروض الثلاثة التالية :

▪ H4: عندما يسبق التغير في التوزيعات تغير معاكس في المكاسب فإن رد فعل السوق عند الإعلان عن التغيير في التوزيعات يرتبط سلبياً بالتغير السابق في المكاسب.

When a dividend change is preceded by an earnings change of the opposite sign, the market reaction surrounding the announcements of the dividend change is negatively related to the prior earnings change, p: 2112.

▪ H5: إن العلاقة السلبية بين رد فعل السوق عند الإعلان عن التغيير في التوزيعات والتغير في المكاسب السابقة تكون أكبر في حالة خفض التوزيعات التي تناقض زيادة المكاسب السابقة منها في حالة خفض التوزيعات التي تناقض خفض المكاسب السابقة.

The negative relation between the market reaction surrounding the announcement of a change in dividends and the preceding earnings change is more negative for a dividend decrease that contradicts a prior earnings increase than for a dividend increase that contradicts a prior earnings decrease, p: 2112.

▪ H6: عندما يسبق التغيير في التوزيعات تغير معاكس في المكاسب، فإن العلاقة السلبية بين رد فعل السوق عند الإعلان عن التغيير في التوزيعات والتغير السابق في المكاسب تصبح أكثر سلبية مع زيادة التغيير في التوزيعات.

When a dividend change is preceded by an earnings change of the opposite sign, the negative relation between the market reaction surrounding the announcement of the dividend change and the prior earnings change becomes more negative as the magnitude of the scaled dividend change increases, pp: 2112-2113.

وعلى الجملة فإن هذه النتائج تشير إلى أن التغيرات في التوزيعات تساعد المستثمرين على تقييم المكاسب الماضية، فهي بمثابة معلومات تساعد على اتخاذ قرارات شراء أو بيع ما لديهم من أسهم.

ونتيجة دراسة Docking and Koch (2005) لتمثل نوعاً آخر من دراسات التوزيعات في إطار ما يسمى بالتمويل السلوكي behavioral finance ولتبحث في مدى حساسية ردود أفعال المستثمر نحو جانبيين هما: اتجاه السوق market direction ودرجة تقلب السوق market volatility. ويشير الباحثان إلى دراسة Veronesi (1999) التي قامت بتطوير نموذج حركي لتسعير الأصول يستند إلى عملية اتخاذ القرار الاقتصادي الرشيد في بناء علاقة نظرية بين اتجاه السوق ومدى استجابة المستثمرين للمعلومات الخاصة بالمنشأة. فطبقاً لنموذج Veronesi فإن الأخبار الخاصة بالمنشأة التي تكون ضد مزاج اتجاهات السوق the grain of the

recent market direction تزيد من عدم تأكد المستثمرين عن سير الأحداث في المستقبل ، الأمر الذي يدفعهم إلى خصم المعلومات الجديدة عند معدل مرتفع. يعني يقوم المستثمرون بخصم الأخبار السارة عند معدل مرتفع إذا ما أعلنت في أوقات سيئة ويقومون بخصم الأخبار السيئة عند معدل مرتفع إذا ما أعلنت في أوقات سارة.

That is, investors discount good news at a higher rate if it is announced during bad times, and investors discount bad news at a higher rate if it is announced during good times, p: 24.

فمثلا ، عندما يتم الإعلان عن تخفيض التوزيعات في الوقت الذي يتجه فيه السوق لأعلى ، فهذه أخبار سيئة في أوقات سارة ، وهي تؤدي إلى زيادة عدم التأكد بشأن آفاق الشركة في المستقبل. وتؤدي زيادة عدم التأكد بدورها إلى قيام المستثمرين بخصم تدفقات التوزيعات المنخفضة المتوقعة في المستقبل عند معدل مرتفع مما يزيد الاتجاه الهبوطي في سعر السهم. وبالتالي ، فإن الأخبار السيئة تفهم على أنها أخبار أسوأ عندما تكون الأوقات سارة.

Thus, bad news is perceived as worse news when times are good, p.24. وبالمثل ، يستخدم المستثمرون معدل خصم مرتفع للأخبار السارة إذا كان اتجاه السوق نحو الانخفاض لأن هذه الأخبار السارة أعلن عنها في أوقات سيئة ، حيث تزيد المعلومات من عدم تأكد المستثمرين عن سير التوزيعات في المستقبل ، الأمر الذي يجعلهم يقومون بخصم تدفقات التوزيعات المرتفعة المتوقعة في المستقبل عند معدل مرتفع. ومن ناحية أخرى ، فإن عدم التأكد ومعدل الخصم المرتفعين يخفضان من الاتجاه الصاعد في سعر السهم الناتج عن الأخبار السارة.

وبالتالي فإن نموذج Veronesi يتضمن سلوك عدم تماثل للمستثمرين: سيكون رد فعلهم أكبر مما ينبغي تجاه الأخبار السيئة (تخفيض التوزيعات) في الأوقات السارة (سوق صاعد) وسيكون رد فعلهم أقل مما ينبغي تجاه الأخبار السارة (زيادة التوزيعات) في الأوقات السيئة (سوق هابط).

Thus, Veronesi's model implies asymmetric behavior for investors: they will over react to bad news in good times but underreact to good news in bad times, p.25.

وفي الجانب التطبيقي لدراسة Docking and Koch استخدمنا منهج دراسة الحدث في تقدير العوائد غير العادية للأسهم في محيط الإعلان عن التغيير في التوزيعات. تكونت عينة الدراسة من ٤٣٣٦ إعلاناً عن التوزيعات منها ١٤٣٦ إعلاناً عن زيادات في التوزيعات، و ٢٩٠٠ إعلاناً عن انخفاض في التوزيعات خلال الفترة ١٩٦٢-١٩٩٧. بعد ذلك قسمت هذه الإعلانات عن التغيير في التوزيعات إلى جزئين طبقاً لظروف السوق (أي اتجاه السوق وتقلب السوق). حيث يكون اتجاه السوق: لأعلي up أو طبيعي normal أو لأسفل down، ويكون تقلب السوق: مرتفع high أو متوسط medium أو منخفض low. ويقول صاحبها الدراسة إنه إذا لم تؤثر ظروف السوق على استجابات المستثمرين للأخبار الخاصة بالمنشأة بالـ firm-specific news (ومنها الإعلانات عن التغيير في التوزيعات) فإننا نتوقع عدم تمييز بين نتائج دراسة الحدث في كل العينات الفرعية. لكن النتائج تشير إلى أن رد فعل سعر سهم المنشأة تجاه المعلومات الجديدة يعتمد على تفاعل كلا ظرفي السوق، الاتجاه والتقلب، حيث تمثلت هذه النتائج فيما يلي:

- يتسبب الإعلان عن زيادة التوزيعات في تحقيق عوائد غير عادية إيجابية كبيرة عندما يكون اتجاه السوق طبيعياً أو لأسفل وعندما يكون التقلب مرتفعاً. يعني، نفهم الأخبار السارة على أنها أخبار سارة جداً عندما يكون اتجاه السوق طبيعياً أو لأسفل وتقلبه مرتفعاً. لكن صاحبها الدراسة يقولان إن هذه النتائج غير معنوية إحصائياً أو قوية robust في كافة العينات الفرعية. ويبدو أن سبب ذلك هو وجود ضوضاء noise في كل الأحداث events مما يحد من معنوية وقوة هذه النتائج.
- يتسبب الإعلان عن تخفيض التوزيعات في تحقيق عوائد غير عادية سلبية كبيرة ومعنوية عندما يكون اتجاه السوق لأعلي وتقلبه مرتفعاً. يعني، يتفاعل المستثمرون بقوة أكبر تجاه الأخبار السيئة عندما يكون اتجاه السوق لأعلي وتقلبه مرتفعاً.

وأخيراً! تأتي دراسة Vieira (٢٠٠٧) لتبحث فيما يبثه الإعلان عن التوزيعات من إشارات على المستوى الأوروبي *new evidence from Europe*. ويقول الباحث في مطلع دراسته إن هناك العديد من الاختبارات التطبيقية التي بينت أن الإعلان عن التغيير في التوزيعات يصاحب بعوائد إيجابية على السهم في الأيام التي تحيط بهذا الإعلان، كما أن هناك العديد من الدراسات التي لم تؤيد هذه الفكرة. قامت الدراسة على فرضين أساسيين ينطلقان من فرض إشارة التوزيعات *dividend signaling assumption*، في الفرض الأول اختبرت الدراسة العلاقة بين الإعلان عن التغيير في التوزيعات وتحركات سعر السهم في محيط هذا الإعلان، وفي الفرض الثاني اختبرت الدراسة العلاقة بين الإعلان عن التغيير في التوزيعات وربحية المنشأة في المستقبل. وقد اختار الباحث أسواق ثلاثة أقطار أوروبية فقط للدراسة وهي المملكة المتحدة وفرنسا والبرتغال، ويقدم أسباب اختياره لهذه الأقطار الثلاثة كما يلي:

- أن المملكة المتحدة تمثل أهم أسواق رأس المال الأوروبية بينما أسواق فرنسا والبرتغال صغيرة.
- أن الملكية في فرنسا والبرتغال أكثر تركيزاً منها في المملكة المتحدة، وهو ما يخفف من مشكلة عدم تماثل المعلومات الأمر الذي يقلل من أهمية التوزيعات كوسيلة إشارة *signaling mechanism*.
- أن النظام المالي في فرنسا والبرتغال يعتمد على البنوك *banking-based system* بينما هو قائم على السوق *market-based system* في المملكة المتحدة، وبالتالي فإنه لا يعتمد على التوزيعات كوسيلة إشارة في فرنسا والبرتغال مقارنة بالحال في المملكة المتحدة.
- أن القواعد القانونية التي تحمي المساهمين في فرنسا والبرتغال نابعة من النظام الأوروبي *continental influence* حيث يقلل عدم تماثل المعلومات، بينما هي نابعة في المملكة المتحدة من النظام الأنجلو سكسوني *Anglo-Saxon influence* حيث تزداد مشكلات عدم تماثل المعلومات وتكاليف الوكالة.

وفيما يتعلق بالبيانات فقد اختارت الدراسة أحداث التوزيعات في البرتغال خلال الفترة ١٩٨٩-٢٠٠٢ وفي كل من فرنسا والمملكة المتحدة خلال الفترة ١٩٩٥-٢٠٠٢. وشملت العينة في البرتغال ٨٤ منشأة تضمنت ٣٨٠ حدثاً، وفي فرنسا ٩٣ منشأة تضمنت ٣٥٦ حدثاً، وفي المملكة المتحدة ٥٢٤ منشأة تضمنت ٣٢٧٨ حدثاً. أما عن نتائج الدراسة فقد جاءت كما يلي:

- أيدت الدراسة فرض محتوى معلومات التوزيعات بالنسبة لأحداث زيادة التوزيعات في سوق المملكة المتحدة. بينما لم تجد الدراسة أي رد فعل معنوي لأسعار الأسهم تجاه التغير في التوزيعات في فرنسا والبرتغال وبالتالي لم تؤيد الدراسة فرض محتوى معلومات التوزيعات في هذين القطرين.
- وجدت الدراسة أن العلاقة بين الإعلان عن التغير في التوزيعات وتحركات سعر السهم في محيط هذا الإعلان هي علاقة عكسية في الأقطار الثلاثة.
- لم تدع نتائج تحليل الانحدار فرصة لرفض فرض العدم بأن التغير في التوزيعات لا يصاحب برد فعل من جانب السوق في نفس اتجاه التغير في التوزيعات (زيادة، عدم تغير، نقص) وبالتالي لم تجد الدراسة دعماً قوياً لفرض إشارة التوزيعات في الأقطار الثلاثة.
- لم تجد الدراسة علاقة معنوية بين الإعلان عن التغير في التوزيعات وبين المكاسب المتوقعة في المستقبل في كل من فرنسا والبرتغال، بينما هي علاقة ضعيفة في المملكة المتحدة.

ويقول Vieira في نهاية دراسته: على العموم، لم نجد تأييداً لفرض محتوى إشارة التوزيعات، وهو ما يتفق مع نتائج معظم الدراسات الحديثة.

Overall, we do not find support to the dividend signaling content hypothesis, which is consistent with some recent studies, p: 37.

وخلاصة ما قدمناه من دراسات خلت عن أثر حدث الإعلان عن التوزيعات على عوائد الأسهم في أسواق الأوراق المالية بدءاً من دراسة الرواد Fama, Fisher, Jensen, and Roll (1969) الذين بحثوا في تأثير حدث الإعلان عن تجزئة الأسهم وتوزيعات الأسهم على أسعار الأسهم في سوق نيويورك للأوراق

المالية، وحتى دراسة Vieira (٢٠٠٧) التي بحثت في تأثير حدث الإعلان عن التوزيعات على أسعار الأسهم في الأسواق الأوربية، وهما من الدراسات التي لم تؤيد فكرة تأثير الحدث تدعيماً لفرض كفاءة السوق شبه القوية، يتضح لنا أنه ليس هناك قطعاً في دراسات الحدث على أسواق الأسهم في بلدان الغرب بالتأييد أو الرفض لهذه الفكرة، كما أنه لا يوجد أعم أغلب منها يعطي نتائج شبه حاسمة. فما بال حال دراسة الحدث في أسواق عالمنا العربي، وأخص سوق المملكة العربية السعودية؟.

(٣) منهج البحث في دراسات الحدث

تدلنا دراسات الحدث في التمويل على أنه لا يوجد هيكل وحيد unique structure أو منهج بحث واحد هو الأفضل في دراسات الحدث single best methodological approach. وفي هذا الصدد يقول كل من MacKinlay (1997) و Johnson (1998)، إنه يوجد إطار عام لتحليل دراسات الحدث general flow of analysis وضع لبناته الرواد الأول Ball and Brown (١٩٦٨) و Fama, Fisher, Jensen, and Roll (١٩٦٩) و Brown and Warner (1980, 1985). ويتمثل هذا الإطار العام في عدة خطوات سوف ننتهجها في دراستنا كما يلي:

(٣-١) تحديد الحدث

يعتبر تحديد الحدث event definition هو نقطة البداية في دراسات الحدث. والحدث الذي تهتم به هذه الدراسة هو حدث الإعلان عن التوزيعات في سوق الأسهم السعودي. حيث يتم الإعلان عن هذه التوزيعات في (جريدة الاقتصادية) التي تصدر يومياً في المملكة العربية السعودية، كما يتم الإعلان عن هذه التوزيعات أيضاً على موقع (تداول) وهو موقع سوق الأسهم السعودي على شبكة الإنترنت.

ولما كان حدث الإعلان عن التوزيعات يكون بزيادة التوزيعات dividend

increases أو بعدم تغير التوزيعات no-change dividend أو بنقص التوزيعات dividend decreases ، فقد قمنا بتصنيف أحداث الإعلان عن التوزيعات إلى ثلاث مجموعات :

المجموعة الأولى: تشمل أحداث الإعلان عن زيادة التوزيعات ، وهي الأحداث التي تعلن الشركة في كل حدث منها عن توزيعات للسهم أكبر من التوزيعات التي أعلنت عنها في المرة السابقة.

المجموعة الثانية: تشمل أحداث الإعلان عن عدم تغير التوزيعات ، وهي الأحداث التي تعلن الشركة في كل حدث منها عن توزيعات للسهم تساوي التوزيعات التي أعلنت عنها في المرة السابقة.

المجموعة الثالثة: تشمل أحداث الإعلان عن نقص التوزيعات ، وهي الأحداث التي تعلن الشركة في كل حدث منها عن توزيعات للسهم أقل من التوزيعات التي أعلنت عنها في المرة السابقة.

(٣-٢) تحديد تاريخ الحدث

تاريخ الحدث event date هو التاريخ (اليوم) الذي يتم فيه الإعلان عن الحدث. وفي دراستنا عن حدث الإعلان عن التوزيعات في سوق الأسهم السعودي فإن تاريخ الحدث هو التاريخ (اليوم) الذي يتم فيه الإعلان عن التوزيعات. وقد اصطلح على الرمز إلى هذا التاريخ (اليوم) بـ $t=0$ ، أو التاريخ صفر.

(٣-٣) تحديد فترة الحدث

تشمل فترة الحدث event period كلاً من نافذة الحدث وفترة المقارنة.

(٣-٣-١) نافذة الحدث

نافذة الحدث event window هي الفترة التي يعتقد أن يكون فيها تأثير للحدث على سعر السهم في السوق. وتثير مسألة تحديد نافذة الحدث جدلاً كبيراً بين الباحثين وذلك لأن نافذة الحدث قد تكون يوماً واحداً هو يوم الحدث ، وقد تكون عدة أيام قبل يوم الحدث إضافة إلى يوم الحدث ، وقد تكون عدة أيام بعد

يوم الحدث إضافة إلى يوم الحدث ، وقد تكون عدة أيام يتوسطها يوم الحدث. ويقول Johnson (1998) إن هذه الأيام الإضافية قد تكون متماثلة symmetrically أو غير متماثلة asymmetrically حول يوم الحدث.

ويجب التحوط عند تحديد طول نافذة الحدث التي تعتبر من المسائل المنهجية في دراسات الحدث لأنه كلما طالت نافذة الحدث زاد عدم التأكد بشأن تأثير الحدث. ففي رأي كثير من الباحثين ومنهم Dyckman, Philbrick, and (1984) Stephan الذين استخدموا في دراستهم فترات حدث مختلفة تراوحت بين يوم إلى خمسة أيام ، أنه يجب استخدام نافذة حدث طويلة Stepan longer event period عندما يكون نطاق فترة عدم التأكد معروفاً. وفي المقابل توجد مشكلات تتعلق بالنوافذ الطويلة للحدث ، حيث يرى Brown and Warner (1985) أن قوة الاختبارات الإحصائية تتناقص في ظل النوافذ الأطول للحدث ، ومع ذلك تبقى إحصاءات اختبار دراسة الحدث أفضل عندما تكون نافذة الحدث أطول من يوم واحد. كما أن Lev (1979) يقول إن فترات التحليل القصيرة تقلل من احتمال تداخل الأحداث confounding events.

وفي دراستنا عن حدث الإعلان عن التوزيعات في سوق الأسهم السعودي سنجري تحليلاً ثنائي النافذة tow-window analysis. النافذة الأولى تكون يوماً واحداً هو يوم الحدث ، أو التاريخ صفر ، $t=0$ ، وهو اليوم الذي تم فيه الإعلان عن التوزيعات. والنافذة الثانية تكون ٢١ يوماً $t=21$ هي يوم الحدث ، $t=0$ ، وعشرة أيام قبله وعشرة أيام بعده ، أي الفترة $+10$ to -10 ، أي أن الأيام تكون متماثلة حول يوم الحدث. والحجة التي نسوقها في اختيار النافذة الثانية هي أنه قد يحدث تسرب للمعلومات إلى الجمهور أو تأخر في وصول المعلومات إليهم ، ولذا فقد أخذنا ١٠ أيام قبل يوم الحدث و ١٠ أيام بعد يوم الحدث لاحتمال وقوع هذه الظاهرة.

(٣-٣-٢) فترة المقارنة

فترة المقارنة comparison period هي الفترة التي يتم فيها تقدير قيم عوائد

الأسهم التي كان يمكن أن تتحقق لو لم يقع الحدث، أي العوائد العادية، ولا تحتوي فترة المقارنة على نافذة الحدث. وفي هذا الصدد يقول Johnson (1998) إن فترة المقارنة قد تكون متماثلة symmetrically أو غير متماثلة asymmetrically حول نافذة الحدث. هذا وتتفاوت الدراسات إلى حد كبير في تحديدها لفترة المقارنة، إذ استخدمت دراسة Vermaelen (1981) فترة مقارنة ١٢٠ يوماً، ٦٠ يوماً قبل يوم الحدث و ٦٠ يوماً بعد يوم الحدث، واستخدمت دراسة Romon (2000) فترة مقارنة ١٥ يوماً، ١٠ أيام قبل يوم الحدث و ٥ أيام بعد يوم الحدث، واستخدمت دراسة Tawatnuntachai and (2002) D'Mello فترة مقارنة ٣٦ يوماً، ١٨ يوماً قبل نافذة الحدث و ١٨ يوماً بعد نافذة الحدث، كما استخدمت دراسة Angel, Brooks and Mathew (2004) فترة مقارنة ٨٠ يوماً، ٤٠ يوماً قبل يوم الحدث و ٤٠ يوماً بعد يوم الحدث.

وفي دراستنا عن حدث الإعلان عن التوزيعات في سوق الأسهم السعودي حددنا فترتين للمقارنة بناءً على نافذتي الحدث. الأولى حددنا فترة المقارنة فيها بـ ٤٠ يوماً حول يوم الحدث ٢٠ يوماً قبل يوم الحدث و ٢٠ يوماً بعد يوم الحدث، والثانية حددنا فترة المقارنة فيها بـ ٢٠ يوماً، ١٠ أيام قبل يوم الحدث و ١٠ أيام بعد يوم الحدث، أي أن الأيام متماثلة في الحالتين حول فترة الحدث. وهذا يعني أن فترة الحدث، التي تشمل نافذة الحدث وفترة المقارنة، تساوي ٤١ يوماً، ٢٠ يوماً قبل يوم الحدث ٢٠، ويوم الحدث، $t=0$ ، و ٢٠ يوماً بعد يوم الحدث $+٢٠$ ، أي الفترة -٢٠ to $+٢٠$ ، أي أن الأيام متماثلة حول يوم الحدث.

(٣-٤) تحديد فترة تقدير العوائد المتوقعة

فترة تقدير العوائد المتوقعة أو فترة التقدير estimation period أو نافذة التقدير estimation window هي الفترة التي تستخدم بياناتها في تقدير معالم نموذج السوق الذي يستخدم بدوره في تقدير العوائد المتوقعة expected returns أو العوائد العادية normal returns خلال فترة الحدث. حيث تمكننا العوائد الفعلية actual returns مع العوائد العادية من قياس العوائد الزائدة excess

returns، أو العوائد غير العادية abnormal returns، خلال فترة الحدث. وبمقتضى الحال فإن فترة التقدير لا يجب أن تتضمن فترة الحدث وذلك لحماية الحدث من التأثير بمعلمات نموذج السوق، MacKinlay (1997). وفي دراستنا عن حدث الإعلان عن التوزيعات في سوق الأسهم السعودي حددنا فترة التقدير بـ ١٠٠ يوم قبل فترة الحدث، حيث تستخدم هذه الفترة في تقدير معلمات نموذج السوق الذي يستخدم في تقدير العوائد المتوقعة أو العوائد العادية خلال فترة الحدث. وهذا يعني أن فترة التحليل تساوي ١٤١ يوماً: فترة التقدير ١٠٠ يوم وفترة الحدث ٤١ يوماً. ويبين الشكل (١) والشكل (٢) فترتي التحليل الأولى والثانية اللتان تشتمل كل واحدة منهما على كافة فترات الحدث في ظل نافذتي الحدث $t=0$ و $t=21$ على الترتيب.

شكل (١)

فترة التحليل الأولى: تاريخ الحدث وفترة الحدث (نافذة الحدث + فترة المقارنة) وفترة التقدير في دراسة حدث الإعلان عن التوزيعات في سوق الأسهم السعودي عندما تكون نافذة الحدث يوماً واحداً هو يوم أو تاريخ الحدث، $t=0$.

Analysis Period $t = 141$ days			
Estimation Period	Event Period $t = 41$ days		
	Comparison Period-1	Event Window	Comparison Period-2
$t = -120$ to -21 days	$t = -20$ to -1 days	$t = 0$ day	$t = +1$ to $+20$ days

$$t = -100 \quad + \quad t = -20 \quad + \quad t = 0 \quad + \quad t = +20$$

Sum of the analysis period = 141 days

ويتضح من الشكل (١) ما يلي:

▪ أن فترة التحليل Event Period تساوي ١٤١ يوماً.

▪ أن فترة التحليل تنقسم إلى فترتين:

- فترة التقدير Estimation Period وتساوي ١٠٠ يوم.

- فترة الحدث Event Period وتساوي ٤١ يوماً.
- أن فترة الحدث تنقسم إلى فترتين:
- نافذة الحدث Event Window وتساوي ٠ يوماً.
- فترة المقارنة Comparison Period وتساوي ٤٠ يوماً (٢٠- إلى ١- و ١+ إلى ٢٠+).

شكل (٢)

فترة التحليل الثانية: تاريخ الحدث وفترة الحدث (نافذة الحدث + فترة المقارنة) وفترة التقدير في دراسة حدث الإعلان عن التوزيعات في سوق الأسهم السعودي عندما تكون نافذة الحدث ٢١ يوماً (عشرة أيام قبل الحدث -١٠ ، ويوم الحدث 0 وعشرة أيام بعد الحدث +١٠) أي الفترة: $t = -10$ to $+10$ أو $t = 21$.

Analysis Period $t = 141$ days			
Estimation Period	Event Period $t = 41$ days		
	Comparison Period-1	Event Window	Comparison Period-2
$t = -120$ to -21 days	$t = -20$ to -11 days	$t = -10$ to $+10$ days	$t = +11$ to $+20$ days

$$t = -100 + t = -10 + t = 21 + t = +10$$

Sum of the analysis period = 141 days

ويتضح من الشكل (٢) ما يلي:

- أن فترة التحليل Event Period تساوي ١٤١ يوماً.
- أن فترة التحليل تنقسم إلى فترتين:
- فترة التقدير Estimation Period وتساوي ١٠٠ يوم.
- فترة الحدث Event Period وتساوي ٤١ يوماً.
- أن فترة الحدث تنقسم إلى فترتين:

- نافذة الحدث Event Window وتساوي ٢١ يوماً.
 - فترة المقارنة Comparison Period وتساوي ٢٠ يوماً (- ١٠ إلى ١ - و ١+ إلى ١٠+).
- (٣-٥) البيانات وعينة الدراسة

تقوم الدراسة التطبيقية في هذا البحث على أحداث الإعلان عن التوزيعات التي أجرتها الشركات المساهمة المسجلة في سوق الأسهم السعودي خلال الفترة ٢٠٠٢-٢٠٠٦، أي لفترة خمس سنوات. وتمثل البيانات اللازمة لإجراء هذه الدراسة فيما يلي:

- تاريخ حدث الإعلان عن التوزيعات.
 - الربح الموزع للسهم.
 - أسعار إغلاق الأسهم في نهاية اليوم (أسعار الإغلاق اليومية) لكل حدث خلال فترة ١٤١ يوماً والتي تشمل: ١٠٠ يوم قبل فترة الحدث، و ٢٠ يوماً قبل يوم الحدث، ويوم الحدث و ٢٠ يوماً بعد يوم الحدث.
 - مؤشر إغلاق سوق الأسهم السعودي في نهاية اليوم (مؤشر الإغلاق اليومي) لكل حدث خلال فترة ١٠٠ يوم قبل فترة الحدث.
- وقد قمنا باختيار الشركات (عينة الدراسة) التي قامت بالإعلان عن التوزيعات، الزيادة أو عدم التغير أو النقص، خلال الفترة ٢٠٠٢-٢٠٠٦ شريطة أن تستوفي الشركة التي تدخل العينة الشروط التالية:
- أن تكون الشركة مسجلة في سوق الأسهم السعودي خلال فترة الدراسة.
 - أن تكون الشركة قد أعلنت عن التوزيعات للجمهور (العامة) في واحدة على الأقل من الصحف السعودية اليومية واسعة الانتشار (جريدة الاقتصادية) بالإضافة إلى الإعلان عن هذه التوزيعات على موقع سوق الأسهم السعودي على شبكة الإنترنت (تداول).
 - أن تتوفر بيانات عن تواريخ الإعلان عن التوزيعات والربح الموزع للسهم في كل إعلان.

- أن يكون هناك تعامل يومي على السهم خلال فترة حدث الإعلان عن التوزيعات وفترة التقدير التي يتم عن طريقها تقدير العائد المتوقع على السهم في فترة الحدث.
 - أن تتوفر بيانات يومية عن أسعار السهم خلال فترة حدث الإعلان عن التوزيعات وفترة التقدير على موقع سوق الأسهم السعودي (تداول).
 - أن يكون معدل الزيادة في التوزيعات ومعدل النقص في التوزيعات أكبر من ٢.٥٪ في مجموعة أحداث الإعلان عن زيادة التوزيعات (المجموعة الأولى)، ومجموعة أحداث الإعلان عن نقص التوزيعات (المجموعة الثالثة).
- وقد انطبقت هذه الشروط على ٤٨ شركة (حجم العينة) من أصل ٨٨ شركة (مجتمع الدراسة) يضمها سوق الأسهم السعودي في نهاية عام ٢٠٠٦. ويبين جدول (١) هذه العينة موزعة على القطاعات المختلفة خلال الفترة ٢٠٠٦-٢٠٠٢.

جدول (١)

الشركات (عينة الدراسة) التي أعلنت عن التوزيعات وقد صنفت على أساس قطاعي وعلى أساس التغيير في التوزيعات: الزيادة، عدم التغيير، النقص، خلال الفترة (٢٠٠٢ - ٢٠٠٦). يبلغ حجم العينة (٤٨) شركة جاءت كما يلي: قطاع البنوك (٩)، قطاع الصناعة (١٤)، قطاع الأسمت (٨)، قطاع الخدمات (١٣)، قطاع الكهرباء (١)، قطاع الاتصالات (١)، قطاع الزراعة (٢). يبلغ عدد الشركات التي أعلنت عن زيادة التوزيعات (٣٩) شركة، والتي أعلنت عن عدم تغيير التوزيعات (٢٩) شركة، والتي أعلنت عن نقص التوزيعات (٢٧) شركة. وكما يفهم من الجدول فإن الشركة الواحدة قد تعلن عن زيادة وعدم تغيير ونقص التوزيعات خلال الفترة لكن ذلك يحدث بطبيعة الحال في تواريخ مختلفة.

حجم العينة	عدد الشركات المعلنة			القطاع
	النقص	عدم التغير	الزيادة	
٩	٨	٨	٩	قطاع البنوك
١٤	٧	٦	١٢	قطاع الصناعة
٨	٥	٢	٧	قطاع الأسمت
١٣	٥	١٠	٨	قطاع الخدمات
١	١	١	-	قطاع الكهرباء
١	١	١	١	قطاع الاتصالات
٢	-	١	٢	قطاع الزراعة
٤٨	٢٧	٢٩	٣٩	عدد الشركات المعلنة

وقد بلغ عدد أحداث الإعلان عن التوزيعات التي أجرتها شركات عينة الدراسة ٢٠٧ حدثاً خلال الفترة ٢٠٠٢-٢٠٠٦، قمنا بتصنيفها على عدة أسس كما يلي:

- على أساس عدد الأحداث في كل عام خلال فترة الدراسة، جدول (٢).
- على أساس عدد الأحداث في كل قطاع خلال فترة الدراسة، جدول (٣).
- على أساس عدد الأحداث في كل شركة خلال فترة الدراسة، وتشمل:
 - عدد الأحداث في كل شركة داخل قطاع البنوك، جدول (٤).
 - عدد الأحداث في كل شركة داخل قطاع الصناعة، جدول (٥).
 - عدد الأحداث في كل شركة داخل قطاع الأسمت، جدول (٦).
 - عدد الأحداث في كل شركة داخل قطاع الخدمات، جدول (٧).
 - عدد الأحداث في كل شركة داخل قطاع الكهرباء، جدول (٨).
 - عدد الأحداث في كل شركة داخل قطاع الاتصالات، جدول (٩).
 - عدد الأحداث في كل شركة داخل قطاع الزراعة، جدول (١٠).

جدول (٢)

أحداث الإعلان عن التوزيعات في العينة وقد صنفت على أساس سنوي وعلى أساس التغيير في التوزيعات، الزيادة: عدم التغيير، النقص، خلال الفترة (٢٠٠٢- ٢٠٠٦). يبلغ عدد أحداث الإعلان عن التوزيعات ٢٠٧ حدثاً جاءت كما يلي: عام ٢٠٠٢ (٥)، عام ٢٠٠٣ (٤٢)، عام ٢٠٠٤ (٤٨)، عام ٢٠٠٥ (٦٢)، عام ٢٠٠٦ (٥٠). يبلغ عدد أحداث الإعلان عن زيادة التوزيعات ٨٦ حدثاً، وعدد أحداث الإعلان عن عدم تغيير التوزيعات ٦١ حدثاً، وعدد أحداث الإعلان عن نقص التوزيعات ٦٠ حدثاً. يوضح الجدول أن العام الواحد قد أعلن فيه عن زيادة وعدم تغيير ونقص التوزيعات، أي أحداث مختلفة.

إجمالي الأحداث	النقص	عدم التغيير	الزيادة	العام
٥	٤	١	-	٢٠٠٢
٤٢	١١	١١	٢٠	٢٠٠٣
٤٨	١٤	١٢	٢٢	٢٠٠٤
٦٢	١٤	٢١	٢٧	٢٠٠٥
٥٠	١٧	١٦	١٧	٢٠٠٦
٢٠٧	٦٠	٦١	٨٦	إجمالي الأحداث

جدول (٣)

أحداث الإعلان عن توزيعات أرباح العينة وقد صنفت على أساس قطاعي وعلى أساس التغيير في التوزيعات: الزيادة، عدم التغيير، النقص، خلال الفترة (٢٠٠٢- ٢٠٠٦). يبلغ عدد أحداث الإعلان عن التوزيعات ٢٠٧ حدثاً جاءت كما يلي: قطاع البنوك (٦٥)، قطاع الصناعة (٥٧)، قطاع الأسمنت (٣٤)، قطاع الخدمات (٣٣)، قطاع الكهرباء (٤)، قطاع الاتصالات (٩)، قطاع

الزراعة (٥). ويبلغ عدد أحداث الإعلان عن زيادة في التوزيعات ٨٦ حدثاً، وعدد أحداث الإعلان عن عدم تغير في التوزيعات ٦١ حدثاً، وعدد أحداث الإعلان عن نقص في التوزيعات ٦٠ حدثاً.

إجمالي الأحداث	النقص	عدم التغير	الزيادة	القطاع
٦٥	٢٩	١٧	١٩	قطاع البنوك
٥٧	١٢	١٧	٢٨	قطاع الصناعة
٣٤	١٠	٥	١٩	قطاع الأسمت
٣٣	٥	١٦	١٢	قطاع الخدمات
٤	١	٣	-	قطاع الكهرباء
٩	٣	٢	٤	قطاع الاتصالات
٥	-	١	٤	قطاع الزراعة
٢٠٧	٦٠	٦١	٨٦	إجمالي الأحداث

جدول (٤)

أحداث الإعلان عن التوزيعات في قطاع البنوك الذي يضم ٩ بنوك وقد صنفت على أساس كل بنك وعلى أساس التغير في التوزيعات: الزيادة، عدم التغير، النقص، خلال الفترة (٢٠٠٢ - ٢٠٠٦). يبلغ عدد أحداث الإعلان عن التوزيعات (٦٥) حدثاً، أكثرها تكراراً في بنك الرياض (١٠) أحداث، وأقلها تكراراً في بنك الجزيرة (٢) حدث. يبلغ عدد أحداث الإعلان عن زيادة التوزيعات (١٩) حدثاً، وعدد أحداث الإعلان عن عدم تغير التوزيعات (١٧) حدثاً، وعدد أحداث الإعلان عن نقص التوزيعات (٢٩) حدثاً.

اسم الشركة (البنك)	الزيادة	عدم التغير	النقص	إجمالي الأحداث
بنك الرياض	٣	٣	٤	١٠
البنك السعودي الهولندي	٣	١	٥	٩
البنك السعودي الفرنسي	٢	-	٧	٩
البنك السعودي البريطاني	٣	٢	٤	٩
مجموعة سامبا المالية	٣	٢	٤	٩
مصرف الراجحي	١	٥	١	٧
البنك العربي الوطني	٢	١	٣	٦
البنك السعودي للاستثمار	١	٢	١	٤
بنك الجزيرة	١	١	-	٢
إجمالي الأحداث	١٩	١٧	٢٩	٦٥

جدول (٥)

أحداث الإعلان عن التوزيعات في قطاع الصناعة الذي يضم ١٤ شركة وقد صنفت على أساس كل شركة وعلى أساس التغير في التوزيعات: الزيادة، عدم التغير، النقص، خلال الفترة (٢٠٠٢ - ٢٠٠٦). يبلغ عدد أحداث الإعلان عن التوزيعات (٥٧) حدثاً، أكثرها تكراراً في مجموعة صافولا (١٤) حدث، وأقلها تكراراً في الشركة الكيمائية السعودية (١) حدث والمجموعة السعودية للاستثمار الصناعي (١) حدث. ويبلغ عدد أحداث الإعلان عن زيادة التوزيعات (٢٨) حدثاً، وعدد أحداث الإعلان عن عدم تغير التوزيعات (١٧) حدثاً، وعدد أحداث الإعلان عن نقص التوزيعات (١٢) حدثاً.

إجمالي الأحداث	النقص	عدم التغير	الزيادة	اسم الشركة
١٤	٤	٩	١	مجموعة صافولا
٧	٢	-	٥	الشركة السعودية للصناعات الأساسية
٦	٢	-	٤	شركة الأسمدة العربية السعودية
٤	-	٢	٢	شركة الخبز السعودي
٤	١	١	٢	الشركة السعودية للصناعات الدوائية
٤	١	-	٣	شركة الجبس الأهلية
٣	-	-	٣	شركة الغاز والتصنيع الأهلية
٣	-	-	٣	شركة التصنيع الوطنية
٣	١	-	٢	شركة الزامل للاستثمار الصناعي
٣	-	٣	-	شركة تصنيع مواد التعبئة والتغليف
٢	-	١	١	شركة المصافي العربية السعودية
٢	-	١	١	شركة الصناعات الزجاجية الوطنية
١	١	-	-	الشركة الكيماوية السعودية
١	-	-	١	المجموعة السعودية للاستثمار الصناعي
٥٧	١٢	١٧	٢٨	إجمالي الأحداث

جدول (٦)

أحداث الإعلان عن التوزيعات في قطاع الأسمت الذي يضم ٨ شركات وقد صنفت على أساس كل شركة وعلى أساس التغير في التوزيعات: الزيادة، عدم التغير، النقص، خلال الفترة (٢٠٠٢ - ٢٠٠٦). يبلغ عدد أحداث الإعلان عن التوزيعات (٣٤) حدثاً، أكثرها تكراراً في شركة اسمنت المنطقة الجنوبية وفي شركة الاسمنت العربية المحدودة وفي كل (٦) أحداث، وأقلها تكراراً في شركة اسمنت القصيم (١) حدث. ويبلغ عدد أحداث الإعلان عن زيادة التوزيعات (١٩) حدثاً، وعدد أحداث الإعلان عن عدم تغير التوزيعات (٥) حدثاً، وعدد أحداث الإعلان عن نقص التوزيعات (١٠) حدثاً.

اسم الشركة	الزيادة	عدم التغير	النقص	إجمالي الأحداث
شركة اسمنت القصيم	١	-	-	١
شركة اسمنت المنطقة الجنوبية	٢	-	٤	٦
شركة اسمنت المنطقة الشرقية	٣	-	١	٤
شركة اسمنت اليمامة السعودية المحدودة	-	٤	-	٤
شركة اسمنت تبوك	٣	-	-	٣
شركة اسمنت ينبع	٣	-	٢	٥
شركة الأسمت السعودية	٣	١	١	٥
شركة الاسمنت العربية المحدودة	٤	-	٢	٦
إجمالي الأحداث	١٩	٥	١٠	٣٤

جدول (٧)

أحداث الإعلانات عن التوزيعات في قطاع الخدمات الذي يضم (١٣) شركة وقد صنفت على أساس كل شركة وعلى أساس التغير في التوزيعات: الزيادة، عدم التغير، النقص، خلال الفترة (٢٠٠٢ - ٢٠٠٦). يبلغ عدد أحداث الإعلانات عن التوزيعات (٣٣) حدثاً، أكثرها تكراراً في شركة مكة للإنشاء والتعمير والشركة السعودية للفنادق والشركة السعودية للنقل الجماعي والشركة العقارية السعودية ولكل منها (٤) أحداث، وأقلها تكراراً في شركة الرياض للتعمير وشركة أحمد حسن فتيحي وشركاه ولكل منها (١) حدث. ويبلغ عدد أحداث الإعلانات عن زيادة التوزيعات (١٢) حدثاً، وعدد أحداث الإعلانات عن عدم تغير التوزيعات (١٦) حدثاً، وعدد أحداث الإعلانات عن نقص التوزيعات (٥) أحداث.

اسم الشركة	الزيادة	عدم التغير	النقص	إجمالي الأحداث
شركة مكة للإنشاء والتعمير	-	3	١	4
الشركة السعودية للفنادق	3	1	-	4
الشركة السعودية للنقل الجماعي	1	3	-	4
شركة عسير للتجارة والسياحة والصناعة	1	1	1	3
الشركة العقارية السعودية	1	2	1	4
الشركة السعودية لخدمات السيارات والمعدات	1	1	-	2
شركة تهامة للإعلان والعلاقات العامة	-	2	-	2
شركة جزيير للتسويق	1	-	1	2
شركة طيبة للاستثمار والتنمية العقارية	2	-	-	2
الشركة السعودية للنقل البري	-	1	1	2
الشركة السعودية للصادرات الصناعية	2	-	-	2
شركة الرياض للتعمير	-	1	-	1
شركة أحمد حسن فتيحي وشركاه	-	1	-	1
إجمالي الأحداث	12	16	5	33

جدول (٨)

أحداث الإعلان عن التوزيعات في قطاع الكهرباء الذي يضم شركة واحدة فقط خلال الفترة (٢٠٠٢ - ٢٠٠٦). يبلغ إجمالي أحداث الإعلان عن التوزيعات (٤) أحداث، ويبلغ عدد أحداث الإعلان عن زيادة التوزيعات (٠) حدث، وعدد أحداث الإعلان عن عدم تغير التوزيعات (٣) أحداث، وعدد أحداث الإعلان عن نقص التوزيعات (١) حدث.

اسم الشركة	الزيادة	عدم التغير	النقص	إجمالي الأحداث
الشركة السعودية للكهرباء	-	3	1	4
إجمالي الأحداث	-	3	1	4

جدول (٩)

أحداث الإعلان عن التوزيعات في قطاع الاتصالات الذي يضم شركة واحدة فقط خلال الفترة (٢٠٠٢ - ٢٠٠٦). يبلغ إجمالي أحداث الإعلان عن التوزيعات (٩) أحداث، ويبلغ عدد أحداث الإعلان عن زيادة التوزيعات (٤) أحداث، وعدد أحداث الإعلان عن عدم تغير التوزيعات (٢) حدث، وعدد أحداث الإعلان عن نقص التوزيعات (٣) أحداث.

اسم الشركة	الزيادة	عدم التغير	النقص	إجمالي الأحداث
شركة الاتصالات السعودية	4	2	3	9
إجمالي الأحداث	4	2	3	9

جدول (١٠)

أحداث الإعلان عن التوزيعات في قطاع الزراعة الذي يضم شركتين فقط خلال الفترة (٢٠٠٢ - ٢٠٠٦). يبلغ إجمالي أحداث الإعلان عن التوزيعات (٥) أحداث، ويبلغ عدد أحداث الإعلان عن زيادة التوزيعات (٤) أحداث، وعدد أحداث الإعلان عن عدم تغير التوزيعات (١) حدث، وعدد أحداث الإعلان عن نقص التوزيعات (٠) حدث.

اسم الشركة	الزيادة	عدم التغير	النقص	إجمالي الأحداث
شركة تبوك للتنمية الزراعية	2	١	-	3
الشركة الوطنية للتنمية الزراعية	2	-	-	2
إجمالي الأحداث	4	1	-	5

(٦-٣) فروض الدراسة

ما هو تأثير حدث الإعلان عن التوزيعات على سعر السهم، وبالتالي على عائد السهم، في سوق الأسهم السعودي خلال نافذة (فترة) الحدث؟ وما هو اتجاه استجابة سعر السهم لحدث الإعلان عن التوزيعات عندما يكون الإعلان بزيادة التوزيعات، وعندما يكون الإعلان بعدم تغير التوزيعات، وعندما يكون الإعلان بنقص التوزيعات؟. نعلم أنه وفقاً لفرض كفاءة السوق شبه القوية semistrong-form EMH يعكس سعر السهم كافة المعلومات التاريخية والمعلومات العامة في السوق، وهو ما لا يدع فرصة لأي مستثمر أن يحقق أرباحاً غير عادية على حساب باقي المستثمرين. بمعنى آخر، فإنه وفقاً لفرض كفاءة السوق شبه القوية لن يؤثر حدث الإعلان عن التوزيعات على سعر السهم (ربما يحدث التأثير لفترة قصيرة) وبالتالي على عائد السهم، في السوق. وفي ظل فرض

العدم H_0 حيث لا يكون لحدث الإعلان عن التوزيعات أثر على سلوك العوائد (المتوسط أو التباين) يمكن استخدام الخصائص التوزيعية للعوائد غير العادية $distributional\ properties\ of\ the\ abnormal\ returns$ للحصول على استدلال عام خلال فترة الحدث. وعلى هذا الأساس يكون لدينا فرض عام (فرض العدم) يقول: لا يؤثر حدث الإعلان عن التوزيعات $dividend$ announcements على عائد السهم في سوق الأسهم السعودي، أي أن العوائد غير العادية التي تحققها الأسهم في نافذة (فترة) الحدث تساوي صفراً، أو تقترب من الصفر. ويشق من هذا الفرض العام ثلاثة فروض هي:

فرض العدم الأول H_{01} : لا يؤدي حدث الإعلان عن زيادة التوزيعات (أخبار سارة $dividend\ increases$ (good news إلى تحقيق عوائد غير عادية في سوق الأسهم السعودي، أي أن العوائد غير العادية تساوي صفراً.

فرض العدم الثاني H_{02} : لا يؤدي حدث الإعلان عن عدم تغير التوزيعات (لا أخبار $no\ change\ dividend$ (no news إلى تحقيق عوائد غير عادية في سوق الأسهم السعودي، أي أن العوائد غير العادية تساوي صفراً.

فرض العدم الثالث H_{03} : لا يؤدي حدث الإعلان عن نقص التوزيعات (أخبار سيئة $dividend\ decreases$ (bad news إلى تحقيق عوائد غير عادية في سوق الأسهم السعودي، أي أن العوائد غير العادية تساوي صفراً.

(٧-٣) قياس العوائد

تتطلب دراسة الحدث قياس مجموعة من العوائد وهي: العائد الفعلي للسهم، عائد السوق العائد المتوقع (العائد العادي) للسهم، العائد الزائد للسهم، متوسط العائد الزائد، العائد الزائد التراكمي للسهم، متوسط العائد الزائد التراكمي.

▪ العائد الفعلي للسهم $actual\ return\ (Rit)$

يتم قياس العائد الفعلي لكل سهم i في كل يوم t خلال فترة التحليل التي تبلغ ١٤١ يوماً وذلك بغرض استخدامه في تقدير معلمات نموذج الأداء العادي وقياس العائد الزائد للسهم. ويتم ذلك وفق المعادلة (١).

$$R_{it} = (P_{it} - P_{it-1}) / P_{it-1} \quad (1)$$

حيث: R_{it} عائد السهم i في اليوم t ، P_{it} سعر السهم i في اليوم t ، P_{it-1} سعر السهم i في اليوم $t-1$.

▪ عائد السوق (R_{mt}) market return

عائد السوق هو عائد مؤشر سوق الأسهم السعودي. ويتم قياس عائد السوق في كل يوم t خلال فترة ١٠٠ يوم قبل فترة الحدث بغرض استخدامه في تقدير معاملات نموذج الأداء العادي وذلك وفق المعادلة (٢).

$$R_{mt} = (I_{mt} - I_{mt-1}) / I_{mt-1} \quad (2)$$

حيث: R_{mt} عائد السوق في اليوم t ، I_{mt} مؤشر السوق في اليوم t ، I_{mt-1} مؤشر السوق في اليوم $t-1$.

▪ العائد المتوقع للسهم (ER_{it}) expected return

العائد المتوقع أو العائد العادي للسهم $normal$ return هو العائد الذي يحققه السهم في حالة ما لو لم يقع الحدث. وحيث يتم قياس هذا العائد المتوقع للسهم بناءً على نظرية أو نموذج معين للسوق $market$ model فإننا سوف نستخدم نموذج السوق المعياري $standard$ market model في قياس هذا العائد في سوق الأسهم السعودي. وفي هذا الصدد سنقوم بتقدير معاملات النموذج باستخدام أسلوب تحليل الانحدار بالاعتماد على بيانات العائد الفعلي اليومي للسهم (المعادلة ١) والعائد الفعلي اليومي للسوق (المعادلة ٢) لفترة ١٠٠ يوم قبل فترة الحدث، ثم قياس العائد المتوقع (العادي) لكل سهم في عينة الدراسة خلال فترة الحدث ومقدارها ٤١ يوماً بناءً على هذه المعلمات المقدرة. وتمثل المعادلة (٣) نموذج الانحدار الذي يستخدم في قياس العائد المتوقع.

$$ER_{it} = \alpha_i + \beta_i R_{mt} + \varepsilon_{it} \quad (3)$$

حيث: ER_{it} العائد المتوقع للسهم i في اليوم t ، R_{mt} عائد السوق في اليوم t ، α_i ، β_i معاملات نموذج السوق، ε_{it} الخطأ العشوائي في نموذج السوق للسهم i في اليوم t .

▪ العائد الزائد للسهم (ARit) abnormal return

العائد الزائد للسهم excess return هو العائد الذي يحققه السهم بفعل الحدث. وهو عبارة عن العائد الفعلي للسهم ناقص العائد العادي (المتوقع) للسهم. فعندما يقع الحدث، حدث الإعلان عن التوزيعات، قد يتأثر سعر السهم في السوق بهذا الحدث، وقد لا يتأثر. فإذا تأثر سعر السهم في السوق بهذا الحدث إيجابياً (سلبياً) فإنه يؤثر بدوره على عائد السهم إيجابياً (سلبياً)، مقارنة بالعائد العادي الذي يتحقق لو لم يقع الحدث، محدثاً ما يطلق عليه العائد الزائد أو المتبقي للسهم residual return. أما إذا لم يتأثر سعر السهم في السوق بهذا الحدث فلن يتأثر عائد السهم وبالتالي لن يكون هناك عائد زائد أو متبقي. وبعبارة أخرى، سيكون العائد الزائد مساوياً للصفر أو يدور قريباً من الصفر. ويتم قياس العائد غير العادي أو الزائد أو المتبقي لكل سهم i في كل فترة (يوم) t ، وفق المعادلة (٤) أو المعادلة (٥).

$$ARit = Rit - ERit \quad (4)$$

حيث: $ARit$ العائد الزائد للسهم i في اليوم t ، Rit العائد الفعلي للسهم i في اليوم t ، $ERit$ العائد العادي (المتوقع) للسهم i في اليوم t .

$$ARit = Rit - ai - \beta i Rmt \quad (5)$$

حيث: $ARit$ العائد الزائد للسهم i في اليوم t ، Rit العائد الفعلي للسهم i في اليوم t ، Rmt عائد السوق في اليوم t ، βi , ai معلمات نموذج السوق.

▪ متوسط العائد الزائد (ARit) average abnormal return

بعد قياس العائد الزائد اليومي للسهم يتم حساب متوسطات كافة العوائد الزائدة اليومية لكافة الأسهم وفق المعادلة (٦) (مع ملاحظة أنه ربما يكون للسهم الواحد أكثر من حدث في هذه الدراسة).

$$ARit = 1/N \sum_{i=1}^N (ARit) \quad (6)$$

حيث: N عدد الأحداث.

▪ العائد الزائد التراكمي للسهم (CARit) cumulative abnormal return يتم قياس العائد الزائد التراكمي CARit لكل سهم i في كل يوم t من أيام فترة الحدث عن طريق جمع العائد الزائد ARit في اليوم السابق إلى العائد الزائد في اليوم الحالي وفق المعادلة (٧).

$$CARit = \sum_{t=-20}^{t=20} (ARit) \quad (٧)$$

▪ متوسط العائد الزائد التراكمي average cumulative abnormal return (CARit)

يستخدم متوسط العائد الزائد التراكمي لاختبار أثر حدث الإعلان عن التوزيعات على عائد السهم، مثلما هو الحال في استخدام متوسط العائد الزائد. ويتم قياس متوسط العائد الزائد التراكمي CARit عن طريق حساب متوسط العوائد الزائدة التراكمية لكافة الأسهم (الأحداث) في كل يوم t من أيام فترة الحدث وفق المعادلة (٨).

$$CARit = 1/N \sum_{i=1}^N (\overline{CARit}) \quad (٨)$$

حيث: N عدد الأحداث.

وقد قمنا بتطبيق المعادلات (١)، (٢)، (٣)، (٤)، (٥)، (٦)، (٧)، (٨) على بيانات عدد ٢٠٧ حدث إعلان عن التوزيعات أجرتها عينة الدراسة (راجع جدول ١) خلال الفترة ٢٠٠٢ - ٢٠٠٦ (راجع جدول ٢)، حيث تمكنا من قياس متوسطات العوائد الفعلية والعوائد المتوقعة والعوائد الزائدة والعوائد الزائدة التراكمية وحساب متوسطاتها خلال فترة الحدث (أي فترة ٤١ يوماً) وذلك لكافة مجموعات أحداث الإعلان عن التوزيعات الثلاث: مجموعة أحداث الإعلان عن زيادة التوزيعات وحجمها ٨٦ حدثاً، ومجموعة أحداث الإعلان عن عدم تغير التوزيعات وحجمها ٦١ حدثاً، ومجموعة أحداث الإعلان عن نقص التوزيعات وحجمها ٦٠ حدثاً. وقد تم هذا القياس في حالتين منفصلتين لنافذ الحدث:

الحالة الأولى: عندما تكون نافذة الحدث يوماً واحداً هو يوم الإعلان عن التوزيعات أو $t=0$ وتبينها الجداول (١١) و (١٢) و (١٣).

جدول (١١)

متوسطات العوائد الفعلية Rit والعادية ERit والزائدة ARit والتراكمية CARit لعدد ٨٦ حدث إعلان عن زيادة التوزيعات dividend increases في سوق الأسهم السعودي خلال الفترة ٢٠٠٢-٢٠٠٦ (نافذة الحدث: $t=0$).

Day	Rit	ERit	ARit	CARit
-1	-0.0016	0.0005	-0.0021	-0.0021
-2	0.0002	0.0031	-0.0029	-0.0051
-3	-0.0027	0.0017	-0.0045	-0.0074
-4	0.0047	0.0010	0.0038	-0.0007
-5	0.0017	0.0009	0.0008	0.0046
-6	0.0027	0.0028	-0.0001	0.0007
-7	0.0033	0.0009	0.0023	0.0022
-8	0.0050	0.0034	0.0017	0.0040
-9	0.0040	0.0017	0.0023	0.0039
-10	0.0003	0.0009	-0.0006	0.0016
-11	0.0020	0.0025	-0.0005	-0.0011
-12	0.0035	0.0014	0.0021	0.0016
-13	-0.0010	0.0004	-0.0014	0.0007
-14	0.0011	0.0010	0.0001	-0.0013
-15	0.0019	0.0019	0.0000	0.0001
-16	-0.0007	0.0011	-0.0018	-0.0018
-17	0.0016	0.0011	0.0005	-0.0013
-18	0.0008	0.0015	-0.0008	-0.0003
-19	-0.0012	-0.0002	-0.0010	-0.0018
-20	0.0014	0.0013	0.0001	-0.0008
0	-0.0015	0.0009	-0.0024	-0.0022
1	-0.0026	0.0006	-0.0032	-0.0055
2	0.0012	0.0030	-0.0018	-0.0049
3	0.0004	0.0015	-0.0012	-0.0030

Day	Rit	ERit	ARit	CARit
4	0.0011	0.0009	0.0002	-0.0010
5	0.0033	0.0032	0.0001	0.0002
6	-0.0002	0.0003	-0.0006	-0.0005
7	-0.0027	0.0008	-0.0035	-0.0041
8	0.0024	0.0017	0.0007	-0.0029
9	0.0016	-0.0005	0.0022	0.0028
10	0.0017	0.0021	-0.0004	0.0018
11	-0.0017	0.0008	-0.0026	-0.0030
12	-0.0010	0.0007	-0.0016	-0.0042
13	0.0003	0.0021	-0.0018	-0.0034
14	0.0075	0.0041	0.0034	0.0017
15	0.0046	0.0019	0.0028	0.0062
16	0.0032	0.0027	0.0005	0.0033
17	0.0002	0.0018	-0.0016	-0.0011
18	-0.0006	0.0006	-0.0013	-0.0029
19	-0.0044	0.0007	-0.0051	-0.0063
20	0.0017	0.0025	-0.0008	-0.0058

جدول (١٢)

متوسطات العوائد الفعلية Rit والعادية ERit والزائدة ARit والتراكمية CARit لعدد ٦١ حدث إعلان عن عدم تغيير التوزيعات no-change dividend في سوق الأسهم السعودي خلال الفترة ٢٠٠٢-٢٠٠٦ (نافذة الحدث: $t=0$).

Day	Rit	ERit	ARit	CARit
-1	-0.0010	0.0020	-0.0030	-0.0030
-2	0.0023	0.0011	0.0012	-0.0018
-3	0.0014	0.0029	-0.0015	-0.0003
-4	0.0006	0.0012	-0.0005	-0.0020
-5	-0.0021	0.0042	-0.0063	-0.0068
-6	0.0053	0.0011	0.0042	-0.0021
-7	0.0004	0.0019	-0.0016	0.0027

Day	Rit	ERit	ARit	CARit
-8	-0.0004	0.0026	-0.0030	-0.0046
-9	-0.0031	0.0024	-0.0055	-0.0085
-10	0.0017	0.0017	0.0000	-0.0055
-11	-0.0019	0.0019	-0.0038	-0.0038
-12	0.0063	0.0036	0.0026	-0.0012
-13	0.0051	0.0016	0.0036	0.0062
-14	0.0006	0.0000	0.0006	0.0042
-15	-0.0020	0.0001	-0.0021	-0.0014
-16	-0.0004	0.0035	-0.0039	-0.0060
-17	0.0055	0.0040	0.0015	-0.0024
-18	0.0028	-0.0016	0.0045	0.0060
-19	0.0020	-0.0026	0.0046	0.0091
-20	0.0021	0.0034	-0.0013	0.0033
0	0.0098	0.0030	0.0068	0.0055
1	-0.0019	0.0001	-0.0020	0.0048
2	-0.0071	0.0001	-0.0073	-0.0092
3	0.0006	0.0033	-0.0027	-0.0100
4	0.0011	0.0067	-0.0056	-0.0084
5	0.0026	0.0035	-0.0008	-0.0065
6	-0.0022	-0.0005	-0.0017	-0.0026
7	-0.0030	0.0017	-0.0047	-0.0064
8	-0.0009	0.0030	-0.0039	-0.0086
9	0.0011	-0.0001	0.0013	-0.0026
10	0.0011	-0.0015	0.0026	0.0039
11	-0.0005	0.0011	-0.0016	0.0011
12	0.0035	0.0067	-0.0032	-0.0047
13	0.0034	0.0029	0.0005	-0.0026
14	0.0046	0.0049	-0.0003	0.0002
15	-0.0006	0.0022	-0.0028	-0.0031
16	0.0025	0.0060	-0.0035	-0.0063
17	-0.0060	0.0018	-0.0078	-0.0113
18	-0.0103	-0.0021	-0.0082	-0.0160

Day	Rit	ERit	ARit	CARit
19	0.0032	0.0018	0.0015	-0.0068
20	-0.0004	0.0013	-0.0017	-0.0002

جدول (١٣)

متوسطات العوائد الفعلية Rit والعادية ERit والزائدة ARit والتراكمية CARit لعدد ٦٠ حدث إعلان عن نقص التوزيعات dividend decreases في سوق الأسهم السعودي خلال الفترة ٢٠٠٢-٢٠٠٦ (نافذة الحدث: $t=0$).

Day	Rit	ERit	ARit	CARit
-1	0.0072	0.0030	0.0042	0.0042
-2	0.0073	0.0032	0.0041	0.0083
-3	-0.0022	0.0031	-0.0054	-0.0013
-4	0.0049	0.0059	-0.0010	-0.0063
-5	0.0045	0.0014	0.0031	0.0022
-6	-0.0001	0.0002	-0.0004	0.0028
-7	0.0036	0.0031	0.0005	0.0001
-8	0.0030	0.0049	-0.0019	-0.0014
-9	-0.0020	-0.0011	-0.0009	-0.0028
-10	0.0008	0.0007	0.0000	-0.0008
-11	-0.0016	0.0010	-0.0025	-0.0025
-12	0.0033	0.0068	-0.0035	-0.0061
-13	0.0031	0.0027	0.0004	-0.0032
-14	0.0015	0.0012	0.0003	0.0007
-15	-0.0026	0.0003	-0.0028	-0.0025
-16	0.0045	0.0010	0.0035	0.0007
-17	0.0014	-0.0005	0.0018	0.0053
-18	0.0038	0.0004	0.0034	0.0052
-19	-0.0038	-0.0008	-0.0030	0.0004
-20	0.0001	0.0003	-0.0002	-0.0032
0	0.0047	0.0031	0.0016	0.0014

Day	Rit	ERit	ARit	CARit
1	-0.0048	-0.0025	-0.0023	-0.0008
2	-0.0039	-0.0017	-0.0022	-0.0046
3	-0.0033	0.0029	-0.0062	-0.0085
4	-0.0029	0.0011	-0.0040	-0.0103
5	-0.0052	-0.0010	-0.0043	-0.0083
6	-0.0025	0.0017	-0.0042	-0.0085
7	0.0032	0.0036	-0.0004	-0.0046
8	-0.0028	0.0048	-0.0077	-0.0080
9	-0.0014	0.0013	-0.0027	-0.0104
10	0.0072	0.0024	0.0048	0.0021
11	0.0027	0.0015	0.0013	0.0061
12	-0.0004	0.0004	-0.0009	0.0004
13	-0.0014	-0.0021	0.0007	-0.0001
14	0.0013	-0.0003	0.0016	0.0024
15	-0.0032	-0.0003	-0.0029	-0.0013
16	-0.0036	-0.0003	-0.0034	-0.0063
17	-0.0008	-0.0014	0.0006	-0.0028
18	0.0036	0.0028	0.0009	0.0015
19	0.0020	0.0011	0.0009	0.0018
20	-0.0021	-0.0013	-0.0008	0.0001

الحالة الثانية: عندما تكون نافذة الحدث ٢١ يوماً أو $t-10$ to $t+10$ ، وتبينها
الجدول (١٤) و (١٥) و (١٦).

جدول (١٤)

متوسطات العوائد الفعلية Rit والعادية ERit والزائدة ARit والتراكمية CARit
لعدد ٨٦ حدث إعلان عن زيادة التوزيعات dividend increases في سوق
الأسهم السعودي خلال الفترة ٢٠٠٢-٢٠٠٦ (نافذة الحدث: $t-10$ to $t=10$).

Day	Rit	ERit	ARit	CARit
-1	-0.0016	0.0005	-0.0021	-0.0021
-2	0.0002	0.0031	-0.0029	-0.0051
-3	-0.0027	0.0017	-0.0045	-0.0074
-4	0.0047	0.0010	0.0038	-0.0007
-5	0.0017	0.0009	0.0008	0.0046
-6	0.0027	0.0028	-0.0001	0.0007
-7	0.0033	0.0009	0.0023	0.0022
-8	0.0050	0.0034	0.0017	0.0040
-9	0.0040	0.0017	0.0023	0.0039
-10	0.0003	0.0009	-0.0006	0.0016
-11 to +10	0.0007	0.0013	-0.0006	-0.0012
11	-0.0017	0.0008	-0.0026	-0.0030
12	-0.0010	0.0007	-0.0016	-0.0042
13	0.0003	0.0021	-0.0018	-0.0034
14	0.0075	0.0041	0.0034	0.0017
15	0.0046	0.0019	0.0028	0.0062
16	0.0032	0.0027	0.0005	0.0033
17	0.0002	0.0018	-0.0016	-0.0011
18	-0.0006	0.0006	-0.0013	-0.0029
19	-0.0044	0.0007	-0.0051	-0.0063
20	0.0017	0.0025	-0.0008	-0.0058

جدول (١٥)

متوسطات العوائد الفعلية Rit والعادية ERit والزائدة ARit والتراكمية CARit لعدد ٦١ حدث إعلان عن عدم تغيير التوزيعات no-change dividend في سوق الأسهم السعودي خلال الفترة ٢٠٠٢ - ٢٠٠٦ (نافذة الحدث: t=-10 to t=10).

Day	Rit	ERit	ARit	CARit
-1	-0.0010	0.0020	-0.0030	-0.0030
-2	0.0023	0.0011	0.0012	-0.0018
-3	0.0014	0.0029	-0.0015	-0.0003
-4	0.0006	0.0012	-0.0005	-0.0020
-5	-0.0021	0.0042	-0.0063	-0.0068
-6	0.0053	0.0011	0.0042	-0.0021
-7	0.0004	0.0019	-0.0016	0.0027
-8	-0.0004	0.0026	-0.0030	-0.0046
-9	-0.0031	0.0024	-0.0055	-0.0085
-10	0.0017	0.0017	0.0000	-0.0055
-11 to +10	0.0010	0.0016	-0.0006	-0.0012
11	-0.0005	0.0011	-0.0016	0.0011
12	0.0035	0.0067	-0.0032	-0.0047
13	0.0034	0.0029	0.0005	-0.0026
14	0.0046	0.0049	-0.0003	0.0002
15	-0.0006	0.0022	-0.0028	-0.0031
16	0.0025	0.0060	-0.0035	-0.0063
17	-0.0060	0.0018	-0.0078	-0.0113
18	-0.0103	-0.0021	-0.0082	-0.0160
19	0.0032	0.0018	0.0015	-0.0068
20	-0.0004	0.0013	-0.0017	-0.0002

جدول (١٦)

متوسطات العوائد الفعلية Rit والعادية ERit والزائدة ARit والتراكمية CARit لعدد ٦٠ حدث إعلان عن نقص التوزيعات dividend decreases في سوق الأسهم السعودي خلال الفترة ٢٠٠٢-٢٠٠٦ (نافذة الحدث: t=-10 to t=10).

Day	Rit	ERit	ARit	CARit
-1	0.0072	0.0030	0.0042	0.0042
-2	0.0073	0.0032	0.0041	0.0083
-3	-0.0022	0.0031	-0.0054	-0.0013
-4	0.0049	0.0059	-0.0010	-0.0063
-5	0.0045	0.0014	0.0031	0.0022
-6	-0.0001	0.0002	-0.0004	0.0028
-7	0.0036	0.0031	0.0005	0.0001
-8	0.0030	0.0049	-0.0019	-0.0014
-9	-0.0020	-0.0011	-0.0009	-0.0028
-10	0.0008	0.0007	0.0000	-0.0008
-11 to +10	-0.0001	0.0014	-0.0014	-0.0031
11	0.0027	0.0015	0.0013	0.0061
12	-0.0004	0.0004	-0.0009	0.0004
13	-0.0014	-0.0021	0.0007	-0.0001
14	0.0013	-0.0003	0.0016	0.0024
15	-0.0032	-0.0003	-0.0029	-0.0013
16	-0.0036	-0.0003	-0.0034	-0.0063
17	-0.0008	-0.0014	0.0006	-0.0028
18	0.0036	0.0028	0.0009	0.0015
19	0.0020	0.0011	0.0009	0.0018
20	-0.0021	-0.0013	-0.0008	0.0001

(٣-٨) اختبار الفروض

تساءلنا عند وضع فروض الدراسة: ما هو تأثير حدث الإعلان عن التوزيعات على سعر السهم، وبالتالي على عائد السهم، في سوق الأسهم السعودي خلال نافذة (فترة) الحدث؟. وما هو اتجاه استجابة سعر السهم لحدث

الإعلان عن التوزيعات عندما يكون الإعلان بزيادة التوزيعات وعندما يكون
الإعلان بعدم تغير التوزيعات وعندما يكون الإعلان بنقص التوزيعات؟
أما وقد وضعنا فروضاً ثلاثة، فإننا نقوم باختبارها عن طريق مقارنة
متوسطات العوائد الزائدة ومتوسطات العوائد الزائدة التراكمية في نافذة الحدث
بمثيلاتها في فترة المقارنة. وحيث إنه يوجد لدينا ثلاث مجموعات لأحداث الإعلان
عن التوزيعات: المجموعة الأولى وتشمل أحداث الإعلان عن زيادة التوزيعات،
والمجموعة الثانية وتشمل أحداث الإعلان عن عدم تغير التوزيعات، والمجموعة
الثالثة وتشمل أحداث الإعلان عن نقص التوزيعات، فإننا سنقوم بمقارنة
متوسطات العوائد الزائدة ومتوسطات العوائد الزائدة التراكمية في نافذة الحدث
بمثيلاتها في فترة المقارنة في كل مجموعة من هذه المجموعات في ظل حالتين
منفصلتين لنوافذ الحدث. الحالة الأولى عندما تكون نافذة الحدث يوماً واحداً هو
يوم أو تاريخ الحدث وهو اليوم $t=0$ والحالة الثانية عندما تكون نافذة الحدث ٢١
يوماً وهي الفترة $t=-10$ to $t=10$.

ولما كانت العينة التي اخترناها لدراسة الحدث في سوق الأسهم السعودي
كبيرة، حيث بلغت ٤٨ شركة أجرت ٨٦ حدث إعلان عن زيادة التوزيعات و
٦١ حدث إعلان عن عدم تغير التوزيعات و ٦٠ حدث إعلان عن نقص
التوزيعات، فإن متوسطات العوائد الزائدة اليومية والتراكمية تتبع توزيعاً طبيعياً
وفق مبدأ نظرية النهاية المركزية Central Limit Theorem في حالة العينات
الكبيرة، Anderson, Sweeny, Williams (١٩٩٠)، Vermaelen (١٩٨١).
وحيث إننا نختبر معلمة واحدة من معالم المجتمع فإن اختبار t -test هو الأسلوب
الملائم لإجراء هذا الاختبار. حيث نستخدم المعادلة (٩) لاختبار ما إذا كانت
متوسطات العوائد الزائدة في يوم (نافذة) الحدث ARit تختلف إحصائياً عن
الصفري.

$$t \text{ ARit} = \text{ARit} / \sigma (\text{ARit}) \quad (9)$$

حيث: σ (ARit) الانحراف المعياري للعينة في فترة المقارنة comparison period.

وكذلك نستخدم المعادلة (١٠) لاختبار ما إذا كانت العوائد الزائدة التراكمية في يوم (نافذة) الحدث CARit تختلف إحصائياً عن الصفر.

$$t \text{ CARit} = \text{CARit} / \sigma \text{ (CARit)} \quad (10)$$

حيث: σ (CARit) الانحراف المعياري للعينة في فترة المقارنة comparison period.

(٣-٨-١) اختبار الفرض الأول

يقول فرض العدم الأول Ho1: لا يؤدي حدث الإعلان عن زيادة التوزيعات إلى تحقيق عوائد غير عادية في سوق الأسهم السعودي، أي أن العوائد غير العادية تساوي صفراً. ولاختبار هذا الفرض نقوم بتطبيق اختبار t-test على بيانات جدول (١١) التي تمثل العوائد الزائدة، أو غير العادية ARit، والعوائد الزائدة التراكمية CARit لعدد ٨٦ حدث إعلان عن زيادة التوزيعات في حالة ما تكون نافذة الحدث يوماً واحداً هو تاريخ الحدث $t=0$ ، وكذلك تطبيق اختبار t-test على بيانات جدول (١٤) التي تمثل العوائد الزائدة، أو غير العادية ARit، والعوائد الزائدة التراكمية CARit للعدد نفسه من أحداث الإعلان عن زيادة التوزيعات في حالة ما تكون نافذة الحدث ٢١ يوماً $t = -10$ to $+10$. وقد نتج عن تطبيق اختبار t-test النتائج المبينة في جدول (١٧) و جدول (١٨) على الترتيب.

(٣-٨-٢) اختبار الفرض الثاني

يقول فرض العدم الثاني Ho2: لا يؤدي حدث الإعلان عن عدم تغير التوزيعات إلى تحقيق عوائد غير عادية في سوق الأسهم السعودي، أي أن العوائد غير العادية تساوي صفراً. ولاختبار هذا الفرض نقوم بتطبيق اختبار t-test على بيانات جدول (١٢) التي تمثل العوائد الزائدة، أو غير العادية ARit، والعوائد الزائدة التراكمية CARit لعدد ٦١ حدث إعلان عن عدم تغير التوزيعات في حالة ما تكون نافذة الحدث يوماً واحداً هو تاريخ الحدث $t=0$ ، وبالمثل تطبيق اختبار t-

test على بيانات جدول (١٥) التي تمثل العوائد الزائدة، أو غير العادية ARit،
والعوائد الزائدة التراكمية CARit للعدد نفسه من أحداث الإعلان عن عدم تغير
التوزيعات في حالة ما تكون نافذة الحدث ٢١ يوماً $t=-10$ to $+10$. وقد نتج عن
تطبيق اختبار t-test النتائج المبينة في جدول (١٩) و جدول (٢٠) على الترتيب.
(٣-٨-٣) اختبار الفرض الثالث

يقول فرض العدم الثالث H_03 : لا يؤدي حدث الإعلان عن نقص
التوزيعات إلى تحقيق عوائد غير عادية في سوق الأسهم السعودي، أي أن العوائد
غير العادية تساوي صفراً. ولاختبار هذا الفرض نقوم بتطبيق اختبار t-test على
بيانات جدول (١٣) التي تمثل العوائد الزائدة، أو غير العادية ARit، والعوائد
الزائدة التراكمية CARit لعدد ٦٠ حدث إعلان عن نقص التوزيعات في حالة ما
تكون نافذة الحدث يوماً واحداً هو تاريخ الحدث $t=0$ وبالمثل تطبيق اختبار t-test
على بيانات جدول (١٦) التي تمثل العوائد الزائدة، أو غير العادية ARit،
والعوائد الزائدة التراكمية CARit للعدد نفسه من أحداث الإعلان عن نقص
التوزيعات في حالة ما تكون نافذة الحدث ٢١ يوماً $t=-10$ to $+10$. وقد نتج عن
تطبيق اختبار t-test النتائج المبينة في جدول (٢١) و جدول (٢٢) على الترتيب.
جدول (١٧)

نتائج تطبيق اختبار t-test على متوسطات العوائد الزائدة ARit والتراكمية
CARit لعدد ٨٦ حدث إعلان عن زيادة التوزيعات dividend increases في
سوق الأسهم السعودي خلال الفترة ٢٠٠٢-٢٠٠٦ (نافذة الحدث: $t=0$).

Day	σ ARit	t-test ARit	σ CARit	t-test CARit
-1	0.0125	0.9453	0.0125	0.9781
-2	0.0147	0.8746	0.0187	0.4986
-3	0.0199	0.6317	0.0217	0.3165
-4	0.0196	0.1135	0.0254	0.7773
-5	0.0192	0.3841	0.0287	0.1443
-6	0.0231	0.6061	0.0223	0.4950

-7	0.0180	0.2600	0.0303	0.4023
-8	0.0198	0.3001	0.0257	0.2278
-9	0.0240	0.3236	0.0317	0.2968
-10	0.0189	0.6554	0.0327	0.5090
-11	0.0207	0.6812	0.0320	0.8484
-12	0.0147	0.2742	0.0271	0.5084
-13	0.0234	0.8171	0.0303	0.6068
-14	0.0197	0.5338	0.0344	0.8614
-15	0.0217	0.5448	0.0282	0.6169
-16	0.0181	0.8949	0.0319	0.9347
-17	0.0242	0.4968	0.0306	0.8555
-18	0.0257	0.7261	0.0243	0.6762
-19	0.0243	0.7469	0.0386	0.9351
-20	0.0179	0.5130	0.0274	0.7469
0	0.0315	0.5682	0.0372	0.4938
1	0.0205	0.8264	0.0413	0.2397
2	0.0242	0.8737	0.0378	0.5819
3	0.0181	0.7003	0.0360	0.8712
4	0.0185	0.5099	0.0236	0.7520
5	0.0178	0.5225	0.0233	0.5705
6	0.0238	0.6906	0.0319	0.7424
7	0.0205	0.7492	0.0319	0.7183
8	0.0169	0.4521	0.0299	0.8990
9	0.0217	0.2898	0.0298	0.3622
10	0.0141	0.6087	0.0288	0.4809
11	0.0164	0.9512	0.0238	0.8808
12	0.0212	0.8658	0.0306	0.7136
13	0.0220	0.8713	0.0325	0.8266
14	0.0213	0.1299	0.0364	0.4375
15	0.0265	0.1914	0.0399	0.1012
16	0.0269	0.5473	0.0434	0.3505
17	0.0227	0.8609	0.0416	0.8545
18	0.0267	0.7964	0.0328	0.8962

كفاءة السوق شبه القوية Semistrong-form EMH: دراسة حدث الإعلان عن التوزيعات في
سوق الأسهم السعودي د. سعيد عبد العال الإمام

19	0.0195	0.4365	0.0363	0.3908
20	0.0267	0.7173	0.0388	0.4938

جدول (١٨)

نتائج تطبيق اختبار t-test على متوسطات العوائد الزائدة ARit والتراكمية CARit لعدد ٨٦ حدث إعلان عن زيادة التوزيعات dividend increases في سوق الأسهم السعودي خلال الفترة ٢٠٠٢-٢٠٠٦ (نافذة الحدث: t=-10 to t=10).

Day	σ ARit	t-test ARit	σ CARit	t-test CARit
-1	0.0125	0.3079	0.0125	0.6210
-2	0.0147	0.1570	0.0187	0.0928
-3	0.0199	0.1118	0.0217	0.0328
-4	0.0196	0.0449	0.0254	0.8817
-5	0.0192	0.5249	0.0287	0.0817
-6	0.0231	0.8499	0.0223	0.4967
-7	0.0180	0.1842	0.0303	0.3577
-8	0.0198	0.3161	0.0257	0.1140
-9	0.0240	0.2959	0.0317	0.1733
-10	0.0189	0.9875	0.0327	0.4582
-11 to +10	0.0059	0.7421	0.0116	0.3044
11	0.0164	0.2460	0.0238	0.4721
12	0.0212	0.6067	0.0306	0.3013
13	0.0220	0.6050	0.0325	0.4576
14	0.0213	0.0610	0.0364	0.4163
15	0.0265	0.2109	0.0399	0.0589
16	0.0269	0.6866	0.0434	0.3009
17	0.0227	0.6658	0.0416	0.9780
18	0.0267	0.8308	0.0328	0.6578
19	0.0195	0.0507	0.0363	0.2428
20	0.0267	0.9551	0.0388	0.3044

جدول (١٩)

نتائج تطبيق اختبار t-test على متوسطات العوائد الزائدة ARit والتراكمية CARit لعدد ٦١ حدث إعلان عن عدم تغير التوزيعات no-change dividend في سوق الأسهم السعودي خلال الفترة ٢٠٠٢-٢٠٠٦ (نافذة الحدث: t=0).

Day	σ ARit	t-test ARit	σ CARit	t-test CARit
-1	0.0216	0.0883	0.0216	0.2521
-2	0.0247	0.3303	0.0323	0.3520
-3	0.0156	0.1289	0.0332	0.4345
-4	0.0186	0.1720	0.0226	0.2396
-5	0.0270	0.0314	0.0339	0.0968
-6	0.0271	0.6936	0.0367	0.3845
-7	0.0230	0.1052	0.0323	0.7215
-8	0.0195	0.0840	0.0302	0.1675
-9	0.0240	0.0244	0.0311	0.0741
-10	0.0226	0.2374	0.0365	0.1867
-11	0.0256	0.0768	0.0371	0.2635
-12	0.0280	0.4999	0.0454	0.4575
-13	0.0273	0.6216	0.0433	0.9365
-14	0.0321	0.3170	0.0392	0.8858
-15	0.0291	0.1429	0.0499	0.4692
-16	0.0265	0.0847	0.0429	0.2081
-17	0.0251	0.3284	0.0322	0.3128
-18	0.0284	0.6900	0.0438	0.9508
-19	0.0264	0.7264	0.0480	0.6893
-20	0.0273	0.1565	0.0368	0.7264
0	0.0384	0.0853	0.0501	0.5019
1	0.0319	0.0829	0.0590	0.8929
2	0.0207	0.0143	0.0345	0.0252
3	0.0282	0.0821	0.0333	0.0303
4	0.0263	0.0432	0.0392	0.0626
5	0.0270	0.1893	0.0438	0.1463
6	0.0229	0.1178	0.0379	0.2783

7	0.0253	0.0554	0.0397	0.1248
8	0.0223	0.0582	0.0362	0.0634
9	0.0206	0.3276	0.0288	0.2530
10	0.0237	0.4507	0.0375	0.8420
11	0.0226	0.1181	0.0373	0.5804
12	0.0237	0.0818	0.0347	0.2054
13	0.0210	0.2649	0.0362	0.3326
14	0.0211	0.1723	0.0287	0.4731
15	0.0310	0.1434	0.0356	0.2422
16	0.0292	0.0483	0.0414	0.1226
17	0.0226	0.0095	0.0393	0.0275
18	0.0270	0.0074	0.0440	0.0131
19	0.0275	0.3679	0.0432	0.1401
20	0.0279	0.1956	0.0426	0.5019

جدول (٢٠)

نتائج تطبيق اختبار t-test على متوسطات العوائد الزائدة ARit والتراكمية CARit لعدد ٦١ حدث إعلان عن عدم تغير التوزيعات no-change dividend في سوق الأسهم السعودي خلال الفترة ٢٠٠٢-٢٠٠٦ (نافذة الحدث: $t=-10$ to $t=10$).

Day	σ ARit	t-test ARit	σ CARit	t-test CARit
-1	0.0216	0.4342	0.0216	0.6294
-2	0.0247	0.5910	0.0323	0.8999
-3	0.0156	0.6798	0.0332	0.8346
-4	0.0186	0.9836	0.0226	0.8283
-5	0.0270	0.1025	0.0339	0.2208
-6	0.0271	0.2067	0.0367	0.8708
-7	0.0230	0.7378	0.0323	0.3967
-8	0.0195	0.3863	0.0302	0.4378
-9	0.0240	0.1275	0.0311	0.1086
-10	0.0226	0.8580	0.0365	0.3865
-11 to +10	0.0083	0.1241	0.0161	0.8452
11	0.0226	0.7162	0.0373	0.5853

12	0.0237	0.4153	0.0347	0.4328
13	0.0210	0.6835	0.0362	0.7666
14	0.0211	0.9254	0.0287	0.6950
15	0.0310	0.5749	0.0356	0.6991
16	0.0292	0.4282	0.0414	0.3470
17	0.0226	0.0107	0.0393	0.0395
18	0.0270	0.0278	0.0440	0.0085
19	0.0275	0.5554	0.0432	0.3052
20	0.0279	0.7452	0.0426	0.8452

جدول (٢١)

نتائج تطبيق اختبار t-test على متوسطات العوائد الزائدة ARit والتراكمية CARit لعدد ٦٠ حدث إعلان عن نقص التوزيعات dividend decreases في سوق الأسهم السعودي خلال الفترة ٢٠٠٢-٢٠٠٦ (نافذة الحدث: t=0).

Day	ARit σ	ARit t-test	CARit σ	CARit t-test
-1	0.0230	-0.6052	0.0230	0.6098
-2	0.0239	0.6026	0.0302	0.2091
-3	0.0173	0.1349	0.0313	0.6374
-4	0.0222	0.6222	0.0224	0.1381
-5	0.0194	0.7784	0.0325	0.9058
-6	0.0165	0.7051	0.0219	0.8285
-7	0.0220	0.8081	0.0259	0.8223
-8	0.0207	0.5112	0.0260	0.6133
-9	0.0180	0.5897	0.0277	0.4790
-10	0.0166	0.7475	0.0230	0.6596
-11	0.0181	0.4132	0.0255	0.4787
-12	0.0192	0.2724	0.0267	0.1788
-13	0.0205	0.7835	0.0335	0.4302
-14	0.0181	0.8156	0.0265	0.9065
-15	0.0179	0.3329	0.0272	0.5277
-16	0.0257	0.7366	0.0346	0.9100
-17	0.0207	0.9642	0.0354	0.5270
-18	0.0213	0.7488	0.0301	0.5394

كفاءة السوق شبه القوية Semistrong-form EMH: دراسة حدث الإعلان عن التوزيعات في

د. سعيد عبد العال الإمام

سوق الأسهم السعودي

-19	0.0169	0.3763	0.0268	0.8805
-20	0.0173	0.7185	0.0261	0.3763
0	0.0340	0.5865	0.0385	0.8592
1	0.0216	0.4097	0.0437	0.5915
2	0.0202	0.4527	0.0328	0.3714
3	0.0145	0.1174	0.0241	0.1104
4	0.0158	0.2237	0.0227	0.0351
5	0.0196	0.2848	0.0227	0.1087
6	0.0249	0.3396	0.0364	0.2131
7	0.0194	0.7052	0.0248	0.3711
8	0.0193	0.0563	0.0260	0.1039
9	0.0155	0.3699	0.0240	0.0295
10	0.0235	0.5278	0.0279	0.9014
11	0.0228	0.9541	0.0341	0.4506
12	0.0231	0.5946	0.0330	0.8683
13	0.0191	0.8548	0.0340	0.7868
14	0.0191	0.9898	0.0296	0.8568
15	0.0142	0.2973	0.0245	0.6018
16	0.0209	0.3345	0.0197	0.1318
17	0.0227	0.8554	0.0231	0.4888
18	0.0146	0.8826	0.0294	0.9877
19	0.0196	0.8994	0.0237	0.9478
20	0.0196	0.6581	0.0324	0.8592

جدول (٢٢)

نتائج تطبيق اختبار t-test على متوسطات العوائد الزائدة ARit والتراكمية CARit لعدد ٦٠ حدث إعلان عن نقص التوزيعات dividend decreases في سوق الأسهم السعودي خلال الفترة ٢٠٠٢-٢٠٠٦ (نافذة الحدث: t=-10 to t=10).

Day	σ ARit	t-test ARit	σ CARit	t-test CARit
-1	0.0230	0.0818	0.0230	0.0423

-2	0.0239	0.0598	0.0302	0.0054
-3	0.0173	0.0797	0.0313	0.6252
-4	0.0222	0.8584	0.0224	0.2074
-5	0.0194	0.0839	0.0325	0.2028
-6	0.0165	0.6315	0.0219	0.0665
-7	0.0220	0.5244	0.0259	0.3867
-8	0.0207	0.8766	0.0260	0.6427
-9	0.0180	0.8102	0.0277	0.9216
-10	0.0166	0.4815	0.0230	0.4209
-11 to +10	0.0056	0.0694	0.0111	0.4787
11	0.0228	0.3458	0.0341	0.0351
12	0.0231	0.8529	0.0330	0.4348
13	0.0191	0.4014	0.0340	0.5375
14	0.0191	0.2412	0.0296	0.1929
15	0.0142	0.4374	0.0245	0.5850
16	0.0209	0.4978	0.0197	0.2731
17	0.0227	0.5113	0.0231	0.9205
18	0.0146	0.2632	0.0294	0.2807
19	0.0196	0.3772	0.0237	0.1647
20	0.0196	0.8183	0.0324	0.4787

(٤) نتائج الدراسة

يتناول هذا البحث دراسة الكفاءة شبه القوية لسوق الأسهم السعودي من خلال دراسة حدث الإعلان عن التوزيعات لعينة من الشركات المسجلة في هذا السوق خلال الفترة ٢٠٠٢ - ٢٠٠٦. وقد قسمنا أحداث الإعلان عن التوزيعات التي أجرتها شركات عينة الدراسة والتي بلغت ٢٠٧ حدثاً إلى ثلاث مجموعات:

المجموعة الأولى وتشمل أحداث الإعلان عن زيادة التوزيعات، وهي الأحداث التي تعلن الشركة في كل حدث منها عن توزيعات للسهم أكبر من التوزيعات التي أعلنت عنها في المرة السابقة، وقد بلغت ٨٦ حدثاً.

المجموعة الثانية: تشمل أحداث الإعلان عن عدم تغيير التوزيعات، وهي الأحداث التي تعلن الشركة في كل حدث منها عن توزيعات للسهم تساوي التوزيعات التي أعلنت عنها في المرة السابقة وقد بلغت ٦١ حدثاً.

المجموعة الثالثة: تشمل أحداث الإعلان عن نقص التوزيعات، وهي الأحداث التي تعلن الشركة في كل حدث منها عن توزيعات للسهم أقل من التوزيعات التي أعلنت عنها في المرة السابقة وقد بلغت ٦٠ حدثاً. فما هو تأثير حدث الإعلان عن التوزيعات على سعر السهم، وبالتالي على عائد السهم، في سوق الأسهم السعودي خلال نافذة (فترة) الحدث؟ وما هو اتجاه استجابة سعر السهم لحدث الإعلان عن التوزيعات عندما يكون الإعلان بزيادة التوزيعات، وعندما يكون الإعلان بعدم تغيير التوزيعات، وعندما يكون الإعلان بنقص التوزيعات؟ نعلم أنه وفقاً لفرض كفاءة السوق شبه القوية semistrong-form EMH يعكس سعر السهم كافة المعلومات التاريخية والمعلومات العامة في السوق، وهو ما لا يدع فرصة لأي مستثمر أن يحقق أرباحاً غير عادية على حساب باقي المستثمرين. بمعنى آخر، فإنه وفقاً لفرض كفاءة السوق شبه القوية لن يؤثر حدث الإعلان عن التوزيعات على سعر السهم، وبالتالي على عائد السهم، في السوق. وفي ظل فرض العدم H_0 حيث لا يكون لحدث الإعلان عن التوزيعات أثر على سلوك العوائد (المتوسط أو التباين) يمكن استخدام الخصائص التوزيعية للعوائد غير العادية للحصول على استدلال عام خلال فترة الحدث. وعلى هذا الأساس فقد وضعنا فرضاً عاماً (فرض العدم) يقول: لا يؤثر حدث الإعلان عن التوزيعات $dividend\ announcements$ على عائد السهم في سوق الأسهم السعودي، أي أن العوائد غير العادية التي تحققها الأسهم في نافذة (فترة) الحدث تساوي صفراً، أو تقترب من الصفر. وقد اشتق من هذا الفرض العام ثلاثة فروض هي:

فرض العدم الأول H_01 : لا يؤدي حدث الإعلان عن زيادة التوزيعات إلى تحقيق عوائد غير عادية في سوق الأسهم السعودي، أي أن العوائد غير العادية تساوي صفراً.

فرض العدم الثاني Ho2: لا يؤدي حدث الإعلان عن عدم تغير التوزيعات إلى تحقيق عوائد غير عادية في سوق الأسهم السعودي، أي أن العوائد غير العادية تساوي صفراً.

فرض العدم الثالث Ho3: لا يؤدي حدث الإعلان عن نقص التوزيعات إلى تحقيق عوائد غير عادية في سوق الأسهم السعودي، أي أن العوائد غير العادية تساوي صفراً.

قمنا بتطبيق منهج دراسات الحدث على الإعلان عن التوزيعات في سوق الأسهم السعودي من خلال دراستنا لعينة من الشركات المسجلة في هذا السوق خلال الفترة ٢٠٠٢-٢٠٠٦. ويتطبيق المعادلات (١)، (٢)، (٣)، (٤)، (٥)، (٦)، (٧)، (٨) على بيانات عدد ٢٠٧ حدث إعلان عن التوزيعات أجرتها ٤٨ شركة مسجلة في سوق الأسهم السعودي (جدول ١) خلال الفترة ٢٠٠٢-٢٠٠٦ (جدول ٢)، تمكنا من قياس متوسطات العوائد الفعلية والعوائد المتوقعة والعوائد الزائدة والعوائد التراكمية وحساب متوسطاتها خلال فترة الحدث، التي حددناها بفترة ٤١ يوماً وذلك لكل مجموعات أحداث الإعلان عن التوزيعات الثلاث: مجموعة أحداث الإعلان عن زيادة التوزيعات وحجمها (٨٦ حدثاً)، ومجموعة أحداث الإعلان عن عدم تغير التوزيعات وحجمها (٦١ حدثاً) ومجموعة أحداث الإعلان عن نقص التوزيعات وحجمها (٦٠ حدثاً). وقد تم هذا القياس في حالتين منفصلتين لنافذ الحدث:

الحالة الأولى: عندما تكون نافذة الحدث يوماً واحداً هو يوم الإعلان عن التوزيعات $t=0$ وتبينها الجداول (١١) و (١٢) و (١٣).

الحالة الثانية: عندما تكون نافذة الحدث ٢١ يوماً أو $t=-10$ to $t+10$ ، وتبينها الجداول (١٤) و (١٥) و (١٦).

وباختبار الفروض الثلاثة كانت نتائج الاختبار كما يلي:
(٤-١) نتائج اختبار الفرض الأول

يقول فرض العدم الأول H_01 : لا يؤدي حدث الإعلان عن زيادة التوزيعات إلى تحقيق عوائد غير عادية في سوق الأسهم السعودي، أي أن العوائد الزائدة، غير العادية ARit، والعوائد الزائدة التراكمية CARit في محيط الإعلان عن زيادة التوزيعات تساوي صفراً، أو تقترب من الصفر. ولاختبار هذا الفرض قمنا بتطبيق اختبار t-test على بيانات جدول (١١) التي تمثل العوائد الزائدة، غير العادية ARit، والعوائد الزائدة التراكمية لعدد ٨٦ حدث إعلان عن زيادة التوزيعات في حالة ما تكون نافذة الحدث يوماً واحداً هو تاريخ الحدث $t=0$ ، وكذلك قمنا بتطبيق اختبار t-test على بيانات جدول (١٤) التي تمثل العوائد الزائدة، غير العادية ARit والعوائد الزائدة التراكمية لمجموعة الأحداث نفسها في حالة ما تكون نافذة الحدث ٢١ يوماً $t=-10$ to $+10$. وقد نتج عن تطبيق اختبار t-test في الحالتين النتائج المبينة في جدول (١٧) و جدول (١٨) على الترتيب.

ففي جدول (١١) نجد أن متوسطات العوائد الفعلية Rit والعادية ERit والزائدة ARit والتراكمية CARit لعدد ٨٦ حدث إعلان عن زيادة التوزيعات، في حالة ما تكون نافذة الحدث يوماً واحداً هو تاريخ الحدث $t=0$ ، تساوي -0.0015 و 0.0009 و -0.0024 و -0.0022 على الترتيب. ونجد أن هذه المتوسطات في فترة المقارنة، التي تبلغ ٤٠ يوماً، تساوي قيمة تقع بين (-0.0044 و 0.0075) و (-0.0005 و 0.0041) و (-0.0051 و 0.0038) و (-0.0074 و 0.0062) على الترتيب. وهو ما يدل على أن قيم متوسطات العوائد في تاريخ الحدث تقع بين قيم الحد الأدنى والحد الأعلى لمثيلاتها في فترة المقارنة. وفي جدول (١٤) نجد أن متوسطات العوائد الفعلية Rit والعادية ERit والزائدة ARit والتراكمية CARit للمجموعة نفسها من الأحداث لكن في حالة ما تكون نافذة الحدث ٢١ يوماً $t=-10$ to $t=10$ هي 0.0007 و 0.0013 و -0.0006 و -0.0012 على الترتيب. كما أن هذه المتوسطات في فترة المقارنة، التي تبلغ ٢٠ يوماً، تساوي قيمة تقع بين (-0.0052 و 0.0073) و (-0.0025 و 0.0068) و (-0.0077 و 0.0048) و (-0.0104 و

و0.0083) على الترتيب ، وهو ما يدل أيضاً في هذه الحالة على أن قيم متوسطات العوائد في تاريخ الحدث تقع بين قيم الحد الأدنى والحد الأعلى لمثيلاتها في فترة المقارنة. وبإجراء المقارنة بين متوسطات العوائد في تاريخ الحدث ومثيلاتها في فترة المقارنة نستنتج أنه لا يتوقع أن تكون هناك فروق جوهرية بينهما. وبالفعل ، يبين جدول (١٧) الانحراف المعياري ونتائج تطبيق اختبار t-test لمتوسطات العوائد الزائدة ARit والتراكمية CARit لمجموعة الأحداث التي تتكون من ٨٦ حدث إعلان عن زيادة التوزيعات في حالة ما تكون نافذة الحدث يوماً واحداً هو تاريخ الحدث $t=0$. إذ يوضح الجدول أن قيمتي الانحراف المعياري للعوائد الزائدة والعوائد التراكمية هما 0.0315 و 0.0372 على الترتيب وأن قيمتي الإحصاء t للعوائد الزائدة والعوائد التراكمية هما 0.5682 و 0.4938 على الترتيب. كما يبين جدول (١٨) الانحراف المعياري ونتائج تطبيق اختبار t-test لمتوسطات العوائد الزائدة ARit والتراكمية CARit لمجموعة الأحداث نفسها في حالة ما تكون نافذة الحدث ٢١ يوماً $t=-10$ to $t=10$. إذ يوضح الجدول أن قيمتي الانحراف المعياري للعوائد الزائدة والعوائد التراكمية هما 0.0059 و 0.0116 على الترتيب ، وأن قيمتي الإحصاء t للعوائد الزائدة والعوائد التراكمية هما 0.7421 و 0.3044 على الترتيب.

وبمقارنة قيمتي الإحصاء t لكل من متوسط العوائد الزائدة (0.5682) ومتوسط العوائد التراكمية (0.4938) في حالة ما تكون نافذة الحدث يوماً واحداً هو تاريخ الحدث $t=0$ ، وقيمتي الإحصاء t لكل من متوسط العوائد الزائدة (0.7421) ومتوسط العوائد التراكمية (0.3044) في حالة ما تكون نافذة الحدث ٢١ يوماً ، بقيمة t الجدولية عند درجات حرية (٨٦ - ٢ = ٨٤) وعند أي مستوى من مستويات المعنوية ، مثلاً (٠,١٠ و ٠,٠١) والتي تتراوح بين (٢,٣٩٠ - ٢,٣٥٨) عند مستوى معنوية ٠,٠١ و تتراوح بين (١,٢٩٦ - ١,٢٨٩) عند مستوى معنوية ٠,١٠ نجد أن قيمتي الإحصاء t أقل من قيمتي t الجدولية. أي أنه لا توجد فروق معنوية بين متوسطات العوائد الزائدة والعوائد التراكمية في نافذة

الحدث ومثيلاتها في فترة المقارنة. وهو ما يعني قبول فرض العدم الأول H_01 الذي يقول إنه لا يؤدي حدث الإعلان عن زيادة التوزيعات إلى تحقيق عوائد غير عادية في سوق الأسهم السعودي، أي أن العوائد غير العادية تساوي صفراً، أو تقترب من الصفر. وهي كذلك بالفعل، إذ إن قيمتي متوسطي العوائد الزائدة والعوائد الزائدة التراكمية يبلغان (-0.0024) و (-0.0022) على الترتيب عندما تكون نافذة الحدث هي تاريخ الحدث $t=0$ ويبلغان (-0.0006) و (-0.0012) على الترتيب عندما تكون نافذة الحدث $t=21$.

(٤-٢) نتائج اختبار الفرض الثاني

يقول فرض العدم الثاني H_02 : لا يؤدي حدث الإعلان عن عدم تغير التوزيعات إلى تحقيق عوائد غير عادية في سوق الأسهم السعودي، أي أن العوائد الزائدة، غير العادية $ARit$ ، والعوائد الزائدة التراكمية $CARit$ في محيط الإعلان عن عدم تغير التوزيعات تساوي صفراً، أو تقترب من الصفر. ولاختبار هذا الفرض قمنا بتطبيق اختبار t -test على بيانات جدول (١٢) التي تمثل العوائد الزائدة، غير العادية $ARit$ ، والعوائد الزائدة التراكمية $CARit$ لعدد ٦١ حدث إعلان عن عدم تغير التوزيعات في حالة ما تكون نافذة الحدث يوماً واحداً هو تاريخ الحدث $t=0$ ، وبالمثل قمنا بتطبيق اختبار t -test على بيانات جدول (١٥) التي تمثل العوائد الزائدة، غير العادية $ARit$ والعوائد الزائدة التراكمية $CARit$ للمجموعة نفسها من الأحداث لكن في حالة ما تكون نافذة الحدث ٢١ يوماً $t=$ $+10$ to -10 . وقد نتج عن تطبيق اختبار t -test في الحالتين النتائج المبينة في جدول (١٩) وجدول (٢٠) على الترتيب.

فيوضح جدول (١٢) أن متوسطات العوائد الفعلية Rit والعادية $ERit$ والزائدة $ARit$ والتراكمية $CARit$ لعدد ٦١ حدث إعلان عن عدم تغير التوزيعات، في حالة ما تكون نافذة الحدث يوماً واحداً هو تاريخ الحدث $t=0$ ، تساوي 0.0098 و 0.0030 و 0.0068 و 0.0055 على الترتيب. كما نجد أن هذه المتوسطات في فترة المقارنة، التي تبلغ ٤٠ يوماً، تساوي قيمة تقع بين (-0.0103)

و(0.0063) و(0.0026- 0.0067) و(0.0082- 0.0046) و(0.016- 0.0091) على الترتيب. وهو ما يدل على أن قيمتي متوسطي العوائد الفعلية Rit والزائدة ARit في تاريخ الحدث تفوق الحد الأعلى لمثيلاتها في فترة الحدث بينما تقع قيمتي متوسطي العوائد العادية ERit والتراكمية CARit بين قيم الحد الأدنى والحد الأعلى لمثيلاتها في فترة المقارنة. ويبين جدول (١٥) أن متوسطات العوائد الفعلية Rit والعادية ERit والزائدة ARit والتراكمية CARit لمجموعة الأحداث نفسها في حالة ما تكون نافذة الحدث ٢١ يوماً $t=10$ to $t=-10$ ، تساوي 0.0010 و 0.0016 و 0.0006 و 0.0012- على الترتيب. أما في فترة المقارنة، التي تبلغ ٢٠ يوماً فنجد أن هذه المتوسطات تبلغ قيماً تتراوح بين (0.0031- و 0.0053) و(0.0011 و 0.0042) و (0.0063- و 0.0042) و (0.0085- و 0.0027) على الترتيب. وهو ما يدل على أن قيم متوسطات العوائد في تاريخ الحدث تقع بين قيم الحد الأدنى والحد الأعلى لمثيلاتها في فترة المقارنة. ويبين جدول (١٩) الانحراف المعياري ونتائج تطبيق اختبار t-test لمتوسطات العوائد الزائدة ARit والتراكمية CARit لعدد ٦١ حدث إعلان عن عدم تغير التوزيعات في حالة ما تكون نافذة الحدث يوماً واحداً هو تاريخ الحدث $t=0$. إذ يوضح الجدول أن قيمتي الانحراف المعياري للعوائد الزائدة والعوائد التراكمية هما 0.0384 و 0.0501 على الترتيب، وأن قيمتي الإحصاء t للعوائد الزائدة والعوائد التراكمية هما 0.0853 و 0.5019 على الترتيب. ويبين جدول (٢٠) الانحراف المعياري ونتائج تطبيق اختبار t-test لمتوسطات العوائد الزائدة ARit والتراكمية CARit للأحداث نفسها لكن في حالة ما تكون نافذة الحدث ٢١ يوماً $t=10$ to $t=-10$. إذ يوضح الجدول أن قيمتي الانحراف المعياري للعوائد الزائدة والعوائد التراكمية هما 0.0083 و 0.0161 على الترتيب وأن قيمتي الإحصاء t للعوائد الزائدة والعوائد التراكمية هما 0.1241 و 0.8452 على الترتيب.

وبمقارنة قيمتي الإحصاء t لكل من متوسط العوائد الزائدة (0.0853) ومتوسط العوائد التراكمية (0.5019) في حالة ما تكون نافذة الحدث يوماً واحداً

هو تاريخ الحدث $t=0$ ، وقيمتي الإحصاء t لكل من متوسط العوائد الزائدة (0.1241) ومتوسط العوائد التراكمية (0.8452) في حالة ما تكون نافذة الحدث $t=21$ ، بقيمة t الجدولية عند درجات حرية (61 - 2 = 59) عند أي مستوى من مستويات المعنوية، مثلاً (0.01 و 0.10) والتي تتراوح بين (2.390 - 2.358) عند مستوى معنوية 0.01 وتتراوح بين (1.296 - 1.289) عند مستوى معنوية 0.10. نجد أن قيمة الإحصاء t أقل من قيمة t الجدولية، أي أنه لا توجد فروق معنوية بين متوسطات العوائد الزائدة والعوائد التراكمية في نافذة الحدث ومثيلاتها في فترة المقارنة، وهو ما يعني قبول فرض العدم الثاني H_02 الذي يقول إنه لا يؤدي حدث الإعلان عن عدم تغير التوزيعات إلى تحقيق عوائد غير عادية في سوق الأسهم السعودي، أي أن العوائد غير العادية تساوي صفراً، أو تقترب من الصفر. وهي كذلك بالفعل، حيث إن قيمتي متوسطي العوائد الزائدة والعوائد الزائدة التراكمية تبلغان (0.0068 و 0.0055) على الترتيب عندما تكون نافذة الحدث $t=0$ ، كما أنهما تبلغان (-0.0006 و -0.0012) على الترتيب عندما تكون نافذة الحدث $t=21$.

(٤-٣) نتائج اختبار الفرض الثالث

يقول فرض العدم الثالث H_03 : لا يؤدي حدث الإعلان عن نقص التوزيعات إلى تحقيق عوائد غير عادية في سوق الأسهم السعودي، أي أن العوائد الزائدة، غير العادية $ARit$ ، والعوائد الزائدة التراكمية $CARit$ في محيط الإعلان عن نقص التوزيعات تساوي صفراً، أو تقترب من الصفر. ولاختبار هذا الفرض قمنا بتطبيق اختبار t -test على بيانات جدول (١٣) التي تمثل العوائد الزائدة، غير العادية $ARit$ ، والعوائد الزائدة التراكمية $CARit$ لعدد 60 حدث إعلان عن نقص التوزيعات في حالة ما تكون نافذة الحدث يوماً واحداً هو تاريخ الحدث $t=0$ ، وبالمثل قمنا بتطبيق اختبار t -test على بيانات جدول (١٦) التي تمثل العوائد الزائدة، غير العادية $ARit$ والعوائد الزائدة التراكمية $CARit$ لمجموعة الأحداث نفسها في حالة ما تكون نافذة الحدث 21 يوماً $t=-10$ to $+10$. وقد نتج

عن تطبيق اختبار t-test في الحالتين النتائج المبينة في جدول (٢١) و جدول (٢٢) على الترتيب.

ويبين جدول (١٣) أن متوسطات العوائد الفعلية Rit والعادية ERit والزائدة ARit والتراكمية CARit لعدد ٦٠ حدث إعلان عن نقص التوزيعات، في حالة ما تكون نافذة الحدث يوماً واحداً هو تاريخ الحدث $t=0$ ، تبلغ 0.0047 و 0.0031 و 0.0016 و 0.0014 على الترتيب. أما خلال فترة المقارنة التي تبلغ في هذه الحالة ٤٠ يوماً، فقد بلغت هذه المتوسطات قيماً تتراوح بين (-0.0052) و (0.0073) و (-0.0025) و (0.0068) و (-0.0077) و (0.0048) و (-0.0104) و (0.0083) على الترتيب. وهو ما يدل على أن قيم متوسطات العوائد في تاريخ الحدث تقع بين قيم الحد الأدنى والحد الأعلى لمثيلاتها في فترة المقارنة. كما يوضح جدول (١٦) أن متوسطات العوائد الفعلية Rit والعادية ERit والزائدة ARit والتراكمية CARit لمجموعة الأحداث نفسها في حالة ما تكون نافذة الحدث ٢١ يوماً $t=-10$ to $t=10$ ، تبلغ -0.0001 و 0.0014 و -0.0014 و -0.0031 على الترتيب. أما في فترة المقارنة التي تبلغ ٢٠ يوماً، فقد تراوحت قيم متوسطات هذه العوائد بين (-0.0022) و (0.0073) و (-0.0011) و (0.0059) و (-0.0054) و (0.0042) و (-0.0063) و (0.0083) على الترتيب. وهو ما يدل على أن قيم متوسطات العوائد في تاريخ الحدث تقع بين قيم الحد الأدنى والحد الأعلى لمثيلاتها في فترة المقارنة. ويبين جدول (٢١) الانحراف المعياري ونتائج تطبيق اختبار t-test لمتوسطات العوائد الزائدة ARit والتراكمية CARit لعدد ٦٠ حدث إعلان عن نقص التوزيعات في حالة ما تكون نافذة الحدث يوماً واحداً هو تاريخ الحدث $t=0$. إذ يوضح الجدول أن قيمتي الانحراف المعياري للعوائد الزائدة والعوائد التراكمية هما 0.0340 و 0.0385 على الترتيب، وأن قيمتي الإحصاء t للعوائد الزائدة والعوائد التراكمية هما 0.5865 و 0.8592 على الترتيب. ويبين جدول (٢٢) الانحراف المعياري ونتائج تطبيق اختبار t-test لمتوسطات العوائد الزائدة ARit والتراكمية CARit لمجموعة الأحداث نفسها في حالة ما تكون نافذة الحدث ٢١

يوماً $t=10$ to $t=-10$. إذ يوضح الجدول أن قيمتي الانحراف المعياري للعوائد الزائدة والعوائد التراكمية هما 0.0056 و 0.0111 على الترتيب، وأن قيمتي الإحصاء t للعوائد الزائدة والعوائد التراكمية هما 0.0694 و 0.4787 على الترتيب.

وبمقارنة قيمتي الإحصاء t (0.5865 و 0.8592) في حالة ما تكون نافذة الحدث هي يوم أو تاريخ الحدث $t=0$ ، وقيمتي الإحصاء t (0.5865 و 0.8592) عندما تكون نافذة الحدث $t=21$ بقيمة t الجدولية عند درجات حرية (58=2-60) عند أي مستوى من مستويات المعنوية، مثلاً (0.1 و 0.01) والتي تتراوح بين (2.358-2.390) عند مستوى معنوية 0.01 وتتراوح بين (1.289-1.296) عند مستوى معنوية 0.10 فإننا نجد أن قيمة الإحصاء t أقل من قيمة t الجدولية أي أنه لا توجد فروق معنوية بين متوسطات العوائد الزائدة والعوائد التراكمية في نافذة الحدث ومثيلاتها في فترة المقارنة، وهو ما يعني قبول فرض العدم الثالث H_03 الذي يقول إنه لا يؤدي حدث الإعلان عن نقص التوزيعات إلى تحقيق عوائد غير عادية في سوق الأسهم السعودي، أي أن العوائد غير العادية تساوي صفراً، أو تقترب من الصفر. وهي كذلك بالفعل، حيث إن قيمتي متوسطي العوائد الزائدة والعوائد الزائدة التراكمية تبلغان (0.0068 و 0.0055) على الترتيب عندما تكون نافذة الحدث $t=0$ ، وأيضاً تبلغان (-0.0006 و -0.0012) على الترتيب عندما تكون نافذة الحدث $t=21$.

والخلاصة ... عود على بدء!

نعم عود على بدء! فقد طرحنا في بداية هذه الدراسة سؤالين هما: ما هو تأثير حدث الإعلان عن التوزيعات على سعر السهم، في سوق الأسهم السعودي خلال نافذة (فترة) الحدث؟ وما هو اتجاه استجابة سعر السهم لحدث الإعلان عن التوزيعات عندما يكون الإعلان عن زيادة التوزيعات (أخبار سارة good news)، وعندما يكون الإعلان عن عدم تغير التوزيعات (لا أخبار no news)، وعندما يكون الإعلان عن نقص التوزيعات (أخبار سيئة bad news)؟ وقد

طرحنا هذين السؤالين بحثاً عن مدى واقعية فرض كفاءة السوق شبه القوية semistrong-form EMH في سوق الأسهم السعودي الذي يعد أكبر سوق للأوراق المالية في عالمنا العربي. هذا الفرض الذي يقول إن السوق يتسم بالكفاءة شبه القوية عندما يعكس سعر السهم كافة المعلومات التاريخية والمعلومات العامة في هذا السوق، وهو ما لا يدع فرصة لأي مستثمر أن يحقق أرباحاً غير عادية على حساب باقي المستثمرين. بمعنى آخر، فإنه وفقاً لفرض كفاءة السوق شبه القوية لن يؤثر حدث الإعلان عن التوزيعات على سعر السهم، وبالتالي على عائد السهم، في السوق، إلا ربما لفترة قصيرة ساعات أو أيام. وفي ظل فرض عدم Ho حيث لا يكون لحدث الإعلان عن التوزيعات أثر على سلوك العوائد (المتوسط أو التباين) يمكن استخدام الخصائص التوزيعية للعوائد غير العادية للحصول على استدلال عام خلال فترة الحدث. وعلى هذا الأساس فقد تكون لدينا فرض عام (فرض عدم) يقول: لا يؤثر حدث الإعلان عن التوزيعات على عائد السهم في سوق الأسهم السعودي أي أن العوائد غير العادية التي تحققها الأسهم في نافذة (فترة) الحدث تساوي صفراً، أو تقترب من الصفر. أما وقد أثبتت هذه الدراسة صحة هذا الفرض وما اشتق منه من فروض فرعية ثلاثة حيث برهننا على أن حدث الإعلان عن التوزيعات لا يؤثر على عائد السهم في سوق الأسهم السعودي، فهل بالفعل سوق الأسهم السعودي سوق كفاء (أو سوق كفاءة) وفق فرض كفاءة السوق شبه القوية semistrong-EMH form.؟

أذكر هنا ما قيل في دراسة Bhattacharya, Daouk, Jorgenson, and Kehr (1998)، حيث قالوا (ص: ٢- ٣): هل من الممكن أن تجد سوقاً للأسهم لا يتفاعل فيه سعر سهم المنشأة مع الإعلانات عن الأخبار الخاصة بالمنشأة؟. تخيل سوقاً غير كفاء لا تعكس فيه أسعار الأسهم أي معلومات ذات قيمة مناسبة value-relevant information. في مثل هذا السوق لن تتفاعل أسعار الأسهم مع إعلانات المنشأة. وتخيل اقتصاداً لا تقوم فيه المنشآت بأي

إعلانات عن أخبار ذات قيمة مناسبة. لن تجد أي رد فعل هنا، أيضاً. وتخيّل اقتصاداً كفاءً والأخبار ذات قيمة مناسبة غير أنها متوقعة بالكامل. في مثل هذا الاقتصاد لن تكون هناك أي مفاجأة في يوم الإعلان. وتخيّل سوقاً للأسهم لا يمنع فيه المديرون من التعامل في الأسهم، أو هم ممنوعون لكنهم يتعاملون. في مثل هذا السوق تدخل المعلومات الخاصة (الهامة) بالمديرين بالفعل في أسعار السهم من خلال تعاملاتهم. وفي مثل هذه الحالة فإن المعلومات العامة قد تكون أخباراً لكل فرد ما عدا المتعاملين. ويضيف الباحثون: إنه في كل هذه الحالات الأربع لا يكون الإعلان عن أخبار المنشأة حدثاً حقيقياً *not really an event*.

أما أنا فأقول! تخيّل سوقاً للأسهم خلال الفترة ٢٠٠٢-٢٠٠٦ بلغ فيه مؤشر السوق نهاية ٢٠٠٢ (٢٥١٨ نقطة)، وارتفع نهاية ٢٠٠٣ إلى (٤٤٣٧ نقطة)، وارتفع نهاية ٢٠٠٤ إلى (٨٢٠٦ نقطة)، وارتفع نهاية ٢٠٠٥ إلى (١٦٧١٣ نقطة)، وارتفع في ٢٥ فبراير ٢٠٠٦ حتى بلغ ذروته إلى (٢٠٦٣٥ نقطة)، ليتهاوى بعدها في نهاية يونيو ٢٠٠٦ إلى (١٣١٤٥ نقطة) وليتهاوى مرة أخرى في نهاية ٢٠٠٦ إلى (٧٩٣٣ نقطة). تخيّل سوقاً للأسهم وقد حدث في مؤشره هذا الصعود الحاد وذلك الهبوط القاتل في خلال فترة قصيرة اتسم فيها الاقتصاد برواج مشهود (الطفرة الثالثة). ففي هذا السوق وفي أثناء هذه الفترة (٢٠٠٦-٢٠٠٢) لم يلتفت المستثمرون وهم يبحثون عن الأرباح وبما لديهم من سيولة عالية، أقول لم يلتفتوا إلى التوزيعات، وإنما توجهت الأنظار والأموال، إلى شيء وحيد هو بيع وشراء الأسهم سعياً، بل جرياً، إلى تحقيق الأرباح في سوق اتسم بالمضاربة إلى حد الجنون، حتى اقترض بعضهم من البنوك التي رغبت العامة والخاصة أيما رغبة في هذا الاقتراض، وحتى باعت بعضهن ما لديها من حلي، وباع بعضهم ما يملك من بيوت، بل باع بعضهم ما لا يملك! حدث كل هذا وغيره مما لا نعلم بدافع الرغبة الملحة في زيادة ما لديه من نقدية ليضحها في سوق انعدمت فيه الكفاءة إلى درجة انهيار معها مؤشر السوق ليخسر (١٢٧٠٢=٧٩٣٣-٢٠٦٣٥ نقطة) بنسبة ٦٢٪ في فترة لم يكتمل فيها العام.

لا تتخيل ! بل تأكد أن ذلك هو سوق الأسهم السعودي !!.



References

- Aharony, Joseph, and Itzhak Swary, 1980, Quarterly dividend and earnings announcements and stockholders' returns, *Journal of Finance* 35, 1-12.
- Angel, James, Raymond Brooks, and Prem Mathew, 2004, When-issued shares, small trades, and the variance of returns around stock splits, *Journal of Financial Research* 27, 415-433.
- Bajaj, M., and A. Vijh, 1990, Dividend clientele and the information content of dividend changes, *Journal of Financial Economics* 19, 193-219.
- Ball, Ray and Philip Brown, 1968, An empirical evaluation of accounting income numbers, *Journal of Accounting* 6, 159-178.
- Barker, Austin, 1956, Effective stock splits, *Harvard Business Review* 34, 101-106.
- Barker, Austin, 1957, Stock splits in a bull market, *Harvard Business Review* 35, 72-79.
- Barker, Austin, 1958, Evaluation of Stock Dividends, *Harvard Business Review* 36, 99-114.
- Bhattacharya, Uptal, Hazem Daouk, Brian Jorgenson, and Carl-Heinrich Kehr, 1998, When an event is not an event: The curious case of an emerging markets, *CFS Working Paper Nr. 98/12*, 1-36.
- Brickley, James, 1983, Shareholders wealth, information signaling and the specially designated dividends, an empirical study, *Journal of Financial Economics* 12, 187-209.
- Brook, Yaron, William Charlton, and Robert Hendershott, 1998, Do firms use dividend to signal large future cash flow increases?, *Financial Management* 27, 46-57.
- Brown, Stephen, and Jerold Warner, 1985, Using daily stock returns: The case of event studies, *Journal of Financial Economics* 14, 3-32.
- Brown, Stephen, and Jerold Warner, 1980, Measuring security price performance, *Journal of Financial Economics* 8, 205-258.
- David Anderson, Dennis Sweeny, and Thomas Williams, *Statistics for business and statistics*, (New York, West publishing Company, 1990).
- DeAngelo, Harry, Linda DeAngelo, and Douglas Skinner, 1996, Reversal of fortune: dividend signaling and the disappearance of sustained earnings growth, *Journal of Financial Economics* 40, 341-371.
- Docking, Diane, and Paul Koch, 2005, Sensitivity of investor reaction to market direction and volatility: Dividend changes announcements, *Journal of Financial Research* 28, 21-40.
- Dolley, James, 1933, Characteristics and procedure of common stock splits-ups, *Harvard Business Review*, 11, 316-326.
- Dyckman, T., D. Philbrick, and J. Stephan, 1984, A comparison of event study methodologies using daily stock returns: A simulation approach, *Journal of Accounting Research* 22, 1-33.

- Dyl, Edward, and Robert Weigand, 1998, Information content of dividend initiations: Additional evidence, *Financial Management* 27, 27-35.
- Eddy, Albert, and Bruce Seifert, 1988, Firm size and dividend announcements, *Journal of Financial Research* 43, 295-302.
- Fama, Eugene, 1970, Efficient capital markets: A review of theory and empirical work, *Journal of Finance* 25, 383-417.
- Fama, Eugene, 1991, Efficient capital markets: II, *Journal of Finance* 46, 1575-1615.
- Fama, Eugene, Lawrence Fisher, Michael Jensen, and Richard Roll, 1969, The adjustment of stock prices to new information, *International Economic Review* 10, 1-21.
- Firth, Michael, 1996, Dividend changes, abnormal returns, and intra-industry firm valuations, *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 31, 189-211.
- Hsu, Junning, Xu-Ming Wang, and Chunchi Wu, 1998, The role of earnings information in corporate dividend decisions, *Management Science* 44, S173-S191.
- Johnson, Kenneth, 1998, Graphical analysis for event study design, *Journal of Financial and Strategic Decisions* 11, 61-71.
- Klein, R., and V. Bawa, 1977, The effect of limited information and estimation risk on optimal portfolio diversification, *Journal of Financial Economics* 5, 89-111.
- Koch, Adam, and Amy Sun, 2004, Dividend changes and the persistence of past earnings changes, *Journal of Finance* 59, 2093-2116.
- Kothari, S., and Jerold Warner, 2000, Econometrics in event studies, <http://papers.ssrn.com>. 1-51.
- Lev, B., 1979, The impact of accounting regulation on the stock market: The case of oil and gas companies, *Accounting Review* 54, 485-503.
- Lipson, Marc, Carlos Maquieira, and William Migginson, 1998, Dividend initiations and earnings surprises, *Financial Management* 27, 36-45.
- MacKinlay, Craig, 1997, Event studies in economics and finance, *Journal of Economic Literature* 35, 13-39.
- Myers, John, and Archie Bakay, 1948, Influence of stock splits-ups on market price, *Harvard Business Review* 26, 251-255.
- Nissim, Doron, and Amir Ziv, 2001, Dividend changes and future profitability, *Journal of Finance* 55, 2111-2133.
- Rao, Ramesh, *Financial management, concepts and application*, (New York, Macmillan Publishing Company, 1992).
- Reilly, Frank and Keith Brown, *Investment analysis and portfolio management*, (New York, The Dryden Press, 2000).
- Romon, Frederic, 2000, Contribution of dividend policy stability to the measurement of dividend announcement and ex-dividend effects on the French market, Working Paper Series, 1113 down loads, 1-19.

- Tawatnuntachai, Oranee, and Ranjan D'Mello, 2002, Intra-industry reactions to stock split announcements, *Journal of Financial Research* 25, 39-57.
- Venkatesh, P., 1989, The impact of dividend initiation on the information content of earnings announcements and returns volatility, *Journal of Business* 62, 175-197.
- Vermaelen, Theo, 1981, Common stock repurchases and market signaling, an empirical study, *Journal of Financial Economics* 10, 139-183.
- Veronesi, p., 1999, Stock market overreaction to bad news in good times: A rational expectations equilibrium model, *Review of Financial Studies* 12, 975-1007.
- Vieira, Elisabete, and Clara Raposo, 2007, Signalling with dividends? The signalling effects of dividend change announcements: New evidence from Europe, <http://papers.ssrn.com>. 1-73.
- Zeghal, D., 1983, Firm size and the information content of financial statements, *Journal of Financial Economics* 12, 299-310.

ولله الحمد من قبل ومن بعد

