

المحتوى الإعلامي لسياسة توزيع الأرباح وأثره على القيمة السوقية للسهم: دراسة تطبيقية باستخدام منهجية الحدث للشركات المشكلة لمؤشر CAC40

The Media Content of Dividend Policy and its impact on The Market Value of the Stock: An applied Study using the Event Methodology for Companies forming the CAC40 index

فتان محمد¹، هولي فرحات²، فاروق بوالريحان³

¹ مخبر دراسات استراتيجيات التنوع الاقتصادي لتحقيق التنمية المستدامة، جامعة ميله، الجزائر، m.fettane@centre-univ-mila.dz

² مخبر دراسات استراتيجيات التنوع الاقتصادي لتحقيق التنمية المستدامة، جامعة ميله، الجزائر، f.houli@centre-univ-mila.dz

³ مخبر دراسات استراتيجيات التنوع الاقتصادي لتحقيق التنمية المستدامة، جامعة ميله، الجزائر، f.bourihane@centre-univ-mila.dz

معلومات حول المقال

تاريخ المقال

الاستلام: 22 فبراير 2026

القبول: 20 جوان 2026

النشر: 30 جوان 2026

المؤلف المراسل

اسم المؤلف فتان محمد

البريد الإلكتروني:

m.fettane@centre-univ-mila.dz

حقوق النشر © 2026، جامعة عبد الحفيظ

بوصوف، ميله. هذه مقالة ذات وصول مفتوح

بموجب ترخيص CC BY-NC-ND.

الاقتباس المقترح

فتان م، هولي ف، بوالريحان ف (2026).

المحتوى الإعلامي لسياسة توزيع الأرباح وأثره

على القيمة السوقية للسهم: دراسة تطبيقية

باستخدام منهجية الحدث للشركات المشكلة

لمؤشر CAC40، مجلة اقتصاد المال

والأعمال، المجلد 10، العدد 2، ص ص 263-

281

DOI 10.58205/fber.v10i2.2121

الملخص: تهدف هذه الدراسة إلى تحليل أثر المحتوى الإعلامي لسياسة توزيع الأرباح على القيمة السوقية للسهم، من خلال تطبيق منهجية الحدث على عينة من 34 شركة مدرجة في مؤشر CAC40 خلال الفترة 2020-2024. أظهرت النتائج وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين الإعلان عن توزيعات الأرباح والتغير في أسعار الأسهم، حيث تبين أن سياسة التوزيع تمثل مؤشراً قوياً للتوقعات المستقبلية للعوائد. تؤكد النتائج الدور الإعلامي للتوزيعات كإشارة إيجابية أو سلبية تنعكس فوراً على السوق المالي الفرنسي.

الكلمات المفتاحية: سياسة عن توزيع الأرباح؛ قيمة السوقية للسهم؛ دراسة الحدث؛ مؤشر CAC40.

Abstract: This study examines the impact of the informational content of dividend policy on the market value of stocks through an empirical analysis of companies listed on the CAC40 index during the period 2020-2024 using the event study methodology. The results reveal a statistically significant relationship between dividend announcements and stock market prices, indicating that the informational content of dividend policy serves as a key explanatory factor. Dividend policy acts as a strong signal of expected future returns, as internal stakeholders generally have access to better information than external investors.

Keywords: Dividend policy; Market value; Event study; CAC40 index.

م إ م أ 1. مقدمة

263

تلعب المعلومة الدور الرئيس والمحوري في الأسواق المالية، إذ أنها تسمح للشركة بالتخفيف من حالة عدم التأكد التي تسودها، وذلك من خلال توضيح الرؤى للأطراف المختلفة ذات المصلحة والسماح لها باتخاذ القرارات المتعلقة بعمليات الاستثمار في إصدارات الشركة، على أسس صحيحة لذلك كان من الضروري إيلاء أهمية كبيرة لكيفية صنعها وطريقة إيصالها مستخدمها من خلال قنوات اتصال فعالة تضمن وصولها في الوقت المناسب بطريقة مفهومة، ولعل من أبرز هذه القنوات سياسة توزيع الأرباح التي تبرز مدى قدرة

الشركة وفعاليتها في استخدام أصولها، بالإضافة إلى أنها تحمل في طياتها محتوى إعلامي كبير قد لا تكفي القوائم المالية والملاحق ومختلف التقارير لشرحها.

1.1. إشكالية البحث

تعتبر مشكلة عدم تماثل المعلومات من بين المعضلات التي تواجه تطور الأسواق المالية منذ سبعينيات القرن الماضي وكانت عائقا أمام تطورها، ما أدى بالباحثين في مجال الإدارة المالية إلى محاولة إيجاد حلول وذلك بالوصول إلى توازن معلوماتي بين الأطراف الداخلية والأطراف الخارجية، هنا برزت سياسة توزيع الأرباح كقناة لإيصال المعلومات من بين الحلول المبتكرة لحل لهذه المعضلة وذلك لتحقيق الكفاءة المرجوة في الأسواق المالية والوصول إلى أسعار تعكس المعلومات التاريخية والحالية عن الشركات المدرجة في السوق المالي.

من خلال هذه التوطئة تتبلور إشكالية الدراسة الحالية في التساؤل الرئيسي التالي:

كيف يؤثر المحتوى الإعلامي للتوزيعات النقدية للأرباح على القيمة السوقية للسهم؟

ولتفصيل التساؤل الرئيسي قمنا بصياغة التساؤلات الفرعية التالية:

– هل الإعلان عن التغيير في قيمة التوزيعات النقدية للأرباح علاقة ذات دلالة إحصائية بين حدث الإعلان عن التوزيعات من جهة ومتوسط العوائد غير العادية ومتوسط التراكمي للعوائد غير العادية من جهة أخرى؟

م إ م أ

– هل الإعلان عن تغيير في قيمة التوزيعات النقدية (زيادة وانخفاض) يعطي تفسيراً للتغيير في أسعار الأسهم وبالتالي العوائد غير العادية والعوائد التراكمية للعوائد غير العادية؟

264

– هل الإعلان عن عدم التغيير في قيمة التوزيعات النقدية يؤدي بالضرورة إلى عدم التغيير في أسعار الأسهم وبالتالي العوائد غير العادية تكون معدومة؟

وقصد الإجابة على هذه التساؤلات يمكن صياغة الفرضيات التالية:

– الفرضية الأولى: للإجابة عن التساؤل الفرعي الأول نصغ الفرضية التالية:

• H0: لا يوجد تأثير ذو دلالة إحصائية لحدث الإعلان عن التوزيعات النقدية على متوسط العوائد غير العادية والمتوسط التراكمي للعوائد غير العادية.

• H1: يوجد تأثير ذو دلالة إحصائية لحدث الإعلان عن التوزيعات النقدية على متوسط العوائد غير العادية والمتوسط التراكمي للعوائد غير العادية.

– الفرضية الثانية: للإجابة عن التساؤل الفرعي الثاني نضع الفرضية التالية:

• H0: الإعلان عن تغيير في قيمة التوزيعات النقدية للأرباح لا يحمل في طياته محتوى إعلامي في السوق المالي يتوافق ونظرية المحتوى الإعلامي لتوزيعات الأرباح ولا يفسر هذا التغيير.

• H1: الإعلان عن تغيير في قيمة التوزيعات النقدية للأرباح يحمل في طياته محتوى إعلامي في السوق المالي

يتوافق ونظرية المحتوى الإعلامي لتوزيعات الأرباح ويفسر هذا التغيير.

– الفرضية الثالثة: للإجابة عن التساؤل الفرعي الثالث نصغ الفرضية التالية:

- H0: الإعلان عن عدم التغيير في قيمة التوزيعات النقدية للأرباح لا يؤدي بالضرورة إلى عدم التغيير في أسعار الأسهم.
- H1: الإعلان عن عدم التغيير في قيمة التوزيعات النقدية للأرباح يؤدي بالضرورة إلى عدم التغيير في أسعار الأسهم.

2.1. أهمية البحث

يستمد هذا البحث أهميته من أهمية المعلومة في السوق المالي ودورها في الوصول به، إلى سوق كفى قادر علي تقييم عادل للأصول المتداول فيه، بالإضافة إلى التخصيص الأمثل للموارد المالية المتاحة في السوق إلى الشركات ذات المردودية المرتفعة، حيث حاولنا من خلال هذا البحث إبراز تأثير سياسة توزيعات الأرباح على القيمة السوقية للأسهم وذلك من وجهة نظر نظرية الإشارات المالية وتطبيق النتائج المتوصل إليها على الشركات المدرجة في مؤشر كاك 40.

3.1. أهداف الدراسة

تهدف هذه الدراسة إلى تسليط الضوء على قرار مهم من قرارات الإستراتيجية المالية وهو قرار توزيع الأرباح وكيف يساهم في إيصال المعلومة الصحيحة والموثوق فيها إلى مختلف الأطراف الفاعلة في السوق المالي، بما يساهم في إثراء الملاك من خلال أسعار الأسهم.

2. نماذج أثر سياسة توزيع الأرباح على القيمة السوقية للشركة

يعتبر قرار توزيع الأرباح قرارا إستراتيجيا لما له من أثر علي مستقبل الشركة، كما أن له تدخلا وتأثيرا متبادلا مع القرارات الإستراتيجية الأخرى في الشركة، إذ تجب الموازنة بين ما يتم توزيعه من الأرباح المحققة وما يعاد استثماره بما يضمن استمرارية الشركة وضمان تدفق أرباح مستقبلية أخرى، بالإضافة إلي مدي قدرة الشركة علي توفير السيولة للتمويل هذه التوزيعات، كل هذا يجب أن يكون تحت قيد تعظيم القيمة السوقية للأسهم خدمنا للمصلحة جميع الأطراف ذات المصلحة، لهذا فان سياسة توزيع الأرباح يجب أن تعمل علي تحقيق هذا القيد، هنا كان الاختلاف بين الباحثين بين من يرى حيادية هذه السياسة وعدم تأثيرها علي قيمة الشركة السوقية ومن يرى العكس.

1.2. نموذج مدغلياني وميلر

حسب نموذج الباحثان فان قيمة الشركة وتكلفة التمويل لا تتأثر بسياسة توزيع الأرباح، إنما المحدد الأساسي لقيمة الشركة هو قدرتها على توليد الأرباح وسياسة الاستثمار فيها بصفة عامة وإدارة المخاطر، بينما سياسة توزيع الأرباح هي تحصيل حاصل فقط، حيث قدما هذا النموذج الذي يقوم على مجموعة من الافتراضات أهمها:

-معدل ضريبة واحد سواء توزيع أرباح أو أرباح رأسمالية،

-كفاءة السوق المالي؛

م.إ.أ

265

-رشادة المستثمر؛

-استقلال قرار الاستثمار عن قرار التمويل؛

-عدم تأثير الديون على تكلفة التمويل؛

في ظل هذه الفرضيات فإن المستثمر يكون غير مكترث لتوزيع الأرباح أو احتجازها، ومنه فإن قيمة الشركة تتحدد كما يلي:

- nP_0 : قيمة الشركة

- n : عدد أسهم الشركة

- P_0 : القيمة السوقية للسهم

- N : عدد الأسهم العادية المصدرة

- ΔN : التغير في عدد الأسهم العادية المصدرة

- K_e : تكلفة التمويل للأموال الخاصة

- C : احتياجات التمويل

- R_e : الأرباح المحتجزة

م إ م أ

$$nP_0 = \frac{1}{(1 + K_e)} [(n + \Delta n)P_1 - C + R]$$

266

وبالتالي حسب النموذج المقدم أعلاه فإن:

القيمة الحالية للاحتياج الاستثمار - الأرباح المحتجزة + القيمة السوقية للأسهم = قيمة الشركة

وبالتالي نلاحظ حسب نموذج مدغلياني وميلر أنه لا يوجد تأثير لسياسة توزيع الأرباح على قيمة الشركة في النهاية تعرض هذا النموذج إلى جملة من الانتقادات، أهمها قيامه على افتراضات غير واقعية، وفي ردهما على الدراسات التي تؤكد وجود علاقة بين سياسة توزيع الأرباح وقيمة الشركة، أكد أن هذه العلاقة ليست بسبب سياسة توزيع الأرباح في حد ذاتها، إنما تعود إلى المحتوى الإعلامي للأرباح الموزعة إذا أنها تعبر عن تغير في أرباح مستقبلية وبالتالي فإن السوق يستجيب لتلك التغيرات. (بدروني، 2020، ص 248).

2.2 نموذج والتر

حسب هذا النموذج فإن سعر السهم يتحدد كما يلي:

$$P = \frac{D + \frac{R}{K_e} (EPS - D)}{R}$$

-P: سعر السهم

-D: توزيعات الأرباح

-R: معدل عائد الاستثمار

- K: تكلفة التمويل بالأموال الخاصة

- EPS: نصيب السهم من الأرباح المحققة

حيث أن (EPS-D) تمثل الأرباح المحتجزة وعليه يمكن شرح النموذج في النقاط التالية:

- في حال كان معدل العائد على الاستثمار أكبر من تكلفة الأموال الخاصة فإن زيادة احتجاز الأرباح يؤدي إلى تعظيم القيمة السوقية للسهم، حيث يكون $R/K_e > 1$ وبالتالي فإن توزيع الأرباح يؤدي إلى خفض القيمة السوقية للسهم ومنه فإن أعظم قيمة للسهم هي عندما يكون $D=0$.

- في حال كان معدل العائد على الاستثمار أقل من تكلفة الأموال الخاصة، فإن زيادة توزيعات الأرباح يؤدي إلى تعظيم قيمة السهم، ليصل إلي أعظم قيمة عندما يكون معدل توزيع الأرباح يساوي 1 ويفسر هذا إلى أن المستثمرين يفضلون استثمار أموالهم في وجهات أخرى بدل إعادة استثمارها.

- في حال كان العائد على الاستثمار يساوي تكلفة الأموال الخاصة وبالتالي فإن سياسة توزيع الأرباح لن تؤثر في القيمة السوقية للسهم.

تعرض هذا النموذج للجملة من الانتقادات تمحورت حول فرضيات غير واقعية، خصوصاً فرض أن التمويل يكون من مصادر داخلية فقط، بالإضافة إلى فرض عدم تغيير معدل العائد المطلوب على الاستثمار وتكلفة التمويل بالأموال الخاصة (عبد القادر، السهلاوي، 2017، ص 479).

م.إ.أ

267

3.2 نموذج غوردون ولينتنز (عصفور في اليد)

يرى الباحثان أن معدل العائد المطلوب على الاستثمار يتأثر بسياسة توزيع الأرباح، هذا لأن المستثمر يرى بأن قيمة المؤسسة ترتبط بسياسة توزيع الأرباح، حيث أن المستثمرين في السوق المالي في العادة يفضلون الحصول على توزيعات الأرباح حالياً، بدل إعادة استثمارها والحصول على عوائد مستقبلاً، ذلك لأنها أقل مخاطرة وبالتالي انخفاض تكلفة التمويل بالأموال الخاصة، هذا ما يؤدي إلى زيادة سعر السهم في السوق المالي والعكس في حال انخفاض التوزيعات، حيث أن المستثمرين سيطلبون بعائد أكبر وبالتالي زيادة تكلفة التمويل التي بدورها ستؤدي إلى انخفاض سعر السهم، ومنه حسب هذا النموذج فإن سعر السهم هو دالة في معدل التوزيعات ومعدل تكلفة رأس المال.

4.2 النموذج التحليلي

وفق هذا النموذج فإن هناك تأثير واضح للسياسة توزيع الأرباح في قيمة السهم، يتضح ذلك من خلال المعادلة التالية:

$$P = \frac{D}{r - g}$$

- P: القيمة السوقية للسهم

- D: الربح الموزع

R: العائد المطلوب

G: معدل نمو الربح الموزع

من خلال معادلة النموذج، يتضح أن زيادة الأرباح الموزعة ستؤدي إلى ارتفاع السعر السوقي للسهم، في المقابل ستؤدي إلى انخفاض قدرة الشركة على تمويل استثماراتها، وبالتالي انخفاض سعر سهم الشركة نتيجة ارتفاع تكلفة التمويل لاحقاً، بالتالي فإننا أمام عاملين متعاكسين في التأثير ينبغي الموازنة بينهما للوصول إلى التوليفة المثلى، التي تؤدي إلى تعظيم قيمة السهم، لذا يمكن القول أن هذا النموذج تغلب على العيوب التي في النموذجين الأولين، باحتوائه على أكبر قدر من المتغيرات المؤثرة في قيمة السهم السوقية (عبد القادر، السهلاوي، 2017، ص 481).

3. نظرية الوكالة وسياسة توزيع الأرباح

في نظرية الوكالة ينظر للشركة على أنها كيان، أين تكون فيه مجموعة من الأطراف يمكن أن تكون لها مصالح متضاربة مع بعضها البعض، لتفادي إمكانية استغلال طرف لطرف آخر أو أطراف أخرى كان بما يجب تحديد حقوق والتزامات كل طرف، تكون مسجلة في عقد يعمل على الحد من التضارب في المصالح هذا الأخير الذي لن يتأتى بدون تكاليف، حيث أن المساهمين سيتحملون تكاليف الوكالة لحقوق الملكية، هذه الأخيرة التي يجب تدنيها إلى أدنى حد ممكن، حسب Esterbrook 1984 فإنه يمكن استعمال سياسة توزيع الأرباح في تدني تكاليف الوكالة لحقوق الملكية، فبين المسيرين والمساهمين تعارض للمصالح يولد في حال قام الطرف الأول بتضخيم المكافآت والعلاوات مما قد يضر بسياسة الاستثمار في الشركة، في ظل عدم وجود رقابة كافية من جهة المساهمين فإنهم سيتوقعون مثل هذه السلوك من المسيرين، ما يجعلهم يتوجهون إلى تخفيض استثماراتهم في الشركة مما سيؤثر على سعر السهم الشركة ويؤدي إلى انخفاض سعره، ردة فعل السوق هذه تجعل المسيرين يتراجعون عن تعظيم عوائدهم الخاصة، بإتباع سياسة توزيع أرباح سخية مما يؤدي إلى تقليد للسيولة التي يتصرفون فيها، والتوجه إلى السوق المالي للحصول على مصادر التمويل، هنا سيقوم السوق بهذيب سلوكهم حيث أنهم سيكونون دائماً تحت رقابته.

كما أنه حسب Esterbrook فإن سياسة توزيع الأرباح من شأنها تخفيض تكاليف الوكالة للاستدانة، حيث أنه سينشأ صراع حول سيطرة المساهمين على الأموال المملوكة للدائنين، الممنوحة في شكل قروض وفي الوقت الذي ليس للدائنين سلطة على المساهمين، فإن إمكانية دفع هذه الأموال في شكل توزيعات أرباح للمساهمين أو استعمالها في مشاريع عالية المخاطرة وارد، في ظل علم الدائنين بمثل هذه السلوكيات فإنهم سيلجؤون إلى تضمين هذه المخاطر في خدمات الديون، بالإضافة إلى بنود أخرى تقييد سياسة توزيع الأرباح وبالتالي كان على الإدارة إرسال إشارات للمدينين من أجل تخفيض حالة عدم التماثل في المعلومات وتخفيض تكاليف الوكالة للاستدانة، من بين هذه الإشارات تخفيض توزيعات الأرباح على المساهمين.

هذا بالإضافة إلى أنه يمكن أن تكون التوزيعات وسيلة لإعادة توزيع المخاطر بين المساهمين والدائنين في حال كان معدل الاستدانة منخفض، فإن المساهمين سيفضلون توزيع الأرباح والتوجه إلى الاستدانة، لتلبية الاحتياجات التمويلية من أجل تصحيح الوضعية وتوزيع الخطر بشكل أفضل بين المساهمين والدائنين.

م إ م أ

268

وبصفة عامة فان تخفيض تكاليف الوكالة سواء كانت للاستدانة أو لحقوق الملكية، سيكون له الأثر الإيجابي على تكلفة رأس المال (تخفيضه) وبالتالي الرفع من قيمة الشركة (Esterbrook، 1984، p.652).

4. المحتوى الإعلامي لسياسة توزيع الأرباح (نظرية الإشارات المالية)

ينص المعيار المحاسبي (IFRS) (International Accounting Standards Board (IAS-1.95، 2022، para.95

علي أنه يجب أن تتضمن قائمة الدخل أو قائمة التغيير في حقوق الملكية أو قائمة تدفقات الخزينة أو الملاحق ما يلي: - مبلغ التوزيعات المعلن عنها

-ربحية السهم E P S

ومنه فانه يقصد بالمحتوي الإعلامي لسياسة توزيع الأرباح قيمة ما تتضمنه هذه السياسة من معلومات اقتصادية، تختلف قيمتها باختلاف مستخدميها كما أنها قد تكون صريحة أو ضمنية، يستشفها المستخدم بناءً على تحليل وتلخيص تمحيص للمعلومات الأخرى (زيرام، 2023، ص148).

1.4 عدم تماثل المعلومات ونظرية الإشارات المالية

م إ م أ

269

ميلر ومدغلياني أحدا بفرضية كفاءة السوق في تطوير نموذجهما لحيادية سياسة توزيع الأرباح، لكن فكرة كفاءة السوق تم تطويرها من طرف فاما (1970) والتي تنص علي أن كل المتدخلين الرئيسيين في السوق المالي لهم نفس المعلومات عن الشركات، "في سوق يكون فيه سعر سهم معين دائما يعكس المعلومات المتوفرة عن تلك الشركة التي أصدرت السهم يسمى سوق كفى" (FAMA، 1970) نظرية الإشارات المالية تنطلق من نقطة أن من بين الأطراف الرئيسية هناك طرف يمتلك معلومات عن الشركة أكثر من الأطراف الأخرى يطلق عليه اسم INSIDER، بالتالي ميلاد ما يسمى بعدم تماثل المعلومات هذه الأفضلية التي يمتلكها INSIDER بصفتهم أطراف يمتلكون معلومات أكثر، لأنهم جزء من نظام صناعة هذه المعلومات مقارنة بالأطراف الأخرى التي يطلق عليهم اسم outsider، لهذا السبب يتم نشر تقارير للنشاط بصفة دورية كما تعقد اجتماعات للتقديم تفسيرات لهذه المعلومات والسماح للمسييرين بشرح وضعية الشركة، لكن في الغالب هذه التقارير تكون غير كافية خصوصا في ظل مشاكل الوكالة، كما أن المعلومات المقدمة غالبا تعكس فترات سابقة للشركة، هذا علي عكس السوق الذي يمتلك نظرة استشرافية للمستقبل، من أجل التقليل من هذه الوضعية التي لها اثر سلبي علي السعر السوقي للسهم، فان المسييرين يبادرون بإرسال إشارات ايجابية للسوق بخصوص مستقبل الشركة والتي سيكون لها اثر ايجابي علي سعر السهم في السوق المالي، من بين هذه الإشارات تلك المتعلقة بتوزيعات الأرباح.

تعود جذور نظرية الإشارات المالية إلى دراسة اغرلوف سنة 1970 في سوق السيارات، الذي حث على ضرورة وجود آلية لتحويل المعلومة بحيث تسمح لبائع السلعة الجيدة بإصال المعلومة للمشتري (AKERLOF، 1970)، لتأتي بعد ذلك دراسة Spence سنة 1974 الذي دعا إلى التفكيك في هذا المشكل من خلال طرح التساؤل التالي: هل يوجد في الأسواق التنافسية شروط بموجها مختلف الأسعار الموجودة تعكس جودة السلع المختلفة المطروحة في السوق، على المدى البعيد حتى في ظل عدم تماثل المعلومات؟

وللإجابة عن هذا التساؤل قام Spence بالبحث عن آلية لتحويل المعلومة من البائع للمشتري، والتي تسمح لهذا الأخير الذي يمتلك معلومات أقل بالتقييم الصحيح لجودة المنتج، ليخلص في النهاية إلى إمكانية اعتماد بائع السلع ذات الجودة العالية على سلوك معين، يمكنه من إيصال نوعية وجودة سلعته للمشتري وبالتالي القضاء على مشكل عدم تماثل المعلومات (Spence، 1974).

2.4 نماذج التشوير بتوزيعات الأرباح

حسب (Dumontier & Albouyet 1992) فإن "نموذج التشوير بتوزيعات الأرباح من المحتمل أن يحافظ على السوق المالي في وضعية توازن معلوماتي وإنهاء حالة عدم تماثل المعلومات" كما أنه وحسب Spence 1974 و Riley 1975 فإن "التشوير يجب أن يكون مكلف ومؤثر، حيث أن التشوير المزيف لابد أن يعاقب مرتكبه من أجل منع مسيري الشركات الأقل مردودية من المبالغة في تقييم شركاتهم، هذا من خلال إشارات مزيفة يرسلونها للسوق المالي، لكن رغم هذه المساهمات التي تناولت المحتوى الإعلامي لتوزيعات الأرباح إلا أنه وجب الانتظار لسنوات، حتى ظهر أول نموذج من نماذج التشوير بتوزيعات الأرباح والتي نذكر منها :

1.2.4 نموذج كلاي 1980

في إطار هذا النموذج فإن الأطراف الموسومون ب INSIDER، يستعملون سياسة توزيع الأرباح من أجل حماية OUTSIDER من الإشارات المزيفة وذلك لإرسال إشارات حول التدفقات النقدية المستقبلية المتوقعة والأرباح المخصصة للشركة، كما أن النموذج يتبنى نظام حوافز مصحوبة بعقوبات على المسيرين في حالة إصدار إشارات مظللة يستند هذا النموذج على الفرضيات التالية:

-كفاءة السوق، لكن توجد حالة من عدم تكافؤ المعلومات بين INSIDER و OUTSIDER

-العالم يتكون من زمنين T_0 هو زمن اتخاذ القرار بالتمويل و T_1 وهو زمن دفع التوزيعات وتصفية الشركة

-المستثمرون محايدون للخطر

-هناك نوعين من الشركات A و B

الجدول رقم 01: تصنيف الشركات إلى A و B

نوع الشركة	التدفق النقدي	قيمة المؤسسة	الاحتمال
A	CF_A	VM_A	q
B	CF_B	VM_B	$1 - q$

المصدر: من إعداد الباحثين بناءً على نموذج كلاي

بحيث:

$$CF_A > CF_B \Rightarrow VM_A > VM_B$$

- بدون نشاط التشوير فإن للشركتين نفس القيمة

- VM_0 : قيمة الشركة الزمن 0

- R_f : معدل العائد عديم المخاطرة

- نظام الحوافز للإدارة M يكون على الشكل التالي:

$$(1 + R_f)P_0(V_0(D_A)) + P_1CF_1 \text{ si } CF_1 \geq D_A$$

$$M = (1 + R_f)P_0(V_0(D_A)) + P_1(CF_1 - c) \text{ si } CF_1 < D_A$$

بحيث:

- $P_1 \cdot P_0$: هي نسبة ما تحصل عليه الإدارة من فوائد

- $V_0(D_A)$: هي قيمة الشركة عند الزمن 0 والتي أعلنت عن توزيعات

- C : هي العقوبات المسلطة في حال كانت التوزيعات أكبر من التدفقات النقدية المحققة

وبالتالي فإن المتغير المحدد لنوع الشركة هو D_A مع تحديد D^* والذي يمثل التوزيعات المثالية حيث يسمح بالتمييز بين الشركات نوع A و B كما يلي:

- $D^* \leq D_A$: تصف الشركة في هذه الحالة أنها من الصنف A

- $D^* > D_A$: تصف الشركة في هذه الحالة أنها من الصنف B

غير أن فعالية هذا النموذج تكون في حال يكون:

$$P_0(VM_A - VM_B) < P_1C$$

والتي تعني أن الفوائد الهامشية للتشوير المزيف أقل من قيمة العقوبة المسلطة على المسيرين في حال التشوير المزيف والعكس بالعكس.

قدم كلاي نموذج تشوير مهم خصوصا في القياس، حيث قدم طريقة للنمذجة النظرية للمحتوى الإعلامي غير أنه من الناحية التطبيقية، هذا النموذج لا يقدم شرح مقبول لسلوك الشركات في توزيعات الأرباح كما أنه يقوم على فرضيات غير واقعية كوجود نوعين من الشركات في الاقتصاد وفترتين فقط (Kakay, 1980)

2.2.4 نموذج بهاتشاريا

بهاتشاريا أول من كتب عن حالة انخفاض التوزيعات في نظرية الإشارات المالية، حيث يشير إلى أن الإعلان عن توزيعات الأرباح يؤثر على قيمة المؤسسة، حيث أنه في بداية المدة يقوم المسكرون بالاستثمار في المشروع A حيث تكون المردودية معروفة بناءً على تقييم المشروع، من جهة أخرى فإن المسيرين سيعلمون عن توزيعات مساوية لأرباح المشروع المعلن عنها في بداية المشروع و بالتالي سنكون أمام احتمالين، إما الأرباح المحققة مساوية أو أكبر من تلك المعلن عنها في بداية المشروع وبالتالي سيكون هناك توزيع للأرباح بدون إشكال، أما في حالة ما كانت الأرباح غير كافية لتمويل التوزيعات، فإن المسيرين سيلجؤون

م إ م أ

271

للسوق المالي للحصول على تمويل مكلف لتمويل التوزيعات والوفاء بالتزاماتهم اتجاه المساهمين، لذا في حال التوازن المعلوماتي ليس من مصلحة الشركة الإعلان عن نتائج مبالغ فيها تحت طائلة خطر إعادة التمويل المكلف، لذا فالشركات التي تمتلك صافي قيمة حالية موجب، توزع أرباحها بدون تكلفة إعادة التمويل المكلفة وبالتالي فان للتشوير المزيّف تكلفة مضاعفة (Bhattacharya (1979، S. وهي:

-تكلفة إعادة التمويل المكلفة لتمويل التوزيعات

-تكلفة الضرائب المفروضة على توزيعات الأرباح

حسب Abouy وDumontier 1992 هذا النموذج غير واقعي سطحي، كذلك (et Lease.2000) يؤكدان علي أن الإعلان عن التوزيعات في بداية المشروع قبل تحقيقها ودفعها في نهاية المشروع يجعل من غير المحتم دفع مبلغ التوزيعات كما تم الإعلان عنه.

3.2.4 دراسة (Williams & John 1985)

يرى الباحثان أن اقتراح نموذج للتشوير في ظل عدم تماثل المعلومات بين المسيرين والمساهمين مرتبط بالفرص الاستثمارية، كما أنهما يوضحان بأنه عند التوازن فان المسيرين يشيرون للسوق بزيادة في الأرباح وسيوزعونها، هذه الأخيرة التي تفرض عليها ضرائب مرتفعة مقارنة بعوائد الاستثمار الأخرى وبالتالي فان التوزيعات تكون عامل يبالغ في قيمة الأسهم في السوق المالي الذي سيصحح فيما بعد لما يتم دفع الضرائب علي التوزيعات، حيث أن مبلغ الضرائب المدفوع سيتم تعويضه بالأرباح الرأسمالية الناتجة عن ارتفاع سعر السهم نتيجة الإعلان عن التوزيعات (Williams & John، 1985).

يشترك هذا النموذج مع النموذجين السابقين بان تكلفة التشوير المزيّف هي تكاليف مباشرة.

4.2.4 نموذج ميلر وروك 1985

قام ميلر وروك ببناء نموذج لفترتين أين تكون الاستثمارات والأرباح عنصرين مجهولين للمستثمرين، حيث أن الوسيلة الوحيدة للتشوير للقيمة المستقبلية للشركة هي توزيعات الأرباح، الشركات ضعيفة المردودية يمكن أن تخذع السوق بتوزيعات معتبرة وذلك باستعمال رأس المال في ذلك، أما الشركات ذات المردودية المرتفعة فهي تستعمل أرباح استثماراتها للقيام بالتوزيعات وليس رأس مالها المستثمر، ومنه فان قيمة المؤسسة مرتبطة بتكلفة الفرصة البديلة التي تعاني منها الشركات ذات المردودية الضعيفة حيث انها لن تستطيع الاستثمار مستقبلا نتيجة نقص الأموال بسبب توزيعها لرأس المال وهو ما يعتبر تكلفة غير مباشرة للتشوير المزيّف وهذا ما يختلف فيه هذا النموذج مع النماذج الثلاثة السابقة.

أخيرا وبصفة عامة كل هذه النماذج اتفقت علي أن أي تغيير في سياسة توزيع الأرباح يعد إشارة مباشرة ترسل من الشركة إلي السوق بخصوص الأرباح المستقبلية، فالتوزيعات تحمل معلومات موثوقة مقارنة بالطرق الأخرى للتواصل مع السوق، وبالنتيجة ارتفاع التوزيعات يعد إشارة جيدة عن مستقبل الشركة، في حال كانت هذه المعلومة غير متوقعة من السوق، كما أن إعلان توزيعات أعلى من المتوقع سيؤدي إلي ارتفاع سعر السهم وفي الحالة العكسية انخفاض التوزيعات سيستقبل من طرف السوق علي انه خبر سيئ عن الأرباح المستقبلية للشركة، وبالتالي سعر أسهما سينخفض في السوق (Miller، M. H.، & Rock، K. (1985).

نماذج التشوير المقدمة أعلاه سمحت بحصر التوزيعات في زاوية جديدة حيث قامت بحوث تجريبية أخرى بالبحث في هذه النماذج وخلصت إلى نقطتين اثنتين حسب Albouy وDumontier 1992

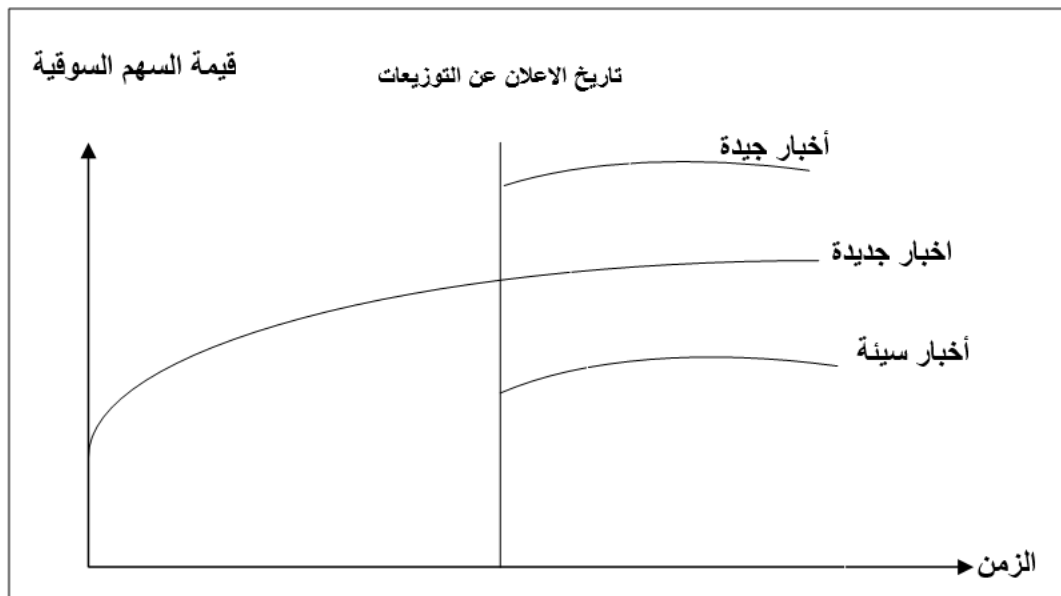
-من جانب المستثمرين: يميلون إلى تعديل توقعاتهم بعد كل عملية توزيع للأرباح وهذا نتيجة ما تحمله هذه التوزيعات من معلومات تسهم في توضيح جوانب مختلفة وتحتم على المستثمرين إعادة تقييم قراراتهم الاستثمارية.

-من جانب الشركة: مستوى الأرباح المحققة في المستقبل هو من بين المحددات الرئيسية للتحديد

قيمة التوزيعات

كما أن الشكل أدناه يلخص نتائج هذه النماذج والبحوث التي تناولت موضوع المحتوى الإعلامي لسياسة توزيع الأرباح وأثرها على سعر الأسهم.

الشكل رقم 01: تأثير الإعلان عن التوزيعات على القيمة السوقية للسهم



م إ م أ

273

المصدر: (berk et Demarzo 2011)

من خلال الشكل رقم 01 أعلاه يتضح إن توزيعات الأرباح تحمل في طياتها جملة من المعلومات تستشفها الأطراف ذات العلاقة من خلال قيمة التوزيعات و عليه و حسب نظرية المحتوى الإعلامي لسياسة توزيع الأرباح فإن زيادة التوزيعات يحمل أخبار جيدة علي حالة الشركة إذ يعبر علي قدرة مستقبلية للشركة علي توليد الأرباح و زيادتها مما يزيد الطلب علي أسهم هذه الشركة و بالتالي ارتفاع القيمة السوقية له و العكس في حال انخفاض قيمة التوزيعات يحمل اخبار سيئة عن حالة الشركة اذ يعبر علي شكوك في قدرتها علي توليد ارباح مستقبلية و هذا ما يدفع المستثمرين الي التخلص من سهمها فتنخفض قيمته السوقية.

5. الدراسات السابقة

-دراسة (عبد الحق قنون، عبد الغني دادان 2016) بعنوان: أثر سياسة توزيع الأرباح على القيمة البورصية للمؤسسات الاقتصادية "دراسة حالة سوق قطر للأوراق المالية خلال الفتر 2013-2016، حيث هدفت هذه

الدراسة إلى تسليط الضوء على أثر سياسة توزيع الأرباح على القيمة البورصية للمؤسسات الاقتصادية، من خلال دراسة قياسية لـ 26 مؤسسة مدرجة في سوق قطر للأوراق المالية خلال الفترة 2013-2016 وتوصلت الدراسة إلى وجود علاقة بين سياسة توزيع الأرباح وقيمة المؤسسة.

-دراسة (قدام جمال، ترفاس جمال الدين 2019) بعنوان: أثر سياسة توزيع الأرباح على القيمة السوقية للمؤسسة دراسة قياسية للمؤسسات المدرجة في مؤشر داو جونز حيث هدفت هذه الدراسة إلى تسليط الضوء على أثر سياسة توزيع الأرباح على القيمة السوقية للمؤسسة، من خلال دراسة قياسية على 30 مؤسسة مدرجة في مؤشر داو جونز خلال الفترة 2007 إلى 2017، توصلت الدراسة إلى أن سياسة توزيع الأرباح تفسر التغيرات التي تحدث في القيمة السوقية للأسهم.

-دراسة (براني مختارية، حسيني اسحاق 2020) بعنوان: سياسة توزيع الأرباح وتقلب سعر السهم في عينة من الشركات المدرجة في السوق السعودي حيث هدفت الدراسة إلى تسليط الضوء على العلاقة بين سياسة توزيع الأرباح وتقلب سعر السهم، حيث شملت الدراسة 20 شركة مدرجة في السوق السعودي خلال الفترة من 2008 إلى 2018 وتوصلت الدراسة إلى وجود تأثير لسياسة توزيع الأرباح على القيمة السوقية للسهم.

-دراسة (احمد لمين بوغنامة، رفيق يوسف 2022) بعنوان: أثر سياسة توزيع الأرباح على القيمة السوقية للمؤسسات الاقتصادية - دراسة قياسية للعينة من المؤسسات المدرجة في مؤشر CAC40 - حيث هدفت هذه الدراسة إلى تسليط الضوء على أثر سياسة توزيع الأرباح على القيمة السوقية للمؤسسات الاقتصادية، من خلال دراسة قياسية على 18 مؤسسة فرنسية مدرجة في مؤشر CAC40 خلال الفترة 2010 إلى 2021 توصلت هذه الدراسة إلى وجود علاقة بين سياسة توزيع الأرباح وقيمة المؤسسة.

م إ م أ

274

تحاول هذه الدراسة إثبات وجود علاقة بين سياسة توزيع الأرباح من خلال محتواها الإعلامي والقيمة السهم للسهم وهي تتقاطع بذلك مع الدراسات السابقة التي تناولت الموضوع ، و يتضح جليا أنها توصلت اقصد الدراسات إلى إثبات العلاقة بين سياسة توزيع الأرباح و القيمة السوقية للسهم من خلال نماذج إحصائية ، هذه الأخيرة تكون عاجزة عن التحديد الدقيق لتاريخ بدأ هذا التأثير كون الدراسة تأخذ فترة زمنية معينة للدراسة بعكس منهجية الحدث المتبعة في الدراسة الحالية والتي تركز علي فترة الحدث و هي فترة الإعلان عن التوزيعات و هذا لتفادي تداخل تأثير أحداث أخرى علي القيمة السوقية للسهم في نفس فترة الدراسة ، هذا بالإضافة إلي تحييد اثر الاتجاه العام للسعر السوقي للسهم هو مالا نجده في الدراسات المذكورة أعلاه مما يزيد من موثوقية نتائج الدراسة ، كما أن هذه الدراسات لم تحدد طبيعة العلاقة والتفصيل فيها وتحديد أسبابها، لكن في المقابل الدراسة الحالية قدمت تفسير لهذه العلاقة وهو أن التغيرات التي تحدث في أسعار الأسهم هو نتيجة لإشارات ومعلومات تضمنتها سياسة التوزيعات عن الشركة ومستقبلها، كما ان القيمة السوقية للسهم تتبع اتجاه التوزيعات و هي تعبر علي قدرة الشركة على توليد الأرباح من أصولها وكذلك توقعاتها المستقبلية لهذه الأرباح في السنوات القادمة.

6. الدراسة القياسية

1.6 عينة الدراسة

شملت عينة الدراسة 35 شركة من أصل 40 شركة مدرجة في مؤشر CAC 40 مؤشر بورصة باريس وذلك بعد استبعاد الشركات المالية نظرا لخصوصية هذه الشركات، خلال الفترة من 2020 الي 2024 وذلك

من خلال الإعلان عن 175 توزيع للأرباح (مشاهدة).

2.6 منهجية الدراسة

تم الاعتماد على منهجية الحدث للقيام بالدراسة القياسية وهي المنهجية المتبعة لدراسة تأثير حدث معين علي متغير تابع، الحدث في هذه الدراسة هو الإعلان عن توزيعات الأرباح والمتغير التابع هو السعر السوقي للسهم، تتمثل خطوات هذه المنهجية في الخطوات التالية (زيرام، 2023، ص154):

1.2.6 تقدير فترة الحدث وفترة التقدير

أ- فترة الحدث: وهي الفترة التي يقع فيها الحدث المراد دراسة أثره بحيث يقسم هذه الفترة إلى نصفين متساويين تكون في الغالب 21 يوم 10 أيام قبل الحدث و10 أيام بعد الحدث ويوم الحدث.

ب- فترة التقدير: وهي الفترة التي تسبق فترة الحدث تجمع البيانات خلالها لبناء نموذج لتقدير العوائد العادية بحيث أنها كلما كانت طويلة كانت النتائج أكثر موثوقية غالباً تكون 150 يوم أو أكثر.

2.2.6 حساب العوائد الفعلية اليومية

العوائد الفعلية اليومية هي الفرق بين سعر الإغلاق ليوم t و $t-1$.

3.2.6 حساب العوائد الفعلية لمؤشر السوق

العوائد الفعلية اليومية هي الفرق بين سعر الإغلاق ليوم $t-1$ والمؤشر السوق.

4.2.6 تقدير نموذج الانحدار لحساب للعوائد العادية خلال فترة الحدث

وذلك بدلالة العوائد الفعلية للسوق حيث تكون معادلة الانحدار من الشكل:

$$R = \alpha r + \beta$$

R يمثل العائد العادي للسهم

α يمثل معامل الانحدار

r يمثل العائد الفعلي للسوق

β يمثل الثابت في العلاقة الخطية

5.2.6 حساب العوائد العادية اليومية المتوقعة خلال فترة الحدث

وذلك باستخدام النموذج المقدر في الخطوة السابقة.

6.2.6 حساب العوائد الاستثنائية (غير العادية) اليومية

والتي تمثل الفرق بين العوائد العادية المقدرة والعوائد الفعلية.

7.2.6 حساب متوسط العوائد غير العادية اليومية

وذلك من خلال جمع العوائد اليومية الاستثنائية لجميع عينة الدراسة وقسمتها على حجم عينة الدراسة وذلك لاستبعاد عوامل مؤثرة أخرى.

م إ م أ

275

8.2.6 حساب متوسط العوائد الاستثنائية اليومية التراكمية

وذلك لتحديد الأثر الكلي لحدث الإعلان عن التوزيعات على العوائد غير العادية وذلك بجمع متوسط العوائد غير العادية اليومية كل يوم من أيام فترة الحدث.

3.6 تحليل ومناقشة النتائج

تم تقسيم عينة الدراسة إلى ثلاث عينات فرعية وهي:

- العينة الفرعية 1 تمثل حالة زيادة قيمة التوزيعات.
- العينة الفرعية 2 تمثل حالة انخفاض قيمة التوزيعات.
- العينة الفرعية 3 تمثل حالة ثبات قيمة التوزيعات.

1.3.6 في حال زيادة قيمة التوزيعات اشتملت هذه العينة الفرعية على 82 مشاهدة

ويوضح الجدول رقم (02) أذناه القيم المتوصل إليها وذلك 10 أيام قبل الإعلان عن التوزيعات ويوم الإعلان عن التوزيعات و10 أيام بعد الإعلان عن التوزيعات:

الجدول رقم 02: معدل العائد غير العادي ومعدل العائد غير العادي المجمع خلال فترة الحدث حالة التوزيعات المتزايدة

	AARit	T de student	CAARit	T DE student
-10	0.001641	1.486244	0.001641	0.132938
-9	-0.001576	-1.404552	0.000065	0.007297
-8	-0.000261	-0.281948	-	-0.032759
-7	-0.000507	-0.435577	-	-0.108019
-6	-0.006702	-0.916269	-	-0.201914
-5	0.080123	1.104131	0.072719	0.218704
-4	-0.004339	-0.847934	0.068380	3.155399
-3	-0.001497	-0.301639	0.066882	3.398394
-2	0.018677	1.343230	0.085560	1.651135
-1	0.002306	1.361343	0.087866	14.659789
0	0.010889	4.614625	0.098755	12.390278
1	0.006021	2.410760	0.104776	12.982941
2	-0.003295	-1.592774	0.101481	15.794281
3	-0.000041	-0.019603	0.101440	16.185580
4	-0.002025	-1.404532	0.099415	23.872835
5	0.001395	1.213414	0.100811	31.362611
6	-0.001368	-1.325445	0.099443	35.501122
7	-0.001710	-1.409330	0.097733	30.551622
8	0.001160	0.903216	0.098893	29.965466
9	0.001646	1.729196	0.100539	42.220834
10	-0.002430	-1.160616	0.098109	19.195707

م إ م أ

276

المصدر: من إعداد الباحثين بالاعتماد على مخرجات برنامج اكسل 13

من خلال النتائج الموضحة في الجدول أعلاه نلاحظ انه في يوم الإعلان عن توزيعات الأرباح حققت أسهم العينة الفرعية متوسط عائد غير عادي بنسبة أكبر من 10.8 بالمئة، هذا ما يعني زيادة في متوسط القيمة السوقية لأسهم العينة وارتفاع أسعارها وبالتالي رفض الفرضية الصفريّة **H0** وقبول الفرضية **H1** التي تنص على وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين حدث الإعلان عن التوزيعات ومتوسط العوائد غير العادية. كما نلاحظ أن إحصائية ستيودنت المحسوبة أكبر من الإحصائية الجدولية وهذا ما يدل على أن النتائج المتوصل إليها ذات دلالة إحصائية كبيرة عند مستوى المعنوية 1 بالمئة، كما أن متوسط العائد غير العادي المجموعة أكبر من 9.87 بالمئة مما يدل على وجود ربح رأسمالي تراكمي خلال فترة الحدث وبالتالي هو انعكاس للأخبار الايجابية المتضمنة في الإعلان عن الزيادة في التوزيعات، مما يعني قبول الفرضية **H1** التي تنص على وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين حدث الإعلان عن التوزيعات ومتوسط العوائد غير العادية التراكمية ورفض الفرضية الصفريّة **H0** كما نلاحظ أن قيمة إحصائية ستيودنت المحسوبة أكبر من قيمة إحصائية ستيودنت الجدولية، هذا ما يدل على أن النتائج المتوصل إليها ذات دلالة إحصائية كبيرة عند مستوى المعنوية 1 بالمئة.

2.3.6 في حال انخفاض قيمة التوزيعات اشتملت هذه العينة الفرعية على 46 مشاهدة

ويوضح الجدول رقم (03) أدناه القيم المتوصل إليها وذلك 10 أيام قبل الإعلان عن التوزيعات ويوم الإعلان عن التوزيعات و10 أيام بعد الإعلان عن التوزيعات.

الجدول رقم 03: معدل العائد غير العادي ومعدل العائد غير العادي المجمع خلال فترة الحدث حال التوزيعات المتناقصة

	AARit	T de student	CAARit	T DE student
-10	001411،-0	454676،-0	001411،-0	101717،-0
-9	004589،-0	584428،-1	006000،-0	653409،-0
-8	005387،-0	714213،-1	011387،-0	402412،-1
-7	000150،0	044257،0	011237،-0	479750،-1
-6	000970،-0	320549،-0	012206،-0	012871،-2
-5	004023،-0	827628،-1	016229،-0	024919،-4
-4	003080،0	982533،0	013148،-0	476816،-2
-3	002478،0	783656،0	010670،-0	129032،-2
-2	001658،0	541345،0	009013،-0	975375،-1
-1	004142،0	469436،1	004871،-0	221625،-1
0	028830،-0	851887،-3	033701،-0	334191،-3
1	009696،-0	304406،-1	043398،-0	518915،-4
2	000250،-0	061536،-0	043647،-0	661886،-8
3	000146،-0	044136،-0	043793،-0	082277،-11
4	006437،0	512407،1	037356،-0	599070،-7
5	001145،0	246792،0	036211،-0	984840،-6
6	005333،-0	438638،-1	041544،-0	329774،-10
7	000136،0	033110،0	041409،-0	592833،-9

8	002740٠0	683616٠0	038669٠٠-0	388211٠٠-9
9	004775٠٠-0	139228٠٠-1	043444٠٠-0	364197٠٠-10
10	005684٠٠-0	880770٠٠-0	049128٠٠-0	799441٠٠-7

المصدر: من إعداد الباحثين بالاعتماد على مخرجات برنامج اكسل 13

من خلال النتائج الموضحة في الجدول أعلاه نلاحظ انه في يوم الإعلان عن توزيعات الأرباح حققت أسهم العينة الفرعية متوسط عائد غير عادي يختلف عن الصفر يقدر بنسبة 2.88- بالمئة، هذا يعني انخفاض في متوسط القيمة السوقية لأسهم العينة وبالتالي رفض الفرضية الصفريّة H_0 وقبول الفرضية H_1 التي تنص علي وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين حدث الإعلان عن التوزيعات ومتوسط العوائد غير العادية، كما نلاحظ أن القيمة المطلقة لإحصائية ستيودنت المحسوبة أكبر من قيمة إحصائية ستيودنت الجدولية وهذا ما يدل علي أن النتائج المتوصل إليها ذات دلالة إحصائية كبيرة عند مستوى المعنوية 1 بالمئة من جهة أخرى نلاحظ أن متوسط العائد غير العادي التراكمي يساوي 4.91- بالمئة بالتالي رفض الفرضية الصفريّة H_0 وقبول الفرضية H_1 التي تنص علي وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين حدث الإعلان عن التوزيعات ومتوسط العوائد غير العادية التراكمي، كما نلاحظ أن القيمة المطلقة لإحصائية ستيودنت المحسوبة أكبر من القيمة المطلقة لإحصائية ستيودنت الجدولية، هذا ما يدل علي أن النتائج المتوصل إليها ذات دلالة إحصائية كبيرة عند مستوى المعنوية 1 بالمئة .

م إ م أ

278

من خلال النتائج الموضحة في الجدول 02 والجدول 03 ومن اجل اختبار صحة الفرضية الثانية نلاحظ أن التغيير في اتجاه العوائد غير العادية والعوائد التراكمية للعوائد غير العادية، يتوافق في اتجاه التغيير في قيمة التوزيعات النقدية وبالتالي نقبل الفرضية H_1 التي تنص على أن الإعلان عن تغيير في قيمة التوزيعات النقدية للأرباح يحمل في طياته محتوى إعلامي في السوق المالي يتوافق ونظرية المحتوى الإعلامي للتوزيعات الأرباح ويفسر هذا التغيير، كما هو مبين في الشكل رقم 01 وبالتالي رفض الفرضية H_0 التي تنص علي أن الإعلان عن تغيير في قيمة التوزيعات النقدية للأرباح لا يحمل في طياته محتوى إعلامي في السوق المالي يتوافق ونظرية المحتوى الإعلامي للتوزيعات الأرباح ولا يفسر هذا التغيير.

3.3.6 في حال ثبات قيمة التوزيعات اشتملت هذه العينة الفرعية على 49 مشاهدة

ويوضح الجدول رقم 04 أذناه القيم المتوصل إليها وذلك 10 أيام قبل الإعلان عن التوزيعات ويوم الإعلان عن التوزيعات و10 أيام بعد الإعلان عن التوزيعات.

الجدول رقم 04: معدل العائد غير العادي ومعدل العائد غير العادي المجمع خلال فترة الحدث حال التوزيعات الثابتة

	AARit	T de student	CAARit	T DE student
-10	0٠003184	0٠770680	0٠003184	0٠172412
-9	-0٠004018	-1٠126300	-0٠000833	-0٠075727
-8	0٠002089	0٠384055	0٠001256	0٠091812
-7	0٠000821	0٠245125	0٠002077	0٠285129
-6	0٠001530	0٠447632	0٠003606	0٠540995
-5	0٠000734	0٠316253	0٠004340	1٠048772

-4	0.001605	0.471417	0.005945	1.059866
-3	0.001806	0.460552	0.007751	1.281453
-2	0.001533	0.338313	0.009284	1.413063
-1	0.002918	0.845317	0.012202	2.567920
0	0.008116	1.802786	0.020318	3.434117
1	0.001758	0.225998	0.022077	2.256909
2	-0.001997	-0.659325	0.020080	5.486290
3	0.000587	0.061845	0.020667	1.872692
4	-0.054218	-1.106654	-0.033551	-0.609256
5	-0.007977	-2.853729	-0.041528	-13.661034
6	-0.005587	-1.666003	-0.047116	-13.305735
7	-0.011160	-2.568280	-0.058276	-13.071601
8	-0.006691	-2.592125	-0.064967	-25.167607
9	0.003558	0.494253	-0.061409	-8.765796
10	-0.007218	-0.865572	-0.068627	-8.665111

المصدر: من إعداد الباحثين بالاعتماد على مخرجات برنامج اكسل 13

م.إ.أ

279

من خلال النتائج الموضحة في الجدول أعلاه نلاحظ انه في يوم الإعلان عن توزيعات الأرباح حققت أسهم العينة الفرعية متوسط عائد غير عادي يختلف عن الصفر يقدر بنسبة 0.8 بالمئة، هذا ما يعني رفض الفرضية الصفرية H_0 وقبول الفرضية H_1 التي تنص علي وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين حدث الإعلان عن التوزيعات ومتوسط العوائد غير العادية، كما نلاحظ أن قيمة إحصائية ستيودنت المحسوبة اكبر من إحصائية ستيودنت الجدولية وهذا ما يدل علي أن النتائج المتوصل إليها ذات دلالة إحصائية عند مستوي المعنوية 10 بالمئة، كما أن متوسط العائد غير العادي التراكمي يختلف عن الصفر ويساوي 6.86 بالمئة مما يعني رفض الفرضية H_0 وقبول الفرضية H_1 ، كما نلاحظ أيضا أن القيمة المطلقة لإحصائية ستيودنت المحسوبة اكبر من إحصائية ستيودنت الجدولية وهذا ما يدل علي أن النتائج المتوصل إليها ذات دلالة إحصائية كبيرة عند مستوي المعنوية 1 بالمئة.

من اجل اختبار الفرضية الثالثة نلاحظ انه ورغم عدم وجود تغيير في قيمة التوزيعات النقدية وثباتها إلا انه هناك تغيير في الأسعار، بدليل انه بتاريخ الإعلان عن التوزيعات النقدية كانت العوائد غير العادية تختلف عن الصفر وبالتالي قبول الفرضية H_0 التي تنص علي أن الإعلان عن عدم التغيير في قيمة التوزيعات النقدية للأرباح لا يؤدي بالضرورة إلي عدم التغيير في أسعار الأسهم ورفض الفرضية H_1 التي تنص علي أن حدث الإعلان عن عدم التغير في قيمة التوزيعات يؤدي إلي عدم التغير في أسعار الأسهم أي الأرباح غير العادية تساوي الصفر.

7. الخاتمة

من خلال النتائج السابقة يتضح جليا أن لحدث الإعلان عن زيادة في قيمة توزيعات الأرباح أثر ايجابي علي السوق المالي الفرنسي، تمثل ذلك في ارتفاع أسعار الأسهم والعكس في حال انخفاض قيمة التوزيعات فانه أثر بالسلب علي أسعار الأسهم وهذا ما يتوافق تماما مع نظرية المحتوى الإعلامي لسياسة توزيع الأرباح ويفسر بالمحتوى الإعلامي لسياسة توزيع الأرباح حيث أن الرفع في قيمة التوزيعات مؤشر ايجابي علي قدرة

المؤسسة علي توليد الأرباح حالياً ومستقبلاً والعكس في حالة انخفاض قيمة التوزيعات، مما يدخل المستثمر في حالة من الشك حول مستقبل المردودية في الشركة، بالتالي يقوم ببيع ما يمتلكه من أسهم في هذه الشركة وذلك سيؤدي إلى زيادة المعروض من أسهمها للبيع فينخفض سعره في السوق والعكس في حالة ارتفاع قيمة التوزيعات، كما لاحظنا سرعة استجابة السوق لحدث الإعلان عن التوزيعات حيث كانت الاستجابة في نفس يوم الإعلان عن التوزيعات وهذا يدل على الكفاءة الكبيرة للسوق المالي الفرنسي.

1.7. النتائج

من خلال النتائج المتوصل إليها في الدراسة القياسية نلاحظ أنه في حال ارتفاع و انخفاض توزيعات الأرباح تقبل الفرضية البديلة و ترفض الفرضية الصفرية و بالتالي نتائج الدراسة تتوافق مع نظرية المحتوى الإعلامي لسياسة توزيع الأرباح أي أن هذه الأخيرة حملت أخبار عن حالة الشركة و تغيير في سعر السهم هو رد فعل السوق عن هذه الأخبار و التغيير في سعر السهم كان حسب طبيعة الخبر جيد أو سيئ، بينما في حالة الإعلان عن الثبات قيمة التوزيعات تقبل الفرضية الصفرية و ترفض الفرضية البديلة و هذا خلافاً لنظرية المحتوى الإعلامي لسياسة توزيع الأرباح فردت فعل المستثمرين اختلفت باختلاف الشركة ذات الإعلان.

2.7. التوصيات

تعتبر سياسة توزيع الأرباح في المؤسسة الاقتصادية من بين السياسات المهمة في المؤسسة ذات الأثر الكبير علي مستقبل الشركة، باعتبارها ليست سياسة لتوزيع النتيجة النهائية بين الأطراف المالكة فقط، بل تتعداها لتكون وسيلة اتصال مع المحيط الخارجي و بالتالي يجب بناءها تحت جملة من القيود تلبي مصالح وتطلعات جميع الأطراف ذات المصلحة ، حيث يجب بناء سياسة توزيع أرباح توافق بين الاحتياجات التمويلية للشركة من جهة ومن جهة أخرى تؤدي إلي تأثير مرغوب فيه في أسعار أسهم الشركة و ذلك من خلال طمأننة المساهمين وجميع الأطراف حول مستقبل الشركة و قدرتها علي توليد الأرباح و الوفاء بالتزاماتها و بالتالي تلعب هذه السياسة دورها كآلية مهمة لتعزيز الحوكمة والقضاء علي مشاكل الوكالة للوصول إلي الهدف الاستراتيجي للإستراتيجية المالية وهو تعظيم القيمة السوقية للسهم الذي يخدم جميع الاطراف.

8.المراجع

- Easterbrook، F. H. (1984). Two agency-cost explanations of dividends. American Economic Review، 74(4)، 650-659.
- International Accounting Standards Board (IFRS) ،2022، IAS 1 Presentation of financial statements. IFRS Foundation.
- Fama ، E.F. (1970). Efficient capital markets A review of theory and empirical work. journal of finance 25(2) ، 383-417.
- Akerlof، George A. (1970). The Market for “Lemons”: Quality Uncertainty and the Market Mechanism. The Quarterly Journal of Economics، 84(3)، pp. 488–500.
- Spence، M. (1974). Market signaling Information transfer in hiring and related screening processes. Cambridge، MA Harvard university Press.

- Kalay, A. (1980). Signaling, information content, and the reluctance to cut dividends. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 15(4), 855-869.
- Bhattacharya, S. (1979). Imperfect information, dividend policy, and "the bird in the hand" fallacy. *Bell Journal of Economics*, 10(1), 259-270.
- John, K., & Williams, J. (1985). Dividends, dilution, and taxes: A signaling equilibrium. *Journal of Finance*, 40(4), 1053-1070.
- Miller, M. H., & Rock, K. (1985). Dividend policy under asymmetric information. *Journal of Finance*, 40(4), 1031-1051.
- Berk, J., & Demarzo, P. (2011) *Corporate finance* (2nd ed). Pearson Education.
- Albouy, M & Dumontier, P. (1992). *La politique de dividende des entreprises*. Paris Presses universitaires de France.

م إ م أ

281

- بدروني، عيسى، (2020). سياسة توزيع الأرباح. القاهرة: دار حميثرا للنشر والترجمة.
- عبد القادر محمد أحمد عبد الله، خالد عبد العزيز محمد السهلاوي. الإدارة المالية (الطبعة الخامسة). جدة. مطابع السروات.
- زيراموليد. (2023). تأثير الإعلان عن توزيعات الأرباح النقدية على أسعار الأسهم: دراسة مقارنة بين سوق رأس المال السعودي وسوق رأس المال الماليزي (أطروحة دكتوراه غير منشورة). جامعة فرحات عباس – سطيف 1.
- بوغنامة احمد لمين، يوسف رفيق. (2022). أثر سياسة توزيع الارباح على القيمة السوقية للمؤسسات الاقتصادية: دراسة قياسية لعينة من المؤسسات المدرجة في مؤشر CAC 40. مجلة البحوث المالية والمحاسبية، 5 (2)، ديسمبر 2022، 238-255.
- قنون عبد الحق، دادان عبد الغني. (2019). أثر سياسة توزيع الارباح على القيمة السوقية للمؤسسات الاقتصادية: دراسة حالة سوق قطر للأوراق المالية خلال الفترة 2013-2016. مجلة الدراسات الاقتصادية الكمية، 5 (4)، 27-38.
- قدام جمال، ترفاس جمال الدين. (2019). أثر سياسة توزيع الأرباح على القيمة السوقية للمؤسسة: دراسة قياسية للمؤسسات المدرجة في مؤشر داو جونز. مجلة البحوث المالية والمحاسبية، 2 (1)، 46-62.
- براني مختارية، اسحاق حسيني. (2020). سياسة توزيع الارباح وتقلب سعر السهم في عينة من الشركات المدرجة في السوق السعودي. مجلة ابحاث اقتصادية وادارية. 14(3). 61-81.