



جمهورية العراق

وزارة التعليم العالي والبحث العلمي

جامعة كربلاء/ كلية الادارة والاقتصاد

قسم العلوم المالية والمصرفية

الإعلان عن مقسوم الأرباح وانعكاسه في عوائد الاسهم باطار نظرية الإشارة

دراسة تحليلية تطبيقية لعينة من الشركات المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية للفترة من
(2016-2023)

اطروحة مقدمة إلى مجلس كلية الإدارة والاقتصاد في جامعة كربلاء وهي جزء من متطلبات نيل
درجة دكتوراه فلسفة في العلوم المالية والمصرفية

تقدم بها الطالب

سجاد يوسف خلف الركابي

بإشراف كل من

أ.م.د محمد فائز حسن الزوبعي

أ.م.د سعد مجيد عبد علي الجنابي

بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ

قَالَ رَبِّ اجْعَلْ لِي قَدْرًا (25) وَيَسِّرْ لِي

أَمْرِي (26) وَأَخْلَعْ عُقْبَةً مِنِّي لِسَانِي (27)

يَخْتَصِمُوا قَوْلِي (28)

صدق الله العلي العظيم

طه (25-28)

إقرار المشرف

إن إعداد الأطروحة الموسومة (الاعلان عن مقسوم الارباح وانعكاسه في عوائد الاسهم بإطار نظرية الاشارة - دراسة تطبيقية في الشركات المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية للمدة (2016-2023) المقدمة من قبل الطالب (سجاد يوسف خلف) قد جرى تحت إشرافي في قسم العلوم المالية والمصرفية في كلية الادارة والاقتصاد بجامعة كربلاء، وهي جزء من متطلبات نيل درجة الدكتوراه في العلوم مالية والمصرفية.



أ.م.د محمد فائز

المشرف



أ.م.د سعد مجيد الجنابي

توصية السيد رئيس القسم

(بناءً على توصية المشرف والمقيم اللغوي، اشرح هذه الأطروحة للمناقشة)

رئيس القسم

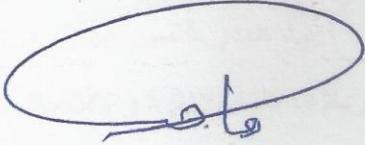
أ.د علي أحمد فارس

2024 / /

إقرار المقوم اللغوي

إشارة الى كتابكم المرقم 4687 في 2024 / 7 / 21 أقر أني قومت اطروحة الدكتوراه المقدمة من قبل الطالب (سجاد يوسف خلف) الموسومة بـ (الاعلان عن مقسوم الارباح وانعكاسه في عوائد الاسهم بإطار نظرية الاشارة) لغويا، واجد انها سليمة من الاخطاء اللغوية والاملائية والاسلوبية وصالحة للمناقشة .

للتفضل بالعلم .. مع التقدير



المقوم اللغوي

أ.م. د. ماجد جميل كاظم

2024 / 7 / 27

إقرار لجنة المناقشة

نشهد نحن اعضاء لجنة المناقشة بأننا أطلعنا على اطروحة الدكتوراه الموسومة بـ (الإعلان عن مقسوم الارباح وإنعكاسه في عوائد الأسهم بإطار نظرية الإشارة) والمقدمة من قبل الطالب (سجاد يوسف خلف)، وقد ناقشنا الطالب في محتوياتها وفيما له علاقة بها، انها جديرة بالقبول لنيل درجة الدكتوراه في العلوم المالية والمصرفية بتقدير () .

أ.د علي أحمد فارس

جامعة كربلاء، كلية الادارة والاقتصاد

رئيساً

أ.م.د حيدر خضير جوان

جامعة كربلاء، كلية الادارة والاقتصاد

عضواً

أ.د أرشد عبد الامير جاسم

جامعة الفرات الاوسط، معهد الكوفة

عضواً

أ.م.د عباس فاضل رمن

جامعة اهل البيت، كلية العلوم الاسلامية

عضواً

أ.م.د حامد محسن جداح

جامعة كربلاء، كلية الادارة والاقتصاد

عضواً

أ.م.د محمد فائز حسن

جامعة كربلاء كلية الادارة والاقتصاد

عضواً ومشرفاً

أ.م.د سعد مجيد عبد علي

جامعة المثنى، كلية الادارة والاقتصاد

عضواً مشرفاً

اقرار رئيس لجنة الدراسات العليا

اقر رئيس لجنة الدراسات العليا في كلية الادارة والاقتصاد/جامعة كربلاء على توصية لجنة المناقشة للطلاب (سجاد يوسف خلف)

أ.د. علي احمد فارس
رئيس لجنة الدراسات العليا
معاون العميد للشؤون العلمية والدراسات العليا

اقرار مجلس الكلية

اقر مجلس كلية الادارة والاقتصاد/جامعة كربلاء على توصية لجنة المناقشة

أ.م. د هاشم جبار حسين

عميد كلية الادارة والاقتصاد

الإهداء

إلهي لا يطيب الليل إلا بشكرك ولا يطيب النهار إلا بطاعتك .. ولا تطيب اللحظات
إلا بذكرك ... ولا تطيب الآخرة إلا بعفوك ... ولا تطيب الجنة إلا برؤيتك ...

الله جل جلاله.

إلى من كلله الله بالهيبة والوقار ... علمني العطاء بدون انتظار ...

أحمل إسمه بكل افتخار ... أرجو من الله أن يرحمه بواسع رحمته وكم تمنيت وجودك
لترى ثماراً قد حان

قطافها بعد طول انتظار وستبقى كلماتك نجوماً أهتدي بها اليوم وفي الغد وإلى الأبد...
والذي الحبيب.

إلى ملاكي في الحياة ... إلى معنى الحب والحنان و التفاني ... بسمة الحياة وسر
الوجود التي كان دعاؤها سر نجاحي وحنانها بلسم جراحي ...

أمي الحبيبة.

إلى توأم روحي ورفيقات دربي في هذه الحياة، معكن أكون أنا و بدونكن أكون مثل أي
شيء ... أرى التفاؤل بعينهم والسعادة في ضحكتهم ...
زوجاتي العزيزات.

إلى من رافقوني منذ أن حملنا حقائب صغيرة ومعكم سرت الدرب خطوة بخطوة وما
زلتم ترافقوني حتى الآن ... يا شمعة متقدة تنير ظلمة حياتي...
إخواني وأخواتي.

إلى فلذات كبدي شموع الأمل وقناديل المستقبل...

أولادي صادق و علي.

الباحث

شكر وتقدير

الحمد لله وحده له الشكر أولاً وأخراً على نعمه التي لا تعد ولا تحصى، والحمد لله الذي تجلى للقلوب بالعظمة واحتجب عن الابصار بالعزة واقتدر على الاشياء بالقدرة، والصلاة والسلام على نبي الهدى محمد وعلى اله وصحبه المنتجبين الاطهار اللهم صل عليهم اجمعين وسلم تسليماً كثيراً.

من واجب العرفان بالجميل أن أتقدم بالشكر والامتنان الى استاذي الكريم أ.م. د. سعد مجيد عبد علي الجنابي وأ.م.د محمد فائز الزوبعي لما ابداه من ارشادات وتوجيهات قيمة كان لها الاثر الكبير في اخراج هذا الجهد بهذه الكيفية، فكانوا نعم الأستاذة، اللذان لم ييخلوا على الباحث بغزير علمهم، فجزاهم الله خير الجزاء وأتمنى لهم من القلب كل التوفيق ودوام الصحة والعافية . كما أتقدم بالشكر والتقدير إلى الأساتذة الكرام أ.د. هاشم جبار الحسيني عميد كلية الإدارة والاقتصاد و أ.د. علي أحمد فارس و أ.د. علاء فرحان طالب و أ.د. عواد كاظم الخالدي و أ.د. عباس كاظم الدعيمي أ.د. كمال كاظم جواد الشمري و أ.د. مهدي عطية الجبوري والمبدع أ.م.د. امير علي الموسوي و أ.د. أحمد كاظم بريس و أ.م.د زينب مكى البناء و أ.م.د جنان مهدي رشيد و لما أولوه من رعاية وتعاون مع طلبة الدراسات العليا أتمنى لهم التوفيق.

وان واجب العرفان يملئ على الباحث ان يتقدم بالشكر والامتنان للسادة رئيس لجنة المناقشة واعضائها المحترمين لما تحملوه من عناء المراجعة والتقويم على الرغم من مشاغلهم فجزاهم الله خير الجزاء، كما أقدم شكري وامتناني إلى كل من قدم لي يد العون والمساعدة والنصح فجزاهم الله خير الجزاء.

كما لا يسعني الا أن اشكر أصدقائي وأعضاء دفعتي اللذين ساندوني باستمرار في مسيرة دراستي (أمين ، زينب ، سلام ،لؤي) ولما قدموه لي من مسانده ونصح فجزاهم الله عني خير الجزاء .

وفي الختام أتقدم بجزيل الشكر والامتنان إلى كل من مد يداً بيضاء..... وقد ذكره قلبي ولم يذكره قلبي

الباحث

المستخلص:

هدفت هذه الدراسة الى بيان إعلان مقسوم الأرباح ومدى انعكاسه في عوائد اسهم الشركات باطار نظرية الاشارة والدور الذي تلعبه المعلومات المرسله الخاصة بهذه الإعلانات في تفسير عدم تماثل المعلومات لاغلب الشركات لمساعدة المستثمرين بالحصول على المعلومات التي تزيد من كفاءة السوق المالي بالشكل شبه القوي ، ومن ثم اتخاذ القرارات الرشيدة عبر تلك المعلومات المرسله قبل وبعد الإعلان عن مقسوم الأرباح ، والتي يمكن أن تفهم على أنه أشاره ايجابية من الشركة بأن حالتها المالية وقدرتها على تحقيق أرباح مستقبلية مستدامة وهذا ما يزيد الثقة بالشركة ويدفع بأسهمها نحو الارتفاع ، او قد يفسرها بعض الباحثين كإشارة سلبية مما ينعكس ذلك على عوائد اسهم تلك الشركات ومن ثم انخفاضها ، وتتمحور الدراسة الحالية على عدد من الابعاد (كحجم الشركة وتكرار إعلانات الشركات عن مقسوم ارباحها ونوع السهم الذي تمتلكه تلك الشركات علاوة على اختبار كفاءة سوق العراق للاوراق المالية بالشكل شبه القوي)، من اجل معالجة الفجوة بسبب عدم تماثل المعلومات بين المطلعين الداخليين (مدراء الشركات) والمستثمرين الخارجيين التي تمكن المستثمرين من تجنب الخسائر في المستقبل وعدم اتخاذ القرارات الخاطئة

وتكونت عينة الدراسة من تسعة وعشرين شركة مدرجة في سوق العراق للأوراق المالية التي اعلنت عن مقسوم ارباحها للفترة من (2016/1/1 – 2023/12/31) وبعدد 101 إعلان ، وتم استخدام مجموعة من الاساليب المالية والاحصائية من خلال استخدام برنامج (SPSS) للتحليل الاحصائي واختبار فرضيات الدراسة وكذلك استخدام برنامج (Excel) للتحليل المالي لمتغيرات الدراسة ، وقد توصلت الدراسة الى مجموعة من الاستنتاجات من اهمها ان لإعلان مقسوم الأرباح محتوى معلومات مؤثر وذلك من خلال تحقيق عوائد غير اعتيادية ومتراكمة ايجابية وسلبية للشركة قبل وبعد الإعلان عن مقسوم الأرباح للشركات عينة الدراسة المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية ولكافة القطاعات ، لأنه اذا لم يكن لإعلان مقسوم الأرباح محتوى معلومات مؤثر ، لما تحققت عوائد غير اعتيادية سواء كانت ايجابية ام سلبية وهذا يعني وجود مشكلة عدم تماثل معلومات وهذا ماينعكس على ان السوق المالي غير كفوء بالشكل شبه القوي. لذا تعد نظرية الاشارة من النظريات التي تحد او تقلل من عدم تماثل المعلومات بين الاطراف المتعاملة والتي توفر المعلومات للمستثمرين التي تسهم في رفع كفاءة السوق المالي ومن ثم تقليص فجوة عدم تماثل المعلومات الذي يساعدهم في اتخاذ قرارات اكثر دقة .

المحتويات

الصفحة	الموضوع
أ .	المستخلص
ب- ث.	قائمة المحتويات
ج	قائمة الجداول
ح	قائمة الأشكال
1 - 2	المقدمة
3 - 20	الفصل الأول: منهجية الدراسة وبعض الدراسات السابقة
3 - 10	المبحث الأول: منهجية الدراسة
11 - 20	المبحث الثاني : بعض الدراسات السابقة
21 -102	الفصل الثاني: الاسس النظرية والفلسفية لإعلان مقسوم الأرباح والمحتوى المعلوماتي ونظرية الاشارة
21 - 50	المبحث الأول: تغطية معرفية لإعلان مقسوم الأرباح
22-24	سياسة مقسوم الأرباح
25-32	اشكال مقسوم الأرباح
32-37	العوامل المؤثرة في سياسة توزيع الأرباح النقدية
38-39	اجراءات توزيع الأرباح
40-49	نظريات مقسوم الأرباح
50-74	المبحث الثاني: المحتوى المعلوماتي ونظرية الاشارة

50-54	عدم تماثل المعلومات
54-59	نظرية الاشارة
59-63	إعلان مقسوم الأرباح كأداة للإشارات المالية
63-67	العناصر الاساسية للإشارة
67-72	انواع الإشارات
72	مراحل الإشارات
73-74	تقييم إشارات توزيع مقسوم الأرباح
75-102	المبحث الثالث: اختبار كفاءة الاسواق المالية في مدى الاستجابة لإعلان مقسوم الأرباح
75-76	كفاءة السوق
76-81	مفهوم كفاءة السوق
81-83	عناصر كفاءه السوق
83	مفهوم الكفاءة المالية
84-85	فرضية السوق الكفوءة
85-86	السوق الغير كفوءة
86-97	أشكال كفاءة السوق المالية
97-99	مفهوم دراسة الحدث
99-102	الخطوات الاساسية لتحليل دراسة الحدث
103 –206	الفصل الثالث: التغطية التحليلية اختبار إعلان عن مقسوم الأرباح وانعكاسه على عوائد الأسهم بإطار نظرية الإشارة
104-137	المبحث الأول: اختبار تأثير محتوى المعلومات لإعلانات مقسوم الأرباح في عوائد الاسهم نسبة لحجم الشركات
105-127	التحليل المالي عبر نافذة الحدث للشركات كبيرة الحجم

127-143	لتحليل المالي عبر نافذة الحدث للشركات صغيرة الحجم
143-145	مقارنة ما بين متوسطات العوائد اليومية المتراكمة لشركات كبيرة الحجم والشركات صغيرة الحجم
146-	المبحث الثاني: اختبار تأثير تكرار الإعلانات عن مقسوم الأرباح عبر المحتوى المعلوماتي وانعكاسها في عوائد الاسهم
146-173	التحليل المالي عبر نافذة الحدث للشركات الاكثر تكرار لإعلانات مقسوم الأرباح
174-195	التحليل المالي عبر نافذة الحدث للشركات الاقل تكرار لإعلانات مقسوم الأرباح
196-198	مقارنة ما بين متوسطات العوائد اليومية المتراكمة لشركات الأقل تكرار والشركات الأكثر تكرار لإعلانات مقسوم الأرباح
199-231	المبحث الثالث: اختبار تأثير اسهم النمو واسهم القيمة لإعلانات مقسوم الأرباح عبر المحتوى المعلوماتي وانعكاسها في عوائد الاسهم
201-215	التحليل المالي عبر نافذة الحدث لشركات اسهم القيمة
216-229	التحليل المالي عبر نافذة الحدث للشركات اسهم النمو
229-231	مقارنة ما بين متوسطات العوائد اليومية المتراكمة لشركات اسهم القيمة وشركات اسهم القيمة
232-235	الفصل الرابع: الاستنتاجات والتوصيات
232-233	المبحث الأول: الاستنتاجات
234-235	المبحث الثاني : التوصيات
236-246	المصادر

قائمة الجداول

رقم الصفحة	عنوان الجدول	رقم الجدول
6-7	الشركات المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية التي أعلنت عن مقسوم الأرباح	1-1
73	تقييم الإشارات لإعلان مقسوم الأرباح	2-1
106-105	الشركات كبيرة الحجم في سوق العراق للأوراق المالية التي أعلنت عن مقسوم ارباحها النقدي	3-1
107	عوائد الاسهم غير الاعتيادية والمتراكمة ومتوسطاتها للشركات الكبيرة عبر نافذة الحدث	3-2
128	الشركات الصغيرة الحجم المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية التي أعلنت عن مقسوم ارباحها النقدي	3-3
130	عوائد الاسهم غير الاعتيادية والمتراكمة ومتوسطاتها للشركات الصغيرة عبر نافذة الحدث اليومية	3-4
144	مقارنة ما بين متوسطات العوائد اليومية للشركات كبيرة الحجم والشركات صغيرة الحجم	3-5
145	نتائج تحليل التباين (CAAR) لشركات كبيرة الحجم وصغيرة الحجم	3-6
147-148	الشركات الأكثر تكراراً في سوق العراق للأوراق المالية التي أعلنت عن مقسوم ارباحها النقدي	3-7
150	عوائد الاسهم غير الاعتيادية والمتراكمة ومتوسطاتها للشركات الأكثر تكرار عبر نافذة الحدث	3-8
174	اقل شركات تعلن عن مقسوم الأرباح في سوق العراق للأوراق المالية	3-9
176	عوائد الاسهم غير الاعتيادية والمتراكمة ومتوسطاتها للشركات الأقل تكراراً عبر نافذة الحدث اليومية	3-10
196-197	مقارنة ما بين متوسطات العوائد اليومية خلال نافذة الحدث لشركات الأكثر تكرار والأقل تكرار	3-11
198	نتائج تحليل التباين (CAAR) للشركات الأكثر تكراراً والشركات الأقل تكراراً	3-12
200	تصنيف حسب نمط الاسهم الشركات (اسهم القيمة - أسهم النمو)	3-13
201	شركات اسهم القيمة في سوق العراق للأوراق المالية التي أعلنت عن مقسوم ارباحها النقدي	3-14
203	عوائد الاسهم غير الاعتيادية والمتراكمة ومتوسطاتها لشركات اسهم القيمة التي أعلنت عن مقسوم ارباحها	3-15
216	شركات اسهم النمو في سوق العراق للأوراق المالية التي أعلنت عن مقسوم ارباحها	3-16
218	عوائد الاسهم غير الاعتيادية والمتراكمة ومتوسطاتها للشركات اسهم النمو عبر نافذة الحدث اليومية	3-17
229-230	مقارنة ما بين متوسطات العوائد اليومية خلال نافذة الحدث لشركات الأكثر تكرار والأقل تكرار	3-18
231	نتائج تحليل التباين (CAAR) لشركات اسهم القيمة والشركات اسهم النمو	3-19

قائمة الاشكال

رقم الصفحة	عنوان الشكل	رقم الشكل
24	نموذج التوضيحي يبين سياسة مقسوم الأرباح	2-1
127	الرسم البياني لمنحنى متوسطات العوائد اليومية غير الاعتيادية المتراكمة لاسهم الشركات كبيرة الحجم	3-1
143	الرسم البياني لمنحنى متوسطات العوائد اليومية غير الاعتيادية المتراكمة لاسهم الشركات الصغيرة	3-2
173	المنحنى البياني لمتوسطات العوائد غير الاعتيادية المتراكمة للشركات الاكثر تكرار للإعلان مقسوم الأرباح	3-3
195	المنحنى البياني لمتوسطات العوائد غير الاعتيادية المتراكمة للشركات قليلة التكرار لإعلان مقسوم الأرباح	3-4
215	الرسم البياني لمتوسطات العوائد غير الاعتيادية المتراكمة لشركات اسهم القيمة	5-3
229	المنحنى للمتوسطات اليومية للعوائد غير الاعتيادية المتراكمة لشركات اسهم النمو	6-3

المقدمة:

تتناول فكرة هذه الدراسة موضوعا غاية في الأهمية وهو الدور التي تؤديه نظرية الإشارة في رفع كفاءة الأسواق المالية عبر استخدام نافذة الحدث لإعلانات مقسوم ارباح الشركات المدرجة في سوق العراق للاوراق المالية وما تحققه من عوائد، حيث نالت مشكلة كفاءة الأسواق المالية اهتماما واضحا عبر الادبيات المالية للوصول الى حلول ممكنة ومثلى لتطوير الأسواق المالية ورفع مستوى كفاءتها ومن ثم تطوير دورها في تمويل الاقتصاد الوطني بشكل خاص والاقتصاد العالمي بشكل عام، لذا جاءت نظرية الإشارة وهي من النظريات الحديثة التي ترسل اشارات على شكل معلومات مفيدة للقضاء على مشكلة عدم تماثل المعلومات بين الاطراف المتعاملة ، ومن خلال دراستنا وجدنا أن الإشارات المالية المرسلة (المحتوى المعلوماتي) تلعب دورا كبيرا في تماثل المعلومات من خلال توفر المعلومات من جهة ومحاولة تصحيح المعلومات المتوفرة لدى المستثمرين في السوق المالي من جهة اخرى ومن ثم ، المساهمة في رفع كفاءة الأسواق المالية عبر نافذة الحدث التي تعد من الطرق الإحصائية لتقييم تأثير الحدث على قيمة عوائد الشركة ، لذا تعد إعلانات مقسوم الأرباح في الاسوق المالية وسيلة مهمة جداً في توزيع الفائض النقدي على حملة الاسهم التي تساعد في رفع اسعار الأسهم اذا كانت اقل من قيمتها الحقيقية ، وبناءً على ما تقدم تسعى هذه الدراسة المحاولة لوضع الحلول لعدد من التساؤلات : هل يوجد تاثير لإعلان مقسوم الأرباح في عوائد الاسهم باطار نظرية الاشارة للشركات عينة الدراسة وهل ان سوق العراق للاوراق المالية كفوءة ؟ بالمستوى شبه القوي لإعلانات مقسوم الأرباح .

تكونت هذه الدراسة من اربعة فصول، الفصل الأول يتكون من مبحثين ،المبحث الأول تناول

منهجية الدراسة ، والمبحث الثاني عرض بعض الجهود المعرفية والدراسات السابقة. اما الفصل

الثاني تطرق الى الاسس النظرية والفلسفية لإعلانات مقسوم الأرباح والمحتوى المعلوماتي ونظرية

الإشارة و يتكون من ثلاثة مباحث، اذ تناول المبحث الأول: تغطية معرفية لإعلان مقسوم الأرباح

، اما المبحث الثاني: تطرق الى المحتوى المعلوماتي ونظرية الإشارة ، وتناول المبحث الثالث

موضوع اختبار كفاءة الأسواق المالية في مدى الاستجابة لإعلان مقسوم الأرباح . وعرض الجانب



المقدمة

التحليلي للدراسة في الفصل الثالث فتم اختبار إعلان مقسوم الأرباح وانعكاسه على عوائد الاسهم بإطار نظرية الاشارة ، وتضمن ثلاث مباحث فتناول المبحث الأول : اختبار تأثير حجم الشركة عبر المحتوى المعلوماتي وانعكاسها في عوائد الأسهم ، وتضمن المبحث الثاني: اختبار تأثير تكرار الإعلانات عن مقسوم الأرباح عبر المحتوى المعلوماتي وانعكاسها في عوائد الأسهم اما المبحث الثالث : تطرق الى اختبار تأثير نوع الأسهم التي تملكها الشركات عبر المحتوى المعلوماتي لإعلانات عن مقسوم الأرباح وانعكاسها في عوائد الأسهم.

الفصل الأول

منهجية الدراسة وبعض الجهود المعرفية السابقة

المبحث الأول: منهجية الدراسة

المبحث الثاني: بعض الجهود المعرفية السابقة

الفصل الأول: منهجية الدراسة وبعض الجهود المعرفية السابقة

1-1- المبحث الأول: منهجية الدراسة

1-1-1 مشكلة الدراسة

على حد اطلاع الباحث فقد لوحظ بأن الجهود المعرفية السابقة لم تتطرق الى مشكلة عدم التماثل المعلوماتي في سوق العراق للأوراق المالية بشكل خاص وماهو الاثر والتأثير لإعلان مقسوم الأرباح في الشركات العراقية وهل يوجد عدم تماثل في المعلومات من خلال الإشارات المرسله من قبل المطلعين من المدراء الماليين الى السوق خلال مدة الحدث ومن خلال التحليل المالي للعوائد غير الاعتيادية ومتوسطات تلك العوائد وكذلك العوائد غير الاعتيادية المتراكمة ومتوسطاتها للشركات التي قد أعلنت عن مقسوم ارباحها وهل يوجد تأثير لحجم الشركة وتكرار إعلانات مقسوم الأرباح ونوع الاسهم سواء كانت اسهم قيمة ام اسهم نمو وعدم تماثل المعلومات ومدى استجابة سوق العراق للأوراق المالية لإعلان مقسوم الأرباح من خلال نظرية الاشارة ونافذة الحدث .

1-1-2 أهمية الدراسة

تكمن أهمية الدراسة من خلال دراسة واقع سوق العراق للأوراق المالية والاستفادة من نظرية الاشارة والتي تختبر عدم كفاءة السوق من خلال معرفة ،تأثر عوائد الاسهم للشركات التي أعلنت عن مقسوم الأرباح من خلال دراسة نافذة الحدث التي قد تؤدي الى زيادة القيمة السوقية للشركة مما يفضي الى تحقيق عوائد غير الطبيعية سلبية او ايجابية قبل الإعلان ، وان تكون ثابتة أي تكون قيمتها صفر بعد الإعلان، و تستحدث القرارات من قبل المستثمرين من خلال تحقيق عوائد غير اعتيادية ولنظرية الاشارة اهمية كبيرة اذ تقلل من عدم تماثل المعلومات ما بين المطلعين الداخليين مثل المدراء الماليين داخل الشركة والمستثمرين الخارجيين العاملين في السوق حينما تكون هنالك



أحداث هامة مثل قرارات إعلان مقسوم الأرباح أو احتجازها. وتتجلى أهمية الدراسة أيضاً على بيان مدى استجابة سوق العراق للأوراق المالية من حيث تصنيف الشركات عينة الدراسة اعتماداً على البيانات المالية لتلك الشركات المنشورة في سوق العراق للأوراق المالية التي تم تصنيفها إلى (شركات كبيرة الحجم - وشركات صغيرة الحجم) اعتماداً على القيمة السوقية لتلك الشركات ، ومن حيث عدد الإعلانات لمقسوم الأرباح التي أعلنت عنها الشركات اعتماداً على عدد الاعلانات لكل شركة خلال مدة الدراسة ، وأيضاً تم اختبار نوع الاسهم لكل شركة (اسهم النمو - واسهم القيمة) اعتماداً على القيمة الدفترية والقيمة السوقية لكل شركة، كما تبين هذه الدراسة نوعية الإشارات المرسله الى السوق وهل كانت صادقة او كاذبة ، غامضة او واضحة ومدى تأثيرها في سلوك المستثمرين من خلال تفسيرها وهل توجد معلومات مؤثرة من عدمها لغرض اتخاذ القرارات سواء كانت قرارات جيدة او غير جيدة.

3-1-1 اهداف الدراسة

- في ضوء مشكلة الدراسة فان الهدف الأساسي ينصب على تحليل علاقات الاثر بين سياسات إعلانات مقسوم الأرباح و عوائد الاسهم فضلاً عن تحقيق الأهداف الآتية:
- 1- تقديم اطر نظرية ومعرفية و ميدانيه للمدراء وأصحاب المصالح في سوق العراق للاوراق المالية عن إعلان مقسوم الأرباح وأثره في مدى استجابة اسعار الاسهم باطار نظرية الاشارة
 - 2- اختبار علاقات التأثير المعنوي بين سياسات مقسوم الأرباح وعوائد الاسهم مع تحديد معنوياتها.
 - 3- اختبار التحليل المالي والاحصائي للشركات عينة الدراسة من خلال معرفة هل توجد استجابة من قبل سوق العراق للأوراق المالية بالشكل شبه القوي للأحداث المتمثلة بإعلانات مقسوم الأرباح .

- 4- بيان ومعرفة فيما اذا كان لحجم الشركة تأثير عبر المعلومات المرسله كإشارات الى السوق من خلال التحليل والمالي والاحصائي وهل تلك الإشارات قد قللت من عدم تماثل المعلومات .
- 5- بيان ومعرفة فيما اذا كان لعدد إعلانات مقسوم الأرباح تأثير من خلال المعلومات المرسله كإشارات الى السوق من خلال التحليل والمالي والاحصائي وهل تلك الإشارات قد قللت من عدم تماثل المعلومات وبيان ايهما افضل (الشركات كثيرة الإعلانات عن مقسوم ارباحها ام الشركات قليلة الإعلانات) .
- 6- بيان ومعرفة فيما اذا كان لنوع الاسهم (اسهم القيمة-اسهم النمو) تأثير من خلال المعلومات المرسله كإشارات الى السوق من خلال التحليل والمالي والاحصائي وهل تلك الإشارات قد قللت من عدم تماثل المعلومات وهل تم تحقيق عوائد غير الطبيعية ايجابية او سلبية .
- 7- معرفة مدى استجابة السوق الى إعلانات مقسوم الأرباح وتأثيرها على عوائد الاسهم في سوق العراق للأوراق المالية وأختبار كفاءة السوق بالشكل شبه القوي.

1-1-4 فرضيات الدراسة :

- الفرضية الرئيسية الأولى : لا يوجد تأثير لإعلان مقسوم الأرباح في عوائد الاسهم باطار نظرية الاشارة للشركات عينة الدراسة وتتفرع منها الفرضيات الفرعية الأربعة الآتية :
- الفرضية الفرعية الأولى: لا يوجد تأثير لمحتوى المعلومات الخاص بإعلانات مقسوم الأرباح على اسعار الاسهم يؤدي الى تحقيق عوائد غير اعتيادية للشركات عينة الدراسة.
- الفرضية الفرعية الثانية : لا يوجد تأثير لمحتوى المعلومات الخاص بحجم الشركة عبر إعلانات مقسوم الأرباح للشركات عينة الدراسة .
- الفرضية الفرعية الثالثة : لا يوجد تأثير لمحتوى المعلومات الخاص بتعدد الإعلانات عبر إعلانات مقسوم الأرباح للشركات عينة الدراسة .



الفرضية الفرعية الرابعة : لا يوجد تأثير لمحتوى المعلومات الخاص بأسهم القيمة والنمو عبر إعلانات مقسوم الأرباح للشركات عينة الدراسة .

الفرضية الرئيسية الثانية : ان سوق العراق للأوراق المالية غير كفوءة في الاستجابة للمحتوى المعلوماتي الخاص بإعلان مقسوم الأرباح بالمستوى شبه القوي .

5-1-1 مجتمع وعينة الدراسة

يتكون مجتمع وعينة الدراسة الحالية لعدد من الشركات المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية وبواقع (29) شركة التي قد اعلنت عن إعلانات مقسوم الأرباح خلال الفترة المختارة في عينة الدراسة للفترة (2016 - 2023) وبواقع (101) إعلان عن مقسوم الأرباح وكما مبينه في الجدول (1-1) الآتي وسوف يتم اختبار الفرضيات من خلال معرفة مدى كفاءة السوق بالمستوى شبه القوي وهل يوجد عدم تماثل في المعلومات من عدمها وهل ان استجابة السوق بشكل سريع أو بطيء، ويعد إعلان مقسوم الأرباح عبارة عن معلومات على شكل اشارات التي قد تكون ايجابية او تكون سلبية ، بغض النظر نوع الإعلان سواء كان من ناحيه حجم الشركات او نوع الاسهم او تعدد الإعلانات او مصداقية الإشارة المرسله او تكلفتها ومن اجل معرفه تلك الاثار للإعلانات عن توزيع مقسوم الأرباح وتأثيرها على عوائد الاسهم لمجموع الإعلانات عينه الدراسة ، اذ تم تطبيق خطوات منهجية لدراسة الاحداث وذلك بهدف معرفة العوائد المتحققة من تلك الإعلانات من عوائد غير اعتياديه وعوائد متراكمه والمتوسط اليومي المتراكم للعوائد غير الاعتيادية عبر نافذة الحدث المستخدمة في الدراسة والمتكونة من 30 يوم منها 15 يوم قبل الحدث و14 يوم بعد الحدث بالإضافة الى يوم الإعلان (الحدث) اليوم (0).

جدول (1-1) الشركات المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية التي اعلنت عن مقسوم الأرباح للفترة

(2016-2023)

عدد الإعلانات	رمز الشركة	القطاع	أسم الشركة
7	TASC	قطاع الاتصالات	اسيا اسيل للاتصالات
2	TZNI	قطاع الاتصالات	الخاتم للاتصالات
2	AAHP	قطاع الزراعة	الشركة الاهلية للإنتاج الزراعي
3	AIPM	قطاع الزراعة	العراقية لإنتاج وتسويق اللحوم والمحاصيل الحقلية
6	IITC	قطاع الصناعة	العراقية للسجاد والمفروشات

1	SIGT	قطاع الصناعة	العراقية لنقل المنتجات النفطية والبضائع
1	INCP	قطاع الصناعة	الشركة الوطنية للصناعات الكيماوية والبلاستيكية
12	HNTI	الفنادق والسياحة	الشركة الوطنية للاستثمارات السياحية
1	AISP	قطاع الزراعة	العراقية لانتاج البذور
7	BCOI	قطاع المصارف	المصرف التجاري العراقي
2	SAEI	قطاع الخدمات	الامين للاستثمارات العقارية
2	AMEF	قطاع الزراعة	الشرق الاوسط لانتاج وتسويق الاسماك
1	IKLV	قطاع الصناعة	شركة الكندي للفاحات البيطرية
2	BIIB	قطاع المصارف	شركة المصرف العراقي الاسلامي
3	SMRI	الخدمات	المعمورة للاستثمارات العقارية
1	SKTA	الخدمات	مدينة العاب الكرخ السياحية
2	IMAP	الصناعة	المنصور للصناعات الدوائية
1	SMOF	الخدمات	الموصل لمدن اللعاب
3	IRMC	الصناعة	شركة انتاج اللبسة الجاهزة
4	IBCD	الصناعة	شركة بغداد للمشروبات الغازية
8	SBPT	الخدمات	شركة بغداد للنقل العام
2	HMAN	الفنادق والسياحة	شركة فنادق المنصور
9	HBAY	الفنادق والسياحة	شركة فندق بابل
5	HBAG	الفنادق والسياحة	شركة فندق بغداد
1	HPAL	الفنادق والسياحة	شركة فندق فلسطين
1	BIME	المصارف	مصرف الشرق الاوسط
5	BMNS	المصارف	شركة مصرف المنصور
3	BROI	المصارف	مصرف الائتمان العراقي
4	BUND	المصارف	مصرف المتحد للاستثمار

المصدر: من اعداد الباحث اعتمادا على بيانات سوق العراق للأوراق المالية

1-1-6 اساليب وادوات التحليل المالي والاحصائي المستخدمة في الدراسة

اولاً: التحليل المالي

تم الاعتماد على مجموعة من الخطوات والاجراءات فضلا عن الاساليب العلمية من اجل اختبار فرضيات الدراسة والحصول على النتائج العملية لغرض التوصل الى الاستنتاجات والتوصيات المتعلقة بالدراسة ومن خلال الخطوات الآتية:

1 . حساب العوائد اليومية المتحققة لأسهم الشركات عينة الدراسة باستخدام برنامج Excel ومن

خلال المعادلة (1-1) الآتية (Morgan,2009:242).

$$R_{it} = \ln(P_t) - \ln(P_{t-1}) \quad (1 - 1)$$

أذ أن R_{it} : عائد السهم (i) في اليوم (t)

و(P_t) سعر الاغلاق في اليوم(t)

و(P_{t-1}) سعر الاغلاق في اليوم ($t-1$)

و LN اللوغاريتم الطبيعي .

2. حساب العائد اليومي لمؤشر السوق من خلال استخدام المعادلة (1-2) الآتية ومن نفس الطريقة السابقة التي تم استخراج عائد السهم فيها وكما يلي :-

$$R_{m,t} = \ln(P_{m_t}) - \ln(P_{m_{t-1}}) \quad (1 - 2)$$

حيث أن $R_{m,t}$ هو عائد السوق اليومي

وان (P_{m_t}) هو سعر الاغلاق لمؤشر السوق في اليوم (t)

وان ($P_{m_{t-1}}$) هو سعر الاغلاق لمؤشر السوق في اليوم ($t-1$)

3. قياس العلاقة ما بين عائد السهم وعائد السوق : ويتم عن طريق استخراج معامل بيتا ، اذ تمثل بيتا الميل (لقياس حركة عوائد السهم وعوائد السوق خلال نفس الفترة الزمنية) وتم اختيار الفترة على اساس السنوي حيث تبدأ في 1/1 من كل سنة وتنتهي في 12/31 من نفس السنة .

4. تحديد مدة نافذة الحدث: وهي الفترة التي يكون فيها الحدث المتمثل بإعلان مقسوم الأرباح في الدراسة الحالية ، وتم تحديد نافذة الحدث بالأيام لكي تكون البيانات دقيقة وكانت مدة نافذة الحدث (30) يوما مقسمة الى خمسة عشر يوم قبل الإعلان ويوم الإعلان اليوم (0) واربعة عشر يوم بعد الإعلان عن مقسوم الأرباح ولغرض احتساب العوائد غير الطبيعية والعوائد المتراكمة لكل شركة ولكل نوع من انواع الشركات من حيث (الحجم ، والتكرار ، ونوع الاسهم) ونفترض بانة لا توجد هنالك عوامل اخرى تؤثر على الحدث (Chen,2013:17-16) .

5. يتم احتساب العوائد عن طريق استخدام نموذج تسعير الموجودات الرأسمالية (CAPM) اذا يحدد هذا النموذج العوائد المطلوبة من قبل المساهمين والعلاقة بين مخاطرة السوق مقاسة بالبيتا، و تم احتساب معدل العائد الخالي من المخاطر Risk-free interest rate على اساس الفائدة التي يمنحها البنك المركزي على اذونات الخزينة وبمعدل فائدة (0.05) من خلال المعادلة (1-3) الآتية

$$R_i = R_F + \beta(RM - R_F) \quad (1 - 3)$$

اذ أن :-

R_i = معدل عائد السهم .

RF = معدل العائد الخالي من المخاطر.

β = بيتا السهم درجة حساسية عائد السهم إلى عائد السوق.

RM = معدل عائد السوق وهو متوسط معدلات أسعار الأسهم في السوق.

6. احتساب العوائد غير الاعتيادية (AR): حيث يتم احتساب العوائد غير الطبيعية من خلال عملية طرح العائد المتوقع من العائد الفعلي لغرض معرفة وقياس مدى تأثير الحدث (إعلان مقسوم الأرباح) على تلك العوائد ومن خلال المعادلة (1-4) الآتية :

$$AR_{it} = R_{it} - R_{it}^{\wedge} \quad (1 - 4)$$

أذ أن :

AR_{it} : العوائد غير الطبيعية للسهم i في اليوم t

R_{it} : العائد الفعلي للسهم i في اليوم t

R_{it}^{\wedge} : العائد المتوقع للسهم i في اليوم t

7. احتساب العوائد غير الطبيعية المتراكمة (CAR): ويتم احتساب العوائد غير الطبيعية المتراكمة عن طريق مجموع العوائد غير الطبيعية اليومية طوال نافذة الحدث بشكل تراكمي (أي العوائد غير الطبيعية لليوم الأول + العوائد غير الطبيعية لليوم الثاني وهكذا حتى نهاية فترة نهاية الحدث) وبأستخدام المعادلة (1-5) الآتية (Micheloud,2013:13):-

$$CAR = \sum_{t=t1}^{t2} AR_{it} \quad (1 - 5)$$

حيث أن :

CAR : العوائد غير الطبيعية المتراكمة خلال نافذة الحدث

t : مدة نافذة الحدث

8. احتساب متوسطات العوائد غير الطبيعية المتراكمة ($CAAR$): ويتم احتساب المتوسطات للعوائد غير الطبيعية المتراكمة من خلال مجموع العوائد غير الطبيعية المتراكمة لكل إعلان وتقسيمها على عدد الإعلانات وكما في المعادلة (1-6) الآتية (Cremers,2012:19) :

$$CAAR = \frac{1}{N} \sum_{t=t1}^{t2} CAR_{it} \quad (1 - 6)$$

حيث أن :

CAAR :متوسطات العوائد غير الطبيعية المتراكمة

N : عدد الاحداث

وسوف يتم اختبار فرضيات الدراسة بالاعتماد على التحليل المالي للشركات عينة الدراسة وكل حسب تصنيفها من حيث (الحجم - والتكرار - ونوع الاسهم) وأن متوسطات العوائد الغير طبيعية المتراكمة اذا ظهرت ايجابية فهذا دليل على ان هنالك استجابة للإشارات المرسله بصورة ايجابية ووجود عدم تماثل في المعلومات ، وان هذا سوف يحقق العوائد غير الطبيعية ، وهنالك استجابة جيدة من قبل السوق اما اذا كانت متوسطات العوائد غير الطبيعية المتراكمة سالبة فأن هنالك استجابة من قبل السوق، ولكن بصورة سلبية وبسبب المعلومات المرسله بواسطة الإشارات غير جيدة وسلبية وانها سوف تؤدي الى تحقيق خسائر غير اعتيادية، أما اذا كانت العوائد غير الاعتيادية حسب الحالة النموذجية تكون ايجابية منذ اليوم الأول من نافذة الحدث وترتفع تصاعديا الى ان تصل الى اعلى ما يمكن في يوم الإعلان ثم تستقر العوائد غير الاعتيادية بعد يوم الإعلان الى نهاية نافذة الحدث اي لا تضيف شيئاً، فهذا يعني بانه لا يوجد عدم تماثل معلومات ، والسوق كفوءة ولا يتم تحقيق أي عوائد غير اعتيادية ، وهذا ما سوف يتم أثباته من خلال الدراسة الحالية.

ثانياً:- التحليل الاحصائي

تم استخدام مجموعة من الاساليب الاحصائية لغرض التأكد من صحة واختبار فرضيات الدراسة

- 1- برنامج Excel
- 2- برنامج Spss
- 3- اختبار Levenes test
- 4- اختبار التباين
- 5- اختبار (t)

المبحث الثاني: بعض الجهود المعرفية السابقة

1-2-1- بعض الجهود المعرفية والدراسات العربية السابقة

1	عنوان الدراسة	أثر سياسة توزيع الأرباح على القيمة السوقية للشركات الاردنية.
	الباحث	(عماد زياد رمضان :2004)
	أهداف الدراسة	هدف هذه الدراسة هو بيان العلاقة المحتملة بين سياسة توزيع الأرباح والقيمة السوقية للشركة التي تقوم بتوزيع الأرباح وبنفس الوقت تزيد رأسمالها بواسطة للشركات التي توزع أرباح فقط لمجموعة من الشركات المالية والصناعية الأردنية المدرجة في سوق عمان المالي
	أهمية الدراسة	دراسة الشركات الاردنية التي تقوم بتوزيعات الأرباح ومدى الاستفادة من تلك التوزيعات في زيادة القيمة السوقية مما ينعكس بشكل ايجابي على تلك الشركات من خلال ارتفاع اسعار الاسهم.
	عينة الدراسة	مجموعة من الشركات المالية والصناعية الأردنية المدرجة في سوق عمان المالي التي اعلنت عن مقسوم الأرباح مكونة من (69)شركة للفترة من 1993-2002 .
	نتائج الدراسة	1- أظهرت النتائج وجود علاقة قوية ذات دلالة احصائية بين سياسة توزيع الأرباح والقيمة السوقية للشركات الاردنية إن قيمة الشركات التي توزع أرباح وتزيد من رأسمالها بواسطة الإصدارات أعلى من قيمة الشركات التي توزع أرباح فقط. 2- اظهرت النتائج أن توزيع الأرباح محبب من قبل المستثمرين، فإنهم يقيمون السهم في السوق أكثر عندما توزع الشركة أرباحا وينعكس ذلك إيجابا على علاوة الإصدار للأسهم المطروحة.
	أوجه التشابه والاختلاف مع الدراسة الحالية	معرفة مدى استجابة سوق العراق للأوراق المالية لإعلان مقسوم الأرباح من خلال نظرية الإشارة ونافذة الحدث وأن الشركات كثيرة الإعلانات قد لا تكون صادقة ولا يؤدي الإعلان الى تحقيق عوائد غير الطبيعية ايجابية في اغلب

الحالات .		
(تحليل سياسات المقسوم النقدي للأرباح واثره على سعر السهم دراسة تطبيقية على عينة من الشركات المسجلة في بورصة عمان للأوراق المالية للفترة 2009-2013)	عنوان الدراسة	2
(د. عدنان سالم قاسم : 2013)	الباحث	
1- اثر سياسات مقسوم الأرباح على اسعار الاسهم للشركات في سوق عمان للأوراق المالية. 2- تحليل علاقات الاثر بين سياسات المقسوم النقدي للأرباح و سعر السهم 3- تحقيق الأهداف الاخرى مثل تقديم اطر نظرية و ميدانيه للمدراء وأصحاب المصالح عن سياسات مقسوم الأرباح وأثرها في سعر السهم. 4- واختبار علاقات التأثير المعنوي بين سياسات مقسوم الأرباح وسعر السهم مع تحديد معنوياتها.	أهداف الدراسة	
أهمية هذه الدراسة بخصوص سياسات توزيع الأرباح للشركات وإثرها على قيمة الشركة (سعر السهم في السوق).	أهمية الدراسة	
الشركات المسجلة في سوق عمان للأوراق المالية، بواقع (28) شركة من مجموع(141) شركة اختيرت على اساس استمرار الشركات بتوزيع الأرباح خلال الفترة (2009 – 2013) .	عينة الدراسة	
تطبيق الانحدار المتعدد للمتغيرات المستقلة المتمثلة ب عدد الاسهم، وربحية السهم الواحد EPS، معدل عائد السهم، نسبة توزيع الأرباح و اثرها على المتغير المعتمد المتمثل بسعر السهم في السوق باستخدام برنامج spss ، ولخلصت نتائج الدراسة بانه لم يكن لكل متغير مستقل تأثير على سعر السهم بشكل معنوي بمعزل عن المتغيرات الاخرى، وانما هنالك علاقة تأثير معنوية للمتغيرات مجتمعة على سعر السهم.	نتائج الدراسة	

	أوجه التشابه والاختلاف مع الدراسة الحالية	معرفة مدى استجابة السوق الى إعلانات مقسوم الأرباح وتأثيرها على عوائد الاسهم في سوق العراق للأوراق المالية واختبار كفاءة السوق..
3	عنوان الدراسة	الأرباح والتوزيعات النقدية وتأثيرها في أسعار الأسهم في الأسواق المالية في إطار نظرية الإشارة- دراسة تحليلية .
	الباحث	(هشام طلعت :2019)
	أهداف الدراسة	هدفت الدراسة الى اختبار تأثير تزامن إعلانات الأرباح وتوزيعاتها على أسعار الأسهم وكيف يقيم السوق الإشارتين في علاقتهما ببعضهما البعض، في إطار نظرية الإشارة، واختبار قدرة السوق على دمج المعلومات المعلنة في أسعار الأسهم باعتماد منهجية دراسة الحدث لغرض الاستدلال ضمناً الى كفاءة السوق ضمن المستوى شبه القوي
	أهمية الدراسة	دراسة واقع السوق السعودي للأوراق المالية ومعرفة هل يوجد تأثير لإعلان مقسوم الأرباح من خلال الإشارات المرسله الى السوق وهل يوجد عدم تماثل معلومات واتخاذ القرارات المناسبة
	عينة الدراسة	تشمل عينة الدراسة (12) شركة من الشركات المدرجة في السوق المالية السعودية من مختلف القطاعات للمدة من(2016-2007) شكلت ما يقارب (83) حدث متزامن
	نتائج الدراسة	وجود تسرب للمعلومات الجديدة ساعد في تحقيق عوائد غير عادية ذات دلالة معنوية في جلسة الأيام التي سبقت يوم الحدث وكذلك وجود تأخير في النقاط المعلومات في الأيام التي تلت جلسة يوم الحدث لبعض الجامعات الفرعية لإعلانات الأرباح والتوزيعات المتزامنة. وعدم وجود تأثير تفاعل ذا دلالة معنوية لمتغيرات الأرباح والتوزيعات التي تم الإعلان عنها على متوسط العوائد غير العادية التراكمية. وان السوق يقيم إشارة توزيعات الأرباح بمعزل عن إشارة الأرباح
	أوجه التشابه والاختلاف مع الدراسة الحالية	دراسة نوعية الإشارات المرسله الى السوق وهل كانت صادقة او كاذبة ، غامضة او واضحة ومدى تأثيرها في سلوك المستثمرين من خلال تفسيرها وهل توجد معلومات مؤثرة من عدمه لغرض اتخاذ القرارات سواء كانت

		قرارات جيدة او غير جيدة للفترة التي سبقت الحدث واثناء الحدث.
4	عنوان الدراسة	دراسة تأثير الإشارة لسياسة توزيع الأرباح على تزامن عوائد الأسهم .
	الباحث	(كريم طارق حامد و احمد محمد صقر: 2023)
	أهداف الدراسة	1- تحليل هذه الدراسة سياسة توزيع الأرباح التي تؤثر على تزامن عوائد الأسهم. 2- هل يوجد لحجم الشركة تأثير على تزامن عوائد الاسهم . 3- هل يوجد لنوع الصناعة تأثير على تزامن عوائد الاسهم.
	أهمية الدراسة	تهدف أهمية هذه الدراسة تأثير الإشارة لسياسة توزيع الأرباح على الشركات غير المالية الصناعية المدرجة في بورصة مصر واتخاذ القرارات المناسبة بعد تحليل الإشارات المرسله الى السوق.
	عينة الدراسة	مجموعة من الشركات الصناعية وبوقع (16) شركة من الشركات المسجلة في سوق مصر للأوراق المالية للفترة الزمنية من 1998 إلى 2022 .
	نتائج الدراسة	تُشير النتائج إلى أن عائد التوزيعات فقط هو الذي وجد أنه ذو دلالة إحصائية وسلبية مع تزامن عوائد الأسهم. علاوة على ذلك، يوضح التحليل أن حجم الشركة له تأثير كبير على تزامن عوائد الأسهم. و أظهرت النتائج أن أنواع الصناعات ليس لها أي تأثير على تزامن عوائد الأسهم، حيث لا يوجد أي من الصناعات الـ 16 ذات دلالة إحصائية مع تزامن عوائد الأسهم .
	أوجه التشابه والاختلاف مع الدراسة الحالية	استخدمت الدراسة الحالية تأثير حجم الشركة (الكبيرة الحجم والصغيرة الحجم) من خلال اجراء مقارنة ما بينهما واتضح بأن لحجم الشركة تأثير على عوائد الاسهم غير الطبيعية والمتراكمة من خلال التحليل المالي والاحصائي للشركات عينة الدراسة.

1-2-2-الجهود المعرفية والدراسات الاجنبية السابقة

(Nur-Adlana Hiau,et,al:2002)	الباحث	1
(The Effect of Dividend Announcements on Stock Returns for Companies Listed on the Main Board of the Kuala Lumpur Stock Exchange) (تأثير إعلانات الأرباح على عوائد الاسهم الشركات المدرجة في السوق الرئيسي كوالالمبور)	عنوان الدراسة	
1- إن معرفة ردود الفعل في السوق تسهل من عملية التقسيم في آخر مرة ، عن طريق استخدام منهجية ديانا ليسيز دي لام ساسانا وهي منهجية تساعد في تطوير ردود فعل قوية من خلال البحث عن المزيد من المعلومات وهي لا تشوبها شائبة. 2- تأثير إعلانات عدم تغيير توزيعات الأرباح، يؤدي الى نمط واضح لمتوسط العوائد التراكمية غير الطبيعية . 3- ويرتبط الفارق الكبير بين العوائد المتحققة والمتوقعة بتأثيرات الثروة الناتجة عن الإعلانات عن الأحداث.	أهداف الدراسة	
تهدف هذه الدراسة الى تحليل ردود فعل سوق الأوراق المالية على إعلانات الزيادات النهائية في الأرباح والتخفيضات وعدم حدوث تغييرات بشكل تجريبي في بيئة الأسواق الناشئة..	أهمية الدراسة	
دراسة الأحداث القياسية لفحص ردود أفعال أسعار 120 شركة مدرجة خلال سنتين يوماً من تاريخ الإعلان في بورصة كوالالمبور في ماليزيا	عينة الدراسة	
زيادة توزيعات الأرباح تؤدي إلى عوائد إيجابية غير الطبيعية انخفاض أرباح الأسهم لا يؤدي الى عوائد سلبية غير الطبيعية	نتائج الدراسة	
دراسة تأثير إعلانات الأرباح على السوق للشركات التي اعلنت عن مقسوم الأرباح حسب التكرار (كثيرة التكرار - نادرة التكرار) وهل يتم تحقيق عوائد غير الطبيعية ومتراكمة.	أوجه التشابه والاختلاف مع الدراسة الحالية	
(FRIDAY KENNEDY OZO:2014)	الباحث	2
(DIVIDEND POLICY AND STOCK MARKET REACTION	عنوان الدراسة	



<p>TO DIVIDEND ANNOUNCEMENTS IN NIGERIA) (سياسة توزيع الأرباح ورد فعل سوق الأوراق المالية على إعلانات توزيع الأرباح في نيجيريا)</p>		
<p>1- دراسة وجهات نظر مديري الشركات حول العوامل التي تدفع قرار توزيع الأرباح وأهمية سياسة توزيع الأرباح لقيمة الشركة في نيجيريا. 2- دراسة كيفية تفاعل سوق الأوراق المالية النيجيري مع إعلانات الشركة عن مقسوم توزيعات الأرباح ، من أجل تحديد ما إذا كانت توزيعات الأرباح تؤدي الى التغيير في السعر أم لا . 3- هل المعلومات حساسة للمستثمرين .</p>	<p>أهداف الدراسة</p>	
<p>تقدم هذه الدراسة مساهمة جديدة في المجموعة المتنامية من الأدبيات المتعلقة بتمويل الشركات من خلال تقديم أدلة إضافية حول تأثير إعلانات أرباح الأسهم على أسعار الأسهم من سياق السوق الناشئة. فضلا عن كونه يأتي في الوقت المناسب في ضوء ندرة الدراسات التجريبية حول رد فعل سوق الأوراق المالية لإعلانات توزيعات الأرباح النقدية في نيجيريا، فإن الدراسة مهمة أيضًا لأنه يأخذ في الاعتبار سمة جديدة للبيئة الضريبية النيجيرية، حيث يخضع الدخل الشخصي من أرباح الأسهم للضريبة في حين أن الأرباح الرأسمالية معفاة من الضرائب خلال فترة هذه الدراسة. بالإضافة إلى ذلك، تعد الدراسة أيضًا فريدة من نوعها لأنها فحصت آراء المديرين من كل من الشركات المالية وغير المالية.</p>	<p>أهمية الدراسة</p>	
<p>طبقت هذه الدراسة على مجموعة من الشركات النيجيرية المدرجة في سوق نيجيريا للأوراق المالية.</p>	<p>عينة الدراسة</p>	
<p>تقديم المزيد من المعلومات حول سياسة توزيع الأرباح من سياق الأسواق الناشئة، دليل على تأثير الثروة، مثل نيجيريا. وعلى وجه التحديد، تبحث الدراسة في آراء المديرين النيجيريين بشأن أرباح الأسهم وتخصص أيضًا رد فعل سوق الأوراق المالية على إعلانات الأرباح النقدية في نيجيريا مما ساهم في الأدبيات المتعلقة بتأثير أرباح الأسهم المتعلقة بالصناعة. كما أن تركيز البحث جديد أيضًا حيث أن الدراسة هي أول تحقيق شامل لتصورات مديري الشركات</p>	<p>نتائج الدراسة</p>	



		النيجييرية بشأن سياسة توزيع الأرباح.
	أوجه التشابه زالاختلاف مع الدراسة الحالية	دراسة تأثير إعلانات الأرباح على السوق من خلال ردة فعل المستثمرين الخارجيين عن طريق المعلومات المتعلقة بالشركات التي اعلنت عن مقسوم الأرباح وامكانية تطبيق هذه الدراسة على سوق العراق للأوراق المالية وهل أن استخدام تلك المعلومات يجنب المستثمرين الخسائر ويزيد من تحقيق الأرباح من خلال استغلال الفرص التي يحققها متخذي القرار.
3	الباحث	(Nishanthini A.& Nimalathasan B:2014)
	عنوان الدراسة	MARKET EFFICIENCY AND ITS IMPACT ON SHARE PRICE: A STUDY OF LISTED MANUFACTURING COMPANIES IN SRI LANKA. (كفاءة السوق وأثرها على سعر السهم :دراسة لشركات التصنيع المدرجة في سريلانكا)
	أهداف الدراسة	1- الهدف الرئيسي من الدراسة هو معرفة تأثير كفاءة السوق على أسعار أسهم الأسواق الناشئة. 2- للتعرف على تأثير إعلانات توزيعات الأرباح في تعديلات الأسعار، لمعرفة مدى كفاءة السوق السريلانكية. 3- التعرف على تأثير إعلانات ربحية السهم في تعديلات الأسعار بسوق الأوراق المالية في سريلانكا.
	أهمية الدراسة	لمعرفة هل تؤثر أرباح السهم وإعلانات الأرباح على قيمة الشركة، وقد تم بحثها جيداً في البلدان المتقدمة. وهذا البحث منخفض في البلدان النامية. يُنظر إلى أرباح السهم وإعلانات توزيعات الأرباح على أنها إشارات من الشركة إلى السوق المالية والمساهمين. وحاولت هذه الدراسة فحص كيفية تأثير ربحية السهم وإعلانات توزيعات الأرباح على القيمة التي يحصل عليها المساهمين في سريلانكا.
	عينة الدراسة	اجريت تلك الدراسة على مجموعة من الشركات الصناعية المدرجة في سوق الاوراق المالية السريلانكية.
	نتائج الدراسة	تأثير ربحية السهم وإعلانات توزيعات الأرباح على قيمة المساهمين في سريلانكا.

<p>يُنظر إلى أرباح السهم وإعلانات توزيعات الأرباح على أنها إشارات من الشركة إلى السوق المالية والمساهمين .</p>	
<p>دراسة تأثير إعلانات الأرباح على السوق من خلال ردة فعل المستثمرين الخارجيين عن طريق المعلومات المتعلقة بالشركات التي اعلنت عن مقسوم الأرباح على انها اشارات من قبل المطلعين في الشركات من المديرين الى المستقبلين الخارجيين من المستثمرين والمحللين الماليين قد تكون ايجابية او سلبية وحسب فهمهم لتلك الإشارات المرسله بأعتبارها معلومات هامة وامكانية اتخاذ القرار المناسب .</p>	<p>أوجه التشابه والاختلاف مع الدراسة الحالية</p>
<p>(Ghulam Mujtaba Chaudhary ،el ,at.2016)</p>	<p>4 الباحث</p>
<p>(Does Dividend Announcement Generate Market Signal? Evidence from Pakistan) (هل إعلان توزيع الارباح يولد إشارة للسوق؟ أدلة من باكستان)</p>	<p>عنوان الدراسة</p>
<p>تهدف هذه الدراسة إلى التحقق من التأثير التأسيري لإعلانات توزيعات الأرباح النقدية من خلال استخدام منهجية الحدث القياسي على الشركات المدرجة في بورصة كراتشي .</p>	<p>أهداف الدراسة</p>
<p>تأثير توزيع الأرباح مما يُشير إلى أنه يمكن استخدام إعلان توزيعات الأرباح كأداة لتوليد إشارات إيجابية في السوق تطبيق منهجية الحدث القياسية لاستكشاف تأثير إعلانات الأرباح النقدية على عوائد الأسهم ونافذة حدث مدتها 15 يوماً مع تاريخ إعلان الأرباح عند إنشاء يوم الحدث</p>	<p>أهمية الدراسة</p>
<p>الشركات من مختلف القطاعات التي أعلنت عن توزيعات أرباح نقدية خلال العام الميلادي 2010، وتم تضمين 30 شركة في سوق كراتشي .</p>	<p>عينة الدراسة</p>
<p>أظهرت النتائج أن متوسط العوائد غير الطبيعية (AARS)، بشكل عام، ظل إيجابياً وذو دلالة إحصائية في أيام ما بعد الحدث.</p>	<p>نتائج الدراسة</p>
<p>يؤدي إعلان مقسوم الأرباح الى ارسال اشارات الى سوق العراق للأوراق المالية مما يؤدي الى تحقيق عوائد غير اعتيادية ومتراكمة ويوجد تأثير ذو دلالة</p>	<p>أوجه التشابه والاختلاف مع</p>

	<p>الدراسة الحالية</p>	<p>إحصائية لإعلان مقسوم الأرباح على الشركات عينة الدراسة في تحقيق عوائد غير الطبيعية قد تكون ايجابية أو سلبية .</p>
<p>5</p>	<p>الباحث</p>	<p>(Nguyen Xuan Truong:2017)</p>
	<p>عنوان الدراسة</p>	<p>(Stock price reaction to cash dividend announcements in Vietnam) (تفاعل أسعار الاسهم مع اعلانات توزيع الارباح النقدية في فيتنام)</p>
	<p>أهداف الدراسة</p>	<p>1- تهدف هذه الدراسة لدراسة رد فعل أسعار الأسهم على إعلانات توزيعات الأرباح باستخدام تأثير إعلانات توزيعات الأرباح وتحقيق عوائد غير الطبيعية ومتراكمة . 2- وتظهر النتائج أن أسعار الأسهم تتفاعل بشكل كبير وإيجابي: بشكل إيجابي مع إعلانات الأرباح النقدية، بما في ذلك توزيعات الأرباح وزيادة الأرباح.</p>
	<p>أهمية الدراسة</p>	<p>توزيعات الأرباح النقدية لها تأثيرات مختلفة على أسعار أسهم الشركات من مختلف الصناعات. تدعم هذه نتائج الدراسة فرضيات الإشارة - النتائج السابقة للأبحاث التجريبية التي تم تحديدها في الأسواق، أي اسواق. الولايات المتحدة والمملكة المتحدة.</p>
	<p>عينة الدراسة</p>	<p>بيانات الشركات الفيتنامية المدرجة في بورصة هونشيمين (HOSE). استخدام منهجية دراسة الأحداث القياسية على عينة مكونة من 198 إعلانا عن توزيعات أرباح نقدية تم إجراؤها في عام 2011</p>
	<p>نتائج الدراسة</p>	<p>تظهر العوائد غير الطبيعية التراكمية اتجاهاً تصاعدياً قبل الإعلان واتجاهاً تنازلياً بعد تواريخ الإعلان. وبشكل أكثر تحديداً، وتوجد عوائد تراكمية غير الطبيعية ذات دلالة إيجابية تبلغ حوالي 1.03% في تواريخ الإعلان؛ وتظهر النوافذ الأكبر الأخرى أيضاً عوائد إيجابية غير الطبيعية تبلغ حوالي 1.3%.</p>
	<p>أوجه التشابه والاختلاف مع الدراسة الحالية</p>	<p>دراسة تأثير إعلانات الأرباح على السوق من خلال تقسيم الشركات عينة الدراسة الى مجموعات من حيث(الحجم -التكرار-ونمط الاسهم) وردة فعل المستثمرين الخارجيين عن طريق المعلومات المتعلقة بالشركات التي اعلنت عن مقسوم الأرباح لكل نوع من الشركات وهل يتم تحقيق عوائد غير الطبيعية ومتراكمة وامكانية تطبيق هذه الدراسة على الشركات المدرجة سوق العراق</p>

	<p>للأوراق المالية وهل أن استخدام تلك المعلومات يجنب المستثمرين الخسائر ويزيد من تحقيق الأرباح من خلال تحقيق تلك العوائد.</p>	
6	<p>(Al-janabi,et,al:2022)</p>	<p>الباحث</p>
	<p>Asymmetric Of Information and Its Implications for Share Returns Through the Announcement of Dividend: A Study of a Sample of Iraq Firms. (عدم التماثل في المعلومات وانعكاساته على عوائد الاسهم من خلال الإعلان عن توزيع الارباح :دراسة لعينة من الشركات العراقية)</p>	<p>عنوان الدراسة</p>
	<p>1. اختبار ما إذا كان عدم التناسق المعلوماتي فعال ويساعد على تحقيق عوائد غير الطبيعية 2. بيان حول اذا كان عدم تناسق المعلومات له علاقة بحجم الشركة (مقدار قيمتها السوقية) 3. الاختبار التجريبي لكفاءة بورصة العراق بصيغة النصف قوية استجابة للمعلومات الواردة بشأن إعلانات توزيع الأرباح.</p>	<p>أهداف الدراسة</p>
	<p>اختبار إحدى الأدوات المالية وهي عدم التناسق المعلوماتي وانعكاسه على أسعار الأسهم لتحقيق عوائد غير الطبيعية سواء كانت إيجابية أو سلبية</p>	<p>أهمية الدراسة</p>
	<p>طبقت هذه الدراسة على (30) شركة من الشركات المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية للفترة من 2016-2022 وبواقع (69) إعلان</p>	<p>عينة الدراسة</p>
	<p>اثبتت نتائج الدراسة بأن لإعلان مقسوم الأرباح تأثير على اسعار الاسهم العادية اذ يعتمد المستثمرون على الاستفادة منها . اثبتت نتائج التحليل الاحصائي والمالي بالنسبة لإعلانات توزيع الأرباح بأن هنالك استجابة متحيزة وبطيئة وغير متكاملة بالنسبة لأسعار الاسهم لإعلانات مقسوم الأرباح على الرغم من المعلومات اصبحت متاحة للجميع بعد الإعلان</p>	<p>نتائج الدراسة</p>
	<p>اختبار تأثير إعلانات مقسوم الأرباح على عوائد الاسهم من خلال عدم التماثل المعلوماتي مما يؤدي الى تحقيق عوائد غير الطبيعية ومتراكمة. واختبار مدى استجابة السوق الى الإشارات المرسله من قبل المطلعين وهل يوجد تأثير للحدث على الشركات عينة الدراسة من خلال اجراء التحليل المالي والاحصائي.</p>	<p>أوجه التشابه والاختلاف مع الدراسة الحالية</p>

الفصل الثاني

الأسس النظرية والفلسفية لإعلان مقسوم الأرباح
والمحتوى المعلوماتي ونظرية الإشارة

المبحث الأول: تغطية معرفية لإعلان مقسوم الأرباح
المبحث الثاني: المحتوى المعلوماتي ونظرية الإشارة
المبحث الثالث: اختبار كفاءة الأسواق المالية في مدى
الاستجابة لإعلان مقسوم الأرباح

الفصل الثاني

1.2 المبحث الأول: تغطية معرفية لإعلان مقسوم الأرباح

1.1.2: سياسة مقسوم الأرباح

تتمثل سياسة مقسوم الأرباح في مجموعة من المبادئ التوجيهية التي تستخدمها الشركة لاتخاذ قرار عن كيفية توزيع ارباحها، فعندما يكون لدى الشركة فائض في نهاية الفترة المالية، فإنه عادة ما يكون لديها خيارين، اما أن توزع بعض من أرباحها كأرباح على المساهمين، أو أنها يمكن أن تقرر إعادة استثمار المال في الشركة وتعد ارباح محتجزة. حيث يكون اتخاذ هذا القرار من قبل مجلس إدارة الشركة (Lindeman,2016:14) للوهلة الأولى، قد يبدو واضحاً أن الشركة سترغب دائماً في إعادة أكبر قدر ممكن لمساهميها عن طريق دفع أرباح الأسهم ، وقد يبدو من الواضح بنفس القدر أن الشركة يمكنها دائماً استثمار الأموال لمساهميها بدلاً من سدادها، السؤال الجوهرى المنصب حول سياسة توزيع الأرباح هو، هل يجب على الشركة أن تدفع أموالاً لمساهميها، أو يجب أن تأخذ الشركة تلك الأموال وتستثمرها، (Ross, al, et.2022:580-581)، ومقسوم الأرباح هو توزيع صافي الدخل القابل للتوزيع والظاهر في القوائم المالية للشركات (كلاً، أو جزءاً منه) على المساهمين (Bhalla ,2008:27).

لذلك فإن الشركة يجوز لها توزيع ارباحها على شكل توزيعات نقدية منتظمة، أو توزيعات أرباحها بشكل متقطع ، ويجوز لها توزيع الأرباح على شكل توزيعات أسهم على المساهمين، و يمكن أيضاً الحصول على أرباح (كأرباح رأسمالية) عندما تعيد الشركة شراءها، وتعد مقسوم الأرباح النقدية العادية شائعة الاستخدام (Salih,2010:4)، وأن الشركات التي تدفع توزيعات الأرباح هي نسبياً أكثر ربحية وأقل خطورة وأكثر استقراراً مقارنة بالشركات التي لا تدفع أرباحاً



ولا يزال التأثير الاتجاهي لسياسة توزيع الأرباح على أداء الشركة يمثل جدلاً معرفياً مما يجعل النقاش بعيداً عن الحل هو حقيقة أن معظم الدراسات تركزت على الاقتصادات المتقدمة، وفي الوقت نفسه، كشفت بعض الدراسات السابقة وبحسب اطلاع الباحث أن سياسات توزيع الأرباح تختلف بناءً على نوع (الشركة ، والسوق ،الاقتصاد) وبمرور الوقت، وجدت أن سياسات توزيع الأرباح في الأسواق الناشئة تختلف عن تلك الموجودة في الأسواق المتقدمة ، وخرجت تلك الدراسات بحقيقة مفادها أن نسب توزيعات الأرباح في البلدان النامية لا تزيد عن ثلثي مثلتها في البلدان المتقدمة (Edward and Yiadom,2011:203) ، وحينما يتم اتخاذ قرار بتوزيع الأرباح فإنه يتأثر بإشارات السوق والعملاء، قد تجعل الأمر سهل، أو صعب ، وتحديد ما إذا كان المستثمرون يفضلون نسب مدفوعات عالية، أو نسب مدفوعات منخفضة ، هل تؤثر هذه العوامل على الرغبة في الحصول على عائد ثابت مقابل سياسة واحده مرنة ، ومن ثم يختلف باختلاف التدفقات النقدية للشركة، وفرص الاستثمار ، والتدفق النقدي هو مقدار النقد المتاح للتوزيع على جميع المستثمرين (حملة الأسهم والمدنيين) بعد سداد المصاريف والضرائب وإجراء الاستثمارات في رأس المال التشغيلي المطلوب للدعم نمو الشركة ، ولا بد من النظر في تجنب المخاطر في السوق وتحديد المستوى المتوقع من النمو، و يجب توزيع التدفقات النقدية الحرة FCF على المساهمين، وهل يجب توزيعها كمقسوم أرباح، أو إعادة شراء الأسهم، علاوة على ذلك، وترتبط التوزيعات على المساهمين بخيارات التمويل، و الطرق التي ينظرون اليها المساهمين إلى التوزيعات على أنها إشارات بخصوص مخاطر الشركة والمتوقعة ،التدفقات النقدية الحرة المستقبلية (Brigham& Daves,2007:583).

لذا فإن قرار مقسوم الأرباح في غاية الأهمية لأنه يحدد تدفق (مجرى) الأموال إلى المستثمرين والأموال التي تحتفظ بها الشركة للاستثمار ، فيمكن أن توفر سياسة توزيع الأرباح أيضاً معلومات لأصحاب المصلحة فيما يتعلق بأداء الشركة ، ويحصل حملة الأسهم العادية على نصيبهم من التوزيعات (Dividends) على شكل نسبة مئوية من قيمة رأس المال تعلن سنويا في مجلس إدارة الشركة، ويتقاضون الأرباح الموزعة نقداً، أو على شكل أسهم وذلك بعد أن يتقاضى حملة الأسهم الممتازة كافة حقوقهم في الربح (Rober & Auerbach,1982:27).

فهناك ثلاث نتائج تتعلق بتوزيع الأرباح:-

أولاً- تضيف مقسوم الأرباح قيمة الى الشركة ويقلل من شدة المخاطر التي يتعرض لها المستثمرون فيما يتعلق بتدفقاتهم النقدية .

ثانياً - توزيعات الأرباح هي مؤشر على النمو المستقبلي الذي يؤثر على الاسعار المستقبلية ،ومن ناحية اخرى ، فإن توزيعات الأرباح تؤثر سلباً بسبب الضرائب الباهظة وتكلفة المعاملات، فإذا كانت معدلات ضريبة الدخل أعلى من مكاسب رأس المال، فإن دفع أرباح الأسهم يكون غير مجدياً. وفي وقت ما ، تدفع الشركة أرباحاً وتعزز هيكل رأس المال من خلال تمويل الأسهم، وتقلل من ثروة المساهمين على وجه التحديد للمستثمرين على المدى الطويل .

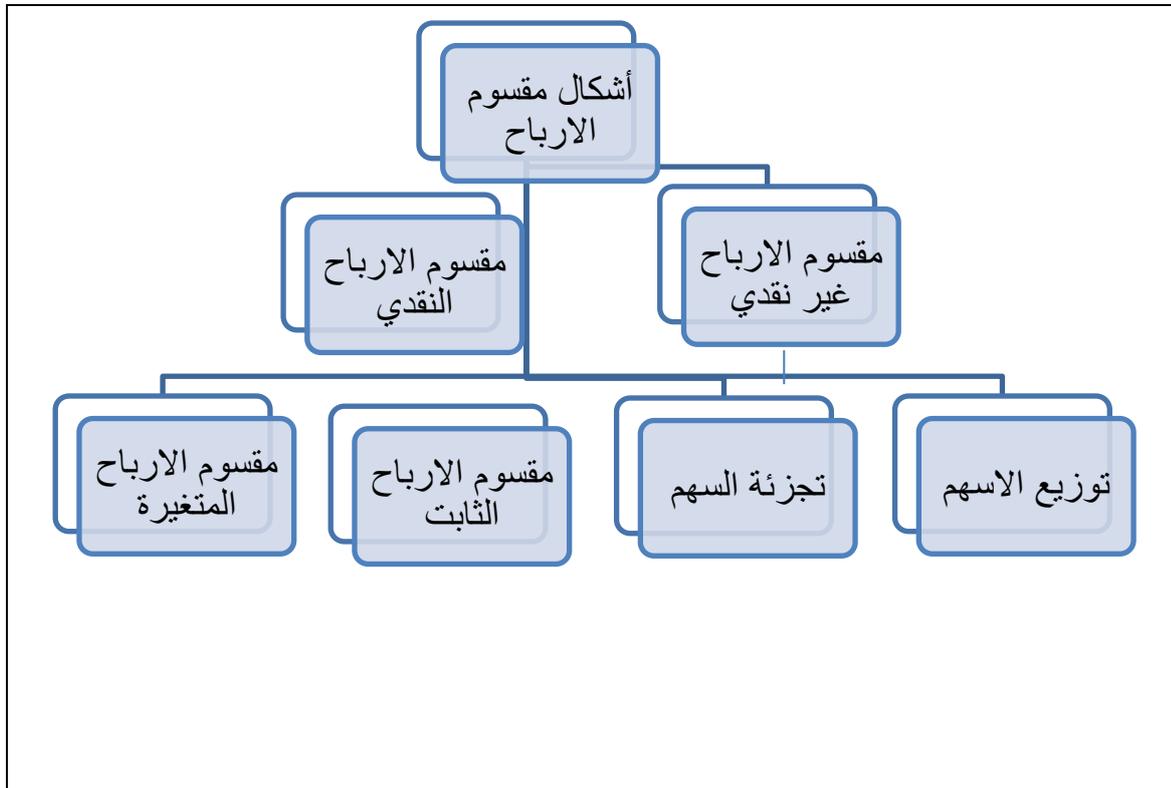
ثالثاً- إذا تخلت الشركة عن توزيع الأرباح وأعدت استثمار تدفقها النقدي، فإن ذلك يؤثر بشكل خطير على الاستهلاك اليومي للمستثمر على المدى القصير، ولكن على المدى الطويل، فإن صافي القيمة الحالية سيفيد المستثمرين بسبب إعادة استثمار رؤوس اموالهم من قبل الشركة

(Khan,2011:2918).



ويرى الباحث بان تحقيق الأرباح من الأوليات التي تقوم، أو تؤسس تلك الشركات من اجلها فإن الشركات التي لا تحقق ارباح فأنها محكوم عليها بالانحدار التدريجي ومن ثم التلاشي في السوق كون لا يوجد لديها مصادر للتمويل وبسبب التكاليف والاجور والفوائد التي تدفع على التمويل عندما يكون هنالك رأس مال مقترض ، ومن هنا يجب على الشركات أن تواكب التطورات وتحقق رغبة المستهلك وكذلك تحقيق الاهداف التي تأسست من اجلها تلك الشركات والتي هي زيادة الاستثمارات وكذلك تحقيق العوائد للمساهمين من خلال الحصول على الأرباح وارتفاع القيمة السوقية للشركة ، أن توزيع الأرباح على المساهمين يعد مكافأة لهم، و لكن يعمل هذا التوزيع على تقليل الأرباح المستقبلية وبذلك سوف يؤثر على إجمالي التمويل الداخلي، وعليه يتطلب الأمر معالجته في ضوء أهداف الشركة المتمثلة في تعظيم قيمة الشركة ككل ومن ثم، تعظيم ثروة المساهمين، وإن سياسة مقسوم الأرباح تعتمد بالدرجة الأساس على الأرباح المتحققة فعلا، وعليه لابد من تحديد الأرباح التي حققتها الشركة؛ لأن تحديد الأرباح بالزيادة يؤدي إلى توزيع جزء من رأس مال الشركة اذا لم تكن الشركات بحاجة لها في تمويل مشاريعها المتاحة .

ويمكن عمل نموذج توضيحي يبين سياسة مقسوم الارباح في الشركات كما في الشكل (2-1) ادناه



المصدر: من اعداد الباحث

2.1.2: أشكال مقسوم الأرباح

1.2.1.2: مقسوم الأرباح النقدي

تعرف سياسة مقسوم الأرباح بأنها جزء من الأرباح التي يتم توزيعها على حملة الاسهم بعد موافقة مجلس الادارة في شكل نقدي، أو عيني، والتي تكون ناتجة عن النشاط للدورة الحالية، أو السابقة لتلبية احتياج الملاك وأرسال اشارة معينة للسوق وتكون هذه التوزيعات من الموارد الداخلية، أو الخارجية للشركة، وكما عرفت بأنها عملية مبادلة بين الأرباح المحتجزة وبين دفع توزيعات الأرباح النقدية، أو عملية اصدار اسهم جديدة (Brealey, et. al, 2004:422)، وقرارات الشركة المساهمة العامة التي تتعلق بتوزيع صافي الأرباح بعد الضرائب على مدار السنوات، ويمكن أن تتضمن هذه السياسة عدم توزيع الأرباح بشكل قطعي (إذا كان القانون يسمح بذلك)، أو توزيع جميع الأرباح الصافية (بعد الأخذ بعين النظر الحد الأدنى من المتطلبات القانونية)، أو توزيع أرباح بين هذين الحدين، وإن حاملي الأسهم العادية هم الملاك القانونيون للشركة. حيث يحق لحاملي الاسهم الحصول على الأرباح الموزعة. ويكون مبلغ، أو معدل غير ثابت يقرره مجلس إدارة الشركة. ويكون حاملي الاسهم هم أصحاب الشركة، فانهم سوف يتحملون مخاطر الملكية ولا يحصلون على توزيعات الأرباح الا بعد ايفاء التزامات المقترضين، والدائنين، واصحاب الاسهم الممتازة(ان وجدت) لذلك يتوقع حملة الاسهم معدل عائد مرتفع نسبيا بسبب هذه المخاطرة (Pandey, 2015:479).

ان تأثير سياسة مقسوم الأرباح النقدي على الأسعار الحالية لأسهم الشركة هو تقرير عن كيفية تقسيم الأرباح بين أرباح الأسهم والأرباح المحتجزة، بينما يجب توجيه التفكير نحو تعظيم هذه الأرباح من خلال الاستخدام الأمثل وتعد مهمة للغاية، ليس فقط لوضعي السياسات، وانما

للمستثمرين ايضاً، لذلك فإن الأسهم التي لا تمكنا من قياس تأثير سياسة توزيع الأرباح من قبل مديري المحافظ والاقتصاديين المهتمين بأداء رأس المال الأسواق (Okpara,2010:62) ومن ذلك فإن معظم الباحثين يركزون حول سياسة توزيع الأرباح على جزء من ثروة أصحاب الشركة من خلال سياسة توزيع أرباح معينة ، وتوزيع أرباح نقدية على المساهمين وأثرها على قيمة الشركة ، وهنالك راي يعتقد أن توزيعات الأرباح النقدية لا تؤثر على قيمة الشركة ومن ثم ثروة أصحاب الشركة كقيمة الشركة لن تتأثر بكيفية الأرباح المحققة المقسمة ؛بل تتأثر بالقدرة على تحقيق الأرباح ، والرأي الآخر يعتقد بوجود عوامل أخرى ذات صلة تؤثر على القيمة السوقية لتأثير سياسة مقسوم الأرباح النقدية على الأسعار الحالية لأسهم الشركة هو تقرير كيفية تقسيم الأرباح بين أرباح الأسهم والأرباح المحتجزة، بينما هناك رأي اخر يؤمن بوجود توجيه التفكير نحو تعظيم هذه الأرباح من خلال سياسة الاستثمار الأمثل (Salih,2010:23) ، والطريقة التي يتم بها تقسيم الأرباح بين أرباح الأسهم والاحتفاظ بها من مصادر اخرى غير الأرباح المحتجزة، ومن ثم يزيد ثروة المساهمين ، وتؤثر الأرباح على قيمة الشركة من خلال زيادة، أو نقصان الطلب على أسهم الشركة، كما يفضل عادة المستثمرون ذوو الدخل المرتفع الشركات التي ليس لديها أرباح نقدية إذا تجاوزت قيمة الضرائب على توزيعات الأرباح النقدية ، والشركات غير النامية من جانبها تبحث عن أرباح عالية ، ويرى العديد من الباحثين أن الضرائب على مكاسب رأس مال المساهمين من خلال الاحتفاظ بجميع الأرباح، أو معظمها من أجل استخدامها لتمويل المشاريع التي لها قيمة عالية موجبة. وفي الوقت نفسه، المستثمرون في الشركات التي ليس لديها أرباح نقدية إذا تجاوزت قيمة الضرائب على توزيعات الأرباح النقدية ، بينما يفضل المستثمرون الذين لديهم ضريبة منخفضة او لا يدفعون الضرائب، الشركات التي تقدم مقسوم أرباح عالية. فيعد قرار سياسة مقسوم



الأرباح النقدية، ولاسيما الجزء النقدي منها، أحد القرارات والتحديات التي تواجه مديري الشركة، لأن قرار التوزيع يحدد الأموال التي سيتم منحها لمساهمي الشركة، ومن ثم الأموال المتبقية للمديرين في الشركة لإعادة استثمارها ، وتعكس التقلبات في توزيعات الأرباح النقدية على قيمة الشركة ، وأن التوزيعات النقدية لكل سهم يعد احد المؤشرات لتوزيعات الأرباح (Dang,al,et:2020:9) ، لذا يتم تحديد أفضل معدل توزيعات أرباح نقدية لأي شركة من خلال العوامل الآتية (Baker,2007:73-74).

1. العوامل الشخصية ، وتفضيل المساهمين للأرباح النقدية، أو الأرباح الرأسمالية .
2. العوامل الخارجية ، فرص الاستثمار المتاحة للشركة ، من خلال التعرف على كافة الفرص الاستثمارية المتاحة والتي لها قيمة عالية ايجابية وترغب الشركة الاستثمار بها.
3. العوامل الداخلية ، مزيج الهيكل الأمثل لرأس مال الشركة (مصادر التمويل)، كتحديد مزيج الهيكل الأمثل لرأس المال الذي يحقق أدنى مستوى في التكلفة.
4. تكاليف التمويل الخارجي ، كاستخدام الأرباح لتمويل مشروعات جديدة بقيمة عالية موجبة بسبب انخفاض تكلفتها مقارنة بإثارة إصدارات جديدة للأسهم في حالة حدوث ذلك ويمثل أفضل مزيج من رأس المال.

وتؤثر العوامل الثلاثة الأخيرة مجتمعة على سياسة توزيع الأرباح المتبقية.مبنية على اساس توزيع أرباح نقدية تفوق قدرة الشركة على تمويل جميع الفرص الاستثمارية للشركة ذات القيمة الحالية الايجابية ، وبعد ذلك تقوم الشركة بتوزيع الأرباح على المساهمين بسبب عدم الحاجة ، لأن هذه الأرباح مأخوذة بعين الاعتبار كفائض (Chen and Dhiensiri,2009:26).



2.2.1.2: سياسة مقسوم الأرباح الثابتة، أو المستقرة

وتتمثل هذه السياسة بأن تقوم الشركة بدفع أرباح موزعة ذات نسبة مستقرة وتسمح لمعدل توزيع الأرباح بالتقلب تبعاً لتغير أرباح الشركة، ونجد في الواقع أن الكثير من الشركات تتبع سياسة مقسوم أرباح مستقرة اعتقاداً منها بأن المساهمين عامة يفضلون ذلك ومن ثم يكون لهذه السياسة تأثيراً إيجابياً على سعر سهم الشركة في السوق ، ولذلك يتم تحديد معدل سياسة توزيع الأرباح الثابتة بتقسيم الأرباح على شكل نسب من الأرباح ، كنسبة 80% من الأرباح المتحققة وبقاء نسبة 20% منها للاحتفاظ بها وتكون نسبة الأرباح ثابتة ، وتؤدي تلك الطريقة إلى تذبذب مقدار الأرباح بسبب اختلاف الأرباح السنوية وعدم الاستقرار ، وهذا ما يعرض تلك الطريقة إلى الانتقاد ، وتعد التقلبات في مستوى الأرباح أحد المعايير التي تقيس مخاطر الشركة ، وقد تتأثر أسعار الأسهم للشركات التي تستخدم تلك السياسة في توزيع الأرباح ، أما في حال عدم تذبذب الأرباح فينظر إليه بأنه أداء إيجابي بالوقت الحالي والمستقبلي للشركة (Ross,1999:230) .

ويرى الباحث بأن كثير من الشركات تلجأ إلى اتباع سياسة نسبة توزيع الأرباح المستقرة والثابتة لكل سهم ، على شكل نوعين أما نسبة ثابتة من الأرباح وهي تعطي مؤشر سهم لأرباح الشركة . أو مبلغ مقطوع وهذا لا يساعد المستثمر على فهم والتنبؤ بمستقبل الشركة (ليس هنالك إشارة) وتوزيع نسبة ثابتة يجعل مقسوم الأرباح متباين تماماً اعتماداً على معدلات الأرباح السنوية ، وتعتمد الإدارة المالية على هذه السياسة عندما تتمكن من التنبؤ بإمكانية تحقيق الأرباح في المستقبل من خلال الخبرة والتجارب السابقة في السوق ، وتتبع بعض الشركات سياسة توزيع مبلغ مقطوع وثابت كمقسوم أرباح وهنالك شركات تعمل على زيادة المبلغ المقطوع والثابت بنسب سنوية تماثل نسبة التضخم السنوي مما يتطلب نمو الأرباح السنوية بنفس نسبة الزيادة على أقل تقدير حتى وأن انخفضت الأرباح في بعض السنوات إلا أن المبلغ الثابت يبقى كما هو كمقسوم أرباح أما نسبة الزيادة فأن الشركة تحددها تبعاً لأهدافها واستراتيجيتها وتوفر السيولة لديها .



3.2.1.2: سياسة مقسوم الأرباح المنتظمة المخفضة والمتزايدة

تقوم سياسة مقسوم الأرباح المنتظمة على أساس قيام الشركة بدفع توزيعات أرباح نقدية بنسبة ثابتة وبمبالغ منخفضة، لذا فإن الشركة حسب هذه السياسة تقوم بزيادة نسبة هذه التوزيعات عندما تحقق أرباح أعلى من معدلات أرباحها العادية خلال فترة زمنية محددة (AL-Shawawreh, 2014:135) حيث يولي المستثمرون أهمية خاصة لسياسة توزيع الأرباح المنتظمة و المستقرة والواضحة ، كما أنها تعطي أهمية خاصة لاستمرار هذه المكاسب لأنهم يعتقدون أن الاستقرار ، وزيادة واستمرارية أرباح الأسهم بهذا الشكل ، ستؤدي بالتأكيد إلى تقليل المخاطر من وجهة نظر المستثمرين.

وعادة ما تكون توزيعات الأرباح "ثابتة" على المدى القصير لأن الإدارة عادة ما تحجم عن زيادة توزيعات الأرباح إذا تعذر الحفاظ على الزيادة في المستقبل، ويتم دائمًا تجنب قطع الأرباح النقدية بسبب الإشارة السلبية التي تعطيها، ومن ثم، إذا كان يُعتقد أن التدفق النقدي الزائد هو مؤقت فقط، فقد تفضل الإدارة إجراء التوزيع بالإعلان عن زيادة توزيعات الأرباح النقدية التي لا يمكن الاحتفاظ بها، كما يمكن لحملة الأسهم الذين يحتاجون إلى النقد إعادة بيع بعض أسهمهم بينما يمكن للآخرين ببساطة الاحتفاظ بأسهمهم مع توزيعات أرباح نقدية، من ناحية أخرى، يجب على المساهمين قبول توزيعات الأرباح ، كما يحق للمساهمين الاختيار عندما تقوم الشركة بتوزيع النقد عن طريق إعادة شراء الأسهم (Brigham.2011:582) وعادة ما تؤدي التوزيعات النقدية المخفضة والمتزايدة إلى زيادة سعر السهم بشكل أكبر من سياسة إعادة شراء الأسهم.

وأن الشركات تستخدم سياسة توزيعات الأرباح المنتظمة المخفضة والمتزايدة عندما تدفع توزيعات الأرباح بمبالغ ثابتة ومنخفضة ، او تقوم هذه الشركات بزيادته نسبة توزيعات الأرباح حينما



تتحقق ارباح اعلى من الأرباح العادية في فترة زمنية معينة، وان سياسه التوزيع المنتظم المنخفض، أو المتزايد سوف تعطي المساهمين مقدار من الثقة في الشركة وكذلك تمنحهم دخلا ثابتا ومنظما فيما يخص الكميات الاضافية من مقسوم الارباح ، لذا فان المساهمين يستفادون من الارباح الإضافية التي تحققها الشركات، لظالما ان الشركات يمكن ان تحقق ارباح اضافيه ، وتمتاز هذه الطريقة بالاتي: (Brigham.2010:650)

- أولا : المرونة المتاحة للشركة في مقدار الزيادة من عدمها (ليس حتمية) اي غير مؤكدة .
- ثانيا: درجة الثقة والتأكد التي توفرها للمستثمر لحصوله على الحد الأدنى من مقسوم سنوي .

2.1.2.4.: سياسة المقسوم الباقي، أو الفائض

تقوم سياسه مقسوم الارباح المتبقية، أو الفائضة على اساس ما تبقى من الارباح بعد احتجاز ما يلزم لتمويل الموازنة الرأسمالية وتقوم هذه السياسة على حقيقه ان المستثمرين يفضلون الارباح المحتجزة على شرط ان يتم اعاده استثمارها بمعدل عائد يفوق المعدل الذي يستطيع المستثمر نفسه من الحصول عليه من خلال استثمارات اخرى بديله ذات مخاطر مماثله (Mashkoor,2019:377-378)

5.2.1.2:توزيعات الأسهم المجانية

وتعني أن المنظمة، أو الشركة تصدر عدد من الأسهم الجديدة لكي توزعها على المساهمين في حالة ان الشركة لم يتوفر لديها سيولة نقدية في حينها ، أي أن الشركة تكافئ المساهمين على شكل أسهم بدلا من أن تجري توزيعات نقدية ، وفي حقيقة الأمر فان المساهم يمكنه بيع هذه الأسهم واعتبار ثمن البيع بمثابة توزيعات، ولكن التوزيعات من قبل الشركة هي توزيعات في شكل أسهم بدلا من التوزيعات النقدية، من الناحية النظرية فإن هذه التوزيعات على شكل أسهم لن تثري



المساهم لأنه سيحصل على نفس التوزيعات، وهذا يعني أن القيمة السوقية غير مرتبطة بمثل هذه العملية، وعلى العكس فقد تزداد عدد الأسهم عندما تقوم المنظمة بأصدار هذه الأسهم الجديدة، وهذه يعني أن سعر السهم سينخفض بالمقارنة بما كانت عليه قبل التوزيع لهذه الأسهم (حنفي، 2001: 242) ويتضح من هذا النص إن هنالك شرطان يتم من خلالهما توزيع الأسهم المجانية وهما:-

أ- وجود احتياطات كافية لتغطية قيمة الأسهم المجانية

ب- اتخاذ قرار بهذا الشأن من الجمعية العامة للشركة بناءً على اقتراح من الإدارة ويترتب على توزيع الأسهم المجانية زيادة في رأس المال المصدر وفي نفس الوقت نقص بنفس القيمة في الاحتياطات المحتجزة لدى الشركة، أي أن الأمر ينصب فقط على تغيير تركيبة حق الملكية . ويمكن استعراض ثلاث خصائص مترتبة على توزيع أسهم مجانية وهي:-

1- (توجد علاقة قوية بين توزيع أسهم مجانية وتجزئة الأسهم)، (من وجهة النظر المالية فقط)، ففي الحالتين يحدث تخفيف في سعر السهم، وبذلك يستطيع المستثمر تصفية جزئية لمحفظته عندما يرغب في ذلك.

2- إذا كان السوق يتيح فرص استثمارية مربحة لاستثمار الأرباح، فإن سعر السهم يتجه إلى الارتفاع ليصل، أو يتجاوز السعر السابق لعملية التوزيع نتيجة التقديرات المتوقعة وليس بسبب عملية توزيع الأسهم المجانية لأن الأخيرة ليس لها تأثير على معدل نمو السعر، بل وجود عوامل نفسية واقتصادية .

3- عندما تدفع المنظمة، أو الشركة بانتظام التوزيعات نقداً، فإن دفع توزيعات عرضية في شكل أسهم مجانية يعد ميزة بالنسبة للمستثمر ، بفرض ثبات التوزيعات واستمراريتها ، فإنه يترتب على



هذه العملية زيادة عائد التوظيف الظاهري وكذلك العائد الكلي، وهذا يعني أن عملية توزيع أسهم مجانية مثل عملية تقسيم، أو تجزئة الأسهم لا تؤثر على القيمة الرأسمالية للمنظمة ولكنها تؤثر على عدد الأسهم المتداولة، لهذا السبب يحدث انخفاض فني في السعر ولا يشكل خسارة بالنسبة للمستثمر، لذلك يجب أخذ هذا العامل بعين النظر عند إجراء المقارنة بالتعديل، هذا يعني انه ينبغي تعديل السعر إذا ما حدث توزيع أسهم مجانية التي عادة ما يتم استخدامها على أساس سنوي منتظم وذلك للحفاظ على سعر السهم عند حدود معينة، وتلجأ الشركات عادة إلى توزيع الأسهم المجانية في عدة حالات أهمها:- (Brigham and Michael.2011:590-591).

1- عندما يكون هنالك نقص في السيولة لدى الشركة والرغبة في توزيع أرباح على المساهمين، ولتجنب الأثر السيئ لعدم توزيع أرباح نقدية، أو انخفاض الأرباح النقدية الموزعة فان الشركة تلجأ إلى توزيع الأسهم المجانية، خاصة وان السوق يستقبل ذلك عادة كمعلومات ايجابية .

2- رغبة الشركة في زيادة رأس المال دون مطالبة المساهمين بمقابل لهذه الزيادة وعادة ما يستقبل سوق المال هذه المعلومات بكفاءة فتتخفص القيمة السوقية للسهم بنفس مقدار الزيادة الناتجة عن توزيع أسهم مجانية

3.1.2: العوامل المؤثرة في سياسة توزيع الأرباح النقدية

هنالك مجموعة من العوامل التي من شأنها التأثير على سياسة توزيع الأرباح النقدية ومن اهمها :-

1.3.1.2: القيود القانونية

يجب أن لا يتجاوز مقسوم الأرباح النقدية إجمالي الأرباح المحتجزة بالإضافة إلى صافي الأرباح للعام الحالي، ويعرف هذا باسم ضعف حكم رأس المال، وتعد قاعدة صافي الأرباح من القيود القانونية حيث تقضي هذه القاعدة انه لا ينبغي اجراء توزيع للأرباح مالم تكن هذه الأرباح قد

تحققت فعلا اي (الربح الصافي)، أو من (أرباح السنوات السابقة الارباح المحتجزة) والهدف هو منع المساهمين من سحب استثماراتهم من رأس مال الشركة.

2.3.1.2: القيود التعاقدية

عادة ما تقيد عقود الاقتراض مقدار الأرباح التي يسمح للشركة بتوزيعها على المساهمين لضمان حقوق الدائنين، عندما تكون الشركة قد اصدت سندات الاقتراض ، وتقبل الشركة بتلك القيود لتقليل مخاطر الاقتراض من وجهة نظر الدائن.

3.3.1.2 : القيود الداخلية والنمو المتوقع

هناك أيضًا قيود مفروضة على مقسوم الأرباح النقدية عند إصدار الأسهم الممتازة للشركة، ومن الطبيعي يتم تقييد توزيع أي أرباح على المساهمين العاديين ما لم يدفع جميع أرباح الأسهم الممتازة ، وتتأثر قدرة الشركة على دفع توزيعات الأرباح النقدية بكمية الاموال المتاحة (Kato.al,et,2002:443-444)، وقد يتم تحديد نسبة معينة من الارباح التي تقوم الشركة بتوزيعها وأن نسبة الدفع المستهدفة من صافي الدخل المدفوع كأرباح نقدية ،(Brigham.2007:479) .

3.1.2.4: تفضيلات المساهمين لمقسوم الأرباح النقدية، أو رأس المال

ان تعظيم ثروة أصحاب الشركة يعد من أحد وظائف الادارة المالية ،حيث يجب أن تؤخذ مصالح المالكين بعين النظر عند إعداد سياسة توزيعات الارباح ، وأن قدرة الشركة على توزيع الأرباح النقدية ورغبتها القيام بذلك مقيد بالعديد من العوامل الهامة التي تؤثر على المصالح لأصحاب الشركات(Pike and Neale,2009:230) ، وهنالك دوافع منها الوضع الضريبي لأصحاب الشركات ، اذا كان اصحاب الشركات من الاثرياء والفئات الضريبية المرتفعة ، وبها قد تلجأ الشركة الى سياسة توزيعات الارباح التي تقلل من تأثير الضرائب على ارباح المساهمين،

والفرص الاستثمارية المتاحة لأصحاب الشركات، وإذا كان المساهمين يمكنهم الحصول على عوائد لإعادة استثمار أرباحهم التي تتجاوز أرباح الشركة ، فإنه يجب على الشركة توزيع نسبة أكبر من الأرباح على المساهمين تمكنهم من تعظيم ثروتهم من خلال إعادة استثمار هذه الأرباح ، (Salih,2010: 31).

لذا يجب على المديرين تحديد أرباح الأسهم مقابل مكاسب رأس المال والتعرف على تفضيلات المستثمرين عند تحديد مقدار النقد المراد توزيعه، وينبغي على المديرين الماليين أيضاً معرفة الأرباح التي يتم الاحتفاظ بها (الأرباح المحتجزة)، تحقيقاً لهدف الشركة الا وهو تعظيم قيمة المساهمين ، ومن ثم فإن نسبة العائد المستهدف (تُعرّف على أنها النسبة المئوية لصافي الدخل الذي يتعين دفعه كأرباح نقدية) لذا يجب أن تستند في جزء كبير منها إلى تفضيلات المستثمرين لأرباح الأسهم مقابل مكاسب رأس المال، ويجب معرفة هل يفضل المستثمرون الحصول على أرباح الأسهم أم هل تقوم الشركة بإعادة الأموال من خلال الاستثمار، والذي بدوره يؤدي إلى تحقيق مكاسب رأسمالية،(Brigham,2007:482) .

5.3.1.2 .: معدلات نمو الشركة

يلاحظ في حال اذا كانت الشركة تنمو بمعدلات مرتفعة فإن ذلك يتطلب منها الاستفادة من جميع مصادر التمويل المتاحة ، فان ذلك يتطلب منها الميل الى عدم توزيع ارباح كبيرة الى المساهمين (Alalee,2020:109) ، وكذلك فإن زيادة فرص نمو الشركة سوف يزيد من نقص الاستثمار المسبق الذي يؤدي إلى توزيعات أرباح أقل للمساهمين، ويلاحظ بأن الشركات التي لديها فرص أكبر للنمو تفضل الاحتفاظ بالأرباح لتمويل التطوير بدلاً من دفع توزيعات الأرباح، ومن ثم كلما زادت فرص النمو، انخفضت مدفوعات الأرباح(Nguyen,2012:50) .



ويرى الباحث أن الشركات في بداية عملها تحتاج الى معدلات نمو مرتفعة لغرض الزيادة في الاستثمارات وهذه الزيادة سوف تنخفض تدريجياً بمرور الزمن حتى تصل الى مرحلة الاستقرار، ولكن هذا لا يمانع من أن هنالك شركات لها فترة زمنية طويلة في السوق، و لكنها تحتاج الى النمو المستمر بسبب شدة المنافسة وكذلك زيادة الطلب والحاجة المستمرة للتوسع في عملية الاستثمارات وهذا بدوره يؤدي الى النمو مما يتطلب تقليل توزيعات الأرباح الى المساهمين والاستفادة من تلك الأرباح .

6.3.1.2: توفير السيولة واحتياجاتها التمويلية

يتطلب توزيع الأرباح على المساهمين الى توفير السيولة النقدية، فقد تكون الشركة رابحة الا انها لا تتوفر لديها السيولة النقدية الكافية لتوزيعها على المساهمين بسبب استعمال تلك الأرباح في تمويل موجوداتها ،، حيث أنّ السيولة تعد امراً أساسياً للتحكم على مقدره الشركة في اجراء توزيعات نقدية للمساهمين التي لا تتوقف على مجرد تحقيق الشركة للأرباح اذ من الممكن ان تكون الشركة ذات ربحية عالية وتملك احتياطات عالية بالرغم من ذلك قد لا يكون لديها السيولة اللازمة لتوزيع الأرباح النقدية خاصة اذا كانت تعتمد على البيع الأجل، أو يتم استخدام السيولة لسداد القروض والتوسع حيث لا يكون من الحكمة توزيع أرباح في هذه الحالة وأن هذه السيولة يتم الاستفادة منها لغرض النمو في الشركة ، وكذلك بنسبة مستوى الدين فتحاول اغلب الشركات بتخلص من الديون وبالخصوص اذا كانت تلك الشركات عليها ديون قبل توزيعات الأرباح. فإن الشركات ذات المستوى الأعلى للفرص التجارية، أو الاستثمارات الرأسمالية تحتفظ بالنقد لاستغلال تلك الفرص الاستثمارية المتاحة (Samuel, al, et, 2015:6) .

7.3.1.2: استقرار ارباح الشركة

ففي حال تقلب ارباح الشركة من سنة الى اخرى فأن مجلس ادارة الشركة قد يتجه الى احتجاز نسبة عالية من الارباح تحسباً للمستقبل ، على العكس عندما تكون الارباح مستقرة وحسب ما مخطط لها من اصحاب القرار من المديرين وما يلبي رغبات المساهمين ، والدافع الوقائي أن الشركات تحتفظ بالأرباح كدرع ،لتعويض النقص النقدي في المستقبل وتمويل استثماراتهم الإيجابية في صافي القيمة الحالية (Samuel,al,et,2015:6) .

8.3.1.2: حجم الشركة

أن الشركات تدفع أرباحاً للتغلب على مشاكل الوكالة الناشئة عن فصل الملكية عن السيطرة في شركة ذات ملكية منتشرة ، أي الشركات كبيرة الحجم والتي لديها فروع منتشرة (Jensen,1986:323) ، بتقديم حجة مماثلة مفادها أن المديرين لديهم دافع الخدمة الذاتية لتوسيع الشركة إلى ما بعد حجمها الطبيعي لأن الحجم الأكبر يزيد الموارد الخاضعة لسيطرتهم للحصول على مكاسب ، ومن ثم يمكن للمديرين أن يجدوا استثماراً دون المستوى الأمثل يعود بالنفع على أنفسهم، و لكنه يقلل من ثروة المساهمين (Dinesh and Ritu,2013:430) ، تُشير سياسة توزيع الأرباح الى سياسة الدفع التي تتبعها الشركة في تحديد حجم ونمط التوزيع على المساهمين بمرور الوقت حيث يختلف هيكل ملكية الشركات من دولة الى أخرى مثل الولايات المتحدة الأمريكية والمملكة المتحدة ، ففي حالة العراق يمتلك كبار المساهمين، أي المديرين والمروجين والشركات حافزا كبيراً وقدرة على التحكم في قرارات التمويل الخاصة بالشركات بخلاف صغار المستثمرين، وفي الآونة الأخيرة، كان البحث من اغلب الباحثين حول العوامل التي تؤثر على سياسة توزيع الأرباح للشركات سريعاً وواسعاً للغاية، مقابل ذلك كان هنالك قلة من المعلومات المتاحة حول



هيكل ملكية الشركات وهل تعتمد على نسبة معينة من الديون أو على المساهمين من حملة الاسهم لمعرفة تأثير نمط المساهمة ودفع توزيعات الأرباح ، لذلك يعد نمط المساهمة في الشركة أمر مهم لدفع أرباح الأسهم ، ومن ناقلة القول فأن النظريات الحديثة اتجهت حول دفع توزيعات الأرباح بسببوصولها على فائدة غير مباشرة لغرض السيطرة على الشركة ، حيث لا يشارك المساهمون ديناميكيا في مراقبة أداء الشركة (Rozeff,1982:5) .

ويرى الباحث هنالك أيضًا عدة عوامل اخرى تؤثر على سياسة توزيع الأرباح التي تنتجها الشركة خلال مدة وجودها، حيث ان الشركة حديثة النشأة عادة ما تكون بحاجة الى اموال كثيرة لتمويل توسعاتها، وهي تواجه صعوبات كبيرة للحصول على هذه الاموال من السوق، لذا تجد ان الشركة تتبع سياسة توزيع تتلخص في ابقاء قدر كبير من هذه الارباح لإعادة استثمارها، ولكن الشركة القديمة والتي وصلت الى حد التشبع سواء في الاستثمار، أو التوسع قد تتبع سياسة توزيع معدل عالٍ من الارباح وذلك لعدم حاجتها للتمويل ، وهذه عوامل من شأنها ان تزيد، أو تخفض من الارباح الموزعة على المساهمين وهنالك أيضًا مجموعة من الخصائص الشركات التي تعد من العوامل التي تؤثر في سياسة توزيعات الارباح مجتمعه مثل وضع السيولة، والربحية وحجم الشركة ومستوى الدين، وهيكل الأصول ونوع الصناعة وفرص النمو ومخاطر الأعمال ، وأيضًا تعد مهمة في قرارات توزيع الأرباح، وكذلك بالنسبة لأجمالي الديون يعد من العوامل الرئيسية التي تؤثر على سياسة توزيعات الارباح في الشركات، و يمكن تحديد مستوى الدين من خلال نسبة إجمالي الدين إلى إجمالي الأصول ، ويتم جمع المعلومات حول إجمالي الديون وإجمالي الأصول في الميزانية العمومية للشركة ، ومستوى الدين يقيس المستوى الذي تعتمد فيه الشركة على الأموال الخارجية لتمويل الاستثمارات .



4.1.2: إجراءات توزيع الأرباح

تعد سياسات توزيع الأرباح في الشركات المساهمة من أهم السياسات التي تؤثر على حركة تداول اسهم الشركة في السوق المالي (البورصة)، لذلك اكتسبت اجراءات توزيع الأرباح اهمية قصوى بالنسبة للشركة والمساهمين على حد سواء، كما وارتبطت عملية توزيع الأرباح في الشركات المساهمة بفترات محددة وهامة (Kieso,2002:137) وهي على النحو الآتي :-

أولاً - تاريخ الإعلان عن التوزيع : وهو ذلك التاريخ الذي تتخذ فيه مجلس الادارة للشركة، أو المدراء قرارا بالإعلان عن توزيع الأرباح ويتم توزيع الربح الصافي، أو جزء منه على الاعضاء حسب اسهمهم، أو حصصهم حسب الاحوال وذلك بعد استيفاء جميع الاستقطاعات القانونية . ويلاحظ انه وبعد تاريخ الإعلان عن التوزيع يزداد الطلب على اسهم الشركة التي اعلنت عن توزيع الأرباح مما يؤدي الى زيادة القيمة السوقية لهذه الاسهم .

ثانياً- تاريخ تسجيل حاملي الاسهم : وفي هذا التاريخ تقوم الشركة بإغلاق دفاتر تحويل الاسهم وتقوم بأعداد قائمة المساهمين حتى هذا التاريخ حيث من يملك اسهم الشركة في هذا التاريخ يكون له الحق في الحصول على توزيعات الأرباح عند دفعها وتعد الشركة قائمة بجميع الافراد المساهمون المتمثلين باصحاب التسجيل قبل توزيعات الأرباح وتعد مهمة جداً في حال اذا كان شراء السهم قبل ذلك التاريخ، (Ross,al,et.2022:582)

ثالثاً - تاريخ ما بعد الحق في مقسوم الأرباح، أو تاريخ الاستبعاد : ولتقادي التضارب بين البائع والمشتري حول احقية كل منهما بالتوزيعات فان التقاليد المتبعة في الاسواق المالية المتقدمة بان الحق في توزيعات الأرباح بحامل الاسهم حتى قبل ايام قليلة من تاريخ حاملي الاسهم .



ويتم اتخاذ القرار بشأن توزيعات الأرباح من قبل مجلس الإدارة بعد الإعلان عن توزيعات الأرباح، من خلال قيام مجلس الإدارة بإصلاح تاريخ السجل لتحديد الأهلية لتلقي الأرباح ، حيث يحق للمستثمرين الذين تظهر أسماؤهم في سجل الشركة كمساهمين في تاريخ السجل في الحصول على مقسوم الأرباح، أما بعد الشراء من الأسواق الثانوية، فإنه يستغرق نقل الأسهم بضعة أيام ، حيث تحدد بورصات الأوراق المالية تاريخًا سابقًا لتاريخ السجل كتاريخ سابق لتوزيع الأرباح ، وبه يحق للمستثمر الذي يشتري الأسهم قبل تاريخ التوزيعات السابقة الحصول على توزيعات الأرباح ويقال إن الأسهم تتداول في توزيعات الأرباح (بمعنى توزيعات الأرباح). أما بعد هذا التاريخ، لا يحصل مشتري الأسهم على توزيعات الأرباح (التي يتلقاها البائع) ويقال إن الأسهم تتداول بدون توزيعات الأرباح (بمعنى بدون توزيعات الأرباح). (Mahajan,2020:228) وكمثال على ذلك لنفترض أن شخص اشترى 100 سهم من الأسهم ل أحد الشركات في تاريخ معين، مما يتوجب عليه إخطار الشركة بالتحويل في الوقت المناسب للإدراج كون المشتري كمالك جديد ومن ثم دفع أرباحها له، ولتجنب الصراع، فقد أنشأت صناعة الأوراق المالية اتفاقية يتم بموجبها بقاء الاحقية في توزيع الأرباح مع الأسهم حتى يومي عمل قبل تاريخ صاحب السجل ؛ في اليوم الثاني قبل ذلك التاريخ، لذلك فإن الحق في توزيعات الأرباح لا يعد مع الأسهم ، وايضاً التاريخ الذي يترك فيه الحق في الأرباح .

رابعاً - تاريخ الدفع: وهو التاريخ الذي تقوم به الشركة فعلياً بإصدار شيكات توزيع الأرباح

وارسالها للمساهمين كل حسب حصته.(Brigham & Michael,2017:509-510)



5.1.2: نظريات مقسوم الأرباح

1.5.1.2: نظرية عصفور في اليد (*Bird in the hand theory*)

جاء بهذه النظرية كل من (John Myron Litner & Gordon) ، والهدف الذي يسعى إليه مؤيدو فرضية عدم الملائمة يؤيدون بأن سياسة توزيع الأرباح النقدية ليس لها أي تأثير على قيمة الشركة، أو رأس المال، ومن ثم لن تؤثر سياسة توزيع الأرباح النقدية على عوائد رأس المال، وتشير هذه النظرية الى وجود علاقة ما بين أداء الشركة وتوزيعات الأرباح حيث يعتقد المستثمرون ان الأرباح الحالية هي أقل خطورة من الأرباح المحتملة في المستقبل ولذلك فإن المستثمرين يفضلون الحصول على الأرباح الحالية (Azeez and Latifa,2015:8) ، وان مبدأ هذه النظرية بأن هنالك علاقة ما بين توزيعات الأرباح والسعر السوقي للسهم، الامر الذي يناقض كل من مود جلياني وميلر ، حيث يقوم المستثمرين في ظل ظروف عدم التأكد الى رفع معدل الخصم للتوزيعات ذات الاجل الطويل بنسبة اكبر منه في الاجل القصير (Alalee,2020:113-114) .

والاستنتاج الرئيسي لنظرية عدم ملائمة توزيعات أرباح لكل من مودلياني ومولر هو أن توزيعات الأرباح لا يؤثر على معدل العائد المطلوب على حقوق الملكية، ومخاطر الاسهم ، وان هذا الاستنتاج تمت مناقشته في الأوساط الأكاديمية. على وجه الخصوص، ويرى كل من مايرون جوردون وجون لينتر بأن مخاطر الاسهم تتخفض مع زيادة توزيعات الأرباح بسبب

1- يفضل المستثمر العائد المتحقق الان على العائد الراسمالي الذي يمكن أن يتحقق بعد زيادة

اسعار الاسهم

2- لايهتم المستثمر او ليس لديه تفضيل بين ارباح المقسوم والارباح الراسمالية



. وقد اختلف كل من (Modigliani and Miler)، حيث اتضح بأن اختلافهم يصب بأن مخاطر الاسهم مستقل عن سياسة توزيع الأرباح، والتي يعني ضمناً أن المستثمرين غير مباينين بين أرباح الأسهم ومكاسب رأس المال ، مما دعا حجة جوردون لينتتر مغالطة نظرية العصفور في اليد لأنه Modigliani and Miler وعرضوا بأنه يخطط معظم المستثمرين لإعادة استثمار أرباحهم في الأسهم من نفس الشركة، أو الشركات المماثلة، وعلى أي حال، فإن خطورة التدفقات النقدية للشركة على المستثمرين على المدى الطويل يتم تحديدها من خلال مخاطر التدفقات النقدية التشغيلية، وليس من خلال سياسة دفع تعويضات توزيعات الأرباح (Brigham, 2010, 586).

وقد بنيت أفكار هذه النظرية على الافتراضات الآتية :- (Gardon,1962:40)

أ- لا تخضع مردودات المستثمرين في أسهم الشركة للضريبة سواء كانت هذه المردودات

متمثلة بالمكاسب الرأسمالية المتحققة من جراء بيع الأسهم، أو بتوزيعات الأرباح .

ب - معدل العائد على الاستثمارات ثابت وكذلك معدل العائد المطلوب ثابت ويمثل كلفة التمويل الممتلك أي تكلفة الفرصة البديلة لحقوق الملاك .

ت - اعتماد إدارة الشركة في تمويل استثماراتها على حقوق الملكية، أي لا يوجد تمويل مقترض خارجي .

ث - معدل نمو الشركة ثابت ويمثل نسبة الأرباح المحتجزة من الإيرادات مضروباً في معدل العائد المتوقع على الاستثمار .

ج- معدل العائد المطلوب على الاستثمار يكون أكبر من معدل النمو .

ح- نسبة الأرباح الموزعة على حملة الأسهم ثابتة لا تتغير .



2.5.1.2.: نظرية التفضيل الضريبي (Tax Preference Theory)

تفترض هذه النظرية أنه في حالة عدم وجود فرض ضريبة على أرباح رأس المال، أو إذا كان لرأس المال ضريبة تفرض على الأرباح أقل من ضريبة توزيعات الأرباح النقدية، وحيث يفضل المستثمرون الشركات التي لا تفعل ذلك أي عدم توزيع أرباح نقدية والاحتفاظ بالأرباح على شكل أرباح غير موزعة، وكلما انخفضت نسبة الأرباح النقدية على حساب غير الموزعة ستزداد ثروة المالكين إلى أقصى حد مع بقاء العوامل الأخرى ثابتة. (Litzenberger and Ramaswamy, 1882:429)

ويرى الباحث بأن نظرية التفضيل الضريبي المتمثلة بالاختلاف في المعدلات الضريبية للأرباح التي يتم توزيعها والأرباح الرأسمالية تلعب دوراً كبيراً في تفضيل المساهمين لعملية احتجاز الأرباح وذلك بسبب كون الأرباح التي يتم توزيعها تخضع لضريبة أعلى من معدلات الضريبة على الأرباح الرأسمالية والناجئة من بيع الأسهم، أو ارتفاع أسعار تلك الأسهم. ولذلك فإن المستثمرين يفضلون احتجاز الأرباح وذلك لما يترتب عليه من زيادة في سعر السهم السوقي ومن ثم تحقيق أرباح استثمارية، ويختلف التأثير الضريبي على سياسة توزيع الأرباح باختلاف النظام الضريبي في الولايات المتحدة الأمريكية حيث تخضع توزيعات الأرباح النقدية للازدواج الضريبي بعد أن تدفع الشركة ضرائب على أرباحها، وتعد توزيعات الأرباح النقدية التي يتلقاها المساهمون جزءاً من الدخل الخاضع للضريبة على المستوى الفردي، وفي بلدان أخرى مثل أستراليا، تخضع أرباح الشركة للضرائب بمعدل محدد يقرره القانون بعد توزيع توزيعات أرباح نقدية للمساهمين حيث تخضع هذه التوزيعات للضريبة الشخصية للمعدل المطبق على كل مستثمر مع مراعاة الضرائب التي يدفعها الشركة، لذلك لا تخضع أرباح الأسهم هذه للازدواج الضريبي. فمثلاً معدل ضريبة الشركة 30% ومعدل الضريبة الشخصية للمساهمين 38% إذن سيدفع المساهم 8% لأرباحه النقدية. (Grullon, 2004:657-658)

3.5.1.2: نظرية تأثير العملاء (اصحاب المصالح) (Customer influence theory)

بعض المجموعات (الأفراد الأثرياء، على سبيل المثال) لديها حافز لمتابعة الأسهم ذات العائد المنخفض (أو عدم الدفع) ، والمجموعات الأخرى (الشركات، على سبيل المثال) لديها حافز لمتابعة الأسهم ذات العائد المرتفع ، ستجذب الشركات ذات المدفوعات المرتفعة مجموعة واحدة، وستجذب الشركات ذات العائد المنخفض مجموعة أخرى.

تسمى هذه المجموعات المختلفة بالزبائن، أو العملاء، وما يقصد به هو تأثير العملاء، وتتص حجة تأثير العملاء على أن مجموعات مختلفة من المستثمرين ترغب في مستويات مختلفة من الأرباح ، اي عندما تختار شركة سياسة توزيع أرباح معينة، فإن التأثير الوحيد يكمن في جذب عملاء معينين ، أما إذا غيرت الشركة سياسة توزيع الأرباح الخاصة بها، فإنها تجذب عملاء مختلفين، ما تبقى لنا هو حجة العرض والطلب البسيطة ، لنفترض أن 40% من جميع المستثمرين يفضلون توزيعات أرباح عالية، لكن 20% فقط من الشركات تدفع أرباحًا عالية ، هنا سيكون هناك نقص في المعروض من الشركات ذات الأرباح المرتفعة ؛ سترتفع أسعار أسهمهم ، ومن ثم، ستجد الشركات ذات الأرباح المنخفضة أنه من المفيد تبديل السياسات حتى تحصل 40 في المائة من جميع الشركات على مدفوعات عالية ، وفي هذه المرحلة، يكون سوق توزيعات الأرباح في حالة توازن ، وأن المزيد من التغييرات في سياسة توزيع الأرباح لا طائل من ورائها لأن جميع العملاء راضون ، أصبحت سياسة توزيع الأرباح لأي شركة فردية ؛ لأنّ غير ذات صلة ، ولعدة أسباب قد يفضل بعض المستثمرين مكاسب رأس المال بينما تقلل توزيعات الأرباح من تكاليف المعاملات للمستثمرين الذين يبحثون عن دخل ثابت من استثماراتهم، فإن توزيعات الأرباح ستزيد من المعاملات التكاليف للمستثمرين الآخرين الذين هم أقل اهتمامًا بالدخل وأكثر اهتمامًا به توفير

المال في المستقبل على المدى الطويل ، هؤلاء المستثمرون على المدى الطويل يريدون لإعادة استثمار أرباحها، وهذا من شأنه أن يخلق تكاليف المعاملات ، ونظرا لهذا القلق، وصنعت عدد من الشركات خطط لإعادة استثمار الأرباح لكي تساعد المستثمرين على إعادة استثمار أرباحهم تلقائياً. بالإضافة إلى ذلك، وربما الأهم من ذلك، أن قانون الضرائب يشجع الكثيرين يفضل المستثمرون الأفراد مكاسب رأس المال على أرباح الأسهم. (Brigham, 2007:481)

على الرغم من الحجة القائلة بأن النظرية تتبع سياسة توزيع الأرباح غير ذات صلة، أو أن الشركات يجب أن لا تدفع أرباحاً، فإن العديد من المستثمرين يفضلون الأرباح المرتفعة ؛ بسبب هذه الحقيقة، مما يؤدي الى قيام الشركة بزيادة سعر سهمها من خلال الحصول على نسبة توزيع أرباح أعلى ، ولكن هذا الشيء غير صحيح ، طالما أن هناك عدد كافٍ من الشركات عالية الأرباح تحقق رضا المستثمرين الراغبين بالحصول على الأرباح، فلن تتمكن الشركة من زيادة سعر سهمها من خلال دفع أرباح عالية، حيث لا بد أن يكون هنالك زيون غير راضٍ حتى يحدث هذا . (Ross,2022:591)

لذلك فإن لكل مستثمر يجد خاصته في الحسابات الضمنية فيما يتعلق بالأفضلية بين مزايا توزيعات الأرباح النقدية المرتفعة، أو الاحتفاظ بها وفقاً للظروف التي يمر بها مثل فئة الضريبة التي يقع فيها، ويفضل بعض المستثمرين الشركات ذات الأرباح النقدية العالية، بينما يفضل البعض الآخر الشركات ذات السيولة المنخفضة المصحوبة بتوزيعات أرباح، أو بدون توزيعات نقدية والاحتفاظ بالأرباح للاستثمار، لذلك فإنه سيقوم المستثمرون فقط في الشركات التي لديها سياسة توزيع أرباح بما يتوافق مع رغباتهم ومتطلباتهم وشروطهم الخاصة (Black, F. & Scholes,1974:21-22).

ويرى الباحث بأن المستثمرين الأكبر سناً والمستثمرين ذوي الدخل المنخفض يميلون إلى الاستحواذ على أسهم الشركات التي تدفع أرباح نقدية عالية أكثر من المستثمرين الأصغر سناً مع تزايد من الدخل، ويعود السبب في ذلك أن كبار السن والمستثمرون من ذوي الدخل المنخفض يتعرضون لفئة ضريبية منخفضة، أو يتمتعون بإعفاءات ضريبية، قد تمثل أرباح الأسهم النقدية مصدر دخل مهم لهم لتغطية متطلبات التدفق النقدي، أو قد يرغبون للتمتع بثروتهم قبل موتهم؛ فأنهم يميلون إلى الاستثمار في الشركات التي توزع أرباح نقدية عالية مقارنة بالشركات الأكثر ثراء مع محاولتهم تجنب دفع الضرائب على تلك التوزيعات .

4.5.1.2: نظرية تكلفة الوكالة Agency Cost Theory

نظرية الوكالة تعرف بأنها عقد بموجبه شخص، أو عدة أشخاص هو الأصيل، أو الموكَّل يلجأون لخدمات شخص آخر هو الوكيل، أو الموكَّل ليقوم باسمهم بوظيفة، أو عمل معين؛ ما يتضمن تفويضاً للحقوق التقريرية، أو تحويل المعرفة المتخصصة؛ هذه العلاقة تنشئ تكاليف الوكالة؛ كعدم التناظر المعلوماتي والخطر الأخلاقي والاختيار المضاد، وتقدم نظرية الوكالة نظرة مختلفة لمجلس الإدارة كأداة رقابة داخلية مهمتها تدنية تكاليف الوكالة الناجمة عن تباعد المصالح بين الأصيل والوكيل (خاصة بين المساهمين والمديرين التنفيذيين) والقيام بتحديد السلطة التقديرية للوكيل؛ وضمان رقابة فعالة على المديرين التنفيذيين، وان بسبب الفصل بين الملكية والإدارة في معظم الشركات الكبيرة فإن ذلك قد يؤدي إلى تضارب المصالح بين المديرين والمساهمين، فإذا كان لدى الشركة فائض من التدفقات النقدية الحر، فإنه يحاول المديرين استغلال هذا الفائض لمنافعهم الخاصة واتخاذ قرارات من شأنها الإضرار في قيمة الشركة أي ان بعض المديرين يبالغ في الاستثمار (Pacheco&Raposo,2009:8)، مع ذلك تنشأ مشكلة الوكالة عندما لا تتوافق مصالح كل من المساهمين والمديرين مع بعضهما البعض، ومن ثم فإن المديرين لا يعملون



لصالح المساهمين وانما يعملون لمصالحهم الشخصية ، وعلى سبيل المثال ، لا يعمل المديرين على الاستثمار في المشاريع التي ينظر اليها المساهمين على انها استثمارات مفيدة ومربحة (Deeptee&Roshan,2009:6) حيث أن النقد يقلل من الضغط من أجل الأداء الجيد والسماح للمديرين بالاستثمار في المشاريع التي تناسبهم على أفضل وجه، لكن قد لا تكون في مصلحة المساهمين ، وتبعاً لذلك، فإن النقد الموجه للشركات ينظر له على أنها تدفقات نقدية حرة حيث يمكن للمديرين استخدامها لخدمة المصالح الخاصة على حساب المساهمين، مما يؤدي إلى تصعيد تضارب المصالح بين المديرين والمساهمين ،وان الحياة النقدية للشركة النقدية تخضع لسياسة تقدير الإدارة، ومن ثم يرتفع مخاوف مستوى الحيازات النقدية عندما لا يتصرف المديرون في مصلحة المساهمين ، لذلك، تعد المقتنيات النقدية استثمارات خالية من المخاطر، ومن ثم فإن المدير الذي ينفر من المخاطرة سيفعل على زيادة الاحتفاظ بالنقد لتقليل تعرض الشركة للمخاطر ثم التخلي عن صافي القيمة الحالية الإيجابية المحفوفة بالمخاطر (Samuel,al,et,2015:5) .

لذلك فإن المبرر الرئيسي لإدخال التعويض على أساس حقوق الملكية يكمن في تقليص تكاليف الوكالة، والتي ترجع إلى التوافق الوثيق بين حوافز الإدارة العليا ومالكي الأسهم ، وفي الواقع أن المدراء التنفيذيين مع منحهم الحوافز والمكافأة الكبيرة هم يعدون شركاء في الشركة ايضاً ومن ثم فمن المتوقع بأن يركزوا على قيمة الشركة، فإن قرار الدفع يكون في صالح الإدارة لأنها تقدم تعويضاتهم من خلال أكبر قيمة ، وإذا كانت تكاليف الوكالة مرتفعة، فسيفضل المساهمون سياسة دفع تعويضات عالية(مستقرة) كونها ثابتة(Renneboog and Trojanowski,2011:1490)

5.5.1.2. نظرية عدم ملائمة مقسوم الأرباح (Irrelevance Theory)

أن دعاة وانصار هذه النظرية هم كل من (Modigliani , Miller) الذين يؤكدون على عدم وجود علاقة بين مقدار العائد الموزع (المقسوم) وبين سعر السهم، أو معدل العائد السهم المطلوب (كلفة رأس المال)، ويرون أن قيمة الشركة (سعر السهم) تتوقف على مقدار الأرباح التي تحققها الشركة (القوة الأيرادية) نتيجة استخدام موجوداتها والمخاطرة المالية المصاحبة لها. (Brigham, 2011: 565-566) وان قيمة الشركة تحدد من خلال قدرتها على الاستخدام الأمثل للموارد المختلفة المتاحة وليس على الكيفية التي يتم من خلالها يتم التعامل مع الأرباح وتقسيمها بين موزعه وغير موزعه ، كما انهما اكدا بأن كفاءه الاستثمارات هي المحدد الرئيسي لثروه المساهمين (قيمة الشركة). (Alalee,2020:111)

ويرى دعاة هذه النظرية أن سياسة مقسوم الأرباح ليس لها أي تأثير على سعر أسهم الشركة، أو تكلفة رأس المال ، إذا لم يكن لسياسة توزيع الأرباح أي آثار كبيرة، فعندئذٍ ستكون غير ملائمة. المؤيدون الرئيسيون لنظرية عدم ملائمة مقسوم الأرباح هم Merton Miller ، و Franco Modigliani (MM) جادلوا بأن قيمة الشركة هي تحدد فقط من خلال قوتها الأساسية في الكسب المصاحب لمخاطرة أعمالها. بعبارة أخرى، جادل MM بأن قيمة الشركة تعتمد فقط على الدخل الناتج عن طريق موجوداتها التشغيلية، وليس كيفية تقسيم هذا الدخل بين أرباح الأسهم والأرباح المحتجزة. ولفهم حجة MM، توقع أن أي مساهم يمكنه ذلك من الناحية النظرية بناء سياسة توزيع الأرباح الخاصة به. وعلى سبيل المثال، إذا كانت الشركة لا تدفع توزيعات ارباح، فيمكن للمساهم الذي يريد توزيع أرباح بنسبة 5% أن "ينشأها" عن طريق البيع 5% من أسهمه. وعلى العكس من ذلك، فإذا دفعت الشركة أرباحًا أعلى مما يرغب فيه المستثمر، فبإمكان المستثمر استخدام أرباح الأسهم غير المرغوب فيها لشراء أسهم إضافية من أسهم الشركة ، وكذلك شراء وبيع الأسهم، ومن ثم إنشاء سياسة توزيع الأرباح الخاصة بهم دون تكبد تكاليف، لذلك فإن سياسة توزيعات الأرباح للشركة ستكون حقًا غير ذات صلة ، وعلى الرغم من ذلك، فإن المستثمرين الذين لا يرغبون بتوزيعات الأرباح لابد أن تتكبد أرباح الأسهم الإضافية تكاليف الوساطة لبيع الأسهم ودفع الضرائب عليها أي مكاسب رأسمالية ، اما المستثمرون الذين لا يريدون توزيعات الأرباح يتحملون تكاليف الوساطة من خلال شراء الأسهم بأرباحها ، لأن الضرائب والسمسة تكاليف هي بالأصل



موجودة، قد تكون سياسة توزيع الأرباح ذات صلة في تطوير نظرية الأرباح الخاصة بهم، وقد وضع (MM) عددًا من الافتراضات، وخاصة عن غياب فرض الضرائب وتكاليف السمسة ، ومن الواضح أن الضرائب وتكاليف الوسيط هي بالاساس موجودة، لذا قد لا تكون نظرية عدم الملاءمة MM غير صحيحة. ومع ذلك، MM جادل (بشكل صحيح) بأن جميع النظريات الاقتصادية تستند إلى تبسيط الافتراضات، وأنه يجب الحكم على صحة النظرية من خلال الاختبارات التجريبية، وليس من خلال حقيقة افتراضاتها. (Brigham, 2007: 585)

6.5.1.2: نظرية الإشارة (The Signal Theory)

تفترض نظرية الإشارة إلى أن المستثمرين يتوقعون الدخل النقدي المستقبلي في الشركات على أساس الإشارات المرسله إلى سوق رأس المال من قبل تلك الشركات ، على سبيل المثال باستخدام إعلان توزيعات مقسوم الأرباح النقدية حيث ترغب الشركات ذات الدخل النقدي الأعلى المتوقع بأرسال المعلومات جيدة حول المستثمرين عن طريق الإشارة ، وجعل الإشارة قابلة للقراءة ومفهومة من قبل المستثمرين، مما يجعل الإشارة فعالة، فأن الشركات ذات السيولة المنخفضة المتوقعة لا يمكن لها تقليد الإشارة الجيدة ، بحيث يمكن للمستثمرين التمييز بين قيمة الشركات المرتفعة من الشركات الأقل قيمة (Cooper, al, et, 2001: 65) ، ومن حيث المنطق فقد نلاحظ أن تأثير الإشارة عبر أرباح الأسهم يرتبط ارتباطاً ايجابياً مع مستوى عدم تناسق المعلومات قبل إعلان سعر السهم، وتساعد نظرية الإشارة أيضاً في تفسير سبب دفع الشركات لأرباح الأسهم، و عادة ما يتم تفسير زيادة الأرباح على أنها إشارة إيجابية ، في حين أن انخفاضها كإشارة سلبية فيما يتعلق بالوضع المالي للشركة، ويؤدي بذلك إلى حذف توزيعات الأرباح إلى تفاقم صورة الشركة في البورصة، (Sierpinska, 1999: 122) وتؤكد الأدبيات في كثير من الأحيان على حقيقة أن كلا من الوصول إلى المعلومات الموثوقة، وانتشار تلك المعلومات، وتحديد كفاءة أسواق رأس المال يقع على عاتق المدراء وهم اكثر المطلعين ، اما المساهمين ليس لديهم حق الوصول إلى المعلومات الكاملة المتعلقة بالشركة التي يمتلكونها ، وان كفاءة السوق المالية تعتمد القدرة على تحديد القيمة الحقيقية للأسهم عليها وعلى الطريقة التي يتم بها توفير المعلومات للاعبين في السوق. (Dobbins. al. et, 1992: 144) وقد تؤدي الى زيادة الاسعار حيث من المحتمل أن تكون



هذه الزيادات في الأسعار ناتجة بسبب الإشارة وليس الرغبة في تجزئة الأسهم، أو توزيعات مقسوم الأرباح في حد ذاتها ، لذلك فإن المدراء هم بمفردهم الذين يعتقدون أن الأرباح المستقبلية ستكون أعلى بميلهم إلى تقسيم الأسهم، لذلك غالبًا ما ينظر المستثمرون إلى إعلان تقسيم الأسهم كإشارة إيجابية ، ومن ثم ، فإن إشارة الأرباح والأرباح المتوقعة المواتية هي التي تؤدي إلى زيادة السعر ومن ثم سوف ينخفض الى مستواه السابق (Brigham and Michael.2011:590)، وقد قام كل من (Seward and Hausch1993) بتطوير نموذج يعتمد فيه اختيار الشركة للإشارة مع إعادة شراء الأسهم، أو توزيعات الأرباح النقدية على مستوى التدفقات النقدية الداخلية المتولدة والمتاحة للاستثمار ، ونظرًا لأن الشركة عالية الجودة تتجنب المخاطرة والمزيد من الأموال المتاحة للاستثمار مقارنة بالشركة منخفضة الجودة، ويمكن للشركة عالية الجودة أن تميز نفسها بشكل أكثر كفاءة عن الشركة منخفضة الجودة باستخدام إعادة شراء الأسهم ، ويلاحظ بأن حقيقة أن عمليات الشراء التي تعرضها العطاءات مرتبطة بزيادات كبيرة في أسعار الأسهم تجعلها وسيلة غير جذابة لتوزيع النقد. والحالات التي لا تكون فيها عمليات إعادة شراء الأسهم مكلفة للشركة، على الرغم من العلاوة الكبيرة التي يجب أن تدفعها للحصول على أسهمها الخاصة، هي عندما تكون قيمة أسهم الشركة أقل بكثير من قيمتها السوقية مقارنة بقيمتها الحقيقية التي يلاحظها المديرون ، ويلاحظ بأن عمليات إعادة الشراء لها مزايا مقارنة بالإشارات الأخرى المحتملة مثل توزيعات الأرباح والشركات تدفع مبالغ زائدة مقابل عمليات إعادة الشراء بسبب تقييم أسعار الأسهم للمساهمين غير المتجانسين ، من زيادة طفيفة في أرباح الأسهم لذلك، تُستخدم توزيعات الأرباح للإشارة إلى اختلافات صغيرة في القيمة بينما تُستخدم عمليات إعادة الشراء للإشارة إلى اختلافات كبيرة في تقييم أسعار الأسهم (Yordying Thanatawee.2011:251) وسوف يتطرق الباحث الى نظرية الإشارة بشكل مفصل كما في المبحث الثاني .

المبحث الثاني

2.2. المحتوى المعلوماتي ونظرية الإشارة

1.2.2. عدم تماثل المعلومات

يقصد بعدم التماثل المعلوماتي هو امتلاك مدراء الشركة معلومات أفضل وأكثر اكتمالاً حول قيمة الشركة وفرصها الاستثمارية مقارنة مع المستثمرين الخارجيين المشتركين في الاسواق المالية (Ardestani, et. al, 2013: 125-126) وأن عدم التماثل المعلوماتي يفترض ان تكون هنالك توقعات للمستثمرين غير منحازة، أو عادله حول القيم الحقيقية للشركات ، وان جميع المعلومات عامة معلنه للجمهور العام، وان المديرين عقلانيين بشأن القيم الحقيقية للشركة لانهم يمتلكون معلومات اكثر مما يمتلكه المستثمرون الخارجيون ، ويعد عدم التماثل المعلوماتي مهماً اذ ان الشركات التي لديها حوافز مستنده على اساسيات لتوزيع رؤوس الاموال مثل دفع التدفقات النقدية الحرة، أو اعاده توازن الهيكل المالي ، للوصول الى نسبة المديونية المستهدفة ، واذا كان الدافع لتوزيع راس المال فالمديرون الماهرون لديهم القدرة على توقيت السوق واجراء عملية التوزيعات لمقسوم للأرباح ، عندما يعتقدون ان السعر الحالي دون القيمة الحقيقية بسبب عدم التماثل المعلوماتي (Zhuang, 2013: 9) ، وتستند بعض النظريات إلى حد كبير على افتراض أن المعلومات متاحة مجاناً للجميع المستثمرون وأن لا أحد لديه معلومات خاصة وحصرية، يمكنها من أن تكون ذات قيمة في تحديد سعر الأوراق المالية، ومع ذلك، فمن الناحية العملية، فأن المديرين يمتلكون المزيد من المعرفة عن الشركة أكثر مما يعرفها المستثمرين الخارجيين ، ومن ثم، يلقي المستثمرون نظرة تحليلية على القرارات التي تتخذها الشركة لاستنتاج المعلومات التي قد لا تكون لديهم ، وبخلاف ذلك، فأن الشركات الجيدة تقدم ادارتها شيئاً إيجابياً من خلال سياسة



توزيع مقسوم الأرباح الدوارة واستخدامها كأداة إشارات مالية، فالمديرين يستخدمون الأرباح كسياسة لأرسال معلومات ذات الصلة في كثير من الأحيان إلى المستثمرين حول الشركة وسياساتها. فعادة ما يتم أخذ الزيادة في توزيعات مقسوم الأرباح كعلامة إيجابية عن أداء الشركة المستقبلي وربحياتها ، ويفترض المستثمرون أن الشركة لا ترغب بزيادة أرباح الأسهم إذا كان غير مؤكد الاحتفاظ بها، فعادة ما تزيد الشركات من أرباحها حينما يكون الربح كبيراً ومستداماً على الأرجح ، و على العكس من ذلك، يؤدي تقليص الأرباح الموزعة إلى أوقات أصعب للشركة وضعف الربحية والتدفقات النقدية، نادراً ما تخفض الشركات أرباحها، نظراً للتداعيات المحتملة على الأسهم ، (Mahajan,2020:223) أن حالة المعلومات غير المتماثلة بين المديرين والمستثمرين الخارجيين تؤدي إلى مشاكل نقص الاستثمار (Nguyen,2012:10) .

أن ارتفاع نسب مقسوم الأرباح يعد مؤشر ايجابي عن أداء الشركة المستقبلي حسب افتراض المستثمرين ويحدث العكس عند تقليص الأرباح الموزعة مما يشير الى احتمالية مرور الشركة بأوقات عصيبة في المستقبل ، وإن النتائج التي تظهر هي كيف أن تؤثر ميزات الشركات وحوكمة الشركات على سياسة الإعلان عن مقسوم الأرباح ، وستكون ذات أهمية حقيقية للمستثمرين الخارجيين المهتمين بالاستثمار في سوق الأوراق المالية عن طريق تحليل المعلومات المرسله من تلك الشركات قبل اتخاذ أي قرار (Nguyen,2012:48).

وعرّف البعض عملية المعلومات لسعر الأصل غير المدفوع أرباحاً كعملية توقع مشروط للقيمة النهائية للأصل ، حيث يفترض أن يقوم جميع الأفراد بمراقبة عملية المعلومات هذه ومراجعة تقييمهم باستمرار للقيمة النهائية المتوقعة للأصل، والتي بحكم تعريفها تعني تساوي القيمة الحالية لعملية المعلومات (Pandy,2008:420) ، وأن جميع المعلومات ليست متاحة بسهولة وفي الوقت



المناسب، وهي تنطوي على تكلفة، إذ يوفر نوع معين من المعلومات كإشارات إلى المشاركين في السوق، وعلى الرغم من نشر المعلومات علناً، ففي بعض الأحيان، قد يكون لدى بعض الأشخاص معلومات أفضل من الآخرين، ووصف عدم تماثل المعلومات بأنه فجوة بين المعلومات المتاحة مع المديرين وما يتم مشاركته بالفعل مع المساهمين الذين يمتلكون ويتداولون بناءً على معلومات حول قيمة أسهم شركتهم (بالنسبة إلى سعر السهم الحالي) التي لا يمتلكها المستثمرون الخارجيون، وأن عدم تماثل المعلومات في أسواق الأسهم يحدث عندما يمتلك بعض المستثمرين معلومات إضافية عن الشركة بينما يمتلك الآخرون المعلومات المعروفة فقط، في ضوء ذلك يميل المتعاملين في السوق إلى فهم نفس المنتج بشكل مختلف، ثم تقديم أسعار مختلفة (Brown and Hillegieist,2003:35).

وقد تؤثر المعلومات على عمليات صنع القرار التي يستخدمها الأفراد في المنازل والشركات والحكومات، إذ يتخذ الأفراد قراراتهم بناءً على المعلومات العامة المتاحة للجميع والمعلومات الخاصة، والتي لا تتوفر إلا لمجموعة معينة من الجمهور (Stiglitz,2002:469)، وأن عدم تماثل المعلومات يحدث عندما "يعرف أشخاص مختلفون أشياء مختلفة" نظراً لأن بعض المعلومات خاصة، وينشأ عدم تماثل المعلومات بينها، أولئك الذين لديهم تلك المعلومات وأولئك الذين من المحتمل أن يتخذوا قرارات أفضل إذا كان لديهم معلومات خاصة، فكانت النماذج الاقتصادية الرسمية لعمليات صنع القرار بأفتراض تكامل المعلومات، حيث توجد مثل هذه التباينات في المعلومات تم تجاهله، وعلى الرغم من العيوب المعروفة للمعلومات والاقتصاديين افتترضت إلى حد كبير أن الأسواق التي بها عيوب طفيفة في المعلومات سوف تتصرف إلى حد كبير مثل الأسواق التي تحتوي على معلومات كاملة (Stiglitz,2000:326). وكرس عدد من الباحثين حياتهم



المهنية لفهم المدى الذي تصل إليه المعلومات غير الكاملة وهل يؤثر على صنع القرار في السوق ، فهناك حالتين من المعلومات يسعى إليها اغلب المساهمون والاطراف الخارجية للحصول اليها ، بتفسير عدم التماثل المعلوماتي الا وهما :

الحالة الأولى :- معلومات حول الجودة ، ويكون عدم التماثل المعلوماتي مهماً عندما لا يكون أحد الأطراف على دراية كاملة بخصائص الطرف الآخر .

الحالة الثانية:- معلومات حول النية ، يكون عدم تماثل المعلومات مهماً أيضاً عند طرف واحد يكون مهتما بسلوك طرف آخر، أو نوايا سلوكية (Elitzur & Gavius,2003:718)، ويلاحظ دراسة الكثير من الأبحاث حول عدم تماثل المعلومات نحو السلوك والنوايا لاستخدام الحوافز كآليات لتقليل المخاطر الأخلاقية المحتملة التي تنتج من سلوك الفرد، تشكل نسبة الجزء الأكبر منها، كانت الأدبيات حول المخاطر الأخلاقية في سياق صنع القرار التنفيذي جيدة موثوقة (Reilly,al,et,2007:1025) وفي المقابل، سوف يتم التطرق من قبل الباحث على دور الإشارة في فهم كيفية حل الأطراف لعدم تماثل المعلومات حول الجودة الكامنة وغير القابلة للرصد، والتي تشكل غالبية الدراسات التي تستدعي صراحة نظرية الإشارة.

ويرى الباحث أن الاختلافات في التوقيت تمثل الكثير من التمييز بين المعلومات الخاصة والعامّة ، و يحدث عدم تماثل المعلومات في سوق الأوراق المالية عندما يمتلك المدراء، أو احد المستثمرين، أو أكثر معلومات خاصة حول قيمة الشركة الحقيقية بينما لا يمتلك المستثمرون الآخرون ذات المعلومات وبذلك فإن عدم تماثل المعلومات هذا يمكن للمطلعين القدرة على تحديد والاستفادة من التسعير الخاطئ في أسهم شركاتهم ، والشركات التي هي أكثر عرضة لعدم تناسق المعلومات هي أقل احتمالاً لدفع، أو بدء، أو زيادة أرباح الأسهم، ومن ثم فإن هذه الشركات تدفع



مبالغ أقل للاستفادة من تلك المعلومات الخاصة ، ويتضح لنا بان نظرية الإشارة تنقل المعلومات، و لكن ليس بطريقة مباشرة وانما على شكل اشارات للأرباح وأن هنالك علاقة سلبية بين المعلومات غير المتماثلة، وسياسة توزيع الأرباح.

2.2.2 نظرية الإشارة Signaling Theory

نستطيع فهم نظرية الإشارة من اسمها أي الإشارة المستمدة من الفعل أشار ،يُشير، بمعنى دل على شيء ، أي بمعرفة شيء ما، فهو يدلنا بالضرورة على شيء، أو عدة أشياء اخرى ، وعندما نتحدث عن سبب نشوء نظرية الإشارة ، والمتمثلة في معالجة عدم تماثل المعلومة لدى كل الاطراف المهمة بالشركة من مدراء، أو مساهمين، أو مستثمرين، أو مقرضين ، أي ان المعلومات ليست متماثلة، أو مقسمة بين جميع الاطراف ، حيث نلاحظ بأن المدراء لديهم معلومات أكثر من بقية الاطراف الاخرى من مستثمرين ومقرضين وكذلك المساهمين ، والاشارة اجراء تتخذه إدارة الشركات يوفر ادلة للمستثمرين حول كيفية نظرة الادارة الى توقعات الشركات ، اذ ينظر المستثمرون إلى تغييرات مقسوم الارباح على أنها إشارات للإدارة حول توقعات الأرباح .

(Brigham, 2007: 482)

ومن نافلة القول أن اول من وضع اسس نظرية الإشارة في نطاق اسواق العمل والمنتجات كل من (Akerlof&Arrow) وتم تطوير هذه النظرية فيما بعد من قبل (Spence,1973) واخذت الدراسات تتوالى في تطوير هذه النظرية انطلاقا من بداية السبعينات لغايه اليوم ، وفي اواخر سبعينات القرن الماضي وضع (Ross,1977) وعدد من الباحثين اسس نظرية الإشارة عن مقدار التمويل بالدين ، والاشارة عن مقدار التدفق النقدي المستقبلي ، والاشارة عن حجم توزيعات الارباح، فقدم Ross نموذجه فيما يتعلق باستخدام الهيكل التمويلي كإشارة عن المعلومات الداخلية



للشركة، ووفقاً لهذا النموذج يستخدم المدراء نسبة الاقتراض كمؤشر على ارتفاع أداء الشركة، إذ كلما ارتفعت نسبة الاقتراض دل هذا على قدرة الشركة على الإيفاء بديونها ومن ثم فهي الأفضل أداءً، كما قدم كل من **Lelad** و **Pyle** نموذجاً أيضاً، وظهر هذا النموذج سنة 1977، والذي يقوم على أساس أن المدراء يتوقعون قيمة التدفقات النقدية المستقبلية، هذا ما يجعلهم يحتفظون بالأهم العادية من عدمه حسب قيمة هذه التدفقات، ومن ثم فإن المستثمر الرشيد سيتجه نحو الشركة التي يحتفظ المدراء فيها بنسبة أكبر من الأسهم كدليل على المردودية المستقبلية الجيدة للشركة .

وتستند هذه النظرية أساساً على مشكلة عدم التماثل المعلوماتي بين المديرين والمستثمرين ، وهي تعتمد على فكره مفادها ان كبار المديرين التنفيذيين في الشركة يملكون معلومات خاصة ولديهم دافع لنقل هذه المعرفة الى المستثمرين الخارجيين وذلك حتى يرتفع سعر السهم ، ولكنهم لا يستطيعون ان يفصحوا بسهولة عن الاخبار الجيدة الى المستثمرين ، فهم يواجهون بشكوك من جانب المستثمرين حول تلك المعلومات المنقولة (Markopouliou&Papadopoulos,2010:75) فضلا عن ذلك ، حتى وان كانت المعلومات متوافرة لدى جميع الاطراف الا ان استقبالها وفهمها واستيعابها لا يمكن ان يكون بالطريقة نفسها وعلى قدم المساواة، وتفترض نظرية الإشارة بان المديرين بالمقارنة مع المستثمرين يمتلكون معلومات متفوقه حول قيمة الشركة لا تتوافر لدى الطرف الاخر (Kaur,2011:69) لذلك فان المستثمرين يتابعون بعناية التغيرات التي تحصل في سياسة الشركة وفي اي اداة من ادوات نظرية الإشارة تعد كإشارة لتقييم الإدارة لأداء الشركة المستقبلي (Basiddiq& Hussainey,2012:6) وعلى سبيل المثال ، أن زيادة التوزيعات النقدية يسمح بتحسين صورته الشركة المستقبلية وارسال اشارة عن اخبار جيدة للمستثمرين وبأسلوب موثوق واكثر مصداقية، اما انخفاض هذه التوزيعات الذي بالضرورة ناشئ عن اداء ضعيف



سوف يجبر الشركة على ارسال اشارات عن اخبار سيئة (Okpara,2010:213) اما عدم التغيير في التوزيعات النقدية فهذا يعني ان الصورة المستقبلية للشركة لن تتغير تغيرا جوهريا ،ولذلك فان الإشارة حول المعلومات عن التوزيعات النقدية والتغيرات في سياسة التوزيعات بصوره خاصه تعد مهمه في تخفيض حاله عدم التماثل المعلوماتي (Khank&King,2002:1) ومن خلال المفهوم اعلاه نجد أن هنالك فكرتان رئيسيتان تعتمد عليهما هذه النظرية :-

- المعلومات مختلفة لدى اغلب الاطراف من مدراء، أو مساهمين ، ونجد بأن المدراء يمكن أن تتوفر لديهم معلومات لا يمتلكها المساهمين، أو المقرضين.
- إذا كانت المعلومات متوفرة لدى جميع الاطراف، و لكن تفسيرها يكون مختلف من كل طرف .

ومن ثم فان القرارات التي يتخذها المدراء يجب أن تكون مقنعة بأنها من فائدة الشركة، وفائدة المستثمرين ، وكما تعد الإشارة المرسله من المدراء الى المستثمرين مهمة في سياسة الاتصال المالي، وهنالك بعض النقاط الاساسية ويجب على المستثمرين معرفتها وهي على النحو الآتي :-

1- الفائدة التي سوف يحصل عليها مرسل الإشارة: وهنا يجب على المستثمر معرفة الفائدة التي سوف يحصل عليها مرسل الإشارة وهل هي تتعارض مع فائدته والتأكد هل أن الإشارة سوف تستقبل بشكل سلبي من قبل المستثمرين ولذلك يعمل المدراء على اثبات العكس من ذلك ومن الأمثلة على ذلك يعمل المدراء على استثمار اموالهم الخاصة في الشركة .

2- العقوبات والمراقبة من قبل البورصة: في حال ارسال اشارات، أو معلومات خاطئة فاذا علم المستثمر بأنها خاطئة فانه سوف يدرجها من ضمن ملاحظاتها ،وهذا ما قاد العديد من الباحثين لطرح نظرية الإشارة التي ينظر اليها اليوم على انها واحدة من أكثر القرارات التوزيع



والاحتجاز تفسيراً (Hellstrom and Inagambaev,2012:18) ، و تؤكد هذه النظرية أن مقسوم الأرباح هو أداة المدراء التي يستطيع من خلالها إرسال الإشارة إلى المساهمين حول الأداء للشركة والربحية المتوقعة في المستقبل (Priya and Nimalathasan,2013:16) ، فإذا كانت الشركة لديها استثمارات جيدة طويلة الأجل، فقد تميل إلى خفض توزيعات الأرباح إلى زيادة الأموال المتاحة للاستثمار. ومع ذلك، قد يتسبب هذا الإجراء في انخفاض سعر السهم لأن تخفيض توزيعات الأرباح يؤخذ كإشارة إلى أن الأرباح المستقبلية من المحتمل أن تنخفض، عندما يكون العكس هو الصحيح بالفعل. لذلك يجب على المديرين التفكير في تحديد التأثيرات عند وضع سياسة توزيع الأرباح كإشارة للمستثمرين وأن الإدارة تتوقع أرباحاً مستقبلية جيدة. وعلى العكس من ذلك، فإن تخفيض الأرباح، أو زيادة أقل من المتوقع، هو إشارة إلى أن الإدارة تتوقع أرباحاً مستقبلية ضعيفة. ومن ذلك يتضح إذا كانت دراسات موديليانى وميلر صحيحة، فإن تغيرات سعر السهم بعد زيادات ، أو نقصان توزيعات الأرباح لا تظهر تفضيلاً لتوزيعات الأرباح على الأرباح المحتجزة. وبدلاً من ذلك، تشير هذه التغيرات في الأسعار ببساطة إلى أن إعلانات مقسوم الأرباح تحتوي على معلومات (تشير) إلى محتوى حول الأرباح المستقبلية.

ويرى الباحث بأن نظرية الإشارة تقوم على مفهوم انعدام تماثل المعلومة التي تميز الأسواق المالية، بحيث أن المعلومات التي تنشرها الشركات قد لا تكون فعلية ولا تفسر الوضعية الحقيقية للشركة، وأن المدير الأفضل أداء هو الذي يستطيع إصدار إشارات خاصة وفعالة، لا تستطيع الشركات الضعيفة القيام بها، وتميزها عن غيرها من الشركات الأقل أداء، بحيث يمكن أن تكون



الإشارة، تركيبة من رأس المال، توزيعات مقسوم الأرباح ... الخ.) وأن الإشارة وسيلة الإدارة لطمأنه المستثمرين بشأن الأفق المستقبلية للشركة، وتقدم الإدارة هذه الإشارة لأن لديها معرفة وإمكانية أفضل في الحصول على المعلومات الدقيقة حول الشركة مقارنة مع الخارجين (عدم التماثل المعلوماتي).

تؤكد نظرية الإشارة بأنها تبعث رسائل الى المستثمرين تحمل معلومات ايجابية حول الارباح الحالية والمستقبلية للشركة ، ونظرا لوجود عدم التماثل المعلوماتي بين المطلعين الداخليين والمستثمرين الخارجين ، فإن أي نشاط يقوم به المديرين سوف يفسره المستثمرين كإشارة مرسله اليهم ويتصرفون تبعاً لذلك ، وعليه تعد نظرية الإشارة من اهم الادوات التي توصل اليها الفكر المالي الحديث التي جاءت اساساً لمساعدة المستثمرين في التخفيف عن حدة عدم التماثل المعلوماتي (Saad,2015:58) ، وأن محتوى المعلومات مع نظرية الإشارة ، تفترض فرضيتهم أن المديرين يمتلكون معلومات خاصة حول سمات الشركة غير المعروفة للسوق .حيث تعد هذه المعلومات ذات قيمة إذا كان للاستثمارات الموجودة، أو فرص الاستثمار تأثير إيجابي على التدفقات النقدية المستقبلية للشركة. وفي هذا الظرف يجب على المديرين استخدام أرباح باهظة الثمن، ولكن ذات مصداقية، لإيصال هذه المعلومات الخاصة إلى السوق (Said,1995:65)

لذا تعد نظريه الإشارة من الادوات التي توفر المعلومات للمستثمرين في الاسواق المالية ، وتسهم في رفع كفاءه السوق المالية من خلال تخفيض فجوة عدم التماثل المعلوماتي بين المطلعين والمستثمرين ، وان الإشارة المرسله ليست مجرد معلومات خاصه، أو سرية ، فهي قرار مالي حقيقي يؤدي الى حدوث انعكاسات سلبية على مسيبتها في حاله اكتشاف عدم صحتها ، والواقع ان المستثمر لا يمكن ان يكون ساذجاً في تصديقه لأي معلومات، أو اشارة مرسله ، فهو يستقبل



كل إشارة بدرجة معينة من الشك ويتساءل المستثمر أولاً عن الفائدة التي تحصل عليها الشركة التي أرسلت هذه المعلومات كإشارة، ويحاول فهم صورة فريق إدارة الشركة وسياستها في الاتصال، ويراعي كذلك السلطات الرقابية في الأسواق للإجراءات التي تتخذها ضد الشركات في حاله نشر معلومات غير صحيحة، أو مضللة (Vernimmen,2002:654)

لقد لوحظ أن الزيادة في مقسوم الأرباح تعد كإشارة ايجابية وهي غالباً ما تكون مصحوبة بزيادة سعر السهم، بينما يعد خفض مقسوم الأرباح كإشارة سلبية ، إذ تؤدي عمومًا إلى انخفاض سعر السهم ، وهذا ما يبين بأن هنالك إشارات تؤثر في الاسعار، فتُشير تغيرات الأسعار ببساطة إلى أن إعلانات مقسوم الأرباح تحتوي على معلومات، أو تُشير إلى محتوى حول الأرباح المستقبلية ، في ظل وجود معلومات غير متماثلة، حيث ترسل الإدارة تدريجياً إشارات للوصول الى القيمة الحقيقية للشركة. وفي هذا السياق يتم إصدار تغييرات الميزانية العمومية أولاً متبوعة بإشارات توزيع الأرباح، وتؤكد عملية نقل المعلومات ذات المرحلتين، أو تحسن المستوى الحالي من اليقين بشأن الموارد الموجودة. بدلاً من ذلك، فإنه يساعد في تقييم القيمة الحالية للتدفقات النقدية المتوقعة من الفرص المستقبلية. (Said,1995:66)

3.2.2. إعلان مقسوم الأرباح كأداة للإشارات المالية

غالبًا ما يكون لدى المديرين معلومات أفضل حول الآفاق المستقبلية لخطط مقسوم الأرباح من المساهمين العامين، لذلك من الواضح أن هنالك بعض محتوى المعلومات في إعلانات مقسوم الأرباح. ومع ذلك، من الصعب معرفة ما إذا كان التغييرات في سعر السهم التي تلي الزيادات، أو النقصان في أرباح الأسهم تعكس فقط تأثيرات الإشارات (ويجادل كل من موديليانى وميلر) بأن الإشارة وتفضيل الأرباح ، بضرورة مراعاة التأثيرات عندما تفكر الشركة في تغيير سياسة مقسوم



الأرباح. وعلى سبيل المثال، إذا كانت الشركة لديها آفاق جيدة على المدى الطويل، و لكن أيضاً بحاجة إلى السيولة لتمويل الاستثمارات الحالية، فقد يكون هنالك إجراء لقطع الدين لزيادة الأموال المتاحة للاستثمار. ومع ذلك، قد يكون هذا الإجراء يسبب في تخفيض سعر السهم لأن تخفيض توزيعات مقسوم الأرباح تم اعتبارها إشارة بأن الإدارة تعتقد أن الأرباح المستقبلية ستتناقص مما يفضي الى انخفاض سعر السهم، والعكس هو الصحيح. لذا يجب على المديرين التفكير في تحديد التأثيرات عندما يضعوا سياسة لمقسوم الأرباح (Brigham, 2007: 482-483).

أن قرار الشركة بشأن مقدار الأرباح التي يمكن دفعها كأرباح، ومقدار ما يمكن الاحتفاظ به هو يعد قلق أزاء قرار سياسة توزيع مقسوم الأرباح، وسياسة توزيع مقسوم الأرباح المثلى هي تلك التي تزيد من سعر سهم الشركة، مما يؤدي إلى تعظيم ثروة المساهمين ومن ثم فإنه يضمن نمواً في القيمة السوقية أسرع، حيث يحقق هذا المستوى الأمثل توازناً بتوزيعات الأرباح الحالية والنمو المستقبلي ومن ثم زيادة سعر سهم الشركة إلى الحد الأقصى. ففي الجانب العملي، تتبع كل شركة نوعاً من سياسة توزيع الأرباح، والتي تحتفظ بجزء من صافي الأرباح بطريقة لا تشكل تهديداً لدفع الأرباح، ولقد أكد الباحثون أن الشركات تستخدم إعلان مقسوم أرباح الأسهم كألية للإشارات المالية إلى الخارج فيما يتعلق باستقرار الشركة وآفاق نموها (Godwin,2010:212)، فإذا كان مديرو الشركة يعرفون المزيد عن الآفاق المستقبلية للشركة أكثر من المستثمرين الخارجيين، فإن التغييرات في توزيعات مقسوم الأرباح، أو حقيقة أن توزيعات الأرباح لا تتغير، قد تُشير إلى بعض هذه المعلومات للمستثمرين الخارجيين. إذ تسمح الإشارة بزيادة مقسوم الأرباح للشركات ذات التوقعات الجيدة بإرسال الأخبار السارة إلى المستثمرين بطريقة موثوقة. والتوقعات بانخفاض مقسوم الأرباح، مما يستلزمه أداء ضعيف، إذ يجبر الشركات الى ارسال إشارة عن الأخبار السيئة.



ويرى الباحث بأن اغلب المدراء يميلون أكثر إلى رفع مستويات الإعلان عن مقسوم الأرباح بدلاً من خفضها، وقد تم تفسير ذلك على نطاق واسع على أنه يُشير إلى أن انخفاض مقسوم الأرباح يرتبط بإشارات سلبية بينما تُشير زيادة الأرباح إلى أخبار إيجابية. والهدف من هذه الدراسة هو تحديد تأثير عدم تماثل المعلومات على سياسة توزيع مقسوم الأرباح والتأثير السببي الموجود على العوائد التي تحصل عليها الشركات .

وفي سياق المعلومات غير المتماثلة، تحاول الشركات الصغيرة الحجم توزيع المزيد من الأرباح من أجل إرسال إشارة ايجابية إلى المستثمرين الخارجيين بشأن قدرتهم المالية ، فسياسة مقسوم الأرباح هي كأداة تستخدمها الشركات للإشارة الى ارسال معلومات للمستثمرين. وعند القيام بذلك تقوم الشركات ذات التقلب الى توزيع المزيد من الأرباح من أجل إرسال إشارة جيدة إلى المستثمرين الخارجيين (Said,2012:279) وأن الإدارة تتوقع أرباحًا مستقبلية جيدة. على العكس من ذلك، ففي حالة تخفيض الأرباح، أو زيادة أقل من المتوقع، يعد هو إشارة إلى أن الإدارة تتوقع أرباحًا مستقبلية ضعيفة.

وان محتوى المعلومات (الإشارة) النظرية القائلة بأن المستثمرين يعدون تغييرات مقسوم الأرباح بمثابة إشارات لتوقعات أرباح الإدارة. وغالبًا ما يكون لدى المدراء معلومات أفضل حول التوقعات المستقبلية لأرباح الأسهم من المساهمين العامين، لذلك ومن الواضح أن هنالك بعض محتوى المعلومات في إعلانات توزيعات الأرباح. ومع ذلك، من الصعب تحديد ما إذا كانت تغييرات سعر السهم التي تلي زيادات، أو نقصان الأرباح تعكس تأثيرات الإشارة فقط ،، أو كل من الإشارة وتفضيل الأرباح. ومع ذلك، يجب على الشركة أن تأخذ في عين النظر تأثيرات الإشارة عندما تفكر في تغيير سياسة توزيع الأرباح على سبيل المثال، فإذا كانت لدى الشركة آفاق جيدة على



المدى الطويل، و لكن لديها أيضًا حاجة إلى السيولة لتمويل الاستثمارات الحالية، فقد تميل إلى خفض توزيعات الأرباح إلى زيادة الأموال المتاحة للاستثمار عن طريق الأرباح المحتجزة لغرض الاستثمار . ومع ذلك، قد يتسبب هذا الإجراء في انخفاض سعر السهم لأن تخفيض توزيعات الأرباح يؤخذ كإشارة إلى أن الأرباح المستقبلية من المحتمل أن تنخفض، والعكس صحيح، لذا يجب على المديرين التفكير في تأثيرات الإشارة عند وضع سياسة مقسوم الأرباح (Brigham and

Houston,2017:499-500)

وتعد نظرية الإشارة مفيدة لوصف السلوك عندما يكون لدى طرفين (أفراد، أو منظمات) وصول إلى معلومات مختلفة. وعلى العموم لابد أن يختار طرف واحد، (المرسل) في كيفية توصيل (الإشارة) أو تلك المعلومات، والطرف الآخر، المتلقي، وكذلك لابد من أن يختار كيفية تفسير هذه الإشارة. ووفقًا لذلك، تحتل نظرية الإشارة مكانة بارزة في مختلف الأدبيات المالية والإدارية، بما في ذلك الإدارة الاستراتيجية وريادة الأعمال، وإدارة الموارد البشرية فضلاً عن الإدارة المالية. بينما اكتسب استخدام نظرية الإشارة زخمًا كبيراً في السنوات الأخيرة، فأصبحت مبادئها المركزية غير واضحة حيث تم تطبيقها على تنظيم المخاوف، لذلك، سيشجع المختصين بهذا المجال على استخدام نظرية الإشارة بطرق جديدة وتطوير أكثر تعقيداً في الصياغات والاختلافات الدقيقة لنظرية الإشارة في المستقبل، (Brian,2011:39) ويتم إنشاء توازن فعال للإشارات مع مقسوم الأرباح والاستثمارات ، أو على نحو مكافئ، أرباح الأسهم وصافي الإصدارات الجديدة من الأسهم، ويتم تحديد خصائصها ، نظرًا لأن المطلعين على الشركات يمكنهم استغلال إشارات متعددة، إذ يجب أن يقلل المزيج الفعال من التكاليف التبددية. في حالة التوازن، فتقوم العديد من الشركات بتوزيع أرباح الأسهم وتنحرف عن الاستثمار الأول الأفضل. كما أن تأثير توزيعات



الأرباح على أسعار الأسهم إيجابي. على النقيض من ذلك، فإن تأثير الإعلان عن إصدار الأسهم الجديدة سلبي بالنسبة للشركات التي لديها معلومات خاصة في المقام الأول عن الأصول الموجودة وإيجابي للشركات التي لديها معلومات داخلية بشكل أساسي حول فرص الاستثمار، (Ambarish & Williams, 1987:340) ، واقترح البعض أنه يمكن للمديرين استخدام هيكل رأس المال بالإضافة إلى توزيعات مقسوم الأرباح بأنها إشارات تتعلق بأفاق الشركة المستقبلية. وعلى سبيل المثال، يمكن لشركة ذات توقعات أرباح جيدة تحمل ديونًا أكثر من شركة مماثلة ذات توقعات أرباح ضعيفة. لذا تستند هذه النظرية، التي تسمى إشارات الحوافز، إلى فرضية تُشير إلى المتغيرات القائمة على النقد (إما فوائد الديون، أو أرباح الأسهم) لا يمكن تقليدها من قبل الشركات الفاشلة لأن مثل هذه الشركات لا تملك القدرة على توليد النقد في المستقبل للحفاظ على الفائدة المعلنة، أو مدفوعات الأرباح. ومن ثم، فإن المستثمرين من المرجح أن تصدق تقريرًا شفهيًا متوجهًا عندما يكون مصحوبًا بزيادة في الأرباح، أو برنامج التوسع الممول من الديون. (Brigham, 2007:483)، فإن غالبية دراسات الإشارة لا تأخذ في الحسبان الأحداث التي سبقت تغيير الأرباح. قد تنعكس هذه الأحداث على حجم واتجاه استجابة سعر السهم لإعلان مقسوم الأرباح .

4.2.2. العناصر الأساسية للإشارة

أولاً :- مرسل الإشارة : تمثل الإشارات في أدبيات الإدارة بشكل عام شخصًا، أو منتجًا، أو شركة. تركز دراسات السلوك التنظيمي وإدارة الموارد البشرية بشكل أساسي على الإشارات الصادرة عن الأفراد، مثل، المديرين ، الموظفين (Ramaswami, al, et, 2010:390)، لكن، تناولت بعض دراسات الموارد البشرية أيضًا إشارات على مستوى الشركة، بهدف فهم كيفية فحص الباحثين عن



المعلومات والخصائص التنظيمية غير المرئية من أجل تقييم الصفات التي لا يمكن ملاحظتها، مثل مقسوم الأرباح والتوسع في الاستثمار، تركز دراسات ريادة الأعمال بشكل حصري تقريباً على قادة الشركات المبتدئة والاككتابات العامة كإشارات، على الرغم من أن بعض الأعمال تفحص الإشارات التي تحدث من قبل مانحي الامتياز وأصحاب المشاريع الفردية (Elitzur & Gavius,2003:710) وتأخذ العديد من الدراسات الاستراتيجية بعين النظر الإشارات المرسله من قبل الشركات على انها تكون ذات تأثيرات استراتيجية في المستقبل (Zhang & Wiersema,2009:703)، لكن هنالك مجموعات محددة من الأفراد مثل المديرين لا تزال دراسات استراتيجية أخرى تتناول عن طريق إشارات المرسله (Chung & Kalnins,2001:974) ثانياً :- مستقبل الإشارة :- هو العنصر الثالث في الجدول الزمني للإشارة ، وفقاً لنماذج الإشارات، فإن مستقبل الإشارة تعد جهات خارجية تقتقر إلى المعلومات حول المنظمة المعنية، و لكنها ترغب في تلقي هذه المعلومات. وفي الوقت نفسه، اذ تتعارض أيضاً مصالح الإشارات والمستقبلات جزئياً ، مثل الخداع الناجح من شأنه أن يفيد مرسل الإشارة على حساب المتلقي للإشارة (Bird& Smith,2005:233)، لذلك يجب أن يستفيد مرسل الإشارة من خلال بعض الإجراءات من الطرف الاخر الذي يقوم بها المستقبل (أي يجب أن يكون للإشارات تأثير استراتيجي) ؛ هذا عادة يتضمن اختيار الإشارة لصالح بعض البدائل ، على سبيل المثال، المتلقي قد يتخذ خياراً بشأن التوظيف، أو الشراء، أو الاستثمار، من قبل المساهمين، أو أصحاب الدين ، وعملاء التسويق كمستلمين، أو مستقبلين للإشارة، (Certo ,at ,el ,2001:42) .

ويرى الباحث بأن مستقبلين الإشارة هم الاطراف الخارجية من المستثمرين والمساهمين والدائنون الذين سيكسبون (إما بشكل مباشر، أو بطريقة مشتركة مع الإشارة) من اتخاذ القرارات



بناءً على المعلومات التي تم الحصول عليها من هذه الإشارات. وعلى سبيل المثال المساهمين، قد يربحون من شراء أسهم الشركات التي تُشير إلى عقود مستقبلية أكثر ربحية. وبالمثل، سيستفيد العملاء من شراء السلع والخدمات المرتبطة بإشارات ذات جودة عالية .

ثالثاً:- ملاحظة الإشارة : والذي يُشير إلى مدى قدرة الاطراف الخارجية على ملاحظة الإشارة من المستثمرين والمساهمين وكذلك العملاء و الدائنون ، إذ أن أفعال المطلعين لا يتم ملاحظتها بسهولة من قبل المستثمرين لخارجيين، فمن الصعب ملاحظة الاشارة للتواصل من قبل المستقبل وتعد إمكانية الرصد خاصة ضرورية، و لكنها ليست كافية للإشارة ؛ إذ توفر نظرية الاشارة فرصة لدمج نظرية تفاعلية للتواصل الرمزي والمنفعة الاجتماعية مع النظريات المادية للعمل الاستراتيجي الفردي والتكيف لغرض الاستفادة من تلك الإشارات ، ويجب معرفة القيمة التفسيرية المحتملة لنظرية الإشارة لمجموعة متنوعة من الموضوعات المالية، فتحدد الطرق التي تتوافق بها الظواهر مع توقعات نظرية الإشارة من خلال إظهار كيف يمكن لنمط معين من العمل أن يُشير إلى سمات خفية معينة، ويوفر فوائد لكل من مرسل الإشارات والمراقبين، كإشارات صادقة يمكن ان تستفاد منها جميع الاطراف . وتُشير الأدلة إلى أن الشروط الأساسية للإشارة الصادقة للصفات المعتمدة على الحالة قد تكون موجودة في العديد من المجالات الاجتماعية.

فمن الطبيعي معرفة العلاقة بين اختبار المتلقي للإشارة وقوة ملاحظة الإشارات المتوقعة للوهلة الأولى، هذا الاتصال سلبي، أو ايجابي؛ أي يؤدي ارتفاع المستوى المعلوماتي للاختبار إلى انخفاض، أو ارتفاع ملاحظة الإشارات المتوقعة ، الا الحدس لهذا الاتصال هو ما يلي، فعندما يصبح الاختبار أكثر إفادة، فإن يختار النوع العالي أن يميز نفسه أكثر من خلال قوة ملاحظة الاختبار وأقل من خلال عدم ملاحظة إرسال الإشارات. وتم إنشاء هذه الرؤية من قبل (Daley)



(and Green, 2014:75)، اللذان يجلان التأثير من مستوى المعلومات من الاختبارات المتماثلة

الثنائية على ملاحظة الإشارات المتوقعة في حالة توازن، أو تكون سلبية، أو ايجابية .

رابعاً :- تكلفة الإشارة :- من العناصر الأساسية للإشارات هو تكلفة الإشارة أي الإجراءات التي

يتم اتخاذها بعد الحصول على الإشارة ، والتي يُشير إليها البعض باسم "نظرية الإشارات المكلفة"

وتتضمن فكرة التكلفة في سياق الإشارات حقيقة أن بعض الإشارات في وضع أفضل من غيرها

لاستيعاب التكاليف المرتبطة بها، وهذه التكاليف تجعل الغش، أو إرسال إشارات خاطئة أمراً صعباً

، ومع ذلك إذا لم يكن لدى مرسل الإشارة الجودة الأساسية المرتبطة بالإشارة، ولكنها تعتقد أن

فوائد الإشارة تفوق تكاليف الإشارة، قد يكون الدافع وراء الإشارة هو محاولة إرسال إشارات خاطئة ،

فإذا تكرر مثل هذا الأمر فعلاً، فهذا أمر مضر لتكرار مثل هذه الإشارات الخاطئة، ولكن في

المقابل فإن المستقبل سوف يتجاهلها. ويمكن ان تكون هناك تكلف للإشارة ومن ثم ، يمكن الحذر

من هذه الإشارات غير النزيهة حتى لا تجبر المستثمرين الخارجيين باتخاذ إجراءات مكلفة قد

تسبب لهم خسائر كبيرة ، وتساهم الجهود التنافسية من هذه الأنواع في السعي وراء القيمة لأنها

توفر وسائل إشارة فعالة، أي أنها تسمح بأرسال معلومات موثوق بها فيما يتعلق بالاختلافات في

الجودة الجوهرية بين المنافسين وقد يكون الأفراد أيضاً بمثابة المطلعين الداخليين عند الإشارة إلى

أنفسهم (على سبيل المثال، في سوق العمل) ،وتعد الإشارات حول الاستثمارات شائعة أيضاً على

انها اشارات تنظيمية ، واجمع اغلب المختصين بهذا المجال بأن هذه الإشارات تنظيمية، بينما

تركز نظرية الإشارة بشكل أساسي على الإشارات المكلفة (Riley,2002:450)، فقد توسع

المختصين بهذا المجال أيضاً في البحث عن عدم تماثل المعلومات لتشمل أشكال المعلومات

المرسلة الأقل تكلفة، تحليلاً مؤثراً في كيفية ايصال المعلومات من المطلعين بأقل تكلفة الى



المستثمرين الخارجيين، وقام كل من (Almazan, al, et, 2008: 1402) بتوسيع هذا المنظور لنمذجة كيف يستخدم المديرون ارسال معلومات باقل تكلفة للتواصل مع أسواق رأس المال، ولا بد من تمييزة عن المفهوم ذي الصلة بالمفاهيم "الالتزام الموثوق"، والذي يتعلق أكثر بالمؤشرات القصد من جودة الإشارة (Bergara, 1998:20)

5.2.2. انواع الإشارات

1.5.2.2. الإشارات الايجابية

توضح الإشارة الايجابية ما كان غامضاً في المقام الأول بحيث تصبح الأخبار المتعلقة بالشركة جيدة بشكل واضح، ومن ثم يكون له قوة تفسيرية أكثر أهمية حول معرفة الاخبار الجيدة المتعلقة بالشركة بصورة واضحة. في مثل هذه الحالات، يمكن أن تكون إشارات تغيير توزيعات مقسوم الأرباح ذات قيمة إذا كان بإمكانها تقديم معلومات واضحة حول نجاح الشركة في المستقبل.

ويرى الباحث عند توزيع مقسوم الأرباح الإيجابي يُعد إشارة جيدة بالنسبة للشركة، حيث يُشير إلى تحقيقها لأرباح مستدامة وقوية. وقد تؤدي هذه الإشارة إلى زيادة الثقة في الشركة من قبل المستثمرين، مما قد ينعكس إيجابياً على أداء أسهمها في الأسواق المالية.

2.5.2.2. الاشارة السلبية

توضح الإشارة السلبية ما كان غامضاً في المقام الأول بحيث تصبح الأخبار المتعلقة بالشركة سيئة بشكل واضح ، ومن ثم يكون له قوة تفسيرية أكثر أهمية حول معرفة الاخبار السيئة المتعلقة بالشركة بشكل اكثر وضوح من خلال تلك الإشارات السيئة ، وفي مثل هذه الحالات، يمكن أن تكون إشارات تغيير توزيعات مقسوم الأرباح ذات قيمة إذا كان بإمكانها تقديم معلومات واضحة



حول فشل الشركة في المستقبل والعمل على دراسة الأسباب ووضع الحلول المناسبة ، وتُشير النتائج إلى أن تطوير بيئة إشارات قوية بحيث يتطلب الفهم أفضل السبل للتعامل مع الإشارات السلبية ؛ أهمية لأسبقية الإشارة ؛ ودور الإشارات المضادة (التغذية العكسية) في نظرية الإشارة.، حيث أنّ الفجوات الكبيرة في الإشارة السلبية تكون لها آثار سلبية على المدى البعيد للشركات ما بين المديرين والمستثمرين وتوسيع نطاق معرفتهم بشأن الحد من عدم تماثل المعلومات بين المقر الرئيسي المديرين (مرسلين الإشارات) والمستثمرين (مستقبلين الإشارة) من خلاله يمكن تنفيذ برامج الإشارات السلبية ومعالجتها بنجاح.(Saud, 2016:2)

3.5.2.2. الإشارات الثابتة

توضح الإشارة الثابتة ما كان غامضاً في المقام الأول بحيث تصبح الأخبار المتعلقة بالشركة ثابتة بشكل واضح، ومن ثم يكون له قوة تفسيرية أقل أهمية ، ويعد التعامل بواسطة الإشارات الثابتة مع عدم تماثل المعلومات أمراً ضرورياً لتطوير بيئة إشارات قوية تتدفق الإشارات بكفاءة وفعالية بين الشركة وأصحاب المصلحة ، وتطبق هذه الدراسة نظرية الإشارة لفحص تدفق الإشارات بين مقر الشركة الرئيسية (HQ) والشركات المحلية التابعة للشركة الرئيسية واستكشاف تنفيذ ونتائج العلامات التجارية لصاحب العمل برامج التغيير بواسطة تلك الإشارات الثابتة، بهدف تحقيق المصادقية عن طريق تقليل عدم التماثل المعلومات .(Saud, 2016:2)

ويرى الباحث بأنها نهج محدد يتبعه الشركات عند توزيع أرباحها للمساهمين، وفي هذا السياق تقوم الشركة بتحديد نسبة ثابتة، أو مبلغ ثابت من أرباحها يتم توزيعه على المساهمين بانتظام، سواء كانت الشركة تحقق أرباحاً كبيرة أم صغيرة ، وهذا النهج يساعد على توفير استقرار للمساهمين، حيث يعرفون بالضبط بأن الإشارة المرسله تؤكد ما يمكنهم توقعه من دخلهم المالي من



الاستثمار في الشركة، ومن ثم، تسمح للمساهمين بتخطيط ميزانياتهم وخططهم المالية بشكل أفضل ، ومن الجدير بالذكر أن الإشارة المالية الثابتة قد تختلف من شركة إلى أخرى وتعتمد على سياسات وأولويات كل شركة .

4.5.2.2. الإشارات الغامضة

وهي الإشارات التي يكون من الصعب تفسيرها من قبل المستثمرين ولا يمكن معرفتها هل هي إشارات ايجابية، أو سلبية، أو ثابتة ، ولكن هذه الإشارات تكون واضحة للمدراء المطلعين فقط . وأن الحصول على معلومات دقيقة أمر بالغ الأهمية لأنه يؤثر على عمليات صنع القرار التي يستخدمها الأفراد والشركات والحكومات، لذلك ، فهي إحدى الوظائف الرئيسية لنظرية الإشارة لتقليل عدم التماثل في المعلومات (Spence,2002:445) ، يتم إنشاء توازن فعال للإشارات مع توزيعات الأرباح والاستثمارات، أو على نحو مكافئ، أرباح الأسهم وصافي الإصدارات الجديدة من الأسهم، ويتم تحديد خصائصها. نظرًا لأن المطلعين على الشركات يمكنهم استغلال إشارات متعددة والتي من أهمها الإشارات الغامضة، حيث يجب أن تقلل الإشارات الغامضة الفعالة من التكاليف التبددية في حالة التوازن، تقوم العديد من الشركات بتوزيع أرباح الأسهم وتحرف عن الاستثمار الأول الأفضل، والذي يعني عدم توزيع الأرباح واحتجازها ، كما أن تأثير توزيعات الأرباح على أسعار الأسهم بشكل عنصر إيجابي، وعلى النقيض من ذلك، فإن تأثير الإعلان عن الأسهم الجديدة يشكل عنصر سلبى بالنسبة للشركات التي لديها معلومات خاصة في المقام الأول عن الأصول الموجودة وعنصر إيجابي للشركات التي لديها معلومات داخلية بشكل أساسي حول فرص الاستثمار فلذلك يتم استخدام الإشارات الغامضة والتي يكون من الصعب معرفتها (Ramasastry, al, et, 2019: 321).



ويرى الباحث استخدام "الإشارة الغامضة" في سياق توزيع مقسوم الأرباح في بعض الشركات للإشارة إلى تفسير غير واضح، أو مبهم لسبب توزيع مبالغ مالية على المساهمين ، قد يحدث ذلك عندما تكون هناك عوامل مختلفة تؤثر على كيفية توزيع مقسوم الأرباح كالانخفاض، أو الزيادة، أو عندما يكون هناك تفاصيل غير معلنة بوضوح للجمهور، ولذلك توجد بعض الشركات التي تفضل عدم الكشف عن جميع تفاصيل عمليات توزيع الأرباح بشكل كامل، مما يجعلها "غامضة" في هذا السياق فتكون الإشارات المرسله هنا من الصعب تفسيرها.

5.5.2.2. الإشارات الخادعة، أو الكاذبة

نظرًا لأن مرسلي الإشارات والمستقبلات لها مصالح تنافسية، فإن هناك بعض الإشارات المرسله من المطلعين مبنية على "الغش"، اذ ينتج عن تعدد ارسال إشارات كاذبة الى المستثمرين الخارجيين (Johnstone & Grafen, 1993:761) ، إن احتمال وجود إشارات خاطئة متأصل في الكثيرين دراسات الإدارة، والتي تركز على أهمية تكاليف الإشارة التفاضلية للإشارات عالية الجودة ومنخفضة الجودة (Ndofor & Levitas,2004:990)، وعلى سبيل المثال، يصفان كيف أن بعض الشركات التي تُشير إلى إعادة شراء الأسهم في المستقبل لا تقوم بالفعل بشراء الأسهم ؛ فيشير اغلب الباحثين إلى هذا التناقض بأنه فصل ما بين الخطط الرسمية والإجراءات اللاحقة ، وبمرور الوقت، تفصل الشركات والمديرين التنفيذيين خططهم والإجراءات اللاحقة قد تطور سمعة عدم الأمانة. لهذا السبب، يُشير علماء الإدارة إلى صدق الإشارة (Durcikova & Gray,2009:88) والتي نعرّفها باسم إلى أي مدى يتمتع مرسل الإشارة بالفعل بالجودة الأساسية المرتبطة بالإشارة.

6.5.2.2. الإشارات الصادقة

أن استخدام مصطلح الصدق وصدق الإشارات المختلفة والشك فيها، يُشير إلى سلامة الإشارة ومدى المصدقية التي ترسلها تلك الإشارات المرسله ، وتعتمد فائدة الإشارة إلى كيفية الاستقبال ، وعلى مدى استجابة مركز الإشارة بالجودة المطلوبة للإشارة (أي ما يتم تحديده كإشارة مناسبة) ومدى محاولة الإشارات الخادعة ، نظرًا لأن كلاهما مطلوب أي الإشارات الصادقة والاشارات الخادعة، فإننا نعرّف هذه المجموعة بأن الإشارات الصادقة على أنها موثوقية الإشارة (Busenitz et al. 2005:7)، يستخدم بعض المختصين بهذا المجال الإداريين مصطلح المصدقية لوصف نفس الفكرة، إلى أي مدى تصل الإشارة الصادقة وتتوافق الإشارة مع جودة الإشارة (Davila ,at, et, 2003:703) كثيرًا ما يخلط الباحثون بين ملاءمة الإشارة والصدق والموثوقية والمصطلحات ذات الصلة، وغالبًا ما يستخدمونها بالتبادل، لكن الفروق الدلالية التي نصفها هنا قد تساعد في توضيحها كمفاهيم أساسية مميزة ، ولو حظ أن بعض الأفراد يرغبون في نقل المعلومات وآخرون لا يرغبون في نقل المعلومات، ولكن في كلتا الحالتين، هنالك حقيقة مفادها أن تلك الإجراءات في نقل المعلومات يقود الناس إلى تغيير سلوكهم، وهذا هو السبب في أن "المعلومات سوف تظهر العيوب والآثار العميقة " ، وتوفر نظرية الإشارة نظرية فريدة وعملية ومنظور قابل للاختبار تجريبياً حول مشاكل الاختيار الاجتماعي في ظل ظروف معلومات غير كاملة. وفي هذه الدراسة، نسعى إلى توضيح وفرة المفاهيم التي تتخلل النظرية ؛ ووصف الإشارات والإشارات الاستقبال من المتلقين لتلك الإشارات التي تؤدي الى انعكاسات قد تكون ايجابية، أو سلبية ولقد اكتشف المختصين بهذا المجال كل ما استخدموا النظرية ؛ ووضع خارطة طريق لكيفية عمل في الشركات قد يقوم المجتمع العلمي بتطوير النظرية. حقيقة أن الباحثين في



مجالات متنوعة كأنثروبولوجيا، علم الاقتصاد، والتسويق، وتواصل استخدام نظرية الإشارات لشرح ظواهر الاختيار في تخصصاتهم لكي يكونون مطمئنين (Stiglitz,2002:473), يجب تفضيل الأنشطة ذات "الإمكانات العالية للإشارة" - المناسبة لبث إشارات موثوقة تفيد كلاً من المراقب والإشارة ، تسمح مثل هذه الأنشطة للمراقبين بالتمييز بين مستويات المهارة بين المنافسين ولفت انتباه المنافسين توفر "ألعاب المهارة" هذه ساحات للإشارة الصادقة إلى أن تفنقر الى "ألعاب الحظ". . تتعلق الإشارة المرسله من قبل المرسل بقدرتهم على بناء قيمة متوازنة تمامًا، وهو إنجاز يتطلب مهارات معرفية وتصنيعية لتحويل معلومات غير منتظمة الشكل إلى معلومات متماثلة تمامًا، ثم تحديد مركزه الدقيق لوضع الهدف (Bird & Smith,2005:235).

6.2.2. مراحل الإشارات

يلاحظ في عالم المعلومات غير المتماثلة، يتم نقل ثلاث سمات في عمل الشركات من خلال الإشارة (أي استثمار رأس المال، و هيكل رأس المال، والوكالة) إلى السوق على مرحلتين وهي على النحو الآتي :-

المرحلة الأولى إلزامية:- ومن خلال هذه المرحلة، يتم توصيل المعلومات من خلال البيانات المالية، حيث يقوم المستثمرون بتقييم المعلومات الصادرة عن مواعيتها ووضوح معنى سمة الشركة (واضح، أو غير واضح)

المرحلة الثانية :- وبها يستخدم المديرون سلطتهم التقديرية للإعلان عن تغيير الأرباح كوسيلة للإشارة ، ويمكن أن تؤكد إشارة تغيير توزيعات مقسوم الأرباح الأخبار الجيدة، أو السيئة، أو الثابتة التي لوحظت بالفعل في المرحلة الأولى.

7.2.2. تقييم إشارات توزيع مقسوم الأرباح

يقوم المستثمرون بتقييم آلية الإشارة المحددة من خلال النظر في ثلاثة مكونات وهي على النحو الآتي:-

1- أفضلية المحتوى المتوقع من إشارة توزيع الأرباح كونها (ثابتة، جيدة، صادقة، سيئة، غامضة ، كاذبة)

2- علامة تغيير توزيعات الأرباح بالزيادة وتكون إشارة (+)، أو بالنقصان وتكون الإشارة (-)

3- دور إشارة الأرباح (تأكيدية، أو توضيحية، أو غير واضحة)، تعكس علامة تغيير توزيعات مقسوم الأرباح حجم وقوة رد فعل السوق المتوقع، وهذا بدوره يعتمد على دور الإشارة.

في المخطط التالي، يمكن أن يحدث حل بعض، أو كل عدم اليقين بشأن حالة الشركة مباشرة بعد إعلانات الميزانية العمومية. وبدلاً من ذلك، فقد يضطر هذا إلى الانتظار حتى إعلان توزيع مقسوم الأرباح، أو الإشارات البديلة ويوضح الجدول (2-2) دور إشارة الأرباح على النحو الآتي :-

جدول (2-2) يبين تقييم الإشارات لإعلان مقسوم الأرباح

المرحلة الثانية		المرحلة الأولى		تقييم الإشارات	
التوقع	الاحتمال	المستوى	الوضوح	توقع ردة فعل السوق	دور ارسال الإشارة
يحتمل متوسط	متوسط	جيد	واضح	لا ردة فعل	التأكيد
يحتمل جيد	جيد	جيد	واضح	منخفض/متوسط/ ايجابي	التأكيد
يحتمل سيئ	جيد	سيئ	واضح	منخفض/متوسط/ سلبي	التأكيد
غامض	غير جيد	جيد او سيئ	واضح	منخفض/متوسط سلبي/ ايجابي	توضيح
كاذبة	غير جيد	سيئ	غير واضح	منخفض/متوسط/ سيء	غير واضحة

المصدر:- من اعداد الباحث

ويرى الباحث من خلال الجدول أعلاه بأن استجابة سعر السهم لإشارة توزيع مقسوم الأرباح يتم تحديدها بشكل مشترك من خلال ثلاثة عوامل: أفضلية المحتوى المتوقعة من إشارة توزيع مقسوم الأرباح، علامة تغيير توزيعات مقسوم الأرباح، ودور إشارة توزيع مقسوم الأرباح. ويمكن من خلال العوامل اعلاه تصنيف إشارات الأرباح وفقاً لتلك المكونات الثلاثة ، إنه يوسع نتائج بثلاث طرق.

أولاً :- يقوم بتقييم أفضلية المعلومات التي يتم إصدارها.

ثانياً :- يتم تجميع جميع الأحداث وفقاً للمكونات التي تم فحصها.

ثالثاً:- يبحث في التفاعل بين مكونات الإشارة الثلاثة ،ومن ثم فإن الدور التأكيدي، أو التوضيحي لتغير الأرباح قد يحدد قيمة إشارة توزيع مقسوم الأرباح ، ويعكس بشكل أفضل تأثير عملية الإشارة على أسعار الأسهم حول إعلانات توزيع مقسوم الأرباح ، على وجه الخصوص، وتؤدي الإشارات التوضيحية إلى رد فعل كبير في السوق من خلال حل معظم حالات عدم اليقين السائدة قبل إصدارات مقسوم الأرباح ، وكذلك فإن زيادة الأرباح التي تُشير إلى الأخبار الجيدة (يجلب استجابة إيجابية من السوق). وإن انخفاض الأرباح التي تُشير إلى الأخبار السيئة (يجلب استجابة سلبية من السوق) ، وتُشير هذه الملاحظة إلى أن تفضيل المحتوى للإشارات يهيمن على علامة تغيير الأرباح (الأعلى، أو للأسفل).

المبحث الثالث

3.2:- اختبار كفاءة الاسواق المالية في مدى الاستجابة لإعلانات مقسوم الأرباح

1.3.2 . كفاءة السوق

يوصف الأداء الجيد للسوق المالي في أغلب الأحيان بعبارة بالأسواق المالية الكفؤة، هذا المصطلح الذي شاع استخدامه لتحليل قدرة الأسواق المالية على الإدارة الجيدة لتكاليفها، وحسن استخدام مواردها، وسنحاول بهذا المبحث تسليط الضوء عليه من خلال: تعريف الكفاءة بصفة عامة، مفهوم كفاءة الاسوق المالية، شروط كفاءة الاسوق المالية التامة ، وكذلك سوف يتم التعرف على الاسواق الضعيفة ، والسوق النصف قوي ، والسوق القوي، وكذلك تأثير إعلان مقسوم الأرباح لكل شكل من أشكال السوق وناذة الحدث.

ويرى الباحث بأن كفاءة السوق هو مدى سرعه استجابة المتداولين في بورصات الاوراق المالية وردة فعلهم وتكيفهم مع هذه المعلومات متمثلا في اسعار الاوراق المالية المتداولة اي انه كفاءة سوق الاوراق المالية داله في استيعاب هذا السوق للمعلومات المتاحة وسرعه الاستجابة لتلك المعلومات ويمكن القول بانه حتى تكون للمعلومات قيمة فأنها يجب ان تؤثر على تصرفات مستقبليها، وأن مفهوم كفاءة الاسواق المالية التي تعني مدى استجابة اسعار السوق للمعلومات المتاحة بكافه انواعها، حيث أنّ للسوق الكفوء خصائص منها العقلانية وذلك ان يكون الهدف هو تحقيق الربح من خلال معالجة المعلومات واختيار افضل بديل استثماري كذلك شمولية وحيوية السوق واستمرارية السعر اضافة الى الامن وعمق السوق أي قدرة السوق على استيعاب أوامر السوق الكبيرة ، ويقصد بكفاءة التسعير الخارجية هي التي تصل فيها المعلومات الجديدة الى المتعاملين بسرعه وبدون وجود فاصل من الزمن ، وهذا يعني ان الفرصة متاحة للجميع للحصول



على تلك المعلومة، بينما كفاءه التشغيل الداخلية يقصد بها مقدره السوق المالي على خلق التوازن بين العرض والطلب دون ان يتحمل المتعاملين تكاليف باهظه هذا فيما يخص كفاءة التخصيص اما من الناحية المثالية فتنقسم الى كفاءة تامة وكفاءة اقتصادية فالأولى لا يوجد فيها فاصل زمني بين تحليل المعلومات الجيدة الواردة الى السوق وبين وصول النتائج اما الثانية فيقصد بها وجود فترة تباطؤ زمني بين تداول المعلومة الجيدة وبين انعكاس اثارها على الاسعار

2.1.3.2. مفهوم كفاءة السوق

بالنسبة لمفهوم الكفاءة هو مقياس لمدى استخدام القدر الصحيح من الموارد لتوصيل عملية، أو خدمة، أو نشاط ما ، و العملية الكفاء تحقق أهدافها بأقل قدر ممكن من الوقت، والمال، والبشر، وغيرها من الموارد ، والفكرة الأساسية في كفاءة السوق، هي بأن تعكس الأسعار المعلومات المتاحة بشكل كامل ، وبعبارة أخرى، الأسعار صحيحة بمعنى أن شراء، أو بيع الأسهم هو استثمار في صافي القيمة الحالية في تنظيم جيد في السوق، والحجة هي أن المنافسة بين دوافع الربح، ويضمن التجار العقلانيون اقتصاديا أن الأسعار لا يمكن أبدا أن تنحرف بعيدا عن مستوى صافي القيمة الحالية الصفرية .

وتلعب أسواق رأس المال دوراً مركزياً في توزيع رأس مال الشركة في المجال الاقتصادي ، اذ يمكن للمستثمرين الاختيار من بين الأوراق المالية التي تمثل ملكية فعالة للشركة، ومن ثم فإن أسواق رأس المال لها دور رئيسي في تخصيص الموارد وتوزيع حق ملكية الشركة لذلك، فإن سوق المال الكفوءة يعكس الأسعار في القيم الحقيقية للأوراق المالية، مما يؤدي إلى التوزيع الفعال للموارد في المجال الاقتصادي (AL-Janabi et.al, 2022:4742) .

ويقصد بالكفاءة في سوق الأسهم أن يتمتع هذا السوق بمرونة عالية تسمح بتحقيق استجابة سريعة في أسعار الأوراق المالية للتغيرات في نتائج تحليل البيانات والمعلومات المتدفقة إلى السوق، الأمر الذي يؤدي في النهاية إلى تحقيق التوازن بين القيمة السوقية والقيمة الحقيقية للأوراق المالية. وأن كفاءة سوق رأس المال لن تتحقق ما لم تنعكس جميع المعلومات الواردة إلى السوق، سواء في الماضي، أو الحاضر، أو المستقبل، بسرعة في أسعار الأوراق المالية (Hirchey, 2001:485)، وفي هذا المبحث، سنقدم بعض الأمثلة على كيفية حدوث أخطاء معرفية، مثل الثقة المفرطة، والتي يمكن أن تؤدي إلى قرارات ضارة في سياق ملكية الأسهم، إذا كان كثير من المتداولون يتصرفون بطرق غير عقلانية اقتصادياً، فهل لا يزال هنالك سبب للتفكير أن الأسواق تتسم بالكفاءة.

ويمكن أن نقول أن كفاءة السوق المالية تكون من خلال تحقيق الأهداف الآتية:-

(Edgar&Hazem, 2007:87)

- التخصيص الأمثل للموارد .
- التقييم الدقيق للمبادلات.
- تقديم خدمات بأقل تكلفة

والمستثمرون الذين يشترون ويبيعون لاستغلال التسعير الخاطئ، ينخرطون في شكل من أشكال المراجعة ، تُعرف باسم المراجحين ، ففي بعض الأحيان تنشأ مشكلة في هذا السياق، ويُشير مصطلح "حدود المراجعة" إلى فكرة أنه يجوز ذلك في ظل ظروف معينة لن يكون من الممكن للمتداولين العقلانيين ذوي رؤوس الأموال الجيدة تصحيح التسعير الخاطئ بسرعة، على الأقل



والسبب هو أن الاستراتيجيات المصممة للقضاء على التسعير الخاطئ غالبًا ما تكون مخوفة بالمخاطر، مكلفة، أو مقيدة إلى حد ما (Ross, 2019: 750-749). وهناك ثلاث مشاكل تظهر بهذا الصدد وهي: -

1. **المخاطر الخاصة بالشركة:** - هذه المشكلة هي الاخطر والأكثر وضوحًا الذي يواجهها المراجح المحتمل، ولنفترض أن السعر الملاحظ لسهم شركة جنرال موتورز منخفض للغاية، لذلك قام احد المستثمرين بشراء اعداد كثيرة من الأسهم، رافقها بعض الأخبار السلبية غير المتوقعة مما أدى إلى انخفاض سعر سهم جنرال موتورز، وبالطبع، سوف يحاول ذلك المستثمر التحوط لبعض المخاطر الخاصة بالشركة، ولكن أي تحوط يقوم بإنشائه من المرجح لابد وأن يكون غير كامل و/أو مكلف.

2. **مخاطر متداولو الضجيج:** - المتداول الضجيج هو الشخص الذي لا تعتمد تداولاته على معلومات أو تحليل ذي معنى مالي، فمن حيث المبدأ، يستطيع متداولو الضوضاء العمل معًا لتفاد سوء التسعير على المدى القصير، ومخاطر تاجر الضوضاء تعد من المخاطر المهمة لأن قد يؤدي تفادهم سوء التسعير إلى إجبار المراجح على التصفية المبكرة والاستدامة خسائر فادحة، وكما لاحظ كينز ذات يوم في عبارته الشهيرة: "من الممكن أن تظل الأسواق غير عقلانية أطول مما تستطيع أن تظل مذنبًا" أي يرفض علنا بعض الجوانب العقلانية، ويُطلق على مخاطر تاجر الضوضاء أيضًا اسم المخاطر القائمة على المشاعر، مما يعني مخاطر تأثر المجموعة بالمشاعر (أو الاعتقاد غير العقلاني) بدلاً من الاستناد إلى الحقائق مثل التحليل المالي، إذا كانت المخاطر القائمة على المشاعر موجودة، فهي مصدر آخر للمخاطرة بخلاف المخاطر المنهجية وغير المنهجية.



3. تكاليف التنفيذ:- جميع الصفقات تكلف الكثير من الأموال، و في بعض الحالات، قد تتجاوز تكلفة تصحيح خطأ التسعير المكاسب المحتملة ، لنفترض هنالك اعتقاد بوجود عدد قليل من الاسهم ومقيم بأقل من قيمته بشكل كبير، وعندما يراد شراء كمية كبيرة منه، وهنا تظهر المشكلة عندما تحاول شراء عدد كبير، يقفز السعر لأن السهم لا يتم تداوله بكثافة ، عندما تكون هذه المخاطر والتكاليف، أو غيرها موجودة، قد يستمر سوء التسعير لأن التحكيم محفوف بالمخاطر، أو مكلف للغاية، بشكل جماعي، تخلق هذه المخاطر والتكاليف حواجز، أو حدودًا موازنة، من الصعب أن نجزم بمدى أهمية هذه الحدود، ولكننا نعلم أن التسعير الخاطئ يحدث، على الأقل في بعض الأحيان (Ross,2019:750).

وإذا كانت الأسواق غير كفوءة فإن المستثمرين يتصرفون بطريقة غير عقلانية، لذا فإن أسعار الأسهم سوف تنحرف عن مستويات صافي القيمة الحالية الصفرية، ولذا ينبغي أن يكون من الممكن ابتكار استراتيجيات تداول مربحة للاستفادة من هذه التسعيرات الخاطئة ، ونتيجة لذلك، يجب أن تكون الاسواق كفوءة عندما تكون مداراة بشكل فعال من قبل مديري الأموال المهنيين، وقادرة على التفوق بشكل منهجي على المؤشرات، وتتغير بسبب وصول معلومات جديدة، ويقوم المستثمرون بإعادة تقييم قيم الموجودات بناءً على المعلومات الواردة ، وتمت دراسة سلوك أسعار السوق على نطاق واسع في العديد من الدراسات ، ولكن السؤال الذي تلقى اهتمام خاص هو ما إذا كانت الأسعار تتكيف بسرعة وبشكل صحيح عند ظهور معلومات جديدة ، ويقال إن السوق "فعال" إذا كان هذا هو الحال، ويعد أكثر دقة، في كفاءة سوق رأس المال، فإن أسعار السوق الحالية تعكس بشكل كامل المعلومات المتاحة ، بواسطة هذا نعني أنه بناءً على المعلومات المتوفرة، لا يوجد سبب للاعتقاد بأن اتجاه السعر يكون منخفض جدًا، أو مرتفع جدًا (Ross,2017:408)، فإن



سعر السهم دائما يساوي قيمته الأساسية ، لذلك يمكننا القول أنه نظراً لأن المستثمرين والسوق عقلانيون، (Bhunia,2011:1) وبمعنى آخر، يجب أن يكون سعر الورقة المالية مساوياً تماماً لقيمتها الحقيقية، وهذا يعني عدم استجابة السوق في حالة عدم وجود معلومات جديدة (Shleifer,2000:5) ، هذه النظرية هي امتداد للنظرية الاقتصادية الكلاسيكية، التي تفترض عدم وجود عوائد فائضة غير الطبيعية في ظل ظروف المنافسة الكاملة ، فإذا كانت هناك مجموعة من المعلومات متاحة بشكل منصف لجميع المتعاملين في السوق تقريباً معدل العائد المتوقع، فمن المتوقع في ظل ظروف المنافسة الكاملة في السوق أن معدل العائد الفعلي يساوي (تحقيق العدالة لجميع المتعاملين في السوق المالية بكفاءة كاملة) ومن ثم من المستحيل التغلب على السوق، بغض النظر عن مهارة المستثمرين، لأن أسعار الأسهم تجسد وتعكس بالفعل جميع المعلومات ذات الصلة ، وتجدر الإشارة إلى أن فرضية السوق الكفؤة لم تعتمد كلياً على العقلانية وحدها لأنها لا تفترض أن جميع المستثمرين عقلانيون، لكنها تفترض أن السوق يسير بعقلانية كما أنه لا يفترض إمكانية توقع المستقبل من خلال الأسواق، لكنها تفترض أن الأسواق تقدم تنبؤات غير متحيزة للمستقبل، مما أعطى هذه النظرية الكثير من المصداقية (Ritter,2003:2) ، وأثارت جدل كبيراً بين المهتمين بتلك الأسواق، حيث يعتمد السوق على جودة المعلومات الواردة، حيث أن المعلومات التي تأتي إلى السوق في ظل وجود سوق مالي كفء في أي وقت تكون مستقلة وعشوائية، ومن ثم فإن سعر الأوراق المالية يتم تحديده بناءً على المعلومات الواردة في السوق، وإذا كانت أسعار الأوراق المالية المتداولة تعكس تلك المعلومات، فقد تميز السوق في هذه الحالة بالكفاءة التي لها دور في تقليل المخاطر إلى أدنى مستوياتها، وهذا يعني أن فرص المراجعة غير موجودة (Pedersen,2014:7) مع ضرورة توافر عدد كبير من المتعاملين العقلانيين في سوق رأس المال،



بالإضافة إلى انخفاض تكاليف المعاملات مما يشجع على المزيد من التعاملات على الأوراق المالية المعروضة (Timmermann, & Granger, 2004:17). لذلك تلعب أسواق رأس المال دوراً مركزياً في توزيع رأس مال الشركة في المجال الاقتصادي، ويمكن للمستثمرين الاختيار من بين الأوراق المالية التي تمثل ملكية فعالة للشركة، ومن ثم فإن أسواق رأس المال لها دور رئيسي في تخصيص الموارد وتوزيع حقوق ملكية الشركة (Fama, & French, 1992:383) لذلك، فإن سوق المال الكفوء يعكس الأسعار الحقيقية يقيم الأوراق المالية، مما يؤدي إلى الاسعار الحقيقية (Bhunja, 2011:1-2) وبعبارة أخرى، التوزيع الفعال للموارد في المجال الاقتصادي.

3.1.3.2 . عناصر كفاءة السوق

هناك عناصر تؤثر على كفاءة الاسواق المالية وهي على النحو الآتي:-

1- الكفاءة الخارجية (كفاءة التسعير):- ويقصد بكفاءة التسعير بالكفاءة الخارجية، وتعني ان المعلومات الجديدة تصل الى المتعاملين في السوق بسرعه دون فاصل زمني كبير وبكلفه منخفضه، وبذلك تكون الاسعار عادله للجميع بمعنى اخر قدرة السوق على تحديد السعر المعروض بحيث يكون قريب من السعر الحقيقي ، وبما يعزز كفاءة السوق هو سرعة تحريك الاسعار استجابة للمعلومات الجديدة المتوفرة والتي يجب معرفتها، وتكون السوق ذات كفاءة في الحالة التي تكون المعلومات المتاحة قد انعكست اول بأول في اسعار الاسهم ، ولتحقيق مفهوم كفاءة السوق المالي لابد ان يرتبط انعكاس تام للمعلومات (كفاءة التسعير) بكفاءة تشغيل السوق، ونقصد هنا قدرة السوق على خلق توازن بين العرض والطلب في ظل صفريه المعلومات ، اي تكلفة تنافسية مقبولة التي ينكبدها المستثمرون لإتمام الصفقة عند حدها الأدنى خلال فترة زمنية معينة بما يشجعهم في على بذل الجهد للحصول على المعلومات الجديدة وتحليلها مهما كان حجم



التأثير الذي تحدثه تلك المعلومات على السعر الذي تباع فيه الورقة المالية، ومن ثم فان جميع هذه الاسواق لديها نفس الفرصة لتحقيق الأرباح وانه يصعب على اي منهم ان يحقق عوائد غير عادية على حساب الاخرين (Sabah,al.et,2018:172-173) .

ويرى الباحث بأن كفاءة التسعير هي سرعة وصول المعلومات الجديدة إلى جميع المتعاملين في السوق، وأن لا يتكبدوا في سبيلها تكاليف مرتفعة، بما يجعل أسعار الأسهم مرآة تعكس كافة المعلومات المتاحة ، وبهذا يصبح التعامل في السوق بمثابة مباراة، أولعبة عادلة، فالجميع لديهم نفس الفرصة لتحقيق الأرباح، و يصعب معها تحقيق عوائد غير عادية على حساب الآخرين.

2- الكفاءة الداخلية (كفاءه التشغيل):- يقصد بكفاءة التشغيل بالكفاءة الداخلية وقدرة السوق على خلق التوازن بين العرض والطلب دون ان يتكبد المتعاملين تكلفه سمسرة عالية، ودون ان يتاح للتجار والمتخصصين صناع السوق فرصة لتحقيق هامش ربح مغال فيه ، ومن ثم تحدث عملية التداول بسرعه وبحجم كبير وهذا يعني هناك تعامللا مستمرا في الاوراق المالية من خلال تواجد المشترين والبائعين في السوق ، اي امام كل امر شراء يوجد بائع مستعد للبيع ،وامام كل امر بيع يوجد مشتري جاهز للشراء مع اتاحة للمستثمرين ايجاد فرصة للمستثمرين لتحقيق هامش ربح معقول غير مبالغ فيه، اي يصعب على اي منهم ان يحقق عوائد غير عادية على حساب الاخرين (Sabah,al.et,2018:172).

يرى الباحث بأن كفاءة التشغيل لها تأثير كبير على كفاءة التسعير، فلكي تعكس قيمة الورقة المالية المعلومات الواردة، ينبغي أن تكون التكاليف التي يتكبدها المستثمرين لإتمام الصفقة



عند حدها الأدنى، بما يشجعهم على بذل أقصى جهد للحصول على معلومات جديدة وتحليلها، مهما كان حجم التأثير الذي تحدثه تلك المعلومات على السعر الذي تباع به الورقة المالية، وإذا كانت تكلفة المعاملات مرتفعة، فقد يكون العائد من وراء البحث عن المعلومات الجديدة ضئيلاً، ولا يكفي لتغطية تلك التكاليف، ومن ثم لا يكون هناك سعي للبحث عنها، وتكون الأسعار السوقية غير معبرة عن القيمة الحقيقية لتلك الأوراق، ومن ثم يكون السوق بعيداً عن الكفاءة المنشودة .

2.3.2. مفهوم الكفاءة المالية

يقصد بالكفاءة "الاستخدام الرشيد للموارد المتاحة، والذي يحقق اقل مستوى للتكلفة دون التضحية بوجود مخرجات، وهو ما يعرف بكفاءة التكلفة أي قدرة المنشأة على تخفيض نفقاتها من أجل حجم معين من المخرجات.

كما تعبر الكفاءة عن الاستخدام العقلاني، والرشيد في المفاضلة بين البدائل، واختيار أفضلها بشكل يسمح بتقليل التكاليف، أو تعظيم الربح إلى أقصى درجة ممكنة، و يكون ذلك عند اختيار أسلوب عملي معين للوصول إلى هدف معين، وبهذا المعنى فإن الكفاءة تعني القيام بالعمل بأفضل طريقة ممكنة من حيث التكلفة، والوقت، والربحية، ويعتبر الاقتصادي الشهير بول "سامويلسن" Samuelson Paul " والذي يعتبر من الباحثين الأوائل الذين حاولوا إعطاء تعريف شامل لمصطلح الكفاءة المالية، وعلاقتها بالسلوك العشوائي للأسعار، إلا أن المفهوم الذي قدمه في

هذا المجال اتصف بالتشدد، وعدم الواقعية (Elory&Massoud,1998:91)

1.2.3.2. فرضية السوق الكفوءة (EMH) *Efficient Markets Hypothesis*

فرضية (كفاءة السوق) التي طورها "يوجين فاما" ، وهي نظرية مفادها أن سعر الورقة المالية يعكس كل المعلومات المتوفرة حاليًا حول قيمتها الاقتصادية ، فالسوق الكفوءة تعكس فيه أسعار جميع المعلومات المتاحة بشكل تام لتكون كفوءة ، والمفهوم مهم لإدارة الاستثمار لأنه بمثابة دليل للتوقعات حول الإمكانيات للتداول المربح، واحتمال ان يكون هناك مدير استثمار يمكنه التغلب على السوق والقدرة على التنبؤ في أسواق رأس المال ، فإذا كانت النظرية صحيحة تمامًا، فمن المستحيل على المضارب، أو مدير الاستثمار، أو عملاء المدير أن يفعلوا ذلك أي التغلب باستمرار على الية السوق مهما كانوا اذكيا (Brigham & Houston,2017:51) وتؤكد فرضية الأسواق الكفوءة (EMH) على أن أسواق رأس المال جيدة التنظيم، كما هي الحال في بورصة نيويورك، فهي أسواق تتسم بالكفاءة، على الأقل من الناحية العملية ، وبعبارة أخرى، فقد يجادل أحد المدافعين عن إدارة السوق أنه على الرغم من احتمال وجود أوجه قصور، إلا أنها نسبيًا صغيرة وغير شائعة ، فإذا كان السوق كفوءة، فإن هناك أثرا هاما للغاية بالنسبة للمشاركين في السوق , جميع الاستثمارات في هذا السوق هي استثمارات NPV صفر، السبب ليس معقدا ، لو ان الأسعار ليست منخفضة جدًا ولا مرتفعة جدًا، فإن الفرق بين القيمة السوقية للاستثمار وتكلفته صفر؛ ومن ثم، فإن صافي القيمة الحالية هو صفر، ونتيجة لذلك في السوق الكفوءة، يحصل المستثمرون بموجبها على ما يدفعون مقابلته بالضبط عندما يشترون الأوراق المالية، وتحصل الشركات على ذلك بالضبط ما قيمة أسهمهم وسنداتهم عند بيعها، وأن ما يجعل السوق كفوءاً هو المنافسة بين المستثمرين (Ross,2022:417) . ويجادل بعض الباحثين بأن الأسواق المالية التي تتسم بالكفاءة "لا تفعل ذلك". أي عدم السماح للمستثمرين بكسب عوائد أعلى من المتوسط دون قبول مخاطر أعلى من

المتوسط. هذا التعريف الأوسع للأسواق الكفوءة فهو ركز في الأدبيات المالية بان تكون التوقعات عقلانية وكذلك عمليات مراجعة لتحمل مخاطر (Edgar&Hazem,2007:87) . و تؤكد فرضية السوق الكفوءة (EMH) على أن الأسواق المالية تتسم بالكفاءة فمن ناحية، يعد تعريف "بالكامل" أي تكون نسبة الكفاءة بنسبة 100%، مطلبًا صارمًا، مما يوحي أنه لا يمكن لأي سوق حقيقية أن تتمتع بالكفاءة على الإطلاق، مما يعني ضمناً أن آلية إدارة السوق خاطئة بشكل شبه مؤكد.

2.2.3.2. السوق غير الكفوءة

يُعرّف السوق غير الكفوءة بأنه السوق الذي لا يعرض فيه الموجود المالي، أو يعكس قيمته السوقية العادلة والحقيقية، على العكس من مفهوم فرضية السوق الكفوءة، إذ تنص فرضية السوق الكفوءة على أن الموجود المالي المتداول في النظام المالي يعرض دائماً قيمته الحقيقية والعادلة للمشاركين في النظام المالي، أو السوق (Andrei,2015:1-2) ويعتقد السلوكيون أن العديد من المستثمرين في سوق الأوراق المالية (وربما أغلبهم) بعيدون كل البعد عن العقلانية التامة. (Ross,al,et,2019:408-409) وتم اشتقاق السوق غير الكفوءة من كفاءة السوق، وتنص كفاءة السوق على أن أسعار الموجود تعرض أساس القيمة السوقية العادلة للمعلومات والأخبار المتاحة، نظراً لأن المعلومات متاحة بسهولة في الأسواق الكفوءة، فإن الموجودات لا يتم تسعيرها أبداً بأقل من قيمتها الحقيقية، أو المبالغة فيها ولا توجد طريقة للتغلب على آلية السوق ، وبعبارة أخرى ، فإن معلومات الأسعار والعوائد الماضية ليست مفيدة، أو غير مناسبة لتحقيق عوائد غير عادية . (Megginson,et.al,2010:359) وهناك بعض العوامل الرئيسية التي تؤثر على السوق غير الكفوءة والتي منها:-

1 - **غياب المعلومات:** في الأسواق غير الكفوءة، لا تتوفر المعلومات التي تؤثر على أسعار الموجودات بسهولة، ومن ثم يصبح من الصعب تحديد الأسعار الصحيحة للموجودات، أو التنبؤ بها، فيؤدي هذا إلى عدم إظهار الموجودات المالية لقيمتها الحقيقية مما يؤدي إلى سوق غير كفوءة .

2 - **رد الفعل المتأخر للأخبار:** يمكن أن تكون هناك أنواع معينة من الأخبار التي يمكن أن تؤثر على أسعار الموجودات، فالأسواق غير الكفوءة تعكس أسعار الموجودات بسرعة وديناميكية الأخبار المتاحة المتعلقة بالموجود. من ناحية أخرى، لا تظهر الأسواق غير الكفوءة أي تأثير على قيمة الموجود عندما يتم نشر الأخبار، وبالخصوص المعلومات المتعلقة بإعلان مقسوم الأرباح، مما يعطي رد فعل متأخرًا ومن ثم ينتج عنه سوق غير كفوءة .

3 - **وجود المحكمين والمضاربين:** المراجعة هي كيانات تستفيد من سوء تسعير الأصول وتحقق ربحًا بلا مخاطر على مثل هذه الاستراتيجية، المضاربون هم أفراد يمكنهم الوصول إلى أخبار عالية المستوى تتعلق بالموجودات ويستخدمونها للمضاربة على أسعار الأصول، سوق غير كفوءة، ولا يوجد عدم تماثل في الموجودات، والمعلومات متاحة بسهولة لجميع المشاركين في السوق، ومع ذلك، فإن هذا الوضع هو عكس الأسواق غير الكفوءة حيث يهيمن المراجحون والمضاربون على الأسواق ومن ثم يؤثران على أسعار الموجودات (Andrei,2022:3) .

2.3.2. أشكال كفاءة السوق المالية

1.3.3.2. الشكل الضعيف :

ويعد الشكل الأول من أشكال كفاءة السوق وينص بأن الأسعار الحالية للورقة المالية تعكس جميع المعلومات الماضية ، ويستند هذا الشكل على حجة مفادها بأن اتجاهات الأسعار

المستقبلية تكرر الأنماط التي حدثت في الماضي ، وهذا يعني أن استراتيجيات التداول تستند على تحليل اتجاهات الأسعار التاريخية ، وأسعار الأوراق المالية ضمن هذا الشكل من أشكال كفاءة السوق غير قابلة للتنبؤ بها وقابلة للتغير مستجيبة إلى المعلومات الجديدة ، وفي مجال التحليل الفني فإن الأسعار تتبع السير العشوائي (Megginson,al.et.2010:357) أي لا يمكن إيجاد استراتيجية استثمار تستند على المعلومات التاريخية الماضية وتحقق عوائد غير عادية للمستثمرين (Ke,et.al,2014:283) وأن الشكل الضعيف، هذا يؤكد أن المعلومات عن تحركات أسعار الأسهم الماضية لا يمكن استخدامها للتنبؤ بأسعار الأسهم المستقبلية، لكن السؤال الذي يطرح نفسه هنا: هل أن أسواق رأس المال كفوءة ؟ حيث لا يوجد عدم تماثل في المعلومات، ولا ضرائب، والمعلومات متاحة للجميع بدون تكلفة، وتوجد مشكلة عدم تماثل معلوماتي عندما لا يكون السوق المالي كفوءاً بشكل كامل، أي عندما لا تعكس المعلومات ذات الصلة أسعار الأسهم كل شيء بشكل تام، وبسرعة وحيادية، ومستوى كفاءة السوق يؤثر على قوة استجابة السوق لسلوك الشركات، وبعبارة أخرى، قد يؤدي وجود عدم تماثل معلومات يبين المشاركين في السوق إلى امتلاك المطلعين (خاصة المديرين) معلومات جيدة، لاسيما حول الربحية المتوقعة، والأداء المستقبلي للشركة، لكن أسعار الأسهم السائدة في السوق لا تعكس ذلك، لأن الجمهور العام للمستثمرين لا يحصلون إلا على المعلومات التي تم الإعلان عنها علناً، (Thanatawee,2009:26) والسبب في ذلك هو أن المطلعين لا يفعلون ذلك بسهولة.

ووفقاً لذلك ، فإن السوق المالية الكفوءة بشكل ضعيف ، هي السوق التي تعكس أسعارها في السوق المالية بشكل تام وسريع وغير متحيز جميع المعلومات المتعلقة بالسلوك الماضي لأسعار، أو عوائد الأوراق المالية (Phan and Zhou,2014:62) وطالما ان اختبارات



هذا الشكل تهتم بتحديد القدرة على التنبؤ بالعوائد المستقبلية بالاعتماد على العوائد الماضية فقط

أطلق **Fama** عليها اسم اختبارات قابلية التنبؤ بالعائد (**Predictability Return for Tests**)

يرى الباحث في هذا النوع من الأسواق المالية بأن الدور الأكبر لعمل المحللين الماليين، بما أوتوا من خبرة وتأهيل سيكونون أكثر قدرة من غيرهم على تحليل البيانات المالية المنشورة، والتي إن وفروها لبعض المتعاملين في السوق ستمكنهم من تحقيق أرباح استثنائية لا يحققها غيرهم، ويعد خير مثال على المستوى الضعيف من الكفاءة هي أسواق الدول العربية والدول النامية، من خلال ما سبق يتضح لنا أنه كلما ارتقى مستوى كفاءة السوق المالي، تقل الفرص للحصول على أرباح استثنائية (غير عادية)، لأن السعر السوقي السائد للورقة المالية فيه سيتطابق، أو على الأقل يقترب إلى حد كبير من قيمته الاقتصادية، وعليه فإن سوقاً يتمتع بالكفاءة المطلقة ستنتفي فيه الفرص لتحقيق أرباح استثنائية، ومع ذلك تبقى الفرص متاحة لدى البعض لتحقيق مثل هذه الأرباح، وذلك وفقاً لما يعرف بنظرية الحركة العشوائية للأسعار، التي تنص على أن الأسعار السوقية للأوراق المالية تتذبذب حول قيمتها الاقتصادية بشكل عشوائي مهما بلغت درجة كفاءة السوق، وعليه فكلما ارتقى مستوى كفاءة السوق المالي، كان ذلك في صالح المستثمر العادي، لأن الأسعار ستعكس ويقدر كاف المعلومات المتاحة في السوق .

2.3.3.2 تأثير إعلان مقسوم الأرباح في كفاءة السوق الضعيف

بما أن الشكل الضعيف ينص بأن الأسعار الحالية للورقة المالية تعكس جميع المعلومات الماضية، فإن إعلانات مقسوم الأرباح سوف لا يكون لها أي تأثير من ناحية التغيير في الأسعار، وذلك لأن هذا الشكل يستند على حجة مفادها بأن اتجاهات الأسعار المستقبلية تكرر الأنماط التي حدثت في الماضي، وهذا يعني أن استراتيجيات التداول تستند على تحليل اتجاهات



الأسعار التاريخية وأسعار الأوراق المالية ضمن هذا الشكل من أشكال كفاءة السوق غير قابلة للتنبؤ بها وستتغير استجابته إلى المعلومات الجديدة ، وفي مجال التحليل الفني فإن الأسعار تتبع السير العشوائي.(Megginson,et.al.2010:357), ووفقا لهذا الفرض فإن الأسعار المتداولة في السوق، لا تعكس إلا المعلومات الماضية، وأللتاريخية فقط، لذا تكون الفرصة في مثل هذه الظروف أن يحصل البعض على أرباح استثنائية عن طريقين هما:-

أولاً:- أن يحصل على معلومات خاصة (غير منشورة)، ليست متاحة للمستثمرين الخارجيين ضمن ظاهرة احتكار المعلومات من قبل المطلعين على تلك المعلومات.

ثانياً :- أن يكون بإمكانهم تحليل البيانات المالية المنشورة بكفاءة تفوق كفاءة غيرهم.

أي لا يمكن إيجاد استراتيجية استثمار تستند على المعلومات الماضية وتحقق عوائد غير عادية للمستثمر (Ke,et.al,2014:283). ويميل المستثمرون بشكل عام في السوق الضعيف لاستغلال ما هو متاح من المعلومات دون بذل جهد إضافي للحصول على معلومات إضافية، ونتيجة لعدم توحيد المعلومات، فقد يؤدي ذلك إلى اتخاذ قرارات خاطئة من قبل هؤلاء المستثمرين، وقد تكون هنالك معلومات خاصة مع المطلعين لم يتم الإفصاح عنها ويتم استخدامها لتحقيق عوائد غير طبيعية لكل سهم على حساب هؤلاء المستثمرين ، بعبارة أخرى ، فان معلومات الأسعار والعوائد الماضية قد مر عليها فترة زمنية معينة تعد ليست مفيدة، أوغير مناسبة لتحقيق عوائد غير عادية ، وبما إن السوق المالية الكفوءة بالشكل الضعيف تعكس أسعارها لمفهوم السوق المالية بشكل كامل، وغير متحيز حول جميع المعلومات المتعلقة بالسلوك الماضي لأسعار، أو عوائد الأوراق المالية فيمكن ان يستفاد المطلعين على تلك المعلومات في وقت الإعلان عنها واتخاذ القرارات التي تحقق

لهم عوائد مرتفعة بالشكل الضعيف (Phan and Zhou,2014:63)



ويرى الباحث بأن الاسواق المالية الضعيفة تكون المعلومات فيها غير متاحة للجميع في الوقت التي يتم فيها الإعلان عن مقسوم الأرباح بحيث تكون متاحة للجميع بعد فترة زمنية معينة، وذلك لان الاسواق الضعيفة تعتمد على البيانات المالية السابقة، وخاصة في الأسواق المالية غير الكفوءة وبالخصوص في سوق العراق للأوراق المالية عينة الدراسة الحالية، و أن استجابة السوق منحازة وقد تكون العوائد سلبية غير الطبيعية قبل وأثناء الإعلان ، وأن استجابة السوق بطيئة وغير كاملة كونها تعتمد بالأساس على المعلومات الماضية ، وبسبب تلك المعلومات تكون هنالك فرص للمطلعين على المعلومات التي قد تكون هامة فتحقق عوائد مرتفعة ،، أو تكون النتيجة عكسية قد تحقق عوائد سلبية غير عادية حتى بعد مرور فترة زمنية معينة من تاريخ الإعلان، وللحد من مشكلة عدم تماثل المعلومات بين المطلعين والمستثمرين الخارجيين، و هذا يساهم في رفع كفاءة السوق المالية من خلال تقليص فجوة عدم تناسق المعلومات ، مما يساعد المستثمرين على اتخاذ قرارات عقلانية ، يجب أن يكون المستثمرين على دراية بخطورة عدم كفاءة السوق في الاستجابة للمعلومات العامة بشكل عام وإعلان مقسوم الأرباح بشكل خاص لأن هذا سيستخدم من قبل بعض المهنيين لصياغة قواعد تداول تمكنهم من تحقيق عوائد غير طبيعية على حساب المشاركين الآخرين في السوق، و هذا يمنع أداء السوق لوظيفته الأساسية المتمثلة في التخصيص الأمثل لموارد الاقتصاد .

3.3.3.2 . الشكل نصف القوي

وهو الشكل الثاني من أشكال كفاءة السوق الذي ينص بأن الأسعار الحالية للورقة المالية تعكس المعلومات العامة المتاحة للجمهور (Gamzo,2013:8) وهذه المعلومات العامة المتوافرة بشكل علني تضم على سبيل المثال، إعلانات الأرباح السنوية، أو الفصلية ، إعلانات توزيع واحتجاز



الأرباح، إعلانات تجزئة السهم، الإعلان عن التغيير في الطرق المحاسبية، الإعلان عن التغيير في معدل الفائدة من قبل البنك المركزي، الإعلان عن الاندماج..... الى غير ذلك من المعلومات العامة التي تتاح لجميع المشاركين في السوق المالية (Garg,2014:1) وان أسعار الأسهم تستجيب إلى الإعلانات فقط حينما تكون المعلومات المعلنة هي معلومات جديدة وغير متوقعة وغير مكرره (Mishkin,2006:161) ، والنقطة الرئيسية حول هذا الشكل من الكفاءة هو أن أسعار الأسهم تعكس فقط المعلومات من المصادر العامة (أي الصحف وقواعد البيانات) (Megginson,al.et,2010:357) وهذا الشكل يُشير بأنه ليس فقط معرفة الاسعار الماضية لا تزود بأية ميزة في انتقاء الاستثمارات ، وانما معرفة المعلومات المتاحة حالياً أيضاً، وتبعاً لذلك فإن هذا يُشير الى أن المطلعين فقط والذين يتداولون بالاعتماد على تغيرات الاسعار قصيرة الأمد ، وبالاستناد لما يملكون من معلومات سرية (Information Inside) خاصة غير متاحة للآخرين من المشاركين في السوق المالية، بإمكانهم تحقيق عوائد تفوق العوائد التي من الممكن تحقيقها باستخدام استراتيجية الشراء والحيازة البسيطة (Garg,2014:1) ، (Jha and Shitika,2014:78) . والشكل نصف قوي، وهو ما يؤكد ذلك علانية يتم دمج المعلومات المتاحة على الفور في أسعار الأسهم (أي أنه لا يمكن تحليلها) ، اي التقارير المنشورة، ثم التفوق على السوق لتحقيق عوائد غير عادية (Brigham & Houston ,2017:51)

ويوجد هناك مستويين لقابلية معالجة المعلومات في الشكل نصف القوي من كفاءة السوق الا وهما

-:

المستوى الأول : أن أسعار الأسهم ينبغي أن تعكس بشكل صحيح المعلومات الماضية، والمعلومات الحالية والمتوقعة والمستقبلية التي يستطيع المستثمر الحصول عليها من المصادر العامة .

المستوى الثاني : أن أسعار الأسهم ينبغي أن تتغير بشكل كامل وسريع استجابة إلى المعلومات الجديدة المتوفرة (Megginson,et.al,2010:357) ، بشكل علني ومن ثم ليس هناك قاعدة تداول مبنية على المعلومات العامة بإمكانها تحقيق عوائد غير عادية (Fama,1991: 577) ، وطالما ان اختبارات هذا الشكل تسعى لتحديد كيفية استجابة السوق لمعلومات الإعلانات العامة الهامة ، فقط أطلق فاما عليها اسم دراسات الحدث (Studies Event) اشارة لما تتضمنه الإعلانات العامة من معلومات عن الحوادث الهامة المؤثرة في الأسعار (Megginson,al.et,2010:357)

ويرى الباحث بأن السوق النصف قوي تعكس الأسعار المتداولة للأوراق المالية في السوق، المعلومات المنشورة في شكل بيانات مالية بالإضافة إلى المعلومات التاريخية السابقة، لذا تبقى في مثل هذه الظروف للبعض دون غيرهم فرصة للاستعارة من معلومات غير منشورة، وتحليلها كيفية تحققها لهم لفسح المجال لجني أرباح استثنائية وذلك في إطار ظاهرة احتكار المعلومات .

4.3.3.2. تأثير إعلان مقسوم الأرباح في كفاءة السوق نصف القوي

وفقاً للشكل نصف القوي لكفاءة السوق، فإن أسعار الأوراق المالية تعكس جميع المعلومات العامة المتاحة للجمهور ضمن نطاق فرضية السوق الكفاءة، وفي هذه الحالة، فإن السوق يعكس محتوى المعلومات التي يمكن أن ترتبط بإعلان الشركة عن توقعات إعلان مقسوم الأرباح وتوزيعها، وأحتجاز الأرباح والتعديلات التي سوف تحدث في أسعار الأوراق المالية، إن أي إعلان جديد من جانب الشركات تترتب عليه استجابة، أو ردة فعل على الفور من جانب المشتركين في



السوق، وهذه الاستجابة يمكن أن تكون حتى قبل الإعلان عن الحدث في السوق، والسبب في ردة الفعل هذه قبل الإعلان، أو مباشرة بعد الإعلان يكمن في أن المعلومات الإضافية التي لم تكن متوقعة من قبل المشاركين في السوق، وإذ لم يتم الإعلان عنها مسبقاً للمشاركين في السوق، ولكن الشكل نصف القوي من فرضية السوق يُشير إلى أن أسعار الأوراق المالية تتغير على الفور و أن السعر يعدل على الفور من قبل المشاركين في السوق، وبهذه الطريقة، يزيل المشاركين أي إمكانية للحصول على عوائد غير عادية في المستقبل. (Kumar,al.et,2012:144) .

5.3.3.2. الشكل القوي

وتفرض هذه الصيغة أي فرضية السوق القوية بان القيمة السوقية للاسهم تحدد من خلال كافة المعلومات العامة والخاصة التي يجب على المستثمر الحصول عليها بسرعة وبدون تكلفه وحتى المستثمرين الاخرين في وقت واحد، فاذا وجد هذا الشكل سيجد حتى المطلعين في الشركة انه من المستحيل كسب عوائد غير عاديه بصوره منسقه في سوق الاسهم ، وهذا يعني ان اسعار الاسهم لا تعكس المعلومات المنشورة فحسب وانما تعكس أيضًا تلك المعلومات التي لم تنشر (Jean,2001:210-211) والشكل القوي يؤكد بأنه لا يمكن للمطلعين في الشركة، الذين لديهم معلومات داخلية، أن يكسبوا عوائد عالية بشكل غير طبيعي ويقوم المساهمون بالتحقيق في أسباب هذا الانخفاض الكبير، وإذا كانت الأسواق غير كفؤة (Brigham & Houston ,2017:51-52) ولأن المستثمرين يتصرفون بطريقة غير عقلانية، فإن أسعار الأسهم سوف تفعل ذلك اي تنحرف عن مستويات صافي القيمة الحالية الصفرية، وينبغي أن يكون من الممكن ابتكار استراتيجيات لتداول مريح للاستفادة من هذه التسعيرات الخاطئة، من قبل مديري الأموال المهنيين (Ross,2017:320) . و من المهم أن ندرك أن فرضية الأسواق الكفوءة لا تتطلب ذلك، ويجب



على كل مستثمر أن يكون عقلانياً وبدلاً من ذلك، كل ما هو مطلوب لكي يكون السوق كفوءاً هو أن يكون موجوداً على الأقل بعض المستثمرين العقلانيين وذوي التمويل الجيد، و هؤلاء المستثمرين على استعداد للشراء والبيع للاستفادة من أي خطأ في التسعير في السوق، وأن هذا النشاط هو ما يبقي الأسواق بكفاءة (Ross, 2019:749) ، والعديد من الأفراد يحاولون العثور على أسهم ذات تسعير خاطئ، فهم يحللون احداث الماضي للأسعار وعوائد الأسهم وتقلباتها ، فيتعلمون إلى حد ما، عن ما هي أرباح الشركة، وكم ديون الشركة للدائنين، وما هي الضرائب التي تدفعها، وما هي الأعمال تمارسها، وما هي الاستثمارات الجديدة المخطط لها، وما مدى حساسيتها للتغيرات في الاقتصاد، وما إلى ذلك. ليس هناك الكثير مما يجب معرفته عن أي شركة معينة فحسب، بل يوجد أيضاً حافظ قوي لمعرفة ذلك – أي دافع الربح، فإذا كنت تعرف المزيد عن بعض الشركات أكثر من المستثمرين الآخرين في السوق، يمكنك الاستفادة من تلك المعرفة عن طريق الاستثمار والبيع في أسهم الشركة إذا كانت لديك أخبار جيدة ، أو اخبار سيئة ، والنتيجة المنطقية لكل هذه المعلومات التي يتم جمعها وتحليلها ممكن ان تسعير بشكل خاطئ سوف تصبح الأسهم اما اكثر، أو أقل من قيمتها الحقيقية ، وبعبارة أخرى، بسبب المنافسة بين المستثمرين، سوف تصبح السوق كفوءة بشكل متزايد، وهنالك نوع من التوازن يأتي إلى الوجود حيث يوجد ما يكفي من الأخطاء في التسعير بالنسبة لأولئك الذين هم الأفضل في نشاط جمع المعلومات والتحليل التعرف عليها لكسب العوائد ، بالنسبة لمعظم المستثمرين الآخرين (Ross, 2017:410) .

ويقال إن السوق يتسم بالكفاءة فيما يتعلق بالمعلومات ، إذا كان السعر "يعكس جميع المعلومات بشكل تام، أي إذا كان السعر لن يتأثر بالكشف عن المعلومات لجميع المشاركين في السوق. سواء كانت عامة ام خاصة ، ومن ناحية أخرى، فإن الاقتصاد هو علم اجتماعي، وفرضية



لا تقاربية صحيح يضع السوق الكفاءة في صراع على واحدة من أقوى الفرضيات في علوم المجتمع الاجتماعي بأكمله ، بالمعنى الدقيق للكلمة، فإن نظرية السوق المالية الكفاءة زائفة، ولكنها صحيحة من حيث الروح، بجانب، العلم، (Martin,2011:1) ، وصاغ هاري روبرتس (روبرتس، 1967) مصطلح فرضية الأسواق الكفاءة وميز بين الأسواق الضعيفة واختبارات النموذج القوي، التي أصبحت التصنيف الكلاسيكي من قبل فاما (1970)(Edgar&Hazem,2007:87) .

6.3.3.2 . تأثير إعلان مقسوم الأرباح على السوق القوية

أن ثروة المساهمين تتمثل في السعر السوقي للأسهم العادية للشركة التي تتأثر بدورها بقرارات الشركة من الاستثمار والتمويل والمقسوم ، ومن بين القرارات الأكثر أهمية التي يتعين اتخاذها بكفاءة وفاعلية لكونه مرتبطاً أي شركة في القرارات المرتبطة بالمقسوم ، لذلك ، يعد قرار المقسوم قراراً مركزياً مهماً باستراتيجية النمو العام للشركة (Kapoor,2009:6) فإن سياسة التوزيع والاحتجاز تعد مسألة مهمة في مجال تمويل الشركات ويمكن استخدامها كآلية للإشارة إلى المعلومات التي تعكس آفاق الشركة نحو الاستقرار والنمو (Naser.al.et,2013:1)، وهي تسعى لتحقيق هدف تعظيم ثروة المساهمين عبر تعظيم عوائدهم، التي تتضمن عائد المقسوم والعائد الرأسمالي ، وتعتمد كفاءة الأسواق المالية على تدفق المعلومات بين الشركات والمستثمرين، أكان ذلك بشكل مباشر أم غير مباشر من خلال الوسطاء الماليين مثل المحللين، والمعلومات تخفض المخاطرة المتوقعة للمستثمرين وأن الإفصاح عن المعلومات يؤدي الى معرفة اداء الشركة في المستقبل (Nielsen and Rimmel,2013:2) وكذلك يقلل من كلفة الحصول على المعلومات الخاصة لأنه من خلال الكشف عن المعلومات، سوف يكون من الممكن للمستثمر الحصول على المعلومات بسهولة من دون أي كلفة (Alnajjar,2013:49)وتعمل سوق الأوراق المالية على تلبية



الوظائف الاقتصادية بشكل جيد بما فيه الكفاية، وينبغي أن لا تتحرف أسعار الأسهم عن قيمها الأساسية ، وهذه القيمة عادةً ما تعتمد على التدفق المستقبلي من الدخل الذي من المتوقع أن تولده الشركات ، فإذا عكست أسعار الأسهم بشكل كامل جميع المعلومات المتاحة والتي هي ذات صلة بتقييم الأسهم، فإنها تلبى شرط الكفاءة ، و إذا لم يتم استيفاء الشرط الأخير، فإن أسعار الأسهم قد تنقل إشارات خاطئة إلى المشاركين في السوق عن الربحية الحقيقية والمخاطر من بعض الشركات، أو حتى عن سوق الأوراق المالية ككل، ومن ثم تؤدي إلى عدم كفاءة تخصيص رأس المال في النشاط الاقتصادي (Gerdesmeier.al.et,2013:6) ، وتستخدم معظم الدراسات الحديثة البيانات اليومية ولكن سابقاً اعتمدت البيانات الشهرية ، لكن استخدام البيانات الشهرية للحدث على الاسعار يجعل مسألة قياس تأثير المحتوى المعني صعباً للغاية لأن هناك العديد من المفاجآت في الشهر إلى جانب تأثير الإعلان محل الاهتمام والدراسة ، ومن ثم، لقياس كفاءة السوق، فمن المهم قياس تأثير الإعلان باستخدام أقصر مدة فاصلة ممكنة(Kumar,al.et,2012:142), وأن فهم مصدر الاختلاف في تقييم الأسهم هو مهم ليس فقط لفهم نماذج تسعير الموجودات، و لكن في فهم كيفية عمل الأسواق، وكيف يتصرف المشاركون في السوق (David,2013:1) . تستند دراسات الحدث على الإطار النظري لكفاءة الأسواق المالية وعلى فكرة أن أسعار الأوراق المالية تعكس جميع المعلومات المتاحة في السوق ، ونتيجة لذلك، فإن الإعلانات التي تقدمها الشركات توفر المعلومات للمشاركين في السوق والتي يمكن ترجمتها وانعكاسها في أسعار السوق (Konchitchki and 'O Leary ,2011:99) فإذا استجابت الأسواق المالية بعقلانية وكفاءة مع المعلومات الواردة الجديدة فإن سوق الأوراق المالية يعكس بدقة قيمة لأسعار الاسهم (Betzer,et. Al,2011:3) وتعد سياسة إعلان مقسوم الأرباح من أهم سياسات التمويل في الشركات لعلاقتها



المباشرة بالمساهمين وانعكاساتها على سعر السهم في السوق، ويتعلق الأمر بقرار توزيع الأرباح الصافية للشركة بين توزيعات الأرباح اعلى المساهمين والأرباح المحتجزة (Brealey & Myers, 2003:443) ، اذ يحتوي الإعلان عن توزيعات مقسوم الأرباح على معلومات جديدة ويمكن للمديرين استخدام توزيعات الأرباح لإرسال المعلومات ونقل الأخبار الى السوق الكفوءة وفقاً لهذا المفهوم، ستزيد الشركات من توزيعات الأرباح عندما تتوقع زيادة في الأرباح المستقبلية (Al-janabi, et.al, 2022:4744).

4.3.2 دراسة الحدث (Study Event)

مفهوم دراسة الحدث

تُعد دراسة الحدث أداة بحثية مهمة في حقل الاقتصاد والمالية (Kumar, al.et. 2012:141_142)، ولها تاريخ طويل في البحوث الأكاديمية، ويعود تاريخ دراسات الحدث في مجال البحوث المالية إلى سنة (1930). وقد استخدمت في مختلف المجالات البحثية وفي تخصصات متنوعة مثل الاقتصاد، والقانون، وتكنولوجيا المعلومات والتسويق وفي الشؤون المالية، وغيرها (Bohn, al.et, 2012:1-3). وقد استخدمت دراسات الحدث في مجموعة كبيرة ومتنوعة من الاحداث، بما في ذلك عمليات الاندماج والاستحواذ، وإعلانات مقسوم الأرباح، وإعلان أسهم المنحة، وإعلان تجزئة السهم، وقضايا الدين، أو حق الملكية، وإعادة تنظيم الشركات، وقرارات الاستثمار والمسؤولية الاجتماعية للشركات ، وتستخدم طرق دراسة الحدث في استكشاف فيما اذا كانت آثار الحدث تنعكس على الفور في أسعار الأوراق المالية بضوء عقلانية السوق، ومن ثم فهي تستخدم لقياس التأثير من خلال دراسة عوائد الأوراق المالية المحيطة .



(Kumar,et.al,2012:142)والاستخدام الرئيسي لمنهجية دراسة الحدث هو دراسة سلوك أسعار

الأسهم حول أحداث معينة واستجابة سعر السهم إلى مثل هذه الأحداث , (Ke,al.et,2014:283).

والأسباب الرئيسية لاستخدام دراسات الحدث تأتي من خلال النقاط الآتية:-

1- اختبار كفاءة السوق المالية عبر بيان طبيعة استجابة اسعار الأوراق المالية في هذه السوق

للمحتوى المعلوماتي , وعموماً لما هذا الحدث من مدى سرعة استجابة التغير في الاسعار

من عدمه .

2- اختبار أثر حدث معين على ثروة المساهمين، (Bloom,2011:11) دراسات الحدث

تعني اختبار عوائد أسهم الشركات التي تواجه حدث معين (أي معلومات جديدة) ومن ثم

فهي تهدف إلى قياس تأثير الحدث على قيمة الشركة (Oberndorfer,al.et.2011:4).

1.4.3.2. المكونات الرئيسية لدراسة الحدث :هناك ثلاث مكونات رئيسية لدراسة الحدث

وهي على النحو الآتي:-

(المكون الأول): بيانات التداول، أن بيانات التداول مهمة لأنها سوف تتضمن الأحداث التاريخية

للأسهم والأسواق وسلوكياتها ذات الصلة بالحدث ، وبيانات التداول في الوقت الحاضر متوفرة

خلال فترات مختلفة، تتراوح ما بين الشهرية والأسبوعية واليومية وكذلك توجد بيانات آنية(تدرس

تأثيرات الحدث مثل إعلانات مقسوم الأرباح على الاسعار لحظة بلحظة)

(المكون الثاني) : الطرق المستخدمة الكشف عن ارتفاعات الاسعار، أذ من خلالها يتم الكشف

عن الأحداث الماضية التي تم أرشفتها ببيانات التداول، والتي ينبغي أن يتم اختيارها بعناية وفقاً

لخصائص بيانات التداول المتاحة وإلى السؤال البحثي الذي ينبغي الاجابة عليه.



(المكون الثالث) : بيانات الأخبار: بحسب مدخل الأساس فإن قيمة كل أداة مالية تعتمد على متغيرات الاقتصاد والصناعة و الشركة المعنية من بين عوامل أخرى، وبناءً على ذلك، فعند تغير احد هذه المتغيرات تتغير قيمة الأدوات المالية المرتبطة بها تبعاً ، ومن ثم، تنتشر التقلبات بهذه المتغيرات بوصفها أخباراً عن مدى تأثير الحدث مثل ارتفاع، أو انخفاض في قيمة الاسهم عند وقوع الحدث من بين الأليات الأخرى التي تفسر سبب تغير قيم الأدوات المالية (Bohn,et.al,2012:3),

وتستخدم معظم الدراسات الحديثة البيانات اليومية وهذا ما سوف نستخدمه من خلال الدراسة الحالية، و لكن سابقاً اعتمدت البيانات الشهرية، لكن استخدام البيانات الشهرية للحدث على الاسعار يجعل مسألة قياس تأثير المحتوى المعلوماتي صعباً للغاية ،لأن هناك العديد من المفاجآت في الشهر إلى جانب تأثير الإعلان محل الاهتمام والدراسة ، ومن ثم، لقياس كفاءة السوق، فمن المهم قياس تأثير الإعلان باستخدام أقصر مدة فاصلة ممكنه

(Kumar,et.al,2012:142),أن تطوير وتوسيع المداخل والأساليب الحديثة المختلفة لقياس العوائد غير العادية بغية تحديد تأثيرات الأحداث المختلفة على الاسعار حيث يعتمد على مدى توافر بيانات التداول ، التي أصبح الحصول عليها اليوم أسهل وأسرع بسبب توافر قواعد البيانات، لذا نرى اليوم أن قواعد البيانات تحتوي على كل التعاملات (التداولات ونشرات الاسعار) مع تفاصيل حول توقيتاتها، والأسعار، والحجم وغيرها، ومن ثم، اصبح بالإمكان تطبيق أساليب أكثر احترافية . (Bohn,et.al,2012:4) وتستند دراسات الحدث عادة على تحليل ما يسمى بالعوائد غير العادية،

والذي يقدر على أساس نموذج تسعير الموجودات الرأسمالية (Oberndorfer, et.al,2011:12) . وتهتم منهجية دراسة الحدث بالتحقق من تأثير الحدث على المتغير التابع المتمثل بسعر سهم



الشركة، وتسمى دراسة الحدث لبيان امكانية تحقيق عوائد فعلية تفوق المتوقعة من جراء استخدام بيانات الحدث المعن عنه في بناء استراتيجيات التداول.

2.4.3.2. الخطوات الأساسية لتحليل دراسة الحدث

هنالك اربعة خطوات اساسية لتحليل دراسة الحدث وهي على النحو الآتي :-

أولاً:- معرفة الحدث: تحديد الحدث محل الاهتمام والفترة الزمنية التي سيتم فيها اختبار استجابة الأسعار لهذا الحدث ،.وهذا ما يسمى بالأفق الزمني للحدث، ومن المهم أن يكون أفق الحدث واسعاً بما فيه الكفاية ليأخذ بعين النظر الآثار التي قد حدثت قبل و بعد تاريخ الإعلان

(Bloom,2011:11)

ويشار إلى فترة الحدث بأنه عدد الأيام قبل وبعد تاريخ الإعلان وعادة ما يرمز لفترة الحدث- ($X+Y$) إذ أن ($-X$) هو دلالة لعدد الأيام قبل يوم الإعلان، وأن ($+Y$) هو دلالة على عدد الأيام بعد يوم الإعلان . (Konchitchki and 'O,Leary,2011:102) ويجب التحديد الدقيق ليوم الإعلان وتسمية هذا اليوم باليوم صفر اي بداية الحدث عند نقطة الصفر (Kumar,et.al,2012:142) . أي أن اليوم (0) هو دلالة على يوم الإعلان ، والغاية من إدخال الأيام قبل يوم الإعلان في الأفق الزمني للحدث هو بغية الكشف عن المعلومات المسربة على شكل اشارات سواء من جانب الصحافة، أو من جانب المطلعين من المدراء، أو غيرهم من الذين يمتلكون معلومات خاصة (Insiders) وأن الغاية من إدخال الأيام بعد يوم الإعلان هو للكشف عن مدى السرعة في استلام واستيعاب وترجمة المعلومات وبناء قرارات الشراء والبيع بالاستناد اليها (Konchitchki and 'O,Leary,2011:103) وبما أن دراسات الحدث مصممة للكشف عن تأثير حدث معين. فإن وقوع حدث آخر تزامن تقريباً في نفس وقت وقوع الحدث المعني يثير التساؤل حول السبب الحقيقي

وراء التغير في سعر السوق. ووفقاً لذلك، فمن المهم التخلص من الاحداث الاخرى التي قد تشوه إعلان الحدث . ونتيجة لذلك، ينبغي تصميم البحوث بشكل دقيق وشامل للتحري عن الإعلانات الأخرى المتحققة خلال افق، أو فترة الحدث محل الاهتمام وذلك لتحديد ما إذا كان هناك أي التباس وتداخل في الحدث. وعلاوة على ذلك ، فإن آفق الحدث الطويل جداً يقلل من قوة الاختبار الإحصائي . و يمكن أن يؤدي هذا في نهاية المطاف إلى استنتاجات خاطئة ، فضلاً عن ذلك ، لاحظ بعض المراقبين أن استخدام آفق، أو فترة الحدث القصير يقلل من احتمالية تأثير أهمية الحدث ، عن التباس وتداخل الأحداث على استجابة السوق . أي أن الافق الزمني الأقصر يحد من تأثير الأخبار الأخرى على الحدث محل الاهتمام (Konchitchki and O'Leary, 2011 :107) .

ثانياً: - إجراء التقدير ما قبل الحدث: يستخدم أفق للتقدير معين لتحديد نموذج الأداء الطبيعي، ومن الأفضل استخدام فترة تسبق افق الحدث واعتمادها كمدة للتقدير بحيث لا تشمل أي جزء من فترة الحدث نفسه ومن ثم فإن الحدث في حد ذاته لا يؤثر على تقديرات نموذج الأداء الطبيعي (Bloom,2011:12) وعادة ما يشار الى أفق التقدير على انه فترة العوائد الطبيعية وهذه الفترة عادة ما تكون سابقة لأفق الحدث الذي يقدر خلاله التباين في العوائد غير العادية . وكجزء من إجراء دراسة الحدث، يجب تحديد طول فترة التقدير (Konchitchki and O'Leary,2011:102)

ثالثاً: - معيار اختيار عينة الحدث : أن الوعاء محل الدراسة والاهتمام ينبغي اختياره بمعيار واضح ومبرر . ومن ثم يمكن أن يقع الاختيار على سوق كاملة، أو صناعة بعينها، أو صناعات. وينبغي تحديد خصائص عينة البيانات (مثل القيمة السوقية، أو التمثيل للصناعة، أو توزيع الأحداث على أساس حدوثها الزمني (Bloom.2011:11) وينبغي اختيار العينة (الشركات) استناداً إلى أهمية الحدث محل الاهتمام.

رابعاً: - حساب العوائد غير العادية: تأثير الحدث يقاس عبر حساب العائد غير العادي . ويحسب هذا الأخير بطرح العائد الفعلي من العائد المتوقع للشركة طوال فترة افق الحدث ولاختبار الشكل نصف القوي من الكفاءة والشكل الضعيف والشكل القوي لأي سوق مالية (وفق المعلومة



العامة المختارة) وهذا ما سوف نقوم بتعزيزه من خلال الجانب العملي في الفصل الثالث لهذه الدراسة.

الفصل الثالث

الاختبار التحليلي للدراسة : اختبار إعلان عن مقسوم الأرباح وانعكاسه على عوائد الأسهم بإطار نظرية الإشارة

المبحث الأول : اختبار تأثير حجم الشركة عبر المحتوى المعلوماتي وانعكاسها في عوائد الأسهم

المبحث الثاني: اختبار تأثير تكرار الإعلانات عن مقسوم الأرباح عبر المحتوى المعلوماتي وانعكاسها في عوائد الأسهم

المبحث الثالث : اختبار تأثير نمط الأسهم عبر المحتوى المعلوماتي لإعلانات عن مقسوم الأرباح وانعكاسها في عوائد الأسهم

أ- اسهم نمو

ب- اسهم القيمة

الفصل الثالث

تمهيد:

يُعد محتوى المعلومات لمقسوم الأرباح من المعلومات، أو الإشارات الجيدة التي يدركها، أو يفسرها المستثمر الخارجي مهما كان نوع إعلان الشركة سواء كانت من ناحية حجمها أم نمط (نوع) اسهمها، أو إعلاناتها المتكررة لمقسوم الأرباح ، ومن أجل معرفة تأثير إعلانات مقسوم الأرباح في عوائد الأسهم الاعتيادية لأجمالي إعلانات عينة الدراسة ، اذ تم استخدام دراسة نافذة الحدث . وذلك لغرض معرفة العوائد غير الاعتيادية **AR** والمتراكمة **CAR** ومتوسطاتها اليومية المتراكمة **CAAR** لعوائد الاسهم غير العادية خلال نافذة الحدث المستخدمة والتي تستغرق فترة شهر اي (30) مشاهدة منها (15) قبل الإعلان (الحدث) و (14) بعد الإعلان، أو الحدث بالإضافة الى مشاهدة يوم (الإعلان، أو الحدث) لتكتمل نافذة الحدث خلال هذه الفترة .

والجدير بالذكر، أن اختبار كفاءة السوق تتمثل في مدى استجابته لإعلانات الشركات عينة الدراسة لمقسوم الأرباح ، اذ تعتمد هذه الاستجابة على نوع المعلومات التي تفصح عنها الشركات ، وتعد إعلانات مقسوم الأرباح عموماً من المعلومات الايجابية الجيدة ، لذا من المفترض أن تستجيب لها اسعار السوق بشكل ايجابي عبر إظهار عوائد غير اعتيادية ايجابية قبل تأريخ اوفي يوم الإعلان وتصبح هذه العوائد (صفرًا) اي تبقى ثابتة بعد يوم الحدث (الإعلان) ، اي انها لا تضيف اي شيء الى هذه العوائد غير الاعتيادية المتراكمة حسب فرضية السوق الكفوءه بالشكل شبه القوي ،أما إذا كانت هذه العوائد سالبة، أو متذبذبة (مرة سالبة واخرى موجبة) قبل يوم الحدث (الإعلان) فهذا يعني استجابة السوق تكون متحيزة (غير موضوعية) لمحتوى المعلومات عن هذا الإعلان ، وأن السوق غير كفوءه في هذه الاستجابة .



1.3. المبحث الأول: اختبار تأثير محتوى المعلومات لإعلانات مقسوم الأرباح في عوائد الاسهم نسبة لحجم الشركات

سيتم في هذا المبحث اختبار فرضية الدراسة الفرعية الاولى القائلة بعدم وجود تأثير لمحتوى المعلومات الخاص بإعلانات مقسوم الأرباح يؤدي الى تحقيق عوائد غير اعتيادية للشركات عينة الدراسة. المتعلقة بكفاءة السوق بالشكل شبه القوي للشركات نسبة لحجم الشركة ، والمرتبطة بتأثير حجم الشركة في مدى قوة الإشارة (المعلومة) المرسله من خلال إعلانات مقسوم الأرباح النقدي من قبل الشركات سواء كانت كبيرة الحجم ام صغيرة ، وذلك من خلال دراسة نافذة الحدث ولتوضيح، أو لبيان سرعة انعكاس محتوى المعلومات المرسله في عوائد الاسهم غير الاعتيادية، والعوائد غير الاعتيادية المتراكمة ومتوسطاتها اليومية . والذي من المفترض ان تكون هذه العوائد غير الاعتيادية والعوائد غير الاعتيادية المتراكمة ومتوسطاتها مرتفعة بالنسبة لعوائد الشركات الصغيرة ، بسبب ارتفاع عدم تماثل المعلومات في هذه الشركات ، علاوة على ذلك ، عدم اهتمام المحللين الماليين في هذا النوع من الشركات ، اما بالنسبة الى الشركات الكبيرة فالعكس صحيح. وتم ترتيب الشركات عينة الدراسة التي اعلنت عن مقسوم ارباحها والبالغ عددها (29) شركة، الى شركات كبيرة وأخرى صغيرة نسبةً الى متوسط قيمتها السوقية فالشركات الكبيرة هي الشركات ذات قيمة سوقية اكبر من متوسط القيمة السوقية للشركات عينة الدراسة اما الشركات الصغيرة فهي الشركات التي تكون ذات قيمة سوقية اصغر في الترتيب من القيمة السوقية المتوسطة . وتم حساب القيمة السوقية (رسملة السوق) لكل شركة من الشركات عينة الدراسة وصنفت الشركات من الاكبر حجماً الى الاصغر حجماً نزولاً، وتم اختيار اول عشر شركات تمثل الشركات الاكبر حجماً من حيث القيمة السوقية ، واخر عشر شركات في التصنيف تمثل الشركات الاصغر حجماً .

1.1.3. التحليل المالي عبر نافذة الحدث للشركات كبيرة الحجم :

اعتماداً على تصنيف الشركات الكبيرة المذكور سلفاً وقع الاختيار على تسع شركات من عينة الدراسة ، وهي الأكبر حجماً من حيث القيمة السوقية وكما موضح في الجدول (3-1) الآتي. ففي هذه الشركات جرى اختبار كفاءة السوق متمثلة في مدى الاستجابة لأسعار اسهمها عن محتوى المعلومات المرسله من خلال إعلانات مقسوم الأرباح ، وذلك لمعرفة مدى سرعة انعكاس محتوى المعلومات لإعلانات مقسوم الأرباح النقدية لهذه الشركات من خلال احتساب العوائد غير الاعتيادية للاسهم والعوائد غير الاعتيادية المتراكمة ومتوسطاتها المتراكمة اليومية عبر نافذة الحدث لفترة (30 يوم) المستخدمة في هذه الدراسة .

جدول (3- 1) اكبر شركات في سوق العراق للأوراق المالية التي اعلنت عن مقسوم ارباحها النقدي

ت	اسم الشركة	القيمة السوقية	عدد اسهم الشركة	عدد الإعلانات	تاريخ الإعلان
-1	شركة الخاتم للاتصالات	4,373,180,541,626.00	1,829,782,653,400	2	2019/6/13 2022/12/8
-2	شركة أسيا أسيل	2,898,500,000,000.00	310,000,000,000	7	2017/8/1 2017/12/12 2018/12/17 2019/4/28 2020/8/24 2021/11/1 2023/7/3
-3	شركة بغداد للمشروبات الغازية	735,607,199,998.80	204,335,333,333	4	2016/10/18 2018/9/24 2020/8/17 2023/8/31
-4	شركة مصرف المنصور	290,000,000,000.00	250,000,000,000	5	2016/4/25 2018/5/14 2019/5/7 2022/10/2 2023/7/12
-5	شركة فندق بابل	208,000,000,000.00	2,000,000,000	10	2018/1/29 2019/1/4 2019/5/14 2020/2/23 2020/2/23 2020/9/5 2021/4/5 2022/1/4 2022/9/5

2019/9/24 2022/6/13 2023/9/20	3	22,780,000,000	199,325,000,000.00	المعمورة للاستثمارات العقارية	-6
2019/5/29 2019/9/9 2023/7/11	3	250,000,000,000	187,500,000,000.00	مصرف الائتمان العراقي	-7
2017/6/13 2018/2/14 2018/7/31 2019/2/28 2019/12/5 2021/12/5 2023/2/22	7	250,000,000,000	177,500,000,000.00	المصرف التجاري العراقي	-8
2018/11/7 2022/11/17	2	250,000,000,000	172,500,000,000.00	شركة المصرف العراقي الاسلامي	-9

المصدر : من اعداد الباحث اعتمادا على بيانات سوق العراق للاوراق المالية

وبعد جمع البيانات لغرض حساب العوائد الفعلية لأسهم الشركات العشرة ومخاطرة السوق (Beta) وعوائد الاسهم المتوقعة عبر نموذج تسعير الموجودات الرأسمالية وعوائد الاسهم غير الاعتيادية لكل يوم من نافذة الحدث من خلال الفرق بين العوائد الفعلية للاسهم والعوائد المتوقعة ، فقد أصبح لدينا جدول (3-2) الذي يوضح عوائد الاسهم اليومية غير الاعتيادية والعوائد غير الاعتيادية المتراكمة للأسهم ومتوسطات العوائد غير الاعتيادية المتراكمة باستخدام المعادلتين (4-1) و(5-1) اليومية للشركات الكبيرة التي اعلنت عن مقسوم ارباحها المذكورة انفاً ولفترة (15) يوماً قبل يوم الإعلان عن مقسوم الأرباح ، إضافة الى يوم(الإعلان)، أو الحدث (اليوم 0) و(14) يوماً بعد الإعلان عن مقسوم الأرباح

جدول (2-3) العوائد اليومية غير الاعتيادية والمتراكمة ومتوسطاتها للشركات الكبيرة عبر نافذة الحدث اليومية

نافذة الحدث	شركة الخاتم		اسيا اسيل		بغداد للمشروبات		مصرف المنصور		معمورة للاستثمار		المصرف العراقي		التجاري العراقي		الاتمان العراقي		فندق بابل		المتوسط
	CAR	AR	CAR	AR	CAR	AR	CAR	AR	CAR	AR	CAR	AR	CAR	AR	CAR	AR	CAR	AR	CAAR
-15	-0.049	-0.049	-0.177	-0.177	-0.131	-0.131	0.001	0.001	-0.039	-0.039	-0.015	-0.015	0.06	0.06	-0.026	-0.026	-0.11	-0.11	-0.441
-14	-0.051	-0.101	-0.223	-0.399	0.068	-0.063	-0.04	-0.04	-0.031	-0.07	0.018	0.003	0.026	-0.03	-0.016	-0.042	-0.106	-0.216	-0.811
-13	-0.049	-0.15	-0.229	-0.629	0.015	-0.048	0.083	0.045	0.03	0.003	0.006	0.004	0.029	0.004	-0.033	-0.075	0.0012	-0.214	-0.944
-12	-0.048	-0.198	-0.213	-0.842	0.035	-0.012	0.014	0.058	0.007	-0.034	0.014	0.009	0.014	-0.02	-0.02	-0.094	3E-05	-0.214	-1.133
-11	-0.048	-0.246	-0.224	-1.067	0.025	0.013	0.007	0.065	-0.047	-0.081	-6E-04	-0.015	0.015	0.015	-0.05	-0.144	-0.108	-0.322	-1.535
-10	-0.048	-0.293	-0.198	-1.264	0.037	0.05	-0.022	0.043	0.057	-0.024	0.013	0.013	0.059	0.03	-0.047	-0.191	-0.046	-0.369	-1.716
-9	-0.052	-0.345	-0.206	-1.471	0.05	0.1	0.046	0.089	-0.049	-0.073	0.03	0.042	0.061	0.002	-0.04	-0.231	-0.038	-0.406	-1.927
-8	-0.178	-0.523	-0.255	-1.725	0.035	0.135	0.108	0.197	-0.019	-0.092	-0.025	0.017	0.087	0.026	-0.044	-0.275	-0.116	-0.523	-2.237
-7	-0.048	-0.571	-0.219	-1.944	-0.027	0.108	-0.046	0.151	0.01	-0.082	-0.008	0.009	0.143	0.056	-0.038	-0.313	-0.05	-0.573	-2.564
-6	-0.051	-0.621	-0.192	-2.136	0.042	0.15	0.043	0.193	-0.042	-0.124	-0.004	0.005	0.188	0.046	0.0305	-0.282	-0.055	-0.628	-2.703
-5	-0.047	-0.668	-0.329	-2.466	0.042	0.192	0.018	0.211	-0.02	-0.144	0.01	0.016	0.222	0.034	-0.085	-0.367	-0.082	-0.711	-3.121
-4	-0.051	-0.719	-0.199	-2.665	0.02	0.212	0.007	0.218	-0.042	-0.186	-0.138	-0.123	0.281	0.058	-0.061	-0.428	-0.074	-0.785	-3.555
-3	-0.052	-0.771	-0.168	-2.833	0.019	0.231	0.054	0.272	-0.004	-0.189	-0.067	-0.19	0.229	-0.05	-0.021	-0.449	-0.062	-0.846	-3.861
-2	-0.056	-0.826	-0.228	-3.061	0.07	0.301	0.008	0.28	0.012	-0.177	0.003	-0.187	0.187	-0.04	-0.032	-0.481	-0.022	-0.868	-4.098
-1	-0.103	-0.929	-0.18	-3.242	0.063	0.364	0.076	0.357	0.051	-0.127	0.003	-0.184	0.222	0.035	-0.036	-0.517	-0.082	-0.951	-4.181
0	-0.101	-1.031	-0.23	-3.471	0.038	0.402	0.07	0.426	0.015	-0.112	-0.031	-0.215	0.297	0.075	-0.039	-0.557	-0.022	-0.973	-4.317
1	-0.049	-1.079	-0.189	-3.66	0.052	0.454	0.043	0.469	0.094	-0.018	0.018	-0.198	0.283	-0.01	-0.046	-0.602	-0.065	-1.038	-4.429
2	-0.051	-1.13	-0.262	-3.923	0.054	0.508	0.13	0.6	0.022	0.004	0.022	-0.176	0.288	0.005	-0.022	-0.624	0.0258	-1.012	-4.46
3	-0.05	-1.18	-0.153	-4.076	0.016	0.524	0.035	0.635	0.053	0.058	-0.003	-0.179	0.297	0.009	-0.026	-0.651	-0.014	-1.025	-4.548
4	-0.049	-1.23	-0.207	-4.283	0.065	0.59	0.003	0.638	0.012	0.069	0.033	-0.146	0.3	0.003	-0.089	-0.74	0.1102	-0.915	-4.624
5	-0.051	-1.28	-0.194	-4.476	0.028	0.618	0.027	0.665	0.002	0.071	0.002	-0.151	0.232	-0.07	-0.003	-0.743	0.0734	-0.842	-4.769
6	-0.049	-1.33	-0.2	-4.676	0.052	0.67	0.051	0.715	-0.017	0.055	0.007	-0.144	0.228	0	-0.066	-0.809	0.0065	-0.835	-4.945
7	-0.054	-1.384	-0.253	-4.93	0.011	0.681	0.011	0.726	-0.031	0.023	0.096	-0.048	0.233	0.005	-0.02	-0.83	-0.106	-0.942	-5.24
8	-0.049	-1.433	-0.19	-5.12	0.039	0.72	0.08	0.806	0.008	0.032	0.017	-0.031	0.236	0.003	-0.007	-0.836	-0.125	-1.066	-5.419
9	-0.048	-1.48	-0.188	-5.308	0.033	0.753	0.053	0.859	-0.015	0.017	-0.025	-0.056	0.22	-0.02	-0.002	-0.838	-0.067	-1.134	-5.652
10	-0.052	-1.533	-0.183	-5.491	0.023	0.776	0.024	0.883	-0.048	-0.031	0.003	-0.053	0.229	0.009	0.0045	-0.834	-0.118	-1.251	-5.943
11	-0.054	-1.586	-0.239	-5.73	0.023	0.799	0.021	0.905	-0.013	-0.045	-0.018	-0.071	0.199	-0.03	-0.046	-0.88	-0.016	-1.267	-6.267
12	-0.06	-1.646	-0.267	-5.997	0.16	0.959	0.009	0.914	-0.025	-0.07	-0.074	-0.145	0.227	0.028	-0.043	-0.923	0.0365	-1.231	-6.449
13	-0.061	-1.707	-0.114	-6.11	0.061	1.02	0.067	0.98	-0.017	-0.087	-0.017	-0.162	0.222	-0.01	-0.026	-0.949	-0.124	-1.355	-6.631
14	-0.05	-1.758	-0.084	-6.194	0.015	1.035	0.035	1.015	6E-04	-0.087	0.011	-0.151	0.254	0.032	-0.065	-1.014	0.0501	-1.305	-6.641

المصدر: من اعداد الباحث اعتماداً على تقارير سوق العراق للأوراق المالية

ونلاحظ من الجدول (2-3) اعلاه بان العمود الأول يمثل نافذة الحدث وفترتها 30 يوم ، اما بالنسبة لكل شركة من هذه الشركات يوجد عمودين يمثل الأول العوائد غير الاعتيادية **AR** و يمثل الثاني العوائد غير الاعتيادية المتراكمة **CAR** لاسهم الشركة التي اعلنت عن مقسوم ارباحها ، ففي ظل شروط الكفاءة ينبغي ان يبدأ موجباً في اليوم الأول من نافذة الحدث (اليوم -15-)، ثم يتصاعد شيئاً فشيئاً ليصل الى اعلى قيمة له في يوم الإعلان، أو الحدث(اليوم 0) وبعد ذلك تظل قيمة العوائد غير الاعتيادية ثابتة ومستقرة من يوم الإعلان لغاية آخر يوم في نافذة الحدث (اليوم +14).

فنلاحظ طوال فترة الـ 15 يوم قبل الحدث (يوم الإعلان) لشركة الخاتم متذبذبة، و لكنها في الاتجاه السالب على الرغم من عدم تماثل المعلومات لهذا النوع من الشركات ينبغي ان يكون منخفضاً ، لهذا فان الاتجاه العام للعوائد غير الاعتيادية المتراكمة كان سالباً ، وهذا يعني ان المعلومات عن الشركة قد تسربت الى المستثمرين في السوق بشكل سلبي مما سببت خسائر غير اعتيادية كبيرة لاسهم شركة الخاتم ، فكانت أعلى خسارة قبل الإعلان هي في اليوم (-8) اذ بلغت (-0.178) وفي الوقت نفسه تمثل اعلى خسارة خلال نافذة الحدث الـ 30 يوماً ، اما اقل خسارة كانت في اليوم (-5) بلغت (-0.047) وفي الوقت نفسه تمثل اقل خسارة خلال نافذة ، وفي يوم الإعلان حققت الشركة خسارة غير اعتيادية مقدارها (-0.101) ، ويبدو ان المعلومات المتسربة السابقة ليست جيدة لذا استمرت هذه العوائد بالتقلب بعد تاريخ الإعلان، و لكن بالاتجاه السالب أيضاً حتى استقرت في اخر مشاهدة لنافذة الحدث عند(-0.050).وهذا يعني ان استجابة السوق كانت متحيزة لمحتوى المعلومات عن الشركة بشكل سلبي ، لذا كان الاتجاه العام للعوائد غير الاعتيادية المتراكمة **CAR** لهذه الشركة سالباً طوال نافذة الحدث الـ 30 يوم ، لذا ظهرت قيم **CAR** سالبة طوال نافذة الحدث نتيجة تحقق عوائد غير أعتيادية **AR** سالبة طوال نافذة الحدث ، وهذا يدل على ان



استجابة السوق كانت متحيزة لإعلان مقسوم الأرباح بشكل سلبي، علاوة على ذلك ، ان العوائد غير الاعتيادية المتراكمة بعد تاريخ الإعلان لم تستقر فكانت متذبذبة بالاتجاه السالب ومن المفترض ان تبقى ثابتة بعد تاريخ الإعلان ولا تضيف شيئاً.

ولهذه الاستجابة المنحازة من ناحية السوق ثلاث نتائج: الأولى: هي ان ردة فعل السوق المتحيزة نتيجة العوائد غير الاعتيادية السالبة قبل تاريخ الإعلان واثناؤه، والثانية هي ان لإعلان مقسوم الأرباح من قبل الشركة محتوى معلومات مؤثر، والدليل على ذلك حققت الشركة عوائد غير أعتيادية سالبة بعد الإعلان والتي من المفترض ان تكون ثابتة وتساوي قيمتها(صفر) ، اذا لم يكن لإعلان مقسوم الأرباح محتوى معلومات مؤثر وهذا يعني وجود مشكلة عدم تماثل معلومات مما يتعارض مع فرضية الدراسة الفرعية الأولى ، والثالثة ان استجابة السوق كانت بطيئة وغير كاملة نتيجة تحقق خسائر غير أعتيادية AR حتى مرور 14 يوم بعد تاريخ الإعلان . وهذا يدل على ان ردة فعل (استجابة) السوق لمحتوى المعلومات كانت بطيئة لهذا الحدث وأن أسعار السوق لم تستجيب بشكل سريع وتام في (يوم الإعلان) وهذا دليل على ان السوق غير كفوءة.

وكانت العوائد غير الاعتيادية السالبة لشركة اسيا سيل أيضاً خلال فترة نافذة الحدث ، فبالرغم من انخفاض عدم تماثل المعلومات في الشركات الكبيرة ، فكانت جميع المشاهدات على طول نافذة الحدث للعوائد غير الاعتيادية كانت سالبة قبل الإعلان واثناؤه وبعده ، مما ادى بان يكون الاتجاه العام للعوائد غير الاعتيادية المتراكمة كانت سالبة ، وهذا يعني ان المعلومات التي تسربت عن الشركة الى المستثمرين في السوق كانت سيئة جدا مما سببت خسائر كبيرة غير اعتيادية لاسهم الشركة ، فكانت اقل خسارة غير اعتيادية للسهم قبل



الإعلان في اليوم الأول من نافذة الحدث (اليوم -15) اذ بلغت (-0.177) و أعلى خسارة غير اعتيادية تحققت قبل الإعلان كانت في اليوم الحادي عشر (اليوم -5) اذ بلغت (-0.329) وهي تمثل في الوقت ذاته أعلى خسارة للسهم خلال نافذة الحدث، واستمرت العوائد غير الاعتيادية متذبذبة، و لكن بالاتجاه السالب ، وحتى في يوم الإعلان، أو الحدث (اليوم 0) كان العائد سالبا اذ بلغت الخسارة (-0.230) والتي من المفترض ان يصل العائد غير الاعتيادي في مثل هذا اليوم الى أعلى ما يمكن ، وهذا يعني ان استجابة السوق لمحتوى المعلومات انخفضت في يوم الإعلان واستمرت بالاتجاه السالب بعد الإعلان أيضاً ، لذا استمرت هذه العوائد تتقلب بالاتجاه السالب بعد تاريخ الإعلان حتى استقرت في اخر مشاهدة لنافذة الحدث عند (-0.084) . ولطالما ظهرت عوائد غير الاعتيادية سالبة AR لشركة اسيا سيل على طول نافذة الحدث، مما جعل الاتجاه العام للعوائد غير الاعتيادية المتراكمة CAR لهذه الشركة سالبة طوال الـ 30 يوم من نافذة الحدث، وهذا يعني ان استجابة السوق كانت متحيزة بشكل سلبي لإعلان مقسوم الأرباح لهذه الشركة . ومن جهة اخرى، ولطالما ان العوائد غير الاعتيادية المتراكمة بعد يوم الإعلان لم تستقر واخذت تتخف وتترفع بالاتجاه السالب ومن المفترض ان تكون ثابتة بعد تاريخ الإعلان ، لذا فان لهذا السلوك ثلاث نتائج الأولى : هي ان ردة فعل السوق كانت متحيزة نتيجة تحقق عوائد غير اعتيادية سالبة قبل واثاء الإعلان ، والثانية : هي ان لإعلان مقسوم الأرباح النقدي معلومات مؤثرة والدليل على ذلك ، تحققت عوائد غير اعتيادية سالبية (خسائر) بعد الإعلان والتي من المفترض ان لا تضيف شيئاً بعد الإعلان اي تساوي صفر، اذا لم يكن لإعلان مقسوم الأرباح محتوى معلوماتي مؤثر ، وهذا يعني وجود مشكلة بأن المعلومات غير متماثلة مما يتعارض مع فرضية الدراسة الفرعية الأولى. والثالثة: ان استجابة السوق كانت بطيئة وليست تامة نتيجة تحقق خسائر غير اعتيادية حتى بعد مرور 14 يوم من تاريخ الحدث . وهذا دليل على



ان استجابة السوق لمعلومات هذا الحدث بطيئة، وأن أسعار الاسهم في السوق لم تستجب بشكل تام وسريع في يوم الإعلان ، و هذا دليل على عدم كفاءة السوق .

اما بالنسبة لشركة بغداد للمشروبات الغازية فالعمود الأول لهذه الشركة يمثل العوائد غير الاعتيادية و الثاني يمثل العوائد غير الاعتيادية المتراكمة، فعلى الرغم من ان الشركة تعد من الشركات الكبيرة وعدم تماثل المعلومات لهذه النوع من الشركات يكون منخفض نتيجة اهتمام المحللين الماليين بمثل هذا النوع من الشركات ، فكانت جميع العوائد غير الاعتيادية موجبة طوال نافذة الحدث باستثناء يومان قبل الحدث ، لذا فإن الغلبة كانت للعوائد الموجبة مما افضى بأن يكون الاتجاه العام للعوائد غير الاعتيادية المتراكمة موجبة خلال نافذة الحدث بأستثناء الاربعة ايام الأولى من نافذة الحدث كانت سالبة ، وهذه الاستجابة الجيدة من السوق قد يكون نتيجة تسرب معلومات جيدة الى المستثمرين بان الشركة ذات سمعة جيدة، أو الشركة ستقوم بتوزيع مقسوم ارباح، أو نادراً ما تصدر اسهماً جديدة ، وان الشركة سيكون لديها ارباح كبيرة مستقبلاً، لذا كانت أستجابة السوق لهذا النوع من الإعلانات ايجابية ، فاذا كانت الشركة بهذا النوع ستكون اشارتها صادقة ، ولا تعلن عن مقسوم ارباحها الا اذا كانت اسعار اسهم الشركة فعلاً اقل من قيمتها الحقيقية ، وتوقعات المستثمرين بأرتفاع اسعار الاسهم بعد الإعلان عن مقسوم الأرباح ، لذا يستجيب السوق بشكل ايجابي لهذه المعلومات ،، أو قد يكون هناك بعض المطلعين كالمدراء الذين لديهم معلومات سرية محتفظين بها ولم يفصحوا عنها في السوق، مما ادى الى وجود عدم تماثل معلومات ، ومن ثم تحقيق عوائد غير أعتيادية على حساب المستثمرين الآخرين ، فكانت استجابة السوق لتحركات اسعار الاسهم اغلبها ايجابية عبر ظهور عوائد غير اعتيادية ، فكان اعلى العوائد غير الاعتيادية في اليوم (-2) للفترة التي تسبق يوم الإعلان، وهو اليوم الرابع عشر من نافذة الحدث ، اذ بلغ (0.070) اما اقل العوائد غير الاعتيادية كان في اليوم الأول من



نافذة الحدث وهو اليوم -15 الذي يسبق الإعلان ، اذ بلغ (-0.131) ، وهذا يعني ان المعلومات في الأيام التي تسبق الحدث لم تكن بالمستوى المطلوب ، لذا كانت استجابة السوق لها سلبية ، اما العوائد اليومية غير الاعتيادية في باقي الايام خلال الفترة التي تسبق يوم الحدث (الإعلان) فكانت قيمها تتقلب ما بين القيمتين المذكورتين سلفاً . وفي يوم الإعلان بلغ العائد غير الاعتيادي (0.038) ، واستمرت العوائد بعد يوم الإعلان ايجابية حتى بلغت في اخر مشاهدة من نافذة الحدث (0.015) مما ادى الى عوائد غير اعتيادية متراكمة موجبة CAR ما عدا الاربعة ايام الأولى من نافذة الحدث. وطالما ان قيم CAR اغلبها موجبة فتارةً تنخفض وتارةً اخرى ترتفع قبل يوم الإعلان، ففي ذلك دلالة على ان استجابة السوق كانت متحيزة لإعلان مقسوم الأرباح لهذه الشركة . ومن جهة اخرى، ولطالما ان تراكم العوائد غير الاعتيادية المتراكمة CAR بعد الحدث لم تستقر عند (0.402) وهو العائد غير الاعتيادي المتراكم في يوم الإعلان وتبقى ثابتة حتى نهاية نافذة الحدث، فهي اخذت ترتفع اعلى بكثير من هذه القيمة خلال الفترة ما بعد الإعلان حتى آخر يوم في نافذة الحدث وصلت الى (1.035) وفي الوقت ذاته يمثل اعلى عائد غير اعتيادي متراكم حققته الشركة ، نتيجةً لتقلب العوائد غير الاعتيادية خلال هذه الفترة .

فان لسلوك السوق هذا ، ثلاثة نتائج : الأولى: هو ان هناك تحيز في استجابة السوق لإعلانات المقسوم نتيجة تحقق عوائد غير اعتيادية قبل واثاء الإعلان ، والثانية: هو ان إعلان مقسوم الأرباح محتوى معلومات مؤثر وذلك من خلال تحقيق عوائد غير اعتيادية ومتراكمة للشركة بعد الإعلان ، والتي ينبغي ان تكون ثابتة (قيمتها صفر) ، اذا لم يكن لإعلان مقسوم الأرباح محتوى معلومات مؤثر هذا يعني وجود مشكلة عدم تماثل معلومات مما يتعارض مع الفرضية الفرعية الأولى للدراسة والثالثة: ان ردة فعل السوق بطيئة في استجابتها وغير تامة نتيجة تحقق عوائد غير اعتيادية ايجابية حتى بعد مرور اسبوعين من إعلان



الشركة لمقسوم ارباحها ، وفي ذلك اشارة غاية بالأهمية للمستثمرين تُنذر ، أو تُنبأ بأن هناك خلل في كفاءة السوق ، اذ انها تؤكد للمستثمر بأنه لو اشترى اسهم هذه الشركة قبل إعلانها عن مقسوم ارباحها بـ 15 يوم واحتفظ بها لفترة 14 يوم بعد الإعلان عن المقسوم فيإمكانه تحقيق عائد موجب غير اعتيادي اكثر من (1.035) وهو (CAR في اليوم +14 اخر مشاهدة لنافاذة الحدث) وهو عادة عائد مناسب جدا . وهذا يدل على ان ردة فعل السوق كانت بطيئة في الاستجابة لمعلومات هذا الحدث وأن أسعار الاسهم في السوق لم تستجب بشكل تام وسريع في يوم الإعلان عن مقسوم الأرباح ، وفي ذلك دلالة على ان هناك خلل في كفاءة السوق .

ونلاحظ من التحليل المالي لمصرف المنصور فالعمود الأول لهذا المصرف يمثل العوائد غير الاعتيادية و الثاني يمثل العوائد غير الاعتيادية المتراكمة، فعلى الرغم من ان المصرف يعد من احدى الشركات الكبيرة وعدم التماثل المعلوماتي لهذا النوع من الشركات يكون منخفض نتيجة اهتمام المحللين الماليين بمثل هذا النوع من الشركات ، فكانت جميع العوائد غير الاعتيادية موجبة طوال نافذة الحدث باستثناء ثلاثة ايام قبل الحدث ، لذا كان اتجاه العوائد الموجبة هو السائد ، مما افضى بأن يكون الاتجاه العام للعوائد غير الاعتيادية المتراكمة موجبة خلال نافذة الحدث بأستثناء اليوم الثاني من نافذة الحدث وهو اليوم -14 الذي يسبق الإعلان كان سالب ، وهذه الاستجابة الجيدة من السوق قد يكون نتيجة تسرب معلومات جيدة الى المستثمرين بان المصرف ذو سمعة جيدة، أو المصرف سيقوم بتوزيع مقسوم ارباح،، أو نادراً ما يصدر اسهماً جديدة ، وان المصرف سيكون لديه ارباح كبيرة مستقبلاً، لذا كانت أستجابة السوق لهذا النوع من الإعلانات ايجابية ، فاذا كان المصرف بهذا النوع ستكون اشارته صادقة ، ولا يعلن عن مقسوم ارباحه الا اذا كانت اسعار اسهم المصرف فعلاً اقل من قيمتها الحقيقية ، وتوقعات المستثمرين بأرتفاع اسعار الاسهم



بعد الإعلان عن مقسوم الأرباح ، لذا يستجيب السوق بشكل ايجابي لهذه المعلومات الجيدة ، او قد يكون هناك عدد من المطلعين كالمدراء الذين لديهم معلومات سرية محتفظين بها ولم يفصحوا عنها في السوق، مما ادى الى وجود عدم تماثل معلومات ، ومن ثم ، تحقيق عوائد غير اعتيادية على حساب المستثمرين الخارجيين ، فكانت استجابة السوق لتحركات اسعار الاسهم اغلبها ايجابية عبر ظهور عوائد غير اعتيادية ، فكان اعلى العوائد غير الاعتيادية في اليوم 8- الذي يسبق يوم الإعلان، من نافذة الحدث ، اذ بلغ (0.108) اما اقل العوائد غير الاعتيادية كان في اليوم 7- الذي يسبق الإعلان عن مقسوم الأرباح ، اذ بلغ (-0.046) وهي بذات الوقت تمثل اعلى خسارة غير اعتيادية تعرض لها المصرف ، وهذا يعني ان المعلومات في الأيام التي تسبق الحدث لم تكن جيدة بالمستوى المطلوب ، لذا كانت استجابة السوق لها سلبية ، اما العوائد اليومية غير الاعتيادية في باقي الايام خلال الفترة التي تسبق يوم الحدث (الإعلان) فكانت قيمها متذبذبة ما بين القيمتين المذكورتين سلفاً . وفي يوم الإعلان بلغ العائد غير الاعتيادي (0.070) ، واستمرت العوائد بعد يوم الإعلان ايجابية حتى بلغت في اخر مشاهدة من نافذة الحدث (0.035) مما ادى الى تراكم العوائد غير الاعتيادية بشكل موجب CAR ما عدا اليوم 2 من نافذة الحدث وهو اليوم 14- قبل الإعلان ، وطالما ان قيم CAR اغلبها موجبة فتارةً تتخفف وتارةً اخرى ترتفع قبل يوم الإعلان، ففي ذلك دلالة على ان استجابة السوق كانت متحيزة لإعلان مقسوم الأرباح لهذا المصرف . ومن جهة اخرى، طالما ان تراكم العوائد غير الاعتيادية CAR بعد الحدث لم تستقر عند (0.426) وهو العائد غير الاعتيادي المتراكم في يوم الإعلان وتبقى ثابتة حتى نهاية نافذة الحدث، فهي اخذت ترتفع اعلى بكثير من هذه القيمة خلال الفترة ما بعد الإعلان حتى آخر يوم من نافذة الحدث وصلت الى (1.015) وفي



الوقت ذاته يمثل اعلى غير اعتيادي متراكم حققه المصرف ، نتيجةً لتقلب العوائد غير الاعتيادية خلال هذه الفترة .

فان لسلوك السوق هذا ، ثلاثة نتائج : الأولى: هو ان هناك تحيز في استجابة السوق لإعلانات مقسوم الأرباح نتيجة تحقق عوائد غير اعتيادية قبل واثاء الإعلان ، والثانية : هو ان إعلان مقسوم الأرباح محتوى معلومات مؤثر وذلك من خلال تحقيق عوائد غير اعتيادية ومتراكمة لمصرف المنصور ، والتي ينبغي ان تكون ثابتة(لا تضيف شيئاً) ، واذا لم يكن لإعلان مقسوم الأرباح محتوى معلومات مؤثر هذا يعني وجود مشكلة عدم تماثل معلوماتي مما يتعارض مع فرضية الدراسة الفرعية الأولى. والثالثة: ان ردة فعل السوق بطيئة في استجابتها وغير تامة نتيجة تحقق عوائد غير اعتيادية ايجابية حتى بعد مرور 14 يوم من إعلان المصرف عن مقسوم ارباحه ، وفي ذلك اشارة مهمة جداً للمستثمرين تُذّر، أو تُنبأ بأن هناك خلل في كفاءة السوق ، اذ انها تؤكد للمستثمرين بأنهم لو اشتروا اسهم هذا المصرف قبل إعلانها عن مقسوم ارباحه ب 15 يوم واحتفظوا بها لفترة 14 يوم بعد يوم الإعلان فبإمكانهم تحقيق عائد موجب غير اعتيادي اكثر من (1.015) وهو (CAR) في اليوم +14 اخر مشاهدة لنافاذة الحدث) وهو عائد مناسب جدا . وهذا يدل على ان ردة فعل السوق كانت بطيئة في الاستجابة لمعلومات هذا الحدث وأن أسعار الاسهم في السوق لم تستجب بشكل تام وسريع في يوم الإعلان عن مقسوم الأرباح ، وفي ذلك دلالة على ان هناك عدم كفاءة السوق .

اما لشركة المعمورة للاستثمارات ، فعلى الرغم من ان الشركة تعد من الشركات الكبيرة وعدم تماثل المعلومات لهذه النوع من الشركات يكون منخفض نتيجة الاهتمام الكبير للمحللين الماليين بمثل هذا النوع من



الشركات ، فكانت العوائد غير الاعتيادية متقلبة سالبة و موجبة طوال نافذة الحدث، الا أن الغلبة كانت للعوائد السالبة ، مما افضى بأن يكون الاتجاه العام للعوائد غير الاعتيادية المتراكمة متقلبة سالبة لاغلب ايام نافذة الحدث ، وكانت اعلى قيمة قبل الإعلان للعوائد غير الطبيعية الايجابية في اليوم(-10) حيث بلغت (0.057)، اما اقل العوائد غير الطبيعية (اعلى خسارة) فكانت في اليوم 9- الذي يسبق يوم الإعلان حيث بلغت (- 0.049) ، وفي يوم الإعلان كانت العوائد غير الطبيعية موجبة اي اليوم (0) بلغت في ذلك اليوم (0.015) ، ثم استمرت تلك العوائد موجبة خلال اليوم الأول والذي كان يمثل اعلى العوائد غير الطبيعية الايجابية خلال نافذة الحدث فلقد بلغت في ذلك اليوم (0,094) ، ثم كانت متذبذبة بعد الإعلان ، واستمرت العوائد بعد يوم الإعلان متذبذبة ايجابية وسلبية ، واما في اخر مشاهدة من نافذة الحدث كانت العوائد غير الطبيعية ايجابية حيث بلغت (0.0006) وهذه الاستجابة الضعيفة من السوق قد يكون نتيجة تسرب معلومات غير مؤكدة (غامضة) الى المستثمرين ،قد يحدث ذلك عندما تكون هناك عوامل مختلفة تؤثر على كيفية توزيع مقسوم الأرباح كالانخفاض، أو الزيادة، أو عندما يكون هناك تفاصيل غير معلنة بوضوح للجمهور، لذلك تعد تلك الشركة من الشركات التي تفضل عدم الكشف عن جميع تفاصيل عمليات توزيع الأرباح بشكل كامل، مما يجعلها "غامضة" في هذا السياق فتكون الإشارات المرسله من الصعب تفسيرها، لذا كانت أستجابة السوق لهذا النوع من الإعلانات ايجابية خلال اليومين التي قبل الحدث وفي الإعلان وبعد الإعلان بخمسة ايام ، فاذا كانت الشركة بهذا النوع ستكون اشارتها غامضة ،، أو قد يكون هناك بعض المطلعين كالمدرء الذين لديهم معلومات سرية محتفظين بها ولم يفصحوا عنها في السوق، مما ادى الى وجود عدم تماثل معلومات ، ومن ثم تحقيق عوائد غير أعتيادية على حساب المستثمرين الآخرين ، فكانت استجابة السوق لتحركات اسعار الاسهم متقلبة ايجابية وسلبية عبر ظهور عوائد غير اعتيادية ، وهذا يعني ان



المعلومات في الأيام التي تسبق الحدث لم تكن بالمستوى المطلوب ، لذا كانت استجابة السوق لها سلبية ماعدا بعض الايام، اما العوائد الغير اعتيادية المتراكمة سالبة CAR ما عدا الايام الثمانية بعد اليوم الأول من الإعلان خلال نافذة الحدث التي ظهرت فيها العوائد غير الطبيعية المتراكمة موجبة . وطالما ان قيم CAR اغلبها سالبة فتارةً تتخفف وتارةً اخرى ترتفع قبل يوم الإعلان، ففي ذلك دلالة على ان استجابة السوق كانت متحيزة لإعلان مقسوم الأرباح لهذه الشركة . ومن جهة اخرى، وطالما ان تراكم العوائد غير الاعتيادية CAR بعد الحدث لم تستقر عند (-0.112) وهو العائد غير الاعتيادي في يوم الإعلان ولم تبقى ثابتة حتى نهاية نافذة الحدث، فهي اخذت ترتفع وتتنخفض اكثر من هذه القيمة خلال الفترة ما بعد الإعلان، حتى استقرت في اخر مشاهدة من نافذة الحدث عند (-0.087) .

فان لهذا لسلوك ، ثلاثة نتائج : الأولى: هو ان هناك تحيز في استجابة السوق لإعلانات المقسوم نتيجة تحقق عوائد موجبة وسالبة غير اعتيادية قبل الإعلان واثناؤه ، والثانية : هو ان إعلان مقسوم الأرباح محتوى معلومات مؤثر وذلك من خلال تحقيق عوائد غير اعتيادية للشركة بعد الإعلان ، والتي ينبغي ان تكون ثابتة (قيمتها صفر) ، اذا لم يكن لإعلان مقسوم الأرباح محتوى معلومات مؤثر ، هذا يعني وجود مشكلة عدم تماثل معلومات مما يتعارض مع الفرضية الفرعية الأولى للدراسة ، والثالثة: ان ردة فعل السوق بطيئة في استجابتها وغير تامة نتيجة تحقق عوائد غير اعتيادية حتى بعد مرور اسبوعين من إعلان الشركة لمقسوم ارباحها، وفي ذلك دلالة على ان هناك خلل في كفاءة السوق .

ونلاحظ من خلال التحليل المالي لمصرف العراقي الاسلامي فالعمود الأول لهذا المصرف يمثل العوائد غير الاعتيادية و الثاني يمثل العوائد غير الاعتيادية المتراكمة، فعلى الرغم من ان المصرف يعد من



احدى الشركات الكبيرة وعدم التماثل المعلوماتي لهذا النوع من الشركات يكون منخفض نتيجة الاهتمام الكبير من المحللين الماليين لهذا النوع من الشركات ، فكانت العوائد غير الاعتيادية متقلبة ما بين السالبة و الموجبة طوال نافذة الحدث ، لذا كان الاتجاه العام للعوائد غير الاعتيادية سالباً لاغلب ايام نافذة الحدث ، وهذا يعني ان استجابة السوق لم تكن بالمستوى المطلوب قد يكون نتيجة تسرب معلومات غير جيدة الى المستثمرين بان المصرف سيقوم باصدار اسهم، أو المصرف لايوزع مقسوم ارباح خلال الفترة القادمة ، وان المصرف ليس لديه ارباح مستقبلاً، لذا كانت استجابة السوق لهذا النوع من الإعلانات سلبية في الفترة التي سبقت الحدث ، والدليل على ذلك كانت العائد غير الاعتيادي في يوم الإعلان كان سالبا بمقدار (-0.013) والذي من المفترض ان يكون العائد في يوم الإعلان اعلى مايمكن، اما بعد الإعلان فكانت العوائد متقلبة ما بين الموجب والسالب والتي من المفروض أن تبقى ثابتة بعد الإعلان، واستمرت العوائد بالتقلب خلال نافذة الحدث حتى بلغت في اخر مشاهدة لها (0.011) وكان اغلب ايام نافذة الحدث للعوائد غير الاعتيادية المتراكمة CAR سالبة ، فنلاحظ فقط 9 ايام موجبة قبل الإعلان اما بقية الايام كانت سالبة وجميع العوائد غير الاعتيادية المتراكمة في يوم الإعلان وما بعده كانت سالبة ، وطالما ان قيم CAR متذبذبة قبل الإعلان فتارةً تنخفض وتارةً اخرى ترتفع ، ففي ذلك دلالة على ان استجابة السوق كانت متحيزة لإعلان مقسوم الأرباح لهذا المصرف . ومن جهة اخرى، طالما ان تراكم العوائد غير الاعتيادية CAR بعد الحدث لم تستقر عند (-0.215) وهو العائد غير الاعتيادي التراكمي في يوم الإعلان ولم تبقى ثابتة حتى نهاية نافذة الحدث، فهي تتقلب بالاتجاه السالب دون مستوى هذه القيمة خلال الفترة ما بعد الإعلان حتى استقرت في آخر يوم من نافذة الحدث عند (-0.151) .



فان لسلوك السوق هذا ، ثلاثة نتائج : الأولى: هو ان هناك تحيز في استجابة السوق لإعلانات مقسوم الأرباح نتيجة تحقق عوائد غير اعتيادية قبل واثاء الإعلان ، والثانية : هو ان إعلان مقسوم الأرباح محتوى معلومات مؤثر وذلك من خلال تحقيق عوائد غير اعتيادية ومتراكمة موجبة وسالبة لمصرف المنصور بعد الإعلان ، والتي ينبغي ان تكون ثابتة (لا تضيف شيئاً) ، اذا لم يكن إعلان مقسوم الأرباح محتوى معلومات مؤثر هذا يعني وجود مشكلة عدم تماثل معلوماتي مما يتعارض مع فرضية الدراسة الفرعية الأولى والثالثة: ان ردة فعل السوق بطيئة في استجابتها وغير تامة نتيجة تحقق عوائد غير اعتيادية ايجابية وسلبية حتى بعد مرور 14 يوم من إعلان المصرف عن مقسوم ارباحه، وفي ذلك دلالة على ان هناك عدم كفاءة السوق .

اما بالنسبة لمصرف العراقي للتجارة، فعلى الرغم من ان المصرف يعد من احدى الشركات المالية الكبيرة وعدم التماثل المعلوماتي لهذا النوع من الشركات يكون منخفض نتيجة الاهتمام المتزايد من قبل المحللين الماليين لهذا النوع من الشركات ، فكانت جميع العوائد غير الاعتيادية موجبة قبل نافذة الحدث باستثناء ثلاثة ايام قبل نافذة الحدث وخمسة أيام بعد الإعلان عن مقسوم الأرباح ، لذا كان اتجاه العوائد الموجبة هو السائد ، مما افضى بأن يكون الاتجاه العام للعوائد غير الاعتيادية المتراكمة موجبة خلال نافذة الحدث ، وهذه الاستجابة الجيدة من السوق قد يكون نتيجة تسرب معلومات جيدة الى المستثمرين بان المصرف ذو سمعة جيدة، أو المصرف سيقوم بتوزيع مقسوم ارباح في المستقبل ، او نادراً ما يصدر اسهماً جديدة ، وان المصرف لديه ارباح كبيرة مستقبلاً، لذا كانت أستجابة السوق لهذا النوع من الإعلانات ايجابية ، فاذا كان المصرف من هذا النوع ستكون اشارته صادقة ، ولا يعلن عن مقسوم ارباح الا اذا كانت اسعار اسهم المصرف فعلاً اقل من قيمتها الحقيقية ، وتوقعات المستثمرين بأرتفاع اسعار الاسهم بعد الإعلان عن



مقسوم الأرباح ، لذا يستجيب السوق بشكل ايجابي لمثل هذه المعلومات ، او قد يكون هناك عدد من المطلعين كالمدراء الذين لديهم معلومات سرية محتفظين بها ولم يفصحوا عنها في السوق، مما أدى الى وجود عدم تماثل معلومات ، ومن ثم ، تحقيق عوائد غير اعتيادية على حساب المستثمرين الخارجيين ، فكانت استجابة السوق لتحركات اسعار الاسهم اغلبها ايجابية عبر ظهور عوائد غير اعتيادية موجبة ، فكان اعلى العوائد غير الاعتيادية قبل الإعلان في اليوم (-4) قبل الإعلان حيث بلغت (0.058) ، اما أقل العوائد غير الطبيعية قبل الإعلان كان سالباً(أكبر خسارة) فكان في اليوم (-3) حيث بلغت (-0.05) ، اما في يوم الإعلان اي اليوم (0) فكان العائد غير الاعتيادي بلغ (0.075)، اما العوائد اليومية غير الاعتيادية في باقي الايام خلال الفترة التي تسبق يوم الحدث (الإعلان) فكانت قيمها متذبذبة ما بين القيمتين المذكورتين سلفاً . ، واستمرت العوائد بعد يوم الإعلان ايجابية حتى بلغت في اخر مشاهدة من نافذة الحدث (0.032) مما أدى الى تراكم العوائد غير الاعتيادية بشكل موجب CAR خلال نافذة الحدث، وطالما ان قيم CAR جميعها موجبة ، ففي ذلك دلالة على ان استجابة السوق كانت متحيزة لإعلان مقسوم الأرباح لهذا المصرف . ومن جهة اخرى، طالما ان تراكم العوائد غير الاعتيادية CAR بعد الحدث لم تستقر عند (0.297) وهو العائد غير الاعتيادي المتراكم في يوم الإعلان، ولم تبقى ثابتة حتى نهاية نافذة الحدث، واخذت العوائد غير الاعتيادية المتراكمة تتقلب اعلى واقل من هذه القيمة خلال الفترة ما بعد الإعلان حتى آخر يوم من نافذة الحدث وصلت الى (0.254) وفي الوقت ذاته يمثل العائد غير اعتيادي التراكمي الذي حققه المصرف في نهاية الفترة ، نتيجةً لتقلب العوائد غير الاعتيادية خلال هذه الفترة .

فان لهذا لسلوك ، ثلاثة نتائج : الأولى: هو ان هناك تحيز في استجابة السوق لإعلانات مقسوم

الأرباح نتيجة تحقق عوائد غير اعتيادية قبل واثاء الإعلان ، والثانية: هو ان إعلان مقسوم الأرباح



محتوى معلومات مؤثر وذلك من خلال تحقيق عوائد غير اعتيادية ومترابطة ايجابية لمصرف العراقي للتجارة بعد الإعلان ، والتي ينبغي ان تكون ثابتة (لا تضيف شيئاً) ، واذا لم يكن لإعلان مقسوم الأرباح محتوى معلومات مؤثر هذا يعني وجود مشكلة عدم تماثل معلوماتي مما يتعارض مع فرضية الدراسة الفرعية الأولى. والثالثة: ان ردة فعل السوق بطيئة في استجابتها وغير تامة نتيجة تحقق عوائد غير اعتيادية ايجابية حتى بعد مرور 14 يوم من إعلان المصرف عن مقسوم ارباحه ، وفي ذلك اشارة مهمة جداً للمستثمرين تُنذر ، أو تُنبأ بأن هناك خلل في كفاءة السوق ، اذ انها تؤكد للمستثمرين بأنهم لو اشتروا اسهم هذا المصرف قبل إعلانها عن مقسوم ارباحها بـ 15 يوم واحتفظوا بها لمدة 14 يوم بعد يوم الإعلان فبإمكانهم تحقيق عائد موجب غير اعتيادي اكثر من (0.254) وهو (CAR في اليوم +14 اخر مشاهدة لنافذة الحدث) وهو عائد مناسب جدا . وهذا يدل على ان ردة فعل السوق كانت بطيئة في الاستجابة لمعلومات هذا الحدث وأن أسعار الاسهم في السوق لم تستجب بشكل تام وسريع في يوم الإعلان عن مقسوم الأرباح ، وفي ذلك دلالة على ان هناك عدم كفاءة السوق .

وكانت الخسائر غير الاعتيادية لمصرف الائتمان العراقي أيضاً طوال فترة نافذة الحدث ، فبالرغم من انخفاض عدم تماثل المعلومات في الشركات الكبيرة ، كانت جميع المشاهدات على طول نافذة الحدث للعوائد غير الاعتيادية سالبة قبل الإعلان واثناؤه وبعده ما عدا يوم واحد وهذا يعني ان الاتجاه العام للعوائد غير الاعتيادية المترابطة كانت سالبة ، وهذا يعني ان المعلومات التي تسربت عن المصرف الى المستثمرين في السوق كانت سيئة جدا مما سببت خسائر كبيرة غير اعتيادية لاسهم المصرف ، فكانت اعلى العوائد غير الطبيعية الايجابية في اليوم (-6) حيث بلغت (0.0305) وهي بنفس الوقت تمثل اعلى العوائد الايجابية خلال نافذة الحدث، أما ادنى العوائد غير الاعتيادية (اعلى خسارة) للسهم في (اليوم -5) قبل الإعلان من



نافذة الحدث ، اذ بلغ (-0.085)، واستمرت العوائد غير الاعتيادية متذبذبة، و لكن بالاتجاه السالب ، وحتى في يوم الإعلان، أو الحدث (اليوم 0) كان العائد سالبا اذ بلغت الخسارة (-0.039) والذي من المفترض ان يصل العائد غير الاعتيادي في مثل هذا اليوم الى اعلى ما يمكن ، وهذا يعني ان استجابة السوق لمحتوى المعلومات انخفضت في يوم الإعلان واستمرت بالاتجاه السالب بعد الإعلان أيضاً ، ويبدو ان المعلومات المتسربة السابقة كانت سيئة ، لذا استمرت هذه العوائد تتقلب بالاتجاه السالب بعد تاريخ الإعلان حتى استقرت في اخر مشاهدة لنافذة الحدث عند (-0.065) . ولطالما ظهرت خسائر غير الاعتيادية AR لمصرف الائتمان على طول نافذة الحدث، مما جعل الاتجاه العام للعوائد غير الاعتيادية المتراكمة CAR لهذا المصرف سالبة طوال الـ 30 يوم من نافذة الحدث ، حتى استقرت العوائد غير الطبيعية المتراكمة عند اليوم الاخير من نافذة الحدث بمقدار (-1.014)، وهذا يعني ان استجابة السوق كانت متحيزة بشكل سلبي لإعلان مقسوم الأرباح لهذا المصرف . ومن جهة اخرى، ولطالما ان العوائد غير الاعتيادية المتراكمة بعد يوم الإعلان لم تستقر وأخذت تنخفض وترتفع بالاتجاه السالب ومن المفترض ان تكون ثابتة بعد تاريخ الإعلان ،

لذا فان لهذا السلوك ثلاث نتائج الأولى : هي ان ردة فعل السوق كانت متحيزة نتيجة تحقق عوائد غير اعتيادية سالبة قبل واثناء الإعلان ومابعده ، والثانية : هي ان إعلان مقسوم الأرباح النقدي معلومات مؤثرة والدليل على ذلك ، تحققت عوائد غير اعتيادية سلبية (خسائر) بعد الإعلان والتي من المفترض ان لا تضيف شيئاً بعد الإعلان اي تساوي صفر ، اذا لم يكن لإعلان مقسوم الأرباح محتوى معلوماتي مؤثر ، وهذا يعني وجود مشكلة بأن المعلومات غير متماثلة مما يتعارض مع فرضية الدراسة الفرعية الأولى. والثالثة: ان استجابة السوق كانت بطيئة وليست تامة نتيجة تحقق خسائر غير اعتيادية حتى بعد مرور 14



يوم من تاريخ الحدث . وهذا دليل على ان استجابة السوق لمعلومات هذا الحدث بطيئة، وأن أسعار الاسهم في السوق لم تستجب بشكل تام وسريع في يوم الإعلان ، و هذا دليل على عدم كفاءة السوق .

اما بالنسبة لشركة فندق بابل فالعمود الأول لهذا للمصرف يمثل العوائد غير الاعتيادية و الثاني يمثل العوائد غير الاعتيادية المتراكمة، وأن هذه الشركة تعد من احدى الشركات الكبيرة وعدم التماثل المعلوماتي لهذا النوع من الشركات يكون منخفض نتيجة اهتمام المحللين الماليين بشكل كبير لهذا النوع من الشركات ، فكانت العوائد غير الاعتيادية متقلبة ما بين السالبة و الموجبة طوال نافذة الحدث ، لذا كان اتجاه العوائد السالبة هو السائد خلال اثنان وعشرون يوم من الفترة الكلية لنافذة الحدث والبالغة 30 يوم ، وهذه الاستجابة من السوق قد يكون نتيجة تسرب معلومات سيئة الى المستثمرين بان الشركة ستقوم بتوزيع مقسوم ارباح، و لكن المعلومات غير مؤكدة ، او نادرا ما تصدر اسهماً جديدة ، وان الشركة قد لا تكون لديها ارباح مستقبلاً، لذا كانت استجابة السوق لهذا النوع من الإعلانات سلبية في اغلب الفترات التي سبقت الحدث، أو بعده ، فاذا كانت الشركة بهذا النوع ستكون اشارتها غير صادقة ، ولا تعلن عن مقسوم ارباحها الا اذا كانت اسعار اسهم الشركة فعلاً اقل من قيمتها الحقيقية ، وتوقعات المستثمرين بأرتفاع اسعار الاسهم بعد الإعلان عن مقسوم الأرباح ، لذا يستجيب السوق بشكل سلبي لهذه المعلومات ، او قد يكون هناك عدد من المطلعين كالمدراء الذين لديهم معلومات سرية محتفظين بها ولم يفصحوا عنها في السوق، مما ادى الى وجود عدم تماثل معلومات ، ومن ثم ، تحقيق عوائد غير أعتيادية متراكمة سلبية على حساب المستثمرين الخارجيين ، فكانت استجابة السوق لتحركات اسعار الاسهم اغلبها سلبية عبر ظهور عوائد غير اعتيادية سالبة ، فكان اعلى العوائد غير الاعتيادية الايجابية في اليوم (-13) قبل يوم الإعلان من نافذة الحدث ، اذ بلغ (0.0012) ، اما اقل عوائد غير الطبيعية سالبة (اعلى خسارة) قبل الإعلان في اليوم (-11) واليوم



الخامس من نافذة الحدث اذ بلغ (-0.108) ، وهذا يعني ان المعلومات في الأيام التي تسبق الحدث لم تكن جيدة وبالمستوى المطلوب ، لذا كانت استجابة السوق لها سلبية ، اما العوائد اليومية غير الاعتيادية في باقي الايام خلال الفترة التي تسبق يوم الحدث (الإعلان) فكانت قيمتها متذبذبة ما بين القيمتين المذكورتين سلفاً . وفي يوم الإعلان اليوم (0) بلغت العوائد الغير الاعتيادية (-0.022) ، اما اعلى العوائد غير الطبيعية خلال نافذة الحدث فكانت في اليوم الرابع بعد الإعلان حيث بلغت (0.1102)، واستمرت العوائد غير الطبيعية متذبذبة أيضاً بعد الإعلان وكانت ايجابية في اخر مشاهدة من نافذة الحدث حيث بلغت (0.0501) ، وعلى الرغم من ذلك الا ان العوائد غير الاعتيادية المتراكمة كانت جميعها بالاتجاه السالب CAR لغاية نهاية نافذة الحدث ، ولطالما ان قيم CAR اغلبها سالبة قبل الإعلان، ففي ذلك دلالة على ان استجابة السوق كانت متحيزة لإعلان مقسوم الأرباح لهذه الشركة . ومن جهة اخرى، طالما ان تراكم العوائد غير الاعتيادية CAR بعد الحدث لم تستقر عند (-0.973) وهو العائد غير الاعتيادي التراكمي في يوم الإعلان ولم تبقى ثابتة حتى نهاية نافذة الحدث، فهي أخذت تتقلب بالاتجاه السالب اعلى واقل من هذه القيمة خلال الفترة ما بعد الإعلان حتى آخر يوم من نافذة الحدث استقرت عند (-1.305) وفي الوقت ذاته يمثل العائد غير اعتيادي المتراكم السالب الذي حققتها الشركة ، نتيجةً لتقلب العوائد غير الاعتيادية خلال هذه الفترة .

فان لسلوك السوق هذا ، ثلاثة نتائج : الأولى: هو ان هناك تحيز في استجابة السوق لإعلانات مقسوم الأرباح نتيجة تحقق عوائد غير اعتيادية قبل واثناء الإعلان ، والثانية : هو ان إعلان مقسوم الأرباح محتوى معلومات مؤثر وذلك من خلال تحقيق عوائد غير اعتيادية متراكمة سالبة لشركة فندق بابل بعد الإعلان ، والتي ينبغي ان تكون ثابتة اي (لا تضيف شيئاً) ، في حال اذا لم يكن إعلان مقسوم الأرباح محتوى معلومات مؤثر ، هذا يعني وجود مشكلة عدم تماثل معلوماتي مما يتعارض مع فرضية الدراسة



الفرعية الأولى، والثالثة: ان ردة فعل السوق بطيئة في استجابتها وغير تامة نتيجة تحقق عوائد غير اعتيادية ايجابية وسلبية حتى بعد مرور 14 يوم من إعلان الشركة عن مقسوم ارباحها، وفي ذلك اشارة مهمة جداً للمستثمرين تُندر، أو تُنبأ بأن هناك خلل في كفاءة السوق، و ذلك دليل على ان السوق غير كفوءة .

ويظهر في العمود الاخير الذي يمثل (CAAR) متوسطات العوائد اليومية غير الاعتيادية المتراكمة للشركات الكبيرة التي أُختيرت اعتماداً على القيمة السوقية ، فظهرت العوائد غير الاعتيادية بغض النظر عن طبيعة اشارتها سواء كانت سالبة ام موجبة ، فتؤكد بأن لإعلان مقسوم الأرباح النقدي محتوى معلومات مؤثر. وفي حال اذا لم يكن لها محتوى معلومات مؤثر لكانت قيمة العوائد غير الاعتيادية تساوي (صفر) على طول نافذة الحدث ، وهذا يعني بأن هنالك مشكلة عدم تماثل للمعلومات ، وهذا يتعارض مع الفرضية الفرعية الأولى للدراسة ، ومن جهة اخرى وكما هو معلوم من ارقام العمود الاخير لـ (CAAR)، فلم تُظهر متوسطات العوائد اليومية غير الاعتيادية المتراكمة (CAAR) سلوكاً ينم عن استجابة السوق الكفوءة بخصوص اسعار الاسهم لإعلانات الشركات الكبيرة عن مقسوم ارباحها النقدي ، فقد ظهرت متذبذبة (مرتفعة ومنخفضة)، و لكن بالاتجاه السالب، وتحقق هذا في جميع المشاهدات اليومية لنافذة الحدث . وفي الواقع ، ان سلوك السوق الذي يدل على الكفاءة ينبغي ان تكون تحركات (CAAR) موجبة تصاعدياً قبل يوم الإعلان عن مقسوم الأرباح لتصل الى قيمتها الحقيقية في يوم الإعلان (الحدث) ومن ثم تستقر خلال مدة الاسبوعين المتبقية من نافذة الحدث دون اي اضافة . وتحقق اقل خسارة لمتوسط العوائد اليومية غير الاعتيادية المتراكمة في اليوم الـ 15- قبل الإعلان واليوم الأول من نافذة الحدث اذ بلغ (-0.441) واكبر خسارة للشركات (CAAR) في اليوم الأول قبل يوم الإعلان واليوم الخامس عشر لنافذة الحدث فبلغت (-4.181) فكانت هذه العوائد سالبة من اليوم الخامس عشر قبل الإعلان واستمر بهذا الاتجاه وبشكل

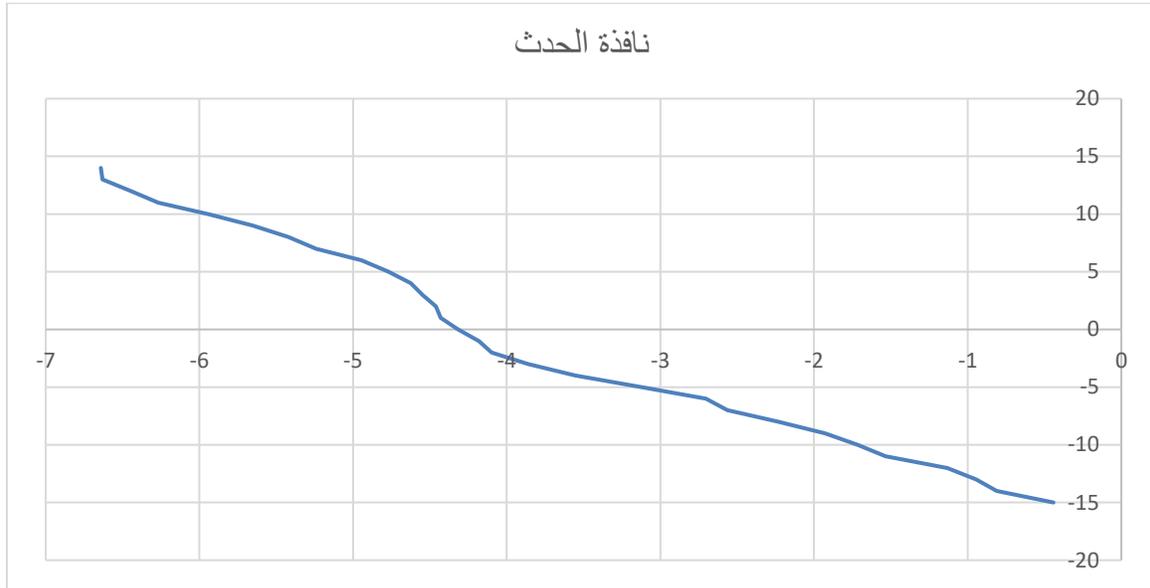


تصاعدي بالاتجاه السالب ، ولم يُفصح السوق استجابة كفاءة للإعلان في يوم الحدث، إذ كان متوسط العوائد اليومية غير الاعتيادية المتراكمة (CAAR) في هذا اليوم سالباً وبمقدار (-4.317) في حين انه من المفترض ان يكون موجباً في يوم الإعلان. واستمرت المتوسطات للعوائد اليومية غير الاعتيادية المتراكمة في جميع المشاهدات بعد تاريخ الإعلان سالبة وتصاعدية حتى استقر في اليوم الاخير من نافذة الحدث اليوم 14 عند (-6.641) ، والجدير بالذكر (للحالة النموذجية) ان قيمة المتوسطات للعوائد اليومية غير الاعتيادية المتراكمة (CAAR) والتي ينبغي ان تكون استجابة السوق كفاءة لإعلان مقسوم الأرباح النقدي والتي من المفترض ان تكون موجبة وتصاعدية على طول الايام قبل يوم الإعلان ، وينبغي ان تتحقق اكبر قيمة للمتوسط في يوم الإعلان وتستقر عنده وتبقى ثابتة لا تضيف شيئاً اي ان (قيمتها= صفر) حتى اليوم الاخير من النافذة .

وعند ملاحظة الشكل (3-1) الآتي فقد كانت قيم CAAR على طول ايام نافذة الحدث الـ 30 يوماً متذبذبة ولكن بالاتجاه السالب وبشكل مناف تماماً لما يجب ان تظهره من سلوك الحالة النموذجية . ومما تقدم يؤكد على ان استجابة السوق بطيئة وغير تامة ومتحيزة لتحركات اسعار اسهم الشركات الكبيرة لإعلان مقسوم الأرباح ، وهذا يدل على ان السوق غير كفاءة بالشكل شبه القوي في استجابته لحدث الإعلان عن المعلومات العامة (إعلانات مقسوم الأرباح) ، وهذا ما ينسجم مع الفرضية الرئيسية الثانية للدراسة .



والشكل (1-3) يوضح انحدار المنحنى للمتوسطات العوائد اليومية غير الاعتيادية المتراكمة (CAAR) للشركات كبيرة الحجم بالاتجاه السالب



المصدر: من اعداد الباحث باعتماد على تحليل البيانات المالية لشركات كبيرة الحجم

2.1.3 التحليل المالي عبر نافذة الحدث للشركات صغيرة الحجم :

اعتماداً على تصنيف الشركات المذكور سلفاً وقع الاختيار على تسع شركات صغيرة مدرجة في سوق العراق للاوراق المالية من عينة الدراسة ، وهي الاصغر حجماً من حيث القيمة السوقية وكما موضح في الجدول (3-3) . ففي هذه الشركات جرى اختبار كفاءة السوق المالي متمثلة في مدى استجابته لأسعار الاسهم عن محتوى المعلومات المرسله اليه من خلال إعلانات مقسوم الأرباح ، وذلك لمعرفة مدى سرعة انعكاس محتوى المعلومات لإعلانات مقسوم الأرباح النقدية لهذه الشركات من خلال احتساب العوائد غير الاعتيادية للاسهم والعوائد غير الاعتيادية المتراكمة ومتوسطاتها اليومية المتراكمة عبر نافذة الحدث لفترة شهر (30 يوم) المستخدمة في هذه الدراسة .

جدول (3-3) اصغر تسع شركات مدرجة في سوق العراق للأوراق المالية التي اعلنت عن مقسوم ارباحها النقدي

ت	اسم الشركة	القيمة السوقية	عدد اسهم الشركة	عدد الإعلانات	تاريخ الإعلان
1.	مصرف الشرق الاوسط	27,500,000,000.00	25,000,000,000	1	2018/7/24
2.	مصرف المتحد للاستثمار	24,000,000,000.00	250,000,000,000	4	2017/1/31 2017/3/15 2017/5/18 2017/7/24
3.	شركة انتاج اللبسة الجاهزة	15,168,216,000.00	3,186,600,000	3	2019/5/6 2021/5/10 2022/11/21
4.	الموصل لمدن اللعاب	13,125,000,000.00	1,500,000,000	1	2018/7/9
5.	شركة الكندي للفاحات البيطرية	9,385,200,000.00	5940000000	1	2019/2/27
6.	العراقية للسجاد والمفروشات	7,650,000,000.00	500,000,000	6	2016/12/20 2017/9/27 2018/8/28 2019/9/5 2020/8/25 2021/9/27
7.	مدينة العاب الكرخ	7,350,000,000.00	5,940,000,000	1	2023/9/17
8.	الشرق الاوسط لإنتاج وتسويق الاسماك	2,475,000,000.00	500,000,000	2	2018/2/21 2019/2/26
9.	الشركة الاهلية للإنتاج الزراعي	460,000,000.00	575,000,000	2	2019/6/13 2020/12/17

المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على تقارير سوق العراق للأوراق المالية .

وبعد جمع البيانات لغرض حساب العوائد الفعلية لأسهم الشركات الصغيرة العشرة ومخاطرة السوق (Beta) وعوائد الاسهم المتوقعة عبر نموذج تسعير الموجودات الرأسمالية وعوائد الاسهم غير الأعتيادية لكل يوم من نافذة الحدث من خلال الفرق بين العوائد الفعلية للأسهم والعوائد المتوقعة ، فقد عرضها في جدول (3-4) عوائد الاسهم اليومية غير الأعتيادية والعوائد غير الأعتيادية المتراكمة للأسهم ومتوسطات العوائد غير

الأعتيادية المتراكمة اليومية للشركات الصغيرة التي اعلنت عن مقسوم ارباحها المذكورة انفاً ولفترة (15) يوماً قبل يوم الإعلان عن مقسوم الأرباح ، إضافة الى يوم(الإعلان)، أو الحدث (اليوم 0) و(14) يوماً بعد الإعلان عن مقسوم الأرباح.



جدول (3-4) العوائد اليومية غير الاعتيادية والمتراكمة ومتوسطاتها للشركات الصغيرة عبر نافذة الحدث اليومية

CAAR	الموصل لمدن الاعاب		شركة اللبسة الجاهزة		الاهلية للانتاج الزراعي		مدينة العاب الكرخ		الشرق الاوسط للاسماك		العراقية لسجاد والمقروشات		الكندي للفاحات البيطرية		مصرف الشرق الاوسط		مصرف المتحد		نافذة الحدث
	CAR	AR	CAR	AR	CAR	AR	CAR	AR	CAR	AR	CAR	AR	CAR	AR	CAR	AR	CAR	AR	
-0.52	-0.04	-0.04	-0.008	-0.008	-0.073	-0.073	-0.043	-0.04	-0.079	-0.079	-0.211	-0.21	-0.075	-0.075	-0.005	-0	0.117	0.117	-15
-0.964	-0.08	-0.04	-0.015	-0.007	-0.143	-0.07	-0.025	-0.01	-0.158	-0.079	-0.423	-0.21	-0.156	-0.081	0.007	0.012	0.243	0.126	-14
-1.386	-0.12	-0.04	-0.022	-0.007	-0.218	-0.076	0.057	0.082	-0.233	-0.075	-0.662	-0.24	-0.241	-0.085	0.012	0.005	0.354	0.111	-13
-1.997	-0.12	-0.01	-0.028	-0.006	-0.29	-0.072	0.0059	-0.05	-0.313	-0.081	-0.985	-0.32	-0.32	-0.079	0.005	-0.01	0.471	0.116	-12
-2.57	-0.16	-0.04	-0.037	-0.008	-0.358	-0.068	-0.064	-0.07	-0.392	-0.079	-1.255	-0.27	-0.367	-0.047	0.006	0.001	0.528	0.057	-11
-3.068	-0.2	-0.04	-0.047	-0.011	-0.428	-0.069	-0.098	-0.03	-0.471	-0.079	-1.438	-0.18	-0.465	-0.098	0.009	0.003	0.651	0.123	-10
-3.65	-0.24	-0.04	-0.058	-0.011	-0.505	-0.077	-0.156	-0.06	-0.551	-0.08	-1.671	-0.23	-0.566	-0.1	0.015	0.007	0.748	0.097	-9
-4.171	-0.28	-0.04	-0.062	-0.004	-0.578	-0.073	-0.187	-0.03	-0.631	-0.08	-1.827	-0.16	-0.66	-0.094	-0.032	-0.05	0.797	0.049	-8
-4.625	-0.32	-0.04	-0.068	-0.006	-0.648	-0.071	-0.204	-0.02	-0.712	-0.08	-1.99	-0.16	-0.763	-0.103	-0.016	0.016	0.886	0.09	-7
-5.148	-0.36	-0.04	-0.072	-0.005	-0.718	-0.07	-0.272	-0.07	-0.791	-0.079	-2.189	-0.2	-0.839	-0.077	-0.009	0.007	0.952	0.065	-6
-5.667	-0.4	-0.04	-0.092	-0.019	-0.791	-0.073	-0.31	-0.04	-0.871	-0.08	-2.403	-0.21	-0.918	-0.079	0.001	0.01	1.068	0.116	-5
-6.395	-0.66	-0.26	-0.095	-0.003	-0.863	-0.072	-0.348	-0.04	-0.951	-0.08	-2.549	-0.15	-1.008	-0.089	-0.047	-0.05	1.155	0.087	-4
-6.928	-0.71	-0.05	-0.101	-0.006	-0.937	-0.074	-0.393	-0.04	-1.031	-0.079	-2.767	-0.22	-1.082	-0.074	-0.054	-0.01	1.319	0.164	-3
-7.413	-0.76	-0.05	-0.108	-0.007	-1.011	-0.073	-0.42	-0.03	-1.11	-0.08	-2.968	-0.2	-1.191	-0.11	-0.006	0.048	1.443	0.124	-2
-7.853	-0.74	0.015	-0.115	-0.007	-1.083	-0.072	-0.483	-0.06	-1.191	-0.08	-3.164	-0.2	-1.279	-0.088	0.037	0.043	1.514	0.072	-1
-8.303	-0.69	0.055	-0.121	-0.007	-1.155	-0.072	-0.52	-0.04	-1.271	-0.08	-3.348	-0.18	-1.395	-0.116	0.023	-0.01	1.56	0.045	0
-8.836	-0.71	-0.02	-0.131	-0.009	-1.237	-0.082	-0.551	-0.03	-1.357	-0.086	-3.545	-0.2	-1.553	-0.158	0.061	0.039	1.687	0.128	1
-9.232	-0.76	-0.05	-0.137	-0.006	-1.313	-0.076	-0.593	-0.04	-1.437	-0.08	-3.733	-0.19	-1.589	-0.036	0.128	0.066	1.809	0.121	2
-9.746	-0.84	-0.08	-0.143	-0.007	-1.383	-0.07	-0.625	-0.03	-1.517	-0.08	-3.928	-0.2	-1.665	-0.076	0.136	0.009	1.961	0.152	3
-10.21	-0.88	-0.04	-0.151	-0.008	-1.456	-0.072	-0.679	-0.05	-1.598	-0.081	-4.078	-0.15	-1.737	-0.072	0.141	0.004	2.034	0.073	4
-10.74	-0.97	-0.09	-0.16	-0.009	-1.541	-0.085	-0.665	0.014	-1.674	-0.076	-4.275	-0.2	-1.83	-0.093	0.134	-0.01	2.186	0.152	5
-11.16	-0.99	-0.02	-0.169	-0.009	-1.608	-0.067	-0.707	-0.04	-1.754	-0.08	-4.464	-0.19	-1.821	0.0088	0.097	-0.04	2.279	0.093	6
-11.66	-1.03	-0.04	-0.186	-0.017	-1.678	-0.07	-0.756	-0.05	-1.834	-0.08	-4.639	-0.17	-1.899	-0.078	0.11	0.013	2.262	-0.017	7
-12.31	-1.2	-0.17	-0.192	-0.006	-1.749	-0.071	-0.789	-0.03	-1.914	-0.08	-4.879	-0.24	-2.01	-0.111	0.163	0.053	2.414	0.152	8
-12.84	-1.21	-0	-0.201	-0.009	-1.836	-0.086	-0.821	-0.03	-1.994	-0.079	-5.066	-0.19	-2.116	-0.106	0.11	-0.05	2.561	0.147	9
-13.77	-1.23	-0.02	-0.208	-0.007	-1.908	-0.073	-0.864	-0.04	-2.074	-0.08	-5.657	-0.59	-2.241	-0.125	0.119	0.009	2.662	0.102	10
-13.75	-1.25	-0.02	-0.218	-0.01	-1.981	-0.072	-0.912	-0.05	-2.154	-0.08	-5.373	0.283	-2.299	-0.058	0.127	0.007	2.736	0.073	11
-14.24	-1.26	-0.01	-0.224	-0.006	-2.054	-0.073	-0.95	-0.04	-2.233	-0.079	-5.583	-0.21	-2.391	-0.093	0.136	0.009	2.811	0.075	12
-14.69	-1.33	-0.07	-0.231	-0.007	-2.129	-0.075	-0.983	-0.03	-2.313	-0.08	-5.701	-0.12	-2.476	-0.085	0.142	0.006	2.934	0.122	13
-15.2	-1.36	-0.03	-0.229	0.0019	-2.204	-0.076	-1.035	-0.05	-2.393	-0.08	-5.927	-0.23	-2.547	-0.071	0.154	0.012	3.058	0.125	14

المصدر : من اعداد الباحث اعتماداً على تقارير سوق العراق للأوراق المالية

نلاحظ من الجدول (3-4) بأن العمود الأول يمثل نافذة الحدث وفترتها 30 يوم لاي إعلان عن مقسوم الأرباح ، ولكل شركة من هذه الشركات الصغيرة يوجد عمودين يمثل الأول العوائد غير الاعتيادية AR و يمثل الثاني العوائد غير الاعتيادية المتراكمة CAR لاسهم الشركة ، اي للعوائد غير الاعتيادية المتراكمة CAR لاسهم اي شركة اعلنت عن مقسوم ارباحها ، ففي ظل شروط الكفاءة ينبغي ان يبدأ موجباً في اليوم الأول من نافذة الحدث (اليوم -15)، ثم يتصاعد شيئاً فشيئاً ليصل الى اعلى قيمة له في يوم الإعلان، أو الحدث(اليوم 0) وبعد ذلك تظل قيمة العوائد غير الاعتيادية ثابتة ومستقرة من يوم الإعلان لغاية آخر يوم في نافذة الحدث (اليوم +14) .

نلاحظ من خلال الجدول (3-4) بأن شركة مصرف المتحد للاستثمار ، طوال فترة الـ 15 يوم قبل الحدث (يوم الإعلان) متذبذبة، و لكنها في الاتجاه الموجب على الرغم من عدم تماثل المعلومات لهذا النوع من الشركات ينبغي ان يكون مرتفعاً لعدم اهتمام المحللين الماليين بالشركات الصغيرة بشكل كبير ، لذا فان الاتجاه العام للعوائد غير الاعتيادية المتراكمة كان موجباً ، وهذا يعني ان المعلومات عن الشركة قد تسربت الى المستثمرين في السوق بشكل ايجابي مما سببت بتحقيق عوائد غير اعتيادية كبيرة لاسهم مصرف المتحد للاستثمار، فكانت أعلى عوائد قبل الإعلان هي في اليوم (-3) اذ بلغت (0.164) وفي الوقت نفسه تمثل اعلى عوائد خلال نافذة الحدث الـ 30 يوماً ، اما اقل عوائد كانت في اليوم الحدث(0) بلغت (0.045) وفي الوقت نفسه تمثل اقل عوائد خلال نافذة الحدث والذي من المفترض يكون العائد غير الاعتيادي في يوم الإعلان اعلى ما يمكن، ثم يستقر بعد ذلك بهذا الشكل ، وبعد يوم الإعلان حققت الشركة عوائد وبصورة مستمرة خلال مدة الحدث ماعدا يوم (7) كانت هنالك خسارة مقدارها (-0.017) ، ويبدو ان المعلومات المتسربة السابقة جيدة لذا استمرت هذه العوائد بالتقلب بعد تاريخ الإعلان، و لكن بالاتجاه الموجب أيضاً حتى استقرت في اخر مشاهدة لنافذة الحدث عند(0.125). وهذا يعني ان استجابة السوق كانت متحيزة لمحتوى المعلومات عن الشركة بشكل ايجابي ، لذا كان الاتجاه العام للعوائد غير الاعتيادية المتراكمة CAR لهذه الشركة موجباً طوال نافذة الحدث الـ 30 يوم، و بما ان قيم CAR ظهرت موجبة طوال نافذة الحدث نتيجة تحقق ارباح غير أعتيادية AR موجبة طوال نافذة الحدث ، وهذا يدل على ان استجابة السوق كانت متحيزة لإعلان مقسوم الأرباح بشكل ايجابي، علاوة على ذلك ، ان العوائد غير الاعتيادية المتراكمة بعد



تاريخ الإعلان لم تستقر فكانت متذبذبة بالاتجاه الموجب ومن المفترض ان تبقى ثابتة بعد تاريخ الإعلان اي لا تضيف شيئاً.

ولردة الفعل المتحيزة من ناحية السوق ثلاث نتائج : الأولى هي ان ردة فعل السوق متحيزة نتيجة العوائد غير الاعتيادية الموجبة قبل تاريخ الإعلان واثناؤه ماعدا يوم واحد . والثانية هي ان لإعلان مقسوم الأرباح من قبل الشركة محتوى معلومات مؤثر، والدليل على ذلك حققت الشركة عوائد غير أعتيادية موجبة بعد الإعلان والتي من المفترض ان تكون مستقرة وتبقى ثابتة ، في حالة اذا لم يكن لإعلان مقسوم الأرباح محتوى معلومات مؤثر وهذا يعني وجود مشكلة عدم تماثل معلومات كبيرة في هذا النوع من الشركات مما يتعارض مع فرضية الدراسة الفرعية الأولى ، والثالثة ان لردة فعل السوق في الاستجابة كانت بطيئة نتيجة تحقق عوائد موجبة غير أعتيادية **AR** حتى بعد مرور **14** يوم بعد تاريخ الإعلان . وفي ذلك اشارة غاية بالأهمية للمستثمرين تُنذر، أو تُنبأ بأن هناك خلل في كفاءة السوق ، اذ انها تؤكد للمستثمر بأنه لو اشترى اسهم هذه الشركة قبل إعلانها عن مقسوم ارباحها بـ **15** يوم واحتفظ بها لمدة **14** يوم بعد الإعلان عن المقسوم فبإمكانه تحقيق عائد موجب غير اعتيادي اكثر من **(3.058)** وهو **(CAR)** في اليوم **+14** اخر مشاهدة لنافذة الحدث) وهو عادة عائد مناسب جدا. وهذا يدل على ان ردة فعل السوق كانت بطيئة في الاستجابة لمعلومات هذا الحدث وأن أسعار الاسهم في السوق لم تستجب بشكل تام وسريع في يوم الإعلان عن مقسوم الأرباح وهذا يدل على ان السوق غير كفوءة.

اما بالنسبة لشركة مصرف الشرق الاوسط أيضاً فكانت العوائد غير الاعتيادية ايجابية طوال فترة نافذة الحدث ماعدا بعض الايام كانت هنالك خسائر طفيفة ، فبالرغم من ارتفاع عدم تماثل المعلومات في الشركات الصغيرة ، كانت اغلب المشاهدات لنافذة الحدث للعوائد غير الاعتيادية كانت موجبة قبل واثناء الإعلان وبعده مما ادى الى ان يكون الاتجاه العام للعوائد غير الاعتيادية المتراكمة كان موجبا ، وهذا يعني ان المعلومات التي تسربت عن الشركة الى المستثمرين في السوق كانت مفيدة مما سببت بعوائد كبيرة غير اعتيادية لاسهم الشركة ، فكانت اعلى عوائد غير اعتيادية للأسهم قبل الإعلان في اليوم **(-2)** فقد بلغ **(0.048)** ، واكل العوائد غير الاعتيادية (اعلى خسارة) في اليوم **(-4)** اذ بلغت **(-0.048)** ، وكانت العوائد غير الطبيعية سالبة في يوم الإعلان **(0)** بلغت أيضاً **(-0.014)** ، واعلى عوائد غير اعتيادية ايجابية تحققت



خلال نافذة الحدث في اليوم الثاني بعد الإعلان اذ بلغت قيمته (0.066) ، وهذا يعني ان استجابة السوق لمحتوى المعلومات ارتفعت بعد الإعلان ، ويبدو ان المعلومات المتسربة السابقة كانت جيدة ، لذا استمرت هذه العوائد تتقلب بالاتجاه الموجب بعد تاريخ الإعلان وحتى استقرت في اخر مشاهدة لنافذة الحدث عند (0.012) ماعدا ثلاثة ايام التي ظهرت فيها سالبة. وبما ان العوائد غير الاعتيادية AR لشركة مصرف الشرق الاوسط كانت موجبة على طول نافذة الحدث، مما جعل الغلبة للاتجاه العام للعوائد غير الاعتيادية المتراكمة CAR لهذه الشركة ايجابيه خلال الـ 30 يوم من نافذة الحدث، واستمرت بهذا الاتجاه حتى استقرت في اخر يوم من نافذة الحدث عند (0.154) وهذا يعني ان استجابة السوق كانت متحيزة بشكل ايجابي لإعلانات مقسوم ارباح هذه الشركة . ومن جهة اخرى، طالما ان العوائد غير الاعتيادية المتراكمة بعد يوم الإعلان لم تستقر وأخذت تتخفف وترتفع بالاتجاه الموجب ومن المفترض ان تكون ثابتة بعد تاريخ الإعلان ،

لذا فان لهذا السلوك ثلاث نتائج الأولى : هي ان ردة فعل السوق كانت متحيزة نتيجة تحقق عوائد غير اعتيادية موجبة وسالبة قبل واثناء الإعلان الثانية : هي ان إعلان مقسوم الأرباح النقدي معلومات مؤثرة والدليل على ذلك ، تحققت عوائد غير اعتيادية بعد الإعلان اغلبها ايجابية والتي من المفترض ان لا تضيف شيئاً بعد الإعلان اي تساوي صفر، في حالة اذا لم يكن لإعلان مقسوم الأرباح محتوى معلوماتي مؤثر ، وهذا يعني وجود مشكلة بأن المعلومات غير متماثلة مما يتعارض مع فرضية الدراسة الفرعية الأولى. والثالثة: ان استجابة السوق كانت بطيئة وليست تامة نتيجة تحقق عوائد غير الطبيعية حتى بعد مرور 14 يوم من تاريخ الحدث . وفي ذلك اشارة غاية بالأهمية للمستثمرين تُنذر، أو تُنبأ بأن هناك خلل في كفاءة السوق ، اذ انها تؤكد للمستثمر بأنه لو اشترى اسهم هذه الشركة قبل إعلانها عن مقسوم ارباحها بـ 15 يوم واحتفظ بها لمدة 14 يوم بعد الإعلان عن المقسوم فبإمكانه تحقيق عائد موجب غير اعتيادي اكثر من (0.154) وهو (CAR) في اليوم +14 اخر مشاهدة لنافذة الحدث) وهو عادة عائد مناسب . وهذا يدل على ان ردة فعل السوق كانت بطيئة في الاستجابة لمعلومات هذا الحدث وأن أسعار الاسهم في السوق لم تستجب بشكل تام وسريع في يوم الإعلان عن مقسوم الأرباح .

و هذا دليل على عدم كفاءة السوق .



وكذلك نلاحظ طوال مدة الـ 15 يوم قبل الحدث (يوم الإعلان) شركة الكندي للقاحات البيطرية متذبذبة ولكنها في الاتجاه السالب على الرغم من عدم تماثل المعلومات لهذا النوع من الشركات ينبغي ان يكون مرتفعاً لعدم اهتمام المحللين الماليين في الشركات الصغيرة ، لهذا فان الاتجاه العام للعوائد غير الاعتيادية المتراكمة كان سالباً ، وهذا يعني ان المعلومات عن الشركة قد تسربت الى المستثمرين في السوق بشكل سلبي مما سببت خسائر غير اعتيادية كبيرة لاسهم شركة الكندي للقاحات البيطرية ، فكانت (أعلى خسارة) خلال نافذة الحدث الـ 30 يوماً هي في اليوم (-2) قبل الإعلان اذ بلغت (-0.110)، اما (اقل خسارة) خلال نافذة الحدث كانت في اليوم (-11) قبل الإعلان وبلغت (-0.047) ، وأما في يوم الإعلان حققت الشركة خسارة مقدارها (-0.116) ، ويبدو ان المعلومات المتسرّبة السابقة ليست جيدة لذا استمرت هذه العوائد بالتقلب بعد تاريخ الإعلان، و لكن بالاتجاه السالب أيضاً حتى استقرت في اخر مشاهدة لنافذة الحدث عند (-0.071). وهذا يعني ان استجابة السوق كانت سلبية لمحتوى المعلومات عن الشركة ، لذا كان الاتجاه العام للعوائد غير الاعتيادية المتراكمة CAR لهذه الشركة سالباً على طول نافذة الحدث الـ 30 يوم، وبما ان قيم CAR ظهرت سالبة خلال نافذة الحدث نتيجة تحقق عوائد غير أعتيادية AR سالبة ، وهذا يدل على ان استجابة السوق كانت سلبية عن إعلان مقسوم الأرباح ، علاوة على ذلك ، ان العوائد غير الاعتيادية المتراكمة بعد تاريخ الإعلان لم تستقر فكانت متذبذبة بالاتجاه السالب ومن المفترض ان تبقى ثابتة بعد تاريخ الإعلان اي لا تضيف شيئاً.

وان لهذه الاستجابة ثلاث نتائج : الأولى: هي ان ردة فعل السوق المتحيزة نتيجة العوائد غير الاعتيادية السالبة قبل تاريخ الإعلان واثناؤه، والثانية هي ان لإعلان مقسوم الأرباح من قبل الشركة محتوى معلومات مؤثر، والدليل على ذلك حققت الشركة عوائد غير أعتيادية سالبة بعد الإعلان والتي من المفترض ان تكون ثابتة اي تساوي (قيمتها صفر) ، في حالة اذا لم يكن لإعلان مقسوم الأرباح محتوى معلومات مؤثر وهذا يعني وجود مشكلة عدم تماثل معلومات في هذا النوع من الشركات مما يتعارض مع فرضية الدراسة الفرعية الأولى. والثالثة ان استجابة السوق كانت بطيئة وغير كاملة نتيجة تحقق خسائر غير أعتيادية AR حتى بعد مرور 14 يوم بعد تاريخ الإعلان ماعدا يوم واحد فقط . وهذا يدل على ان ردة فعل (استجابة)



السوق لمحتوى المعلومات كانت بطيئة لهذا الحدث وأن أسعار السوق لم تستجيب بشكل سريع وتام في (يوم الإعلان) وهذا دليل على ان السوق غير كفوءة.

اما بالنسبة لأسهم شركة العراقية للسجاد والمفروشات متذبذبة في الاتجاه السالب على الرغم من عدم تماثل المعلومات لهذا النوع من الشركات ينبغي ان يكون مرتفعاً بسبب عدم اهتمام المحللين الماليين في هذا النوع من الشركات، لذا كان الاتجاه العام للعوائد غير الاعتيادية المتراكمة كان سالباً ، وهذا يعني ان المعلومات عن الشركة قد تسربت الى المستثمرين في السوق كانت ليس بالمستوى المطلوب مما سببت خسائر غير اعتيادية كبيرة لاسهم شركة العراقية للسجاد والمفروشات ، فكانت أعلى خسارة غير اعتيادية قبل الإعلان هي في اليوم (-12) اذ بلغت (-0.323)، واما اعلى خسارة خلال نافذة الحدث الـ 30 يوماً في اليوم العاشر بعد الإعلان حيث بلغت (-0.591) ، وفي يوم الإعلان حققت الشركة خسارة مقدارها (-0.183) والتي من المفترض ان يكون العائد غير الاعتيادي في يوم الإعلان اعلى مايمكن ، ويبدو ان المعلومات المتسربة السابقة ليست جيدة لذا استمرت هذه العوائد بالتقلب بعد تاريخ الإعلان بالاتجاه السالب حتى استقرت في اخر مشاهدة لنافذة الحدث عند(-0.227). وهذا يعني ان استجابة السوق كانت متحيزة لمحتوى المعلومات عن الشركة بشكل سلبي ، مما ادى الى ان يكون الاتجاه العام للعوائد غير الاعتيادية المتراكمة CAR لهذه الشركة سالباً طوال نافذة الحدث الـ 30 يوم ، وطالما ظهرت قيم CAR سالبة نتيجة تحقق عوائد غير اعتيادية سالبة AR طوال نافذة الحدث ، وهذا يدل على ان استجابة السوق كانت متحيزة لإعلان مقسوم الأرباح بشكل سلبي.

وان لاستجابة السوق المتحيزة هذه ثلاث نتائج : الأولى: هي ان ردة فعل السوق المتحيزة نتيجة العوائد غير الاعتيادية السالبة قبل واتناء الإعلان ، والثانية هي ان لإعلان مقسوم الأرباح من قبل الشركة محتوى معلومات مؤثر، والدليل على ذلك حققت الشركة عوائد غير أعتيادية سالبة بعد الإعلان والتي من المفترض ان تكون ثابتة اي (لا يكون هناك عوائد غير اعتيادية بعد الإعلان والنتائج يساوي صفر)، في حالة اذا لم يكن لإعلان مقسوم الأرباح محتوى معلومات مؤثر وهذا يعني وجود مشكلة عدم تماثل معلومات مما يتعارض مع فرضية الدراسة الفرعية الأولى. والثالثة ان استجابة السوق كانت بطيئة وغير كاملة نتيجة



تحقق خسائر غير اعتيادية AR حتى بعد مرور 14 يوم من تاريخ الإعلان. وهذا يدل على ان ردة فعل السوق لمحتوى المعلومات كانت بطيئة لهذا الحدث وأن أسعار السوق لم تستجيب بشكل سريع وتام في (يوم الإعلان) وهذا دليل على ان السوق غير كفوءة.

ونلاحظ التحليل المالي لنافذة الحدث الخاصة بأسهم شركة الشرق الاوسط للأسماك كانت متذبذبة في الاتجاه السالب فعلى الرغم من وجود عدم تماثل المعلومات لهذا النوع من الشركات ينبغي ان يكون مرتفعاً بسبب عدم اهتمام المحللين لهذا النوع من الشركات، لذا كان الاتجاه العام للعوائد غير الاعتيادية المتراكمة سالباً خلال نافذة الحدث ، وهذا يعني ان المعلومات عن الشركة قد تسربت الى المستثمرين في السوق بشكل سلبي مما سببت خسائر غير اعتيادية كبيرة لاسهم شركة الشرق الاوسط للأسماك ، فكان أعلى عائد غير اعتيادي قبل الإعلان هو في اليوم (-13) بمقدار (-0.075) اي اقل خسارة ، اما ادنى عائد غير اعتيادي قبل الإعلان كان في اليوم (-12) بمقدار (-0.081) اي اعلى خسارة متحققة، هذا يعني ان المعلومات المتسربة الى المستثمرين كانت غير جيدة لذا استمرت هذه العوائد بالتقلب بعد تاريخ الإعلان، و لكن بالاتجاه السالب أيضاً حتى استقرت في اخر مشاهدة لنافذة الحدث عند(-0.08). وهذا يعني ان استجابة السوق لمحتوى المعلومات عن هذه الشركة بشكل سلبية ، مما جعل الاتجاه العام للعوائد غير الاعتيادية المتراكمة CAR سالباً على طول نافذة الحدث الـ 30 يوم ، وطالما ظهرت قيم CAR سالبة طوال نافذة الحدث نتيجة تحقق عوائد غير أعتيادية AR سالبة ، هذا يدل على ان استجابة السوق كانت غير صحيحة لإعلان مقسوم الأرباح، علاوة على ذلك ، ان العوائد غير الاعتيادية المتراكمة بعد تاريخ الإعلان لم تستقر فكانت متذبذبة بالاتجاه السالب ومن المفترض ان تبقى ثابتة بعد تاريخ الإعلان .

وان لاستجابة السوق المتحيرة هذه ثلاث نتائج : الأولى: هي ان ردة فعل السوق المتحيرة نتيجة العوائد غير الاعتيادية السالبة قبل تاريخ واثناء الإعلان، والثانية هي ان لإعلان مقسوم الأرباح من قبل الشركة محتوى معلومات مؤثر، والدليل على ذلك حققت الشركة عوائد غير أعتيادية سالبة بعد الإعلان والتي من المفترض ان تكون ثابتة (لا تضيف شيئاً) ، في حالة اذا لم يكن لإعلان مقسوم الأرباح محتوى معلومات مؤثر وهذا يعني وجود مشكلة عدم تماثل معلومات مما يتعارض مع فرضية الدراسة الفرعية الأولى. والثالثة



ان استجابة السوق كانت غير جيدة نتيجة تحقق عوائد غير اعتيادية سالبة AR حتى بعد مرور 14 يوم من تاريخ الإعلان . وهذا يدل على ان ردة فعل (استجابة) السوق لمحتوى المعلومات كانت بطيئة لهذا الحدث وأن أسعار السوق لم تستجيب بشكل سريع وتام في (يوم الإعلان) وهذا دليل على ان السوق غير كفوءة.

اما بالنسبة لعوائد الأسهم لشركة مدينة العاب الكرخ ظهرت من خلال نافذة الحدث متذبذبة في الاتجاه السالب ، وان عدم تماثل المعلومات لهذا النوع من الشركات كبير بسبب عدم اهتمام المحللين الماليين في هذا النوع من الشركات كونها من الشركات صغيرة الحجم ، ماعدا يومان فقط كانا موجبين ، الا ان الاتجاه العام للعوائد غير الاعتيادية المتراكمة كان سالباً طوال مدة النافذة، وهذا يعني ان المعلومات عن الشركة قد تسربت الى السوق ليست بالمستوى المطلوب مما سببت خسائر غير اعتيادية كبيرة لاسهم شركة مدينة العاب الكرخ ، فكانت (أعلى خسارة) اي اقل معدل عائد غير اعتيادي قبل الإعلان هو في اليوم (-11) اذ بلغت قيمته (-0.069) ، اما اعلى معدل عائد غير اعتيادي قبل الإعلان كان في اليوم (-13) حيث بلغت قيمته (0.082) وظهر العائد غير الطبيعي في يوم الإعلان سالبا فحققت الشركة خسارة مقدارها (-0.037) ، ويبدو ان المعلومات المتسربة السابقة غير جيدة لذا استمرت هذه العوائد بالتقلب بعد تاريخ الإعلان بالاتجاه السالب أيضاً حتى استقرت في اخر مشاهدة لنافذة الحدث عند (-0.052) ماعدا اليومان التي ظهرت فيها عوائد غير الطبيعية موجبة . وهذا يعني ان استجابة السوق كانت سلبية وغير صحيحة ومتحيزة لمحتوى المعلومات عن الشركة ، وهذا السلوك ادى الى ان يكون الاتجاه العام للعوائد غير الاعتيادية المتراكمة CAR لهذه الشركة سالباً خلال نافذة الحدث الـ 30 يوم ، وبما ان قيم CAR ظهرت سالبة على طول نافذة الحدث نتيجة تحقق خسائر غير أعتيادية AR ، وهذا دليل على ان استجابة السوق كانت منحازة لإعلان مقسوم الأرباح بشكل سلبي، اضافة الى ذلك ، ان العوائد غير الاعتيادية المتراكمة بعد تاريخ الإعلان لم تستقر فكانت متذبذبة بالاتجاه السالب ومن المفترض ان تبقى ثابتة بعد تاريخ الإعلان ولا تضيف الي شئ .

ولهذه الاستجابة المنحازة من ناحية السوق ثلاث نتائج : الأولى: هي ان ردة فعل السوق العكسية نتيجة العوائد غير الاعتيادية السالبة قبل تاريخ واثناء الإعلان ، والثانية هي ان لإعلان مقسوم الأرباح من



قبل الشركة محتوى معلومات مؤثر، والدليل على ذلك حققت الشركة عوائد غير أعتيادية سالبة بعد الإعلان والتي من المفترض ان تكون ثابتة اي تكون قيمتها صفر ، اذا لم يكن لإعلان مقسوم الأرباح محتوى معلومات مؤثر وهذا يعني وجود مشكلة عدم تماثل معلومات مما يتعارض مع فرضية الدراسة الفرعية الأولى. والثالثة ان استجابة السوق كانت غير كاملة نتيجة تحقق عوائد غير اعتيادية AR سالبة حتى بعد مرور 14 يوم من تاريخ الإعلان . وهذا يدل على ان ردة فعل (استجابة) السوق لهذه المعلومات كانت بطيئة لهذا الحدث وأن أسعار السوق لم تستجيب بشكل سريع وتام في (يوم الإعلان) وهذا دليل على ان السوق غير كفوءة.

اما بالنسبة لأسهم شركة الاهلية للإنتاج الزراعي كانت متذبذبة في الاتجاه السالب وهناك عدم تماثل المعلومات لهذا النوع من الشركات مرتفعاً بسبب اهمال المحللين الماليين لهذا النوع من الشركات بحجة انها صغيرة ، لذا كان الاتجاه العام للعوائد غير الاعتيادية المتراكمة كان سالباً طوال فترة نافذة الحدث ، وهذا يعني ان المعلومات عن الشركة قد تسربت الى المستثمرين في السوق بشكل سلبي مما سببت خسائر غير اعتيادية كبيرة لاسهم الشركة الاهلية للإنتاج الزراعي ، فكانت أعلى خسارة قبل الإعلان اي اقل عائد غير اعتيادي سالب كان في اليوم (-9) اذ بلغت قيمته (-0.077)، اما اقل خسارة اي اعلى عائد غير اعتيادي سالب قبل إعلان مقسوم الأرباح كان في اليوم -11 بلغت قيمته (-0.068) ، وفي يوم الإعلان ظهرت عائد غير طبيعي سالب مقداره (-0.072) ومن المفترض ان يكون هذا العائد في هذا اليوم اعلى مايمكن ، لذا فان الاستجابة عن المعلومات المتسرية السابقة كانت غير جيدة، لذا استمرت هذه العوائد بالتقلب بعد تاريخ الإعلان بالاتجاه السالب أيضاً حتى استقرت في اخر مشاهدة لناافذة الحدث عند(-0.076). وهذا يعني ان استجابة السوق كانت منحازة لمحتوى المعلومات عن الشركة بشكل سلبي ، مما جعل الاتجاه العام للعوائد غير الاعتيادية المتراكمة CAR سالباً خلال نافذة الحدث الـ 30 يوم ، وطالما ظهرت قيم CAR سالبة طوال نافذة الحدث نتيجة تحقق عوائد غير أعتيادية سالبة AR، وهذا يدل على ان استجابة السوق كانت منحازة لإعلان مقسوم الأرباح بشكل سلبي، علاوة على ذلك ، ان العوائد غير الاعتيادية المتراكمة بعد تاريخ الإعلان لم تستقر فكانت متذبذبة بالاتجاه السالب ومن المفترض ان تبقى ثابتة بعد تاريخ الإعلان .



ولاستجابة السوق هذه ثلاث نتائج : الأولى: هي ان ردة فعل السوق المتحيزة نتيجة العوائد غير الاعتيادية السالبة قبل تاريخ الإعلان واثناءه الثانية : ان لإعلان مقسوم الأرباح من قبل الشركة محتوى معلومات مؤثر، والدليل على ذلك حققت الشركة عوائد غير أعتيادية سالبة بعد الإعلان والتي من المفترض ان تكون ثابتة اي تساوي (قيمتها صفر) ، في حالة اذا لم يكن لإعلان مقسوم الأرباح محتوى معلومات مؤثر وهذا يعني وجود مشكلة عدم تماثل معلومات مما يتعارض مع فرضية الدراسة الفرعية الأولى، والثالثة ان استجابة السوق كانت بطيئة وغير كاملة نتيجة تحقق خسائر غير اعتيادية AR حتى مرور 14 يوم بعد تاريخ الإعلان . وهذا يدل على ان ردة فعل (استجابة) السوق لمحتوى المعلومات كانت سلبية وبطيئة لهذا الحدث وأن أسعار السوق لم تستجيب بشكل سريع وتام في (يوم الإعلان) وهذا دليل على ان السوق غير كفوءة.

ومن خلال التحليل المالي لنافذة الحدث لأسهم شركة اللبسة الجاهزة نلاحظ بأنها كانت متقلبة في الاتجاه السالب بسبب ان عدم تماثل المعلومات لهذا النوع من الشركات كان مرتفعاً والسبب الثاني هو عدم اهتمام المحللين الماليين في هذا النوع من الشركات كونها من تعد من الشركات الصغيرة، مما جعل الاتجاه العام للعوائد غير الاعتيادية المتراكمة كان سالباً طوال فترة نافذة الحدث ، وهذا يعني ان المعلومات المتسرّبة عن الشركة الى المستثمرين في السوق كانت غير جيدة مما سببت خسائر غير اعتيادية كبيرة لاسهم شركة الالبسة الجاهزة ، فكانت أعلى خسارة قبل الإعلان اي اعلى عائد غير اعتيادي كان في اليوم (-5) اذ بلغت (-0.019) ، اما اقل خسارة اي اعلى عائد غير اعتيادي سالب كان في اليوم (-4) قبل الإعلان حيث بلغت قيمته (-0.003) ، وفي يوم الإعلان ظهر العائد غير الاعتيادي سالب مقداره (-0.007) ومن المفترض ان يكون هذا العائد في هذا اليوم اعلى مايمكن ، لذا فان الاستجابة عن المعلومات المتسرّبة السابقة كانت غير جيدة ، ويبدو ان المعلومات المتسرّبة السابقة ليست جيدة لذا استمرت هذه العوائد بالتقلب بعد تاريخ الإعلان بالاتجاه السالب أيضاً حتى استقر موجباً في اخر مشاهدة لنافذة الحدث عند (-0.0019). وهذا يعني ان استجابة السوق كانت متحيزة لمحتوى المعلومات عن الشركة بشكل سلبي ، لذا كان الاتجاه العام للعوائد غير الاعتيادية المتراكمة CAR لهذه الشركة سالباً طوال نافذة الحدث الـ 30 يوم ، وطالما ظهرت قيم CAR سالبة طوال نافذة الحدث نتيجة تحقق خسائر غير أعتيادية AR سالبة، وهذا يدل



على ان استجابة السوق كانت متحيزة لإعلان مقسوم الأرباح بشكل سلبي، علاوة على ذلك ، ان العوائد غير الاعتيادية المتراكمة بعد تاريخ الإعلان لم تستقر فكانت متذبذبة بالاتجاه السالب ومن المفترض ان تبقى ثابتة بعد تاريخ الإعلان .

ولهذه الاستجابة المتحيزة من ناحية السوق ثلاث نتائج : الأولى: هي ان ردة فعل السوق المتحيزة نتيجة العوائد غير الاعتيادية السالبة قبل تاريخ الإعلان واثناؤه، والثانية هي ان لإعلان مقسوم الأرباح من قبل الشركة محتوى معلومات مؤثر، والدليل على ذلك حققت الشركة عوائد غير أعتيادية سالبة والتي من المفترض ان تكون ثابتة ، اذا لم يكن لإعلان مقسوم الأرباح محتوى معلومات مؤثر وهذا يعني وجود مشكلة عدم تماثل معلومات مما يتعارض مع فرضية الدراسة الفرعية الأولى، والثالثة ان استجابة السوق كانت غير جيدة نتيجة تحقق خسائر غير اعتيادية **AR** حتى بعد مرور 14 يوم من تاريخ الإعلان. وهذا يدل على ان ردة فعل (استجابة) السوق لمحتوى المعلومات كانت بطيئة لهذا الحدث وأن أسعار السوق لم تستجيب بشكل سريع وتام في (يوم الإعلان) وهذا دليل على ان عدم كفاءة السوق.

اما بالنسبة لأسهم شركة الموصل لمدن الالعاب ، أيضًا كانت في الاتجاه السالب لان عدم تماثل المعلومات لهذا النوع من الشركات كان مرتفعاً بسبب عدم اهتمام المحللين الماليين لهذا النوع من الشركات كونها من الشركات ذات القيمة السوقية صغيرة الحجم، لذا كان الاتجاه العام للعوائد غير الاعتيادية المتراكمة سالباً خلال نافذة الحدث ماعدا يومان ، اليوم الأول قبل الإعلان من نافذة الحدث وفي يوم الإعلان كانت العوائد ايجابية ، وهذا يعني ان المعلومات عن الشركة قد تسربت الى المستثمرين في السوق ليست بالمستوى المطلوب مما سببت خسائر غير اعتيادية كبيرة لاسهم شركة الموصل لمدن الالعاب ، و كانت أعلى خسارة قبل الإعلان اي اقل عائد غير اعتيادي سالب في اليوم (-4) اذ بلغت (-0.262) ، اما اقل خسارة كانت اي اعلى عائد غير اعتيادي سالب في اليوم -12 قبل الإعلان حيث بلغت (-0.006) ، نتيجة ان المعلومات المتسربة عن الشركة كانت غير جيدة لذا استمرت هذه العوائد بالتقلب بعد تاريخ الإعلان بنفس الاتجاه السالب أيضًا حتى استقرت في اخر مشاهدة لنافذة الحدث عند (-0.032). وهذا يعني ان استجابة السوق كانت منحازة لمحتوى المعلومات المتسربة عن الشركة بشكل سلبي، مما جعل الاتجاه العام للعوائد



غير الاعتيادية المتراكمة **CAR** لهذه الشركة سالباً طوال نافذة الحدث الـ 30 يوم ، وطالما ظهرت قيم **CAR** سالبة طوال نافذة الحدث نتيجة تحقق خسائر غير اعتيادية **AR** سالبة في اغلب الايام من نافذة الحدث ، وهذا يدل على ان استجابة السوق كانت متحيزة لإعلان مقسوم الأرباح بشكل سلبي، علاوة على ذلك ، ان العوائد غير الاعتيادية المتراكمة بعد تاريخ الإعلان لم تستقر فكانت متذبذبة بالاتجاه السالب ومن المفترض ان تبقى ثابتة بعد تاريخ الإعلان .

لذا فان لهذه الاستجابة ثلاث نتائج : الأولى : هي ان ردة فعل السوق المتحيزة نتيجة العوائد غير الاعتيادية السالبة قبل تاريخ الإعلان واثناءه، : والثانية هي ان لإعلان مقسوم الأرباح من قبل الشركة محتوى معلومات مؤثر، والدليل على ذلك حققت الشركة عوائد غير أعتيادية سالبة بعد الإعلان والتي من المفترض ان تكون ثابتة اي تساوي قيمتها صفر ، اذا لم يكن لإعلان مقسوم الأرباح محتوى معلومات مؤثر وهذا يعني وجود مشكلة عدم تماثل معلومات مما يتعارض مع فرضية الدراسة الفرعية الأولى، والثالثة ان استجابة السوق كانت غير جيدة نتيجة تحقق خسائر غير اعتيادية **AR** حتى بعد مرور 14 يوم من تاريخ الإعلان . وهذا يدل على ان ردة فعل (استجابة) السوق لمحتوى المعلومات كانت بطيئة لهذا الحدث وأن أسعار السوق لم تستجيب بشكل سريع وتام في (يوم الإعلان) وهذا دليل على ان السوق غير كفوءة.

ويظهر في العمود الاخير الذي يمثل (**CAAR**) متوسطات العوائد اليومية غير الاعتيادية المتراكمة للشركات الصغيرة التي تم اختيارها اعتماداً على القيمة السوقية ، فظهرت العوائد غير الاعتيادية بغض النظر عن طبيعة اشارتها سواء كانت سالبة ام موجبة ، فتؤكد بأن إعلان مقسوم الأرباح النقدي محتوى معلومات مؤثر. فاذا لم يكن لها محتوى معلومات مؤثر لكانت قيمة العوائد غير الاعتيادية تساوي (صفر) على طول نافذة الحدث ، وهذا يعني بأن هنالك مشكلة عدم تماثل للمعلومات ، وهذا لا يتوافق مع الفرضية الفرعية الأولى للدراسة ، ومن جهة اخرى وكما هو معلوم من ارقام العمود لـ (**CAAR**)، فلم تُظهر متوسطات العوائد اليومية غير الاعتيادية المتراكمة (**CAAR**) سلوكاً ينم عن استجابة السوق الكفوءة بخصوص اسعار الاسهم لإعلانات الشركات الصغيرة عن مقسوم ارباحها النقدي ، فقد ظهرت متذبذبة (مرتفعة ومنخفضة)، و لكن بالاتجاه السالب، وتحقق هذا في جميع المشاهدات اليومية لنافذة الحدث . وفي الواقع ، ان سلوك

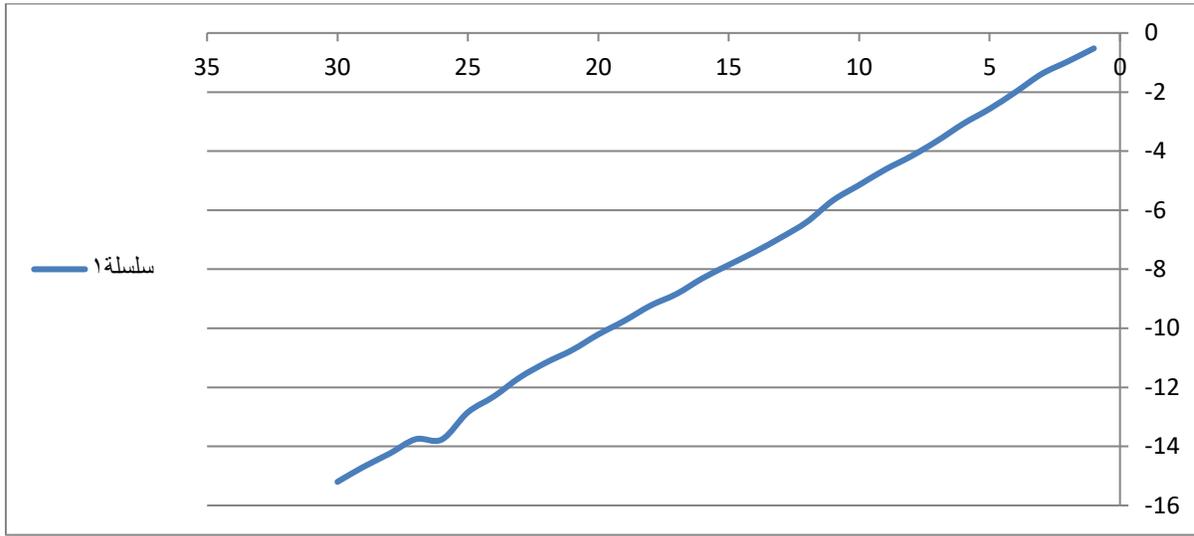


السوق الذي يدل على الكفاءة ينبغي ان تكون تحركات (CAAR) موجبة تصاعدياً قبل يوم الإعلان عن مقسوم الأرباح لتصل الى قيمتها الحقيقية في يوم الإعلان (الحدث) ومن ثم تستقر خلال مدة الاسبوعين المتبقية من نافذة الحدث دون اي اضافة . وتحقق اقل خسارة لمتوسط العوائد اليومية غير الاعتيادية المتراكمة في الخامس عشر قبل الإعلان واليوم الأول من نافذة الحدث اذ بلغ (-0.52) سالبة واستمر بهذا الاتجاه السالب وبشكل تصاعدي ، ولم يُفصح السوق عن استجابة كفاءة للإعلان في يوم الحدث ، اذ كان متوسط العوائد اليومية غير الاعتيادية المتراكمة (CAAR) في هذا اليوم سالباً وبمقدار (-8.303) في حين انه من المفترض ان يكون موجباً في يوم الإعلان ويكون اعلى ما يمكن . واستمرت المتوسطات للعوائد اليومية غير الاعتيادية المتراكمة في جميع المشاهدات بعد تاريخ الإعلان سالبة وتصاعدية بالاتجاه السالب حتى استقر في اليوم الاخير من نافذة الحدث اليوم 14 عند (-15.2) ، والجدير بالذكر (ان الحالة النموذجية) تكون قيمة المتوسطات للعوائد اليومية غير الاعتيادية المتراكمة (CAAR) والتي ينبغي ان تكون استجابة السوق كفاءة لإعلانات مقسوم الأرباح النقدي والتي من المفترض ان تكون موجبة وتصاعدية على طول الايام قبل يوم الإعلان ، وينبغي ان تتحقق اكبر قيمة للمتوسط في يوم الإعلان وتستقر بنفس القيمة بعد الإعلان اي تبقى ثابتة لاتضيف شيئاً اي ان (قيمتها= صفر) حتى اليوم الاخير من النافذة .

وهذا مايوضحه الشكل (3-2) الآتي فقد كانت قيم CAAR على طول ايام نافذة الحدث الـ 30 يوماً متذبذبة بالاتجاه السالب وبشكل مناف تماماً عن سلوك الحالة النموذجية . ومما تقدم يؤكد على ان استجابة السوق بطيئة وغير تامة ومنحازة لتحركات اسعار اسهم الشركات الصغيرة لإعلان مقسوم الأرباح ، وهذا يدل على ان السوق غير كفاءة بالشكل شبه القوي في استجابته لحدث الإعلان عن المعلومات العامة (إعلانات مقسوم الأرباح) ، وهذا ما ينسجم مع الفرضية الرئيسية الثانية للدراسة .



الشكل (2-3) الرسم البياني لمنحى متوسطات العوائد اليومية غير الاعتيادية المتركمة لاسهم الشركات الصغيرة



المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على تقارير سوق العراق للاوراق المالية وبرنامج الاكسل

3-1-3- مقارنة ما بين متوسطات العوائد اليومية المتركمة لشركات كبيرة الحجم والشركات صغيرة الحجم

ونلاحظ من خلال الجدول (3-5) مقارنة ما بين متوسطات العوائد اليومية المتركمة لشركات الكبيرة التي اعلنت مقسوم الأرباح ومتوسطات العوائد اليومية المتركمة لشركات الصغيرة التي اعلنت عن مقسوم الأرباح من خلال الجدول بأن جميع متوسطات العوائد غير الطبيعية المتركمة في الشركات الكبيرة سالبة، و لكن الغلبة لها من ناحية الافضلية كونها حققت اقل خسائر، و لكن بصورة سلبية متزايدة من بداية الفترة لنافذة الحدث حتى وصلت اعلى قيمة سالبة لها في نهاية الفترة من نافذة الحدث ، وبينما نجد في الجانب الاخر من العمود الذي يمثل متوسطات العوائد المتركمة للشركات الصغيرة سالبة وبشكل متزايد، و لكن كانت الخسائر اكبر من اول يوم الى اخر يوم من نافذة الحدث ، وهذا مايدل على أن الشركات الاكبر افضل من الشركات صغيرة الحجم ، وهذا يدل على أن المحليين الماليين والمستثمرين لديهم اكثر اهتمام بالشركات كبيرة الحجم على العكس من الشركات صغيرة الحجم .

جدول (3-5) مقارنة ما بين متوسطات العوائد اليومية للشركات كبيرة الحجم والشركات صغيرة الحجم

الأكبر قيمة	شركات الحجم الصغير	شركات الحجم الكبير	نافذة الحدث
CAAR	CAAR	CAAR	
الشركات الكبيرة الحجم	-0.52	-0.441	-15
الشركات الكبيرة الحجم	-0.964	-0.811	-14
الشركات الكبيرة الحجم	-1.386	-0.944	-13
الشركات الكبيرة الحجم	-1.997	-1.133	-12
الشركات الكبيرة الحجم	-2.57	-1.535	-11
الشركات الكبيرة الحجم	-3.068	-1.716	-10
الشركات الكبيرة الحجم	-3.65	-1.927	-9
الشركات الكبيرة الحجم	-4.171	-2.237	-8
الشركات الكبيرة الحجم	-4.625	-2.564	-7
الشركات الكبيرة الحجم	-5.148	-2.703	-6
الشركات الكبيرة الحجم	-5.667	-3.121	-5
الشركات الكبيرة الحجم	-6.395	-3.555	-4
الشركات الكبيرة الحجم	-6.928	-3.861	-3
الشركات الكبيرة الحجم	-7.413	-4.098	-2
الشركات الكبيرة الحجم	-7.853	-4.181	-1
الشركات الكبيرة الحجم	-8.303	-4.317	0
الشركات الكبيرة الحجم	-8.836	-4.429	1
الشركات الكبيرة الحجم	-9.232	-4.46	2
الشركات الكبيرة الحجم	-9.746	-4.548	3
الشركات الكبيرة الحجم	-10.21	-4.624	4
الشركات الكبيرة الحجم	-10.74	-4.769	5
الشركات الكبيرة الحجم	-11.16	-4.945	6
الشركات الكبيرة الحجم	-11.66	-5.24	7
الشركات الكبيرة الحجم	-12.31	-5.419	8
الشركات الكبيرة الحجم	-12.84	-5.652	9
الشركات الكبيرة الحجم	-13.77	-5.943	10
الشركات الكبيرة الحجم	-13.75	-6.267	11
الشركات الكبيرة الحجم	-14.24	-6.449	12
الشركات الكبيرة الحجم	-14.69	-6.631	13
الشركات الكبيرة الحجم	-15.2	-6.641	14

ونلاحظ من خلال الجدول (3-5) اعلاه لنتائج تحليل التباين باستخدام نموذج لفيني بين قيم عوائد المتوسطات المتراكمة لشركات كبيرة الحجم والشركات صغيرة الحجم (CAAR) والظاهرة في الجدول(3-6) الآتي بأن (2-tailed) Sig. تساوي .000 وأن مستوى الدلالة اقل من 0.05 فإنه توجد فروقات ذات دلالة معنوية كبيرة ما بين متوسطات العوائد للشركات كبيرة الحجم والشركات صغيرة الحجم عند مستوى الاحتمالية (à)، وهذا يعني أن احتمال الخطأ في رفض فرضية العدم يساوي صفر، ولا يوجد تجانس ولا يتوحد اعتدالية ويوجد فروق في عوائد المتوسطات المتراكمة للشركات كبيرة الحجم والشركات صغيرة الحجم لصالح الشركات الكبيرة كون المتوسطات المتراكمة اليومية غير الاعتيادية CAAR لها اعلى من مثيلاتها في الشركات صغيرة الحجم، وهذا مايدل على وجود عدم تماثل معلوماتي كبير بين الفئتين، ولكنه أكبر في الشركات الصغيرة التي على عكس الشركات الكبيرة، التي يكون فيها عدم تماثل المعلومات اقل وهذا ماتؤكد عليه الادبيات المالية، ونلاحظ ظهور (CAAR) العوائد المتراكمة السلبية في (الشركات الكبيرة والشركات الصغيرة) وهذا ما يؤكد على فرضية عدم كفاءة السوق وهذا لاينسجم مع الفرضية الفرعية الثانية التي تنص على انه (لا يوجد تأثير لمحتوى المعلومات الخاص بحجم الشركة عبر إعلانات مقسوم الأرباح للشركات عينة الدراسة).، ونلاحظ أيضًا أن الإشارات المرسله (نظرية الإشارة) عبر إعلان مقسوم الأرباح للسوق كانت ضعيفة وسلبية في الشركات كبيرة الحجم وعلى العكس من الإشارات المرسله لإعلان مقسوم الأرباح في الشركات صغيرة الحجم حيث كانت سيئة جدا وسلبية .

جدول (3-6) نتائج تحليل التباين (CAAR) لشركات كبيرة الحجم وصغيرة الحجم

	شركات كبيرة الحجم	شركات صغيرة الحجم
Mean	-3.8387	-7.9680
N	30	30
Variance	0.254	15.988
0 Hypothesized Mean Differences		
T.test	4.645	
Sig.	.000	

المبحث الثاني

2.3. اختبار تأثير تكرار الإعلانات عن مقسوم الأرباح عبر المحتوى المعلوماتي وانعكاسها في عوائد الاسهم

سيتم في هذا الجزء اختبار الفرضية المتعلقة بكفاءة السوق بالشكل شبه القوي للشركات عينة الدراسة نسبة لتكرار الإعلانات لكل شركة ، والمرتبطة بتأثير مدى قوة الإشارة (المعلومة) المرسله من خلال إعلانات مقسوم الأرباح النقدي من قبل الشركات سواء كانت كثيرة التكرار ام قليلة التكرار لإعلانات مقسوم الأرباح ، وذلك من خلال دراسة نافذة الحدث لتوضيح، أو لبيان سرعة انعكاس محتوى المعلومات المرسله في عوائد الاسهم غير الاعتيادية، والعوائد غير الاعتيادية المتراكمة ومتوسطاتها لكل يوم من نافذة الحدث، والذي من المفترض ان تكون هذه العوائد غير الاعتيادية والعوائد غير الاعتيادية المتراكمة ومتوسطاتها مرتفعة بالنسبة لعوائد الشركات قليلة التكرار للإعلانات، بسبب ارتفاع عدم تماثل المعلومات في هذه الشركات ، علاوة على ذلك ، عدم اهتمام المحللين في هذا النوع من الشركات ، اما بالنسبة الى الشركات كثيرة التكرار لإعلانات مقسوم الأرباح فالعكس صحيح. وتم ترتيب الشركات عينة الدراسة التي اعلنت عن مقسوم ارباحها والبالغ عددها (29) شركة، الى شركات كثيرة التكرار وشركات قليلة التكرار نسبةً الى عدد الإعلانات عن مقسوم الأرباح فالشركات الاكثر تكراراً هي الشركات ذات التكرار لاكثر من إعلانين اما الشركات قليلة التكرار فهي الشركات التي تعلن مرة، أو مرتين عن مقسوم الأرباح . وتم حساب التكرار اعتماداً على عدد الإعلانات لكل شركة من الشركات عينة الدراسة وصنفت الشركات الى مجموعتين (الاكثر تكرار في مجموعة) و الشركات(الاقل تكرار في مجموعة اخرى) وكالاتي : .

1.2.3. التحليل المالي عبر نافذة الحدث للشركات الاكثر تكرار لإعلانات مقسوم الأرباح

اعتماداً على تصنيف الشركات الاكثر تكراراً المذكور سلفاً وقع الاختيار على الشركات من عينة الدراسة ، وهي الاكثر تكرار لإعلانات مقسوم الأرباح وكما موضح في الجدول (3-7) . ففي هذه الشركات جرى اختبار كفاءة السوق في مدى استجابته للأسعار عن محتوى المعلومات المرسله من خلال إعلانات مقسوم الأرباح ، وذلك لمعرفة مدى سرعة انعكاس محتوى المعلومات لإعلانات مقسوم الأرباح النقدية للشركات



الاكثر تكرار من خلال احتساب العوائد غير الاعتيادية للاسهم والعوائد غير الاعتيادية المتركمة ومتوسطاتها اليومية من خلال نافذة الحدث لمدة شهر المستخدمة في هذه الدراسة .

جدول (7-3) الشركات الاكثر تكراراً في سوق العراق للأوراق المالية التي اعلنت عن مقسوم ارباحها النقدي

تاريخ الإعلان	عدد الإعلانات	القطاع	اسم الشركة	ت
2017/8/1 2017/12/12 2018/12/17 2019/4/28 2020/8/24 2021/11/1 2023/7/ 3	7	قطاع الاتصالات	اسيا اسيل للاتصالات	.1
2018/1/14 2020/12/ 28 2021/6/7	3	قطاع الزراعة	العراقية لإنتاج وتسويق اللحوم والمحاصيل الحقلية	.2
2016/12/20 2017/9/27 2018/8/28 2019/9/5 2020/8/25 2021/9/27	6	قطاع الصناعة	العراقية للسجاد والمفروشات	.3
2017/5/16 2017/8/13 2018 /11/1 2018/12/19 2019/6/27 2019/11/9 2020/1/13 2021/11/4 2022/1/10 2022/1/16 2022/8/15 2023/3/28	12		الشركة الوطنية للاستثمارات السياحية	.4
2017/6/13 2018/2/14 2018/7/31	7	قطاع المصارف	المصرف التجاري العراقي	.5



2019/2/28				
2019/12/5				
2021/12/5				
2023/2/22				
2019/9/24	3	الخدمات	المعمورة للاستثمارات العقارية	.6
2022/6/13				
2023/9/20				
2019/5/6	3	الصناعة	شركة انتاج اللبسة الجاهزة	.7
2021/5/10				
2022/11/21				
2016/10/18	4	الصناعة	شركة بغداد للمشروبات الغازية	.8
2018/9/24				
2020/8/17				
2023/8/31				
2016/2/7	8	الخدمات	شركة بغداد للنقل العام	.9
2018/1/11				
2018/12/5				
2020/2/26				
2021/2/4				
2021/7/12				
2021/9/16				
2022/12/8				
2018/1/29	9	الفنادق والسياحة	شركة فندق بابل	.10
2019/1/4				
2019/5/14				
2020/2/23				
2020/2/23				
2020/9/5				
2021/4/5				
2022/1/4				
2022/9/5				
2017/7/20	5	الفنادق والسياحة	شركة فندق بغداد	.11
2018/12/2				
2019/10/21				
2021/2/2				
2022/5/22				
2016/4/25	5	المصارف	شركة مصرف المنصور	.12



2018/5/14				
2019/5/7				
2022/10/2				
2023/7/12				
2019/5/29	3	المصارف	مصرف الائتمان العراقي	.13
2019/9/9				
2023/7/11				
2017/1/31	4	المصارف	مصرف المتحد للاستثمار	.14
2017/3/15				
2017/5/18				
2017/7/24				

المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على بيانات سوق العراق للأوراق المالية .

وبعد جمع البيانات لغرض حساب العوائد الفعلية لأسهم الشركات الاربعة عشر من عينة الدراسة ومخاطرة السوق (Beta) وعوائد الاسهم المتوقعة عبر نموذج تسعير الموجودات الرأسمالية وعوائد الاسهم غير الاعتيادية لكل يوم من نافذة الحدث من خلال الفرق بين العوائد الفعلية للسهم والعوائد المتوقعة ، ويُبين جدول (3-8) عوائد الاسهم اليومية غير الاعتيادية والعوائد غير الاعتيادية المتراكمة للأسهم ومتوسطات العوائد غير الاعتيادية المتراكمة اليومية للشركات الاكثر تكرار التي اعلنت عن مقسوم ارباحها المذكورة انفاً ولمدة (15) يوماً قبل يوم الإعلان عن مقسوم الأرباح ، إضافة الى يوم(الإعلان)، أو الحدث (اليوم 0) و(14) يوماً بعد الإعلان عن مقسوم الأرباح



الفصل الثالث (لاختبار التحليلي للدراسة : اختبار إعلان عن مقسوم الارباح وانعكاسه على عوائد الاسهم بإطار نظرية الإشارة)

جدول (8-3) عوائد الاسهم غير الاعتيادية والمتراكمة ومتوسطاتها للشركات الأكثر تكرار عبر نافذة

نافذة الحدث	العراقية لمجاد		اسيا اسيل		بغداد للمشروبات الغازية		مصرف المنصور		المعمورة للاستثمارات		شركة البسة الجاهزة		لمصرف التجاري العراقي		مصرف الائتمان العراقي		شركة فنق بايل		مصرف المتمد		العراقية للانتاج اللحوم		شركة الوطنية للاستثمار		شركة بغداد للنقل العام		شركة فنق بغداد		
	CAR	AR	CAR	AR	CAR	AR	CAR	AR	CAR	AR	CAR	AR	CAR	AR	CAR	AR	CAR	AR	CAR	AR	CAR	AR	CAR	AR	CAR	AR	CAR	AR	CAAR
-15	-0.211	-0.211	-0.177	-0.177	-0.131	-0.131	-0.001	0.001	-0.039	-0.04	-0.008	-0.008	0.06	0.06	-0.026	-0.026	-0.11	-0.11	0.117	0.117	-0.541	-0.541	-0.337	-0.337	-0.292	-0.292	-0.114	-0.114	-1.611
-14	-0.211	-0.211	-0.399	-0.223	0.068	-0.06	-0.039	-0.04	-0.039	-0.03	-0.015	-0.007	0.026	-0.03	-0.042	-0.016	0.026	-0.106	-0.106	0.243	0.126	-0.596	-0.055	-0.603	-0.266	-0.543	-0.25	-0.257	-2.603
-13	-0.24	-0.662	-0.229	-0.629	0.015	-0.05	0.083	0.045	0.03	-0.041	0.007	0.029	0.004	-0.075	-0.033	0.029	0.004	0.0012	-0.214	0.111	-0.697	-0.101	-0.834	-0.23	-0.757	-0.214	-0.133	-0.389	-3.325
-12	-0.323	-0.985	-0.213	-0.842	0.035	-0.01	0.014	0.058	0.007	-0.034	0.007	0.014	-0.02	-0.094	-0.02	0.014	-0.02	3E-05	-0.214	0.116	-0.778	-0.08	-1.105	-0.271	-0.265	-1.022	-0.113	-0.503	-4.161
-11	-0.27	-1.255	-0.224	-1.067	0.025	-1.067	0.007	0.065	0.007	-0.081	-0.05	0.029	0.015	-0.037	-0.008	0.029	0.015	-0.108	-0.108	0.528	0.057	-0.856	-0.079	-1.396	-0.291	-0.234	-1.189	-0.692	-5.305
-10	-0.184	-1.438	-0.198	-1.264	0.037	0.05	0.043	0.065	0.007	-0.024	0.057	0.043	0.037	-0.191	-0.047	0.059	0.03	-0.046	-0.046	0.651	0.123	-0.931	-0.074	-1.685	-0.289	-0.302	-1.558	-0.82	-6.187
-9	-0.233	-1.671	-0.206	-1.471	0.05	0.1	0.089	0.046	0.046	-0.073	-0.05	0.089	0.046	-0.231	-0.04	0.061	0.002	-0.038	-0.038	0.748	0.097	-0.958	-0.027	-1.987	-0.302	-0.255	-1.813	-0.946	-7.064
-8	-0.155	-1.827	-0.255	-1.725	0.035	-1.725	0.108	0.108	0.197	-0.092	-0.02	0.197	0.108	-0.275	-0.044	0.087	0.026	-0.116	-0.116	0.797	0.049	-1.08	-0.123	-2.275	-0.288	-0.155	-1.967	-1.07	-7.985
-7	-0.164	-1.99	-0.219	-1.944	0.035	-1.944	0.108	0.108	0.151	-0.082	0.01	0.151	0.108	-0.313	-0.038	0.143	0.056	-0.05	-0.05	0.886	0.09	-1.222	-0.142	-2.619	-0.344	-0.146	-2.113	-1.214	-9.002
-6	-0.199	-2.189	-0.192	-2.136	0.042	-2.136	0.043	0.193	0.043	-0.124	-0.04	0.193	0.043	-0.282	0.0305	0.188	0.046	-0.055	-0.055	0.952	0.065	-1.341	-0.118	-2.978	-0.358	-0.156	-2.269	-1.335	-9.839
-5	-0.214	-2.403	-0.329	-2.466	0.042	-2.466	0.018	0.211	0.018	-0.144	-0.02	0.211	0.018	-0.367	-0.085	0.222	0.034	-0.082	-0.082	1.068	0.116	-1.447	-0.106	-3.284	-0.306	-0.256	-2.525	-1.473	-10.99
-4	-0.145	-2.549	-0.199	-2.665	0.02	-2.665	0.007	0.218	0.007	-0.186	-0.04	0.218	0.007	-0.428	-0.061	0.281	0.058	-0.074	-0.074	1.155	0.087	-1.545	-0.098	-3.497	-0.213	-0.262	-2.787	-1.586	-11.89
-3	-0.218	-2.767	-0.168	-2.833	0.019	-2.833	0.054	0.272	0.054	-0.189	0	0.272	0.054	-0.449	-0.021	0.229	-0.05	-0.062	-0.062	1.319	0.164	-1.669	-0.124	-3.794	-0.298	-0.199	-2.986	-1.712	-12.73
-2	-0.201	-2.968	-0.228	-3.061	0.07	-3.061	0.008	0.28	0.008	-0.177	0.012	0.28	0.008	-0.481	-0.032	0.187	-0.04	-0.022	-0.022	1.443	0.124	-1.788	-0.119	-4.062	-0.267	-0.201	-3.187	-1.847	-13.58
-1	-0.197	-3.164	-0.18	-3.242	0.063	-3.242	0.076	0.357	0.076	-0.127	0.051	0.357	0.076	-0.517	-0.036	0.222	0.035	-0.082	-0.082	1.514	0.072	-1.836	-0.048	-4.299	-0.237	-0.317	-3.504	-1.996	-14.35
0	-0.183	-3.348	-0.23	-3.471	0.038	-3.471	0.07	0.426	0.07	-0.112	0.015	0.426	0.07	-0.557	-0.039	0.297	0.075	-0.022	-0.022	1.56	0.045	-1.883	-0.047	-4.578	-0.279	-0.284	-3.788	-2.121	-15.16
1	-0.197	-3.545	-0.189	-3.66	0.052	-3.66	0.043	0.469	0.043	-0.018	0.094	0.469	0.043	-0.602	-0.046	0.283	-0.01	-0.065	-0.065	1.687	0.128	-1.928	-0.045	-4.915	-0.338	-0.3	-4.089	-2.252	-15.99
2	-0.188	-3.733	-0.262	-3.923	0.054	-3.923	0.13	0.6	0.13	0.004	0.022	0.6	0.13	-0.624	-0.022	0.288	0.005	-0.022	-0.022	1.809	0.121	-1.972	-0.043	-5.121	-0.205	-0.23	-4.319	-2.377	-16.54
3	-0.196	-3.928	-0.153	-4.076	0.016	-4.076	0.035	0.635	0.035	0.058	0.053	0.635	0.035	-0.651	-0.026	0.297	0.009	-0.014	-0.014	1.961	0.152	-2.05	-0.078	-5.436	-0.316	-0.131	-4.45	-2.483	-17.12
4	-0.15	-4.078	-0.207	-4.283	0.065	-4.283	0.003	0.638	0.003	0.069	0.012	0.638	0.003	-0.74	-0.089	0.3	0.003	0.003	0.003	2.034	0.073	-2.135	-0.085	-5.761	-0.325	-0.227	-4.677	-2.644	-17.97
5	-0.197	-4.275	-0.194	-4.476	0.028	-4.476	0.027	0.665	0.027	0.071	0.002	0.665	0.027	-0.743	-0.003	0.232	-0.07	-0.07	-0.07	2.186	0.152	-2.248	-0.113	-5.991	-0.231	-0.323	-4.999	-2.777	-18.77
6	-0.189	-4.464	-0.2	-4.676	0.052	-4.676	0.051	0.715	0.051	0.055	-0.02	0.715	0.051	-0.809	-0.066	0.228	0	0	0	2.279	0.093	-2.351	-0.103	-6.227	-0.235	-0.232	-5.232	-2.909	-19.58
7	-0.175	-4.639	-0.253	-4.93	0.011	-4.93	0.011	0.726	0.011	0.023	-0.03	0.726	0.011	-0.83	-0.02	0.233	0.005	-0.106	-0.106	2.262	-0.017	-2.401	-0.05	-6.54	-0.313	-0.303	-5.535	-3.036	-20.8
8	-0.24	-4.879	-0.19	-5.12	0.039	-5.12	0.08	0.806	0.08	0.032	0.008	0.806	0.08	-0.836	-0.007	0.236	0.003	-0.125	-0.125	2.414	0.152	-2.519	-0.118	-6.732	-0.193	-0.231	-5.766	-3.167	-21.54
9	-0.187	-5.066	-0.188	-5.308	0.033	-5.308	0.053	0.859	0.053	0.017	-0.02	0.859	0.053	-0.838	-0.002	0.22	-0.02	-0.067	-0.067	2.561	0.147	-2.605	-0.086	-7	-0.268	-0.21	-5.977	-3.306	-22.32
10	-0.591	-5.657	-0.183	-5.491	0.023	-5.491	0.024	0.883	0.024	-0.031	-0.05	0.883	0.024	-0.834	0.0045	0.229	0.009	-0.118	-0.118	2.662	0.102	-2.652	-0.047	-7.378	-0.377	-0.335	-6.312	-3.439	-23.45
11	0.283	-5.373	-0.239	-5.73	0.023	-5.73	0.023	0.905	0.021	-0.045	-0.01	0.905	0.021	-0.88	-0.046	0.199	-0.03	-0.016	-0.016	2.736	0.073	-2.725	-0.073	-7.625	-0.247	-0.165	-6.477	-3.577	-24.29
12	-0.209	-5.583	-0.267	-5.997	0.16	-5.997	0.009	0.914	0.009	-0.07	-0.03	0.914	0.009	-0.923	-0.043	0.227	0.028	-0.054	-0.054	2.811	0.075	-2.779	-0.054	-7.925	-0.3	-0.286	-6.763	-3.645	-25.04
13	-0.118	-5.701	-0.114	-6.11	0.061	-6.11	0.061	0.98	0.067	-0.087	-0.02	0.98	0.067	-0.949	-0.026	0.222	-0.01	-0.124	-0.124	2.934	0.122	-2.87	-0.091	-8.159	-0.234	-0.258	-7.021	-3.845	-25.88
14	-0.227	-5.927	-0.084	-6.194	0.015	-6.194	0.035	1.015	0.035	-0.087	6E-04	1.015	0.035	-1.014	-0.065	0.254	0.032	-0.139	-0.139	3.058	0.125	-3.009	-0.139	-8.539	-0.38	-0.217	-7.238	-3.972	-26.65

المصدر: من اعداد الباحث اعتماداً على تقارير سوق العراق للأوراق

نلاحظ من الجدول (3-8) بأن العمود الأول يمثل نافذة الحدث ومدتها 30 يوم ، اما بالنسبة لكل شركة من هذه الشركات يوجد عمودين يمثل الاول العوائد غير الاعتيادية AR و يمثل العمود الثاني العوائد غير الاعتيادية المتراكمة CAR لاسهم الشركة ، اي للعوائد غير الاعتيادية المتراكمة CAR لاسهم اي شركة اعلنت عن مقسوم ارباحها ، ففي ظل شروط الكفاءة ينبغي ان يبدأ موجباً في اليوم الأول من نافذة الحدث (اليوم -15)، ثم يتصاعد شيئاً فشيئاً ليصل الى اعلى قيمة له في يوم الإعلان، أو الحدث(اليوم 0) وبعد ذلك تظل قيمة العوائد غير الاعتيادية ثابتة ومستقرة من يوم الإعلان لغاية آخر يوم في نافذة الحدث (اليوم +14).

ونلاحظ من خلال التحليل المالي لأسهم شركة العراقية للسجاد والمفروشات متذبذبة، و لكنها في الاتجاه السالب على الرغم من عدم تماثل المعلومات لهذا النوع من الشركات ينبغي ان يكون منخفضاً بسبب اهتمام المحللين في هذا النوع من الشركات لكونها كثيرة الإعلان عن مقسوم الأرباح ، ولكن مع ذلك كان الاتجاه العام للعوائد غير الاعتيادية المتراكمة كان سالباً ، وهذا يعني ان المعلومات عن الشركة قد تسربت الى المستثمرين في السوق بشكل سلبي مما سببت خسائر غير اعتيادية كبيرة لاسهم شركة العراقية للسجاد والمفروشات على الرغم من الشركة من الشركات التي لديها تكرار في إعلانات الأرباح ، فكان اقل عائد غير اعتيادي قبل الإعلان هو في اليوم (-12) اذ بلغ (-0.323) اما اعلى العوائد غير الاعتيادية كان في اليوم الرابع قبل الإعلان حيث بلغ (-0.145) ، وفي يوم الإعلان حققت الشركة خسارة غير اعتيادية مقدارها (-0.183) ومن المفترض ان يكون العائد غير الاعتيادي في هذا اليوم اعلى ما يمكن ، ويبدو ان المعلومات المتسربة السابقة ليست جيدة لذا استمرت هذه العوائد بالتقلب بعد تاريخ الإعلان، و لكن بالاتجاه السالب أيضاً حتى استقرت في اخر مشاهدة لنافذة الحدث عند(-0.227). باستثناء يوم واحد وهو اليوم



الحادي عشر، وهذا يعني ان استجابة السوق كانت منحازة لمحتوى المعلومات عن الشركة بشكل سلبي ، لذا كان الاتجاه العام للعوائد غير الاعتيادية المتراكمة CAR لهذه الشركة سالباً طوال نافذة الحدث الـ 30 يوم ماعدا يوم واحد بعد الإعلان، وطالما ظهرت قيم CAR سالبة طوال نافذة الحدث نتيجة تحقق خسائر غير أعتيادية AR سالبة طوال نافذة الحدث ، وهذا يدل على ان استجابة السوق كانت متحيزة لإعلان مقسوم الأرباح بشكل سلبي، علاوة على ذلك ، ان العوائد غير الاعتيادية المتراكمة بعد تاريخ الإعلان لم تستقر فكانت متذبذبة بالاتجاه السالب ومن المفترض ان تبقى ثابتة بعد تاريخ الإعلان .

ولهذه الاستجابة المتحيزة من ناحية السوق ثلاث نتائج الأولى: هي ان ردة فعل السوق المتحيزة نتيجة العوائد غير الاعتيادية السالبة قبل تاريخ الإعلان واثناؤه، والثانية هي ان إعلان مقسوم الأرباح من قبل الشركة محتوى معلومات مؤثر، والدليل على ذلك حققت الشركة عوائد غير أعتيادية سالبة بعد الإعلان والتي من المفترض ان تكون ثابتة وتساوي قيمتها(صفر) ، في حال اذا لم يكن لإعلان مقسوم الأرباح محتوى معلومات مؤثر وهذا يعني وجود مشكلة عدم تماثل معلومات مما يتعارض مع فرضية الدراسة الفرعية الثانية ، والثالثة ان استجابة السوق كانت بطيئة وغير كاملة نتيجة تحقق خسائر غير أعتيادية AR حتى مرور 14 يوم بعد تاريخ الإعلان . وهذا يدل على ان ردة فعل (استجابة) السوق لمحتوى المعلومات كانت بطيئة لهذا الحدث وأن أسعار السوق لم تستجيب بشكل سريع وتام في (يوم الإعلان) وهذا دليل على ان السوق غير كفوءة.

وكانت الخسائر غير الاعتيادية لشركة اسيا سيل أيضاً طوال مدة نافذة الحدث ، فبالرغم من انخفاض عدم تماثل المعلومات في الشركات الكثيرة التكرار عن إعلان مقسوم الأرباح ، كانت جميع المشاهدات على طول



نافذة الحدث للعوائد غير الاعتيادية كانت سالبة قبل الإعلان واثناؤه وبعده وهذا يعني ان الاتجاه العام للعوائد غير الاعتيادية المتراكمة كانت سالبة ، وهذا يعني ان المعلومات التي تسربت عن الشركة الى المستثمرين في السوق كانت سيئة جدا مما سببت خسائر كبيرة غير اعتيادية لاسهم الشركة ، فكان اعلى العوائد غير اعتيادية للسهم قبل الإعلان في اليوم الأول من نافذة الحدث (اليوم -15) اذ بلغ (-0.177) واقل العوائد غير اعتيادية التي تحققت قبل الإعلان كانت في اليوم (-5) اذ بلغت (-0.329) وهي تمثل في الوقت ذاته اعلى خسارة للسهم خلال نافذة الحدث، واستمرت العوائد غير الاعتيادية متذبذبة، و لكن بالاتجاه السالب ، وحتى في يوم الإعلان، أو الحدث (اليوم 0) كان العائد سالبا اذ بلغت الخسارة (-0.230) والتي من المفترض ان يصل العائد غير الاعتيادي في مثل هذا اليوم اعلى ما يمكن ، وهذا يعني ان استجابة السوق لمحتوى المعلومات انخفضت في يوم الإعلان واستمرت بالاتجاه السالب بعد الإعلان أيضًا ، ويبدو ان المعلومات المتسربة السابقة كانت سيئة ، لذا استمرت هذه العوائد تتقلب بالاتجاه السالب بعد تاريخ الإعلان حتى استقرت في اخر مشاهدة لنافذة الحدث عند (-0.084) . ولطالما ظهرت خسائر غير الاعتيادية AR لشركة اسيا سيل على طول نافذة الحدث، مما جعل الاتجاه العام للعوائد غير الاعتيادية المتراكمة CAR لهذه الشركة سالبة طوال الـ 30 يوم من نافذة الحدث، وهذا يعني ان استجابة السوق كانت متحيزة بشكل سلبي لإعلان مقسوم الأرباح لهذه الشركة . ومن جهة اخرى، طالما ان العوائد غير الاعتيادية المتراكمة بعد يوم الإعلان لم تستقر وأخذت تتخفف وترتفع بالاتجاه السالب ومن المفترض ان تكون ثابتة بعد تاريخ الإعلان، لذا فان لهذا السلوك ثلاث نتائج الأولى : هي ان ردة فعل السوق كانت متحيزة نتيجة تحقق عوائد غير اعتيادية سالبة قبل واثناؤه الإعلان ، والثانية : هي ان إعلان مقسوم الأرباح النقدي معلومات مؤثرة والدليل على ذلك ، تحققت عوائد غير اعتيادية سلبية (خسائر) بعد الإعلان والتي من المفترض ان لا تضيف شيئاً



بعد الإعلان اي تساوي صفر، اذا لم يكن لإعلان مقسوم الأرباح محتوى معلوماتي مؤثر ، وهذا يعني وجود مشكلة بأن المعلومات غير متماثلة مما تتعارض مع فرضية الدراسة الفرعية الثانية. والثالثة: ان استجابة السوق كانت بطيئة وليست تامة نتيجة تحقق خسائر غير اعتيادية حتى بعد مرور 14 يوم من تاريخ الحدث . وهذا دليل على ان استجابة السوق لمعلومات هذا الحدث بطيئة، وأن أسعار الاسهم في السوق لم تستجب بشكل تام وسريع في يوم الإعلان ، و هذا دليل على عدم كفاءة السوق .

اما بالنسبة لأسهم شركة بغداد للمشروبات الغازية فالعمود الأول لهذه الشركة يمثل العوائد غير الاعتيادية و الثاني يمثل العوائد غير الاعتيادية المتراكمة، فعلى الرغم من ان الشركة تعتبر من الشركات التي اعلنت عن مقسوم الأرباح لأكثر من مرة وعدم تماثل المعلومات لهذه النوع من الشركات يكون منخفض نتيجة اهتمام المحللين الماليين بمثل هذا النوع من الشركات ، فكانت جميع العوائد غير الاعتيادية موجبة طوال نافذة الحدث باستثناء يومان قبل الحدث ، لذا فإن الغلبة كانت للعوائد الموجبة مما افضى بأن يكون الاتجاه العام للعوائد غير الاعتيادية المتراكمة موجبة خلال نافذة الحدث . وهذه الاستجابة الجيدة من السوق قد يكون نتيجة تسرب معلومات جيدة الى المستثمرين بان الشركة ذات سمعة جيدة، أو الشركة ستقوم بتوزيع مقسوم ارباح لاكثر من المرة ،، أو نادراً ما تصدر اسهماً جديدة ، وان الشركة لديها ارباح كبيرة مستقبلاً، لذا كانت أستجابة السوق لهذا النوع من الإعلانات ايجابية ، فاذا كانت الشركة بهذا النوع ستكون اشارتها صادقة ، ولا تعلن عن مقسوم ارباحها الا اذا كانت اسعار اسهم الشركة فعلاً اقل من قيمتها الحقيقية ، وتوقعات المستثمرين بارتفاع اسعار الاسهم بعد الإعلان عن مقسوم الأرباح ، لذا يستجيب السوق بشكل ايجابي لهذه المعلومات ، او قد يكون هناك بعض المطلعين كالمدراء الذين لديهم معلومات سرية محتفظين بها ولم يفصحوا عنها في السوق، مما ادى الى وجود عدم تماثل معلومات ، ومن ثم تحقيق عوائد غير أعتيادية



على حساب المستثمرين الآخرين ، فكانت استجابة السوق لتحركات اسعار الاسهم اغلبها ايجابية عبر ظهور عوائد غير اعتيادية ، فكان اعلى العوائد غير الاعتيادية في اليوم -2 قبل يوم الإعلان ، اذ بلغ (0.070) اما اقل العوائد غير الاعتيادية كان في اليوم -15 الذي يسبق الإعلان ، اذ بلغ (-0.131) ، اما العوائد اليومية غير الاعتيادية في باقي الايام خلال الفترة التي تسبق يوم الحدث (الإعلان) فكانت قيمها ايجابية، وهذا يعني ان المعلومات في الايام التي تسبق الحدث كانت جيدة ، لذا كانت استجابة السوق لها ايجابية بشكل عام ، وفي يوم الإعلان بلغ العائد غير الاعتيادي (0.038) ، واستمرت العوائد بعد يوم الإعلان ايجابية حتى بلغت في اخر مشاهدة من نافذة الحدث (0.015) مما ادى الى عوائد غير اعتيادية متراكمة موجبة CAR ما عدا الاربعة ايام الأولى من نافذة الحدث. وطالما ان قيم CAR اغلبها موجبة فتارةً تنخفض وتارةً اخرى ترتفع قبل يوم الإعلان، ففي ذلك دلالة على ان استجابة السوق كانت متحيزة لإعلان مقسوم الأرباح لهذه الشركة . ومن جهة اخرى، وطالما ان تراكم العوائد غير الاعتيادية CAR بعد الحدث لم تستقر عند (0.402) وهو العائد غير الاعتيادي في يوم الإعلان وتبقى ثابتة حتى نهاية نافذة الحدث، فهي أخذت ترتفع اعلى بكثير من هذه القيمة خلال الفترة ما بعد الإعلان حتى آخر يوم في نافذة الحدث وصلت الى (1.035) وفي الوقت ذاته يمثل اعلى عائد غير اعتيادي متراكم حققته الشركة ، نتيجةً لتقلب العوائد غير الاعتيادية خلال هذه الفترة .

فلسلوك السوق هذا ، ثلاثة نتائج : الأولى: هو ان هناك تحيز في استجابة السوق لإعلانات المقسوم نتيجة تحقق عوائد غير اعتيادية قبل واثناء الإعلان والثانية : هو ان لإعلان مقسوم الأرباح محتوى معلومات مؤثر وذلك من خلال تحقيق عوائد غير اعتيادية ومتراكمة للشركة ، والتي ينبغي ان تكون ثابتة (قيمتها صفر) بعد الإعلان ، واذا لم يكن لإعلان مقسوم الأرباح محتوى معلومات مؤثر هذا يعني وجود مشكلة عدم



تمائل معلومات مما تتعارض مع الفرضية الفرعية الثانية للدراسة ، والثالثة: ان ردة فعل السوق بطيئة في استجابتها وغير تامة نتيجة تحقق عوائد غير اعتيادية ايجابية حتى بعد مرور اسبوعين من إعلان الشركة لمقسوم ارباحها، وفي ذلك اشارة غاية بالأهمية للمستثمرين تُنذر، أو تُنبأ بأن هناك خلل في كفاءة السوق ، اذ انها تؤكد للمستثمر بأنه لو اشترى اسهم هذه الشركة قبل إعلانها عن مقسوم ارباحها بـ 15 يوم واحتفظ بها لمدة 14 يوم بعد الإعلان عن المقسوم فيإمكانه تحقيق عائد موجب غير اعتيادي اكثر من (1.035) وهو (CAR) في اليوم +14 اخر مشاهدة لنافذة الحدث) وهو عادة عائد مناسب . وهذا يدل على ان ردة فعل السوق كانت بطيئة في الاستجابة لمعلومات هذا الحدث وأن أسعار الاسهم في السوق لم تستجب بشكل تام وسريع في يوم الإعلان عن مقسوم الأرباح ، وفي ذلك دلالة على ان هناك خلل في كفاءة السوق .

اما بالنسبة لأسهم شركة المعمورة للاستثمارات ، فعلى الرغم من ان الشركة تعد من الشركات التي اعلنت عن مقسوم الأرباح عدة مرات وعدم تماثل المعلومات لهذه النوع من الشركات يكون منخفض نتيجة اهتمام المحللين الماليين بمثل هذا النوع من الشركات ، فكانت العوائد غير الاعتيادية متقلبة مابين السالب والموجب خلال نافذة الحدث، لذا فأن الغلبة كانت للعوائد السالبة ، مما افضى بأن يكون الاتجاه العام للعوائد غير الاعتيادية المتراكمة CAR متقلب بالاتجاه السالب ماعدا ثمانية ايام بعد الإعلان كانت موجبة ، وكانت اعلى قيمة قبل الإعلان للعوائد غير الطبيعية الايجابية في اليوم(-10) حيث بلغت (0.057)، اما اقل العوائد غير الطبيعية سالبة فكانت في اليوم الثالث الذي يسبق يوم الإعلان حيث بلغت (-0.004) ، وفي يوم الإعلان كانت العائد غير الطبيعي موجب اي اليوم (0) اذ بلغ في هذا اليوم (0.015) ، ثم استمرت تلك العوائد تتقلب بعد الإعلان ما بين الموجب والسالب، حتى استقرت في اخر مشاهدة من نافذة الحدث عند (0.0006) ومن المفترض ان تبقى العوائد ثابتة عند (0.015) لانتغير بعد يوم الإعلان، وهذه



الاستجابة من السوق قد يكون نتيجة تسرب معلومات غير مؤكدة (غامضة) الى المستثمرين ،قد يحدث ذلك عندما تكون هناك عوامل مختلفة تؤثر على كيفية توزيع مقسوم الأرباح كالانخفاض، أو الزيادة، أو عندما يكون هناك تفاصيل غير معلنة بوضوح للجمهور، لذلك تعد تلك الشركة من الشركات التي تفضل عدم الكشف عن جميع تفاصيل عمليات توزيع الأرباح بشكل كامل، مما يجعلها "غامضة" في هذا السياق فتكون الإشارات المرسلة من الصعب تفسيرها، لذا كانت أستجابة السوق لهذا النوع من الإعلانات ايجابية خلال اليومين التي قبل الحدث وفي يوم الإعلان وبعد الإعلان بخمسة ايام ، فاذا كانت الشركة بهذا النوع ستكون اشارتها غامضة ، او قد يكون هناك بعض المطلعين كالمدرء الذين لديهم معلومات سرية محتفظين بها ولم يفصحوا عنها في السوق، مما ادى الى وجود عدم تماثل معلومات ، وحينما ظهرت قيم CAR اغلبها سالبة فتارةً تنخفض وتارةً اخرى ترتفع قبل يوم الإعلان، ففي ذلك دلالة على ان استجابة السوق كانت منحازة لإعلان مقسوم الأرباح لهذه الشركة .

فان لسلوك السوق هذا ، ثلاثة نتائج : الأولى : هو ان هناك تحيز في استجابة السوق لإعلانات المقسوم نتيجة تحقق عوائد غير اعتيادية والثانية : هو ان لإعلان مقسوم الأرباح محتوى معلومات مؤثر وذلك من خلال تحقيق عوائد غير اعتيادية للشركة ، والتي ينبغي ان تكون ثابتة (قيمتها صفر) بعد الإعلان عن مقسوم الأرباح، واذا لم يكن لإعلان مقسوم الأرباح محتوى معلومات مؤثر هذا يعني وجود مشكلة عدم تماثل معلومات مما تتعارض مع الفرضية الفرعية الثانية للدراسة . والثالثة: ان ردة فعل السوق بطيئة في استجابتها وغير تامة نتيجة تحقق عوائد غير اعتيادية حتى بعد مرور اسبوعين من إعلان الشركة لمقسوم ارباحها، وفي ذلك اشارة غاية بالأهمية للمستثمرين تُندر، أو تُنبأ بأن هناك خلل في كفاءة السوق .



اما بالنسبة للتحليل المالي لأسهم شركة الالبسة الجاهزة متقلبة، و لكنها في الاتجاه السالب على الرغم من عدم تماثل المعلومات لهذا النوع من الشركات ينبغي ان يكون منخفضاً أيضاً بسبب اهتمام المحللين في هذا النوع من الشركات كونها من الشركات التي كثير ما تعلن عن مقسوم الأرباح، ولكن مع هذا فان الاتجاه العام للعوائد غير الاعتيادية المتراكمة كان سالباً طوال مدة نافذة الحدث، وهذا يعني ان المعلومات عن الشركة قد تسربت الى المستثمرين في السوق بشكل سلبي مما سببت خسائر غير اعتيادية كبيرة لاسهم شركة الالبسة الجاهزة، فكانت أعلى خسارة قبل الإعلان هي في اليوم (-5) اذ بلغت (-0.019) وفي الوقت نفسه تمثل اعلى خسارة خلال نافذة الحدث الـ 30 يوماً، اما اقل خسارة كانت في اليوم (-4) قبل الإعلان حيث بلغت (-0.003)، وفي الوقت نفسه ظهرت عوائد غير الطبيعية سالبة أيضاً في يوم الإعلان اذ حققت الشركة خسارة مقدارها (-0.007)، ويبدو ان المعلومات المتسربة السابقة كانت سيئة لذا استمرت هذه العوائد بالتقلب بعد تاريخ الإعلان بالاتجاه السالب حتى استقرت في اخر مشاهدة لنافاذة الحدث عند(-0.0019). وهذا يعني ان استجابة السوق كانت متحيزة لمحتوى المعلومات عن الشركة بشكل سلبي، لذا كان الاتجاه العام للعوائد غير الاعتيادية المتراكمة CAR لهذه الشركة سالباً طوال نافذة الحدث الـ 30 يوم، وطالما ظهرت قيم CAR سالبة طوال نافذة الحدث نتيجة تحقق خسائر غير أعتيادية AR سالبة طوال نافذة الحدث، وهذا يدل على ان استجابة السوق كانت متحيزة لإعلان مقسوم الأرباح بشكل سلبي، علاوة على ذلك، ان العوائد غير الاعتيادية المتراكمة بعد تاريخ الإعلان لم تستقر فكانت متذبذبة بالاتجاه السالب ومن المفترض ان تبقى ثابتة بعد تاريخ الإعلان.

لذا فان لهذا السلوك ثلاث نتائج الأولى : هي ان ردة فعل السوق كانت متحيزة نتيجة تحقق عوائد غير

اعتيادية سالبة قبل واثناء الإعلان، والثانية : هي ان إعلان مقسوم الأرباح النقدي معلومات مؤثرة والدليل



على ذلك ، تحققت عوائد غير اعتيادية سلبية (خسائر) بعد الإعلان والتي من المفترض ان لا تضيف شيئاً بعد الإعلان اي تساوي صفر، اذا لم يكن لإعلان مقسوم الأرباح محتوى معلوماتي مؤثر ، وهذا يعني وجود مشكلة بأن المعلومات غير متماثلة مما يتعارض مع فرضية الدراسة الفرعية الأولى. والثالثة: ان استجابة السوق كانت بطيئة وليست تامة نتيجة تحقق خسائر غير اعتيادية حتى بعد مرور 14 يوم من تاريخ الحدث . وهذا دليل على ان استجابة السوق لمعلومات هذا الحدث بطيئة، وأن أسعار الاسهم في السوق لم تستجب بشكل تام وسريع في يوم الإعلان ، و هذا دليل على عدم كفاءة السوق .

والتحليل المالي لنافذة الحدث الخاصة بالمصرف التجاري العراقي ، فعلى الرغم من ان المصرف يعد من احدى المؤسسات المالية كثيرة الإعلانات عن مقسوم الأرباح وعدم التماثل المعلوماتي لهذا النوع من الشركات يكون منخفض نتيجة الاهتمام المتزايد من قبل المحللين الماليين لهذا النوع من الشركات ، فكانت جميع العوائد غير الاعتيادية موجبة قبل نافذة الحدث باستثناء ثلاثة ايام قبل نافذة الحدث وخمسة ايام بعد الإعلان عن مقسوم الأرباح ، لذا كان اتجاه العوائد الموجبة هو السائد ، مما ادى بأن يكون الاتجاه العام للعوائد غير الاعتيادية المتراكمة موجبة خلال نافذة الحدث ، وهذه الاستجابة الجيدة من السوق قد يكون نتيجة تسرب معلومات جيدة الى المستثمرين بان المصرف ذو سمعة جيدة، أو المصرف سيقوم بتوزيع مقسوم ارباح في المستقبل ، او نادراً ما يصدر اسهماً جديدة ، وان المصرف لديه ارباح كبيرة مستقبلاً، لذا كانت أستجابة السوق لهذا النوع من الإعلانات ايجابية ، فاذا كان المصرف من هذا النوع ستكون اشارته صادقة ، ولا يعلن عن مقسوم ارباح الا اذا كانت اسعار اسهم المصرف فعلاً اقل من قيمتها الحقيقية ، وتوقعات المستثمرين بارتفاع اسعار الاسهم بعد الإعلان عن مقسوم الأرباح ، لذا يستجيب السوق بشكل ايجابي لمثل هذه المعلومات ، او قد يكون هناك عدد من المطلعين كالمدراء الذين لديهم معلومات سرية محتفظين بها ولم



يفصحوا عنها في السوق، مما أدى الى وجود عدم تماثل معلومات ، ومن ثم ، تحقيق عوائد غير اعتيادية على حساب المستثمرين الخارجيين ، فكانت استجابة السوق لتحركات اسعار الاسهم اغلبها ايجابية عبر ظهور عوائد غير اعتيادية موجبة ، فكان اعلى العوائد غير الاعتيادية قبل الإعلان في اليوم (-4) قبل الإعلان حيث بلغت (0.058) ، اما أقل العوائد غير الطبيعية قبل الإعلان كان سالباً (أكبر خسارة) فكان في اليوم (-3) حيث بلغت (-0.05) ، اما في يوم الإعلان اي اليوم (0) فكان العائد غير الاعتيادي بلغ (0.075)، اما العوائد اليومية غير الاعتيادية في باقي الايام خلال الفترة التي تسبق يوم الحدث (الإعلان) فكانت قيمها متذبذبة ما بين القيمتين المذكورتين سلفاً ، واستمرت العوائد بعد يوم الإعلان ايجابية حتى بلغت في اخر مشاهدة من نافذة الحدث (0.032) ، مما أدى الى تراكم العوائد غير الاعتيادية بشكل موجب CAR خلال نافذة الحدث، وطالما ان قيم CAR جميعها موجبة ، ففي ذلك دلالة على ان استجابة السوق كانت متحيزة لإعلان مقسوم الأرباح لهذا المصرف . ومن جهة اخرى، طالما ان تراكم العوائد غير الاعتيادية CAR بعد الحدث لم تستقر عند (0.297) وهو العائد غير الاعتيادي المتراكم في يوم الإعلان، ولم تبقى ثابتة حتى نهاية نافذة الحدث، وأخذت العوائد غير الاعتيادية المتراكمة تتقلب اعلى واقل من هذه القيمة خلال الفترة ما بعد الإعلان حتى آخر يوم من نافذة الحدث وصلت الى (0.254) وفي الوقت ذاته يمثل العائد غير اعتيادي التراكمي الذي حققه المصرف في نهاية الفترة ، نتيجةً لتقلب العوائد غير الاعتيادية خلال هذه الفترة .

فان لهذا لسلوك ، ثلاثة نتائج : الأولى: هو ان هناك تحيز في استجابة السوق لإعلانات مقسوم الأرباح نتيجة تحقق عوائد غير اعتيادية قبل واثاء الإعلان ، والثانية : هو ان لإعلان مقسوم الأرباح محتوى معلومات مؤثر وذلك من خلال تحقيق عوائد غير اعتيادية ومتراكمة ايجابية لمصرف التجاري



العراقي بعد الإعلان ، والتي ينبغي ان تكون ثابتة (لا تضيف شيئاً) ، واذا لم يكن لإعلان مقسوم الأرباح محتوى معلومات مؤثر هذا يعني وجود مشكلة عدم تماثل معلوماتي مما تتعارض مع فرضية الدراسة الفرعية الثانية. والثالثة: ان ردة فعل السوق بطيئة في استجابتها وغير تامة نتيجة تحقق عوائد غير اعتيادية ايجابية حتى بعد مرور 14 يوم من إعلان المصرف عن مقسوم ارباحه ، وفي ذلك اشارة مهمة جداً للمستثمرين تُنذر، أو تُنبأ بأن هناك خلل في كفاءة السوق ، اذ انها تؤكد للمستثمرين بأنهم لو اشتروا اسهم هذا المصرف قبل إعلانها عن مقسوم ارباحها بـ 15 يوم واحتفظوا بها لمدة 14 يوم بعد يوم الإعلان فبإمكانهم تحقيق عائد موجب غير اعتيادي اكثر من (0.254) وهو (CAR في اليوم +14 اخر مشاهدة لنافذة الحدث) وهو عائد مناسب جدا. وهذا يدل على ان ردة فعل السوق كانت بطيئة في الاستجابة لمعلومات هذا الحدث وأن أسعار الاسهم في السوق لم تستجب بشكل تام وسريع في يوم الإعلان عن مقسوم الأرباح ، وفي ذلك دلالة على ان هناك عدم كفاءة السوق .

وكانت الخسائر غير الاعتيادية لمصرف الائتمان العراقي خلال مدة نافذة الحدث ، فبالرغم من انخفاض عدم تماثل المعلومات كونه من الشركات كثيرة الإعلان عن مقسوم الأرباح ، وكانت جميع المشاهدات على خلال نافذة الحدث للعوائد غير الاعتيادية سالبة قبل الإعلان واثناءه وبعده ما عدا يوم واحد وهذا يعني ان الاتجاه العام للعوائد غير الاعتيادية المتراكمة كانت سالبة ، وهذا يعني ان المعلومات التي تسربت عن المصرف الى المستثمرين في السوق كانت سيئة جدا مما سببت خسائر كبيرة غير اعتيادية لاسهم المصرف ، فكانت اعلى العوائد غير الطبيعية الايجابية في اليوم (-6) حيث بلغت (0.0305) وهي بنفس الوقت تمثل اعلى العوائد الايجابية خلال نافذة الحدث، أما ادنى العوائد غير الاعتيادية (اعلى خسارة) للسهم في (اليوم -5) قبل الإعلان من نافذة الحدث ، اذ بلغ (-0.085)، واستمرت العوائد غير الاعتيادية



متذبذبة بالاتجاه السالب ، وحتى في يوم الإعلان، أو الحدث (اليوم 0) كان العائد سالبا اذ بلغ (-0.039) والذي من المفترض ان يصل العائد غير الاعتيادي في مثل هذا اليوم الى اعلى ما يمكن ، وهذا يعني ان استجابة السوق لمحتوى المعلومات انخفضت في يوم الإعلان واستمرت بالاتجاه السالب بعد الإعلان أيضًا، ، ويبدو ان المعلومات المتسرية السابقة كانت سيئة ، لذا استمرت هذه العوائد تتقلب بالاتجاه السالب بعد تاريخ الإعلان حتى استقرت في اخر مشاهدة لنافاذة للحدث عند (-0.065) . وبما ان العوائد غير الاعتيادية السالبة AR لمصرف الائتمان ظهرت على طول نافذة الحدث، مما جعل الاتجاه العام للعوائد غير الاعتيادية المتراكمة CAR لهذا المصرف سالبة طوال الـ 30 يوم من نافذة الحدث ، حتى استقرت العوائد غير الطبيعية المتراكمة عند اليوم الاخير من نافذة الحدث بمقدار (-1.014)، وهذا يعني ان استجابة السوق كانت متحيزة بشكل سلبي لإعلان مقسوم الأرباح لهذا المصرف . ومن جهة اخرى، طالما ان العوائد غير الاعتيادية المتراكمة بعد يوم الإعلان لم تستقر وأخذت تتخفص وترتفع بالاتجاه السالب ومن المفترض ان تكون ثابتة بعد تاريخ الإعلان ،

لذا فان لسلوك السوق هذا ثلاث نتائج الأولى : هي ان ردة فعل السوق كانت متحيزة نتيجة تحقق عوائد غير اعتيادية سالبة قبل واثناء الإعلان ومابعده ، والثانية : هي ان لإعلان مقسوم الأرباح النقدي معلومات مؤثرة والدليل على ذلك ، تحققت عوائد غير اعتيادية سلبية (خسائر) بعد الإعلان والتي من المفترض ان لا تضيف شيئاً بعد الإعلان اي تساوي صفر، اذا لم يكن لإعلان مقسوم الأرباح محتوى معلوماتي مؤثر ، وهذا يعني وجود مشكلة بأن المعلومات غير متماثلة مما تتعارض مع فرضية الدراسة الفرعية الثانية. والثالثة: ان استجابة السوق كانت بطيئة وليست تامة نتيجة تحقق خسائر غير اعتيادية حتى



بعد مرور 14 يوم من تاريخ الحدث . وهذا دليل على ان استجابة السوق لمعلومات هذا الحدث بطيئة، وأن أسعار الاسهم في السوق لم تستجب بشكل تام وسريع في يوم الإعلان ، و هذا دليل على عدم كفاءة السوق.

والتحليل المالي من خلال نافذة الحدث لأسهم فندق بابل فالعمود الأول لهذا للمصرف يمثل العوائد غير الاعتيادية و الثاني يمثل العوائد غير الاعتيادية المتراكمة، وأن هذه الشركة تعد من احدى الشركات الكثيرة عن إعلان مقسوم الأرباح وعدم التماثل المعلوماتي لهذا النوع من الشركات يكون منخفض نتيجة اهتمام المحللين الماليين بمثل هذا النوع من الشركات ، فكانت العوائد غير الاعتيادية متقلبة ما بين السالبة و الموجبة طوال نافذة الحدث ، لذا كان اتجاه العوائد غير الاعتيادية السالبة هو السائد خلال أثنان وعشرون يوم من الفترة الكلية لنافذة الحدث والبالغة 30 يوم ، وهذه الاستجابة من السوق قد يكون نتيجة تسرب معلومات سيئة الى المستثمرين بان الشركة لا تقوم بتوزيع مقسوم ارباح، و لكن المعلومات غير مؤكدة ، او عادة ماتصدر اسهماً جديدة ، وان الشركة قد لا تكون لديه ارباح مستقبلاً، لذا كانت أستجابة السوق لهذا النوع من الإعلانات سلبية في اغلب الفترات من نافذة الحدث ، فاذا كانت الشركة من هذا النوع ستكون اشارتها غير صادقة ، وتوقعات المستثمرين بأنخفاض اسعار الاسهم بعد الإعلان عن مقسوم الأرباح ، لذا يستجيب السوق بشكل سلبي لهذه المعلومات، او قد يكون هناك عدد من المطلعين كالمدرء الذين لديهم معلومات سرية محتفظين بها ولم يفصحوا عنها في السوق، مما ادى الى وجود عدم تماثل معلومات ، ومن ثم ، تحقيق عوائد غير أعتيادية متراكمة سلبية ، فكانت استجابة السوق لتحركات اسعار الاسهم اغلبها سلبية عبر ظهور عوائد غير اعتيادية ، فكان اعلى العوائد غير الاعتيادية الايجابية في اليوم -13 قبل يوم الإعلان من نافذة الحدث ، اذ بلغ (0.0012) ، اما اقل عوائد غير الطبيعية سالبة خلال نافذة الحدث(اعلى خسارة) فكانت في اليوم -8 قبل الإعلان حيث بلغت (-0.116)، وهذا يعني ان المعلومات في الأيام التي



تسبق الحدث لم تكن جيدة بالمستوى المطلوب ، لذا كانت استجابة السوق لها سلبية ، اما العوائد اليومية غير الاعتيادية في باقي الايام خلال الفترة التي تسبق يوم الحدث (الإعلان) فكانت قيمته متذبذبة سالبة في اغلب الاحيان . وفي يوم الإعلان اليوم (0) بلغت العوائد الغير الاعتيادية (-0.022) ، واستمرت العوائد غير الطبيعية متذبذبة أيضًا بعد الإعلان وكانت ايجابية في اخر مشاهدة من نافذة الحدث حيث بلغت (0.0501) الا ان تراكم العوائد غير الاعتيادية بشكل سالب CAR لغاية نهاية نافذة الحدث ، وطالما ان قيم CAR اغلبها سالبة قبل الإعلان فتارةً تنخفض وتارةً اخرى ترتفع ، ففي ذلك دلالة على ان استجابة السوق كانت متحيزة لإعلان مقسوم الأرباح لهذه الشركة . ومن جهة اخرى، طالما ان تراكم العوائد غير الاعتيادية CAR بعد الحدث لم تستقر عند (-0.022) وهو العائد غير الاعتيادي التراكمي في يوم الإعلان ولم تبقى ثابتة حتى نهاية نافذة الحدث، فهي أخذت تنخفض ومن ثم ترتفع اقل بكثير من هذه القيمة خلال الفترة ما بعد الإعلان حتى آخر يوم من نافذة الحدث وصلت الى (-1.305) وفي الوقت ذاته يمثل العائد غير اعتيادي المتراكم السالب الذي حققتها الشركة ، نتيجةً لتقلب العوائد غير الاعتيادية خلال هذه الفترة .

فان لسلوك السوق هذا ، ثلاثة نتائج : الأولى: هو ان هناك تحيز في استجابة السوق لإعلانات مقسوم الأرباح نتيجة تحقق عوائد غير اعتيادية قبل واثناء الإعلان ، والثانية : هو ان لإعلان مقسوم الأرباح محتوى معلومات مؤثر وذلك من خلال تحقيق عوائد غير اعتيادية متراكمة سالبة لشركة فندق بابل بعد الإعلان ، والتي ينبغي ان تكون ثابتة اي (لا تضيف شيئاً) ، في حال اذا لم يكن لإعلان مقسوم الأرباح محتوى معلومات مؤثر ، هذا يعني وجود مشكلة عدم تماثل معلوماتي مما تتعارض مع فرضية الدراسة الفرعية الثانية، والثالثة: ان ردة فعل السوق بطيئة في استجابتها وغير تامة نتيجة تحقق عوائد غير اعتيادية



ايجابية وسلبية حتى بعد مرور 14 يوم من إعلان الشركة عن مقسوم ارباحها، وفي ذلك اشارة مهمة جداً للمستثمرين تُندر، أو تُنبأ بأن هناك خلل في كفاءة السوق، و ذلك دليل على ان السوق غير كفوءة .

نلاحظ من خلال الجدول اعلاه بأن شركة مصرف المتحد للاستثمار ، طوال مدة الـ 15 يوم قبل الحدث (يوم الإعلان) متذبذبة، ولكنها في الاتجاه الموجب على الرغم من عدم تماثل المعلومات لهذا النوع من الشركات ينبغي ان يكون منخفضاً لاهتمام المحللين الماليين بالشركات التي تعلن بصورة مستمرة عن مقسوم الأرباح، مما ادى الى ان يكون الاتجاه العام للعوائد غير الاعتيادية المتراكمة موجباً ، ويبدو ان المعلومات عن الشركة قد تسربت الى المستثمرين في السوق بشكل ايجابي مما سببت بتحقيق عوائد غير اعتيادية كبيرة لاسهم مصرف المتحد للاستثمار، فكانت أعلى العوائد غير الاعتيادية قبل الإعلان هي في اليوم (-3) اذ بلغت (0.164) وفي الوقت نفسه تمثل اعلى عوائد خلال نافذة الحدث الـ 30 يوماً ، اما اقل عوائد كانت في اليوم الحدث(0) بلغت (0.045) وفي الوقت نفسه تمثل اقل عوائد خلال نافذة الحدث والذي من المفترض يكون العائد غير الاعتيادي في يوم الإعلان اعلى ما يمكن ثم يستقر بعد ذلك بهذا الشكل ،اي تستمرت العوائد غير الاعتيادية بهذا الاتجاه الموجب ماعدا يوم واحد حتى استقرت في اخر مشاهدة لنافذة الحدث عند(0.125).وهذا يعني ان استجابة السوق كانت منحازة لمحتوى المعلومات عن الشركة بشكل ايجابي ، مما ادى بان يكون الاتجاه العام للعوائد غير الاعتيادية المتراكمة CAR لهذه الشركة موجباً طوال نافذة الحدث الـ 30 يوم، و بما ان قيم CAR ظهرت موجبة طوال نافذة الحدث نتيجة تحقق ارباح غير اعتيادية AR موجبة على طول نافذة الحدث ، وهذا يدل على ان استجابة السوق كانت منحازة لإعلان مقسوم الأرباح بشكل ايجابي، علاوة على ذلك ، ان العوائد غير الاعتيادية المتراكمة بعد تاريخ الإعلان لم تستقر فكانت متذبذبة بالاتجاه الموجب ومن المفترض ان تبقى ثابتة بعد تاريخ الإعلان اي لا تضيف شيئاً.



ولردة الفعل المتحيزة من ناحية السوق ثلاث نتائج : الأولى هي ان ردة فعل السوق متحيزة نتيجة العوائد غير الاعتيادية الموجبة قبل تاريخ الإعلان واثناه ماعدا يوم واحد . والثانية هي ان لإعلان مقسوم الأرباح من قبل الشركة محتوى معلومات مؤثر، والدليل على ذلك حققت الشركة عوائد غير أعتيادية موجبة بعد الإعلان والتي من المفترض ان تكون مستقرة وتبقى ثابتة ، في حالة اذا لم يكن لإعلان مقسوم الأرباح محتوى معلومات مؤثر وهذا يعني وجود مشكلة عدم تماثل معلومات كبيرة في هذا النوع من الشركات مما تتعارض فرضية الدراسة الفرعية الثانية ، والثالثة ان لردة فعل السوق في الاستجابة كانت بطيئة نتيجة تحقق عوائد موجبة غير أعتيادية AR حتى بعد مرور 14 يوم بعد تاريخ الإعلان . وفي ذلك اشارة غاية بالأهمية للمستثمرين تُنذر، أو تُنبأ بأن هناك خلل في كفاءة السوق ، اذ انها تؤكد للمستثمر بأنه لو اشترى اسهم هذه الشركة قبل إعلانها عن مقسوم ارباحها بـ 15 يوم واحتفظ بها لمدة 14 يوم بعد الإعلان عن المقسوم فيإمكانه تحقيق عائد موجب غير اعتيادي اكثر من (3.058) وهو (CAR) في اليوم +14 اخر مشاهدة لنافذة الحدث) وهو عادة عائد مناسب جدا للشركة . وهذا يدل على ان ردة فعل السوق كانت بطيئة في الاستجابة لمعلومات هذا الحدث وأن أسعار الاسهم في السوق لم تستجب بشكل تام وسريع في يوم الإعلان عن مقسوم الأرباح وهذا يدل على ان السوق غير كفوءة.

أما بالنسبة للشركة العراقية لإنتاج اللحوم متذبذبة، و لكنها في الاتجاه السالب على الرغم من عدم تماثل المعلومات لهذا النوع من الشركات ينبغي ان يكون منخفضاً كونها كثيرة الإعلان عن مقسوم الأرباح النقدية، لهذا فان الاتجاه العام للعوائد غير الاعتيادية المتراكمة كان سالباً ، وهذا يعني ان المعلومات عن الشركة قد تسربت الى المستثمرين في السوق بشكل سلبي مما سببت خسائر غير اعتيادية كبيرة لاسهم شركة الخاتم ، فكانت أعلى خسارة غير اعتيادية قبل الإعلان هي في اليوم (-15) اذ بلغت (-0.541) وفي الوقت نفسه



تمثل اعلى خسارة خلال نافذة الحدث الـ 30 يوماً ، اما اقل خسارة غير اعتيادية كانت في اليوم (9-) بلغت (-0.027) وفي الوقت نفسه تمثل اقل خسارة خلال نافذة ، وفي يوم الإعلان حققت الشركة خسارة مقدارها (-0.047) ، ويبدو ان المعلومات المتسربة السابقة ليست جيدة لذا استمرت هذه العوائد بالتقلب بعد تاريخ الإعلان وكان الاتجاه السالب هو السائد حتى استقرت في اخر مشاهدة لنافاذة الحدث عند(-0.139). وهذا يعني ان استجابة السوق كانت متحيزة لمحتوى المعلومات عن الشركة بشكل سلبي ، لذا كان الاتجاه العام للعوائد غير الاعتيادية المتراكمة CAR لهذه الشركة سالباً طوال نافذة الحدث الـ 30 يوم ، وبما ان قيم CAR ظهرت سالبة طوال نافذة الحدث نتيجة تحقق عوائد غير أعتيادية AR سالبة طوال نافذة الحدث ، وهذا يدل على ان استجابة السوق كانت متحيزة لإعلان مقسوم الأرباح بشكل سلبي، علاوة على ذلك ، ان العوائد غير الاعتيادية المتراكمة بعد تاريخ الإعلان لم تستقر فكانت متذبذبة بالاتجاه السالب والتي من المفترض ان تبقى ثابتة بعد تاريخ الإعلان اي لا تضيف شيئاً.

ولهذه الاستجابة المتحيزة من ناحية السوق ثلاث نتائج: الأولى: هي ان ردة فعل السوق المتحيزة نتيجة العوائد غير الاعتيادية السالبة قبل تاريخ الإعلان واثناؤه، والثانية هي ان لإعلان مقسوم الأرباح من قبل الشركة محتوى معلومات مؤثر، والدليل على ذلك حققت الشركة عوائد غير أعتيادية سالبة بعد الإعلان والتي من المفترض ان تكون ثابتة وتساوي قيمتها(صفر) ، اذا لم يكن لإعلان مقسوم الأرباح محتوى معلومات مؤثر وهذا يعني وجود مشكلة عدم تماثل معلومات مما تتعارض مع فرضية الدراسة الفرعية الثانية ، والثالثة ان استجابة السوق كانت بطيئة وغير كاملة نتيجة تحقق خسائر غير أعتيادية AR حتى مرور 14 يوم بعد تاريخ الإعلان . وهذا يدل على ان ردة فعل (استجابة) السوق لمحتوى المعلومات كانت بطيئة لهذا



الحدث وأن أسعار السوق لم تستجيب بشكل سريع وتام في (يوم الإعلان) وهذا دليل على ان السوق غير كفوءة.

أما بالنسبة للتحليل المالي للشركة الوطنية للاستثمارات متذبذبة، و لكنها أيضاً في الاتجاه السالب على الرغم من عدم تماثل المعلومات لهذا النوع من الشركات ينبغي ان يكون منخفضاً ، لهذا فان الاتجاه العام للعوائد غير الاعتيادية المتراكمة كان سالباً ، وهذا يعني ان المعلومات عن الشركة قد تسربت الى المستثمرين في السوق بشكل سلبي مما سببت خسائر غير اعتيادية كبيرة لاسهم شركة الوطنية للاستثمارات ، فكانت أعلى خسارة غير اعتيادية قبل الإعلان هي في اليوم (-6) اذ بلغت (-0.358)، اما اقل خسارة غير اعتيادية كانت قبل الإعلان في اليوم (-4) حيث بلغت (-0.213) ، وفي يوم الإعلان حققت الشركة خسارة مقدارها (-0.279) والتي من المفترض ان يكون العائد في مثل هذا اليوم اعلى ما يمكن ، لذا استمرت هذه العوائد بالتقلب بعد تاريخ الإعلان بالاتجاه السالب أيضاً حتى استقرت في اخر مشاهدة لنافاذة الحدث عند(-0.380). وهذا يعني ان استجابة السوق كانت متحيزة لمحتوى المعلومات عن الشركة بشكل سلبي ، لذا كان الاتجاه العام للعوائد غير الاعتيادية المتراكمة CAR لهذه الشركة سالباً طوال نافذة الحدث الـ 30 يوم ، وطالما ظهرت قيم CAR سالبة طوال نافذة الحدث نتيجة تحقق خسائر غير أعتيادية AR سالبة طوال نافذة الحدث ، وهذا يدل على ان استجابة السوق كانت متحيزة لإعلان مقسوم الأرباح بشكل سلبي، علاوة على ذلك ، ان العوائد غير الاعتيادية المتراكمة بعد تاريخ الإعلان لم تستقر فكانت متذبذبة بالاتجاه السالب ومن المفترض ان تبقى ثابتة بعد تاريخ الإعلان اي لا تضيف شيئاً.



ولهذه الاستجابة المتحيزة من ناحية السوق ثلاث نتائج: الأولى: هي ان ردة فعل السوق المتحيزة نتيجة العوائد غير الاعتيادية السالبة قبل تاريخ الإعلان واثناؤه، والثانية هي ان لإعلان مقسوم الأرباح من قبل الشركة محتوى معلومات مؤثر، والدليل على ذلك حققت الشركة عوائد غير أعتيادية سالبة بعد الإعلان والتي من المفترض ان تكون ثابتة وتساوي قيمتها(صفر) ، اذا لم يكن لإعلان مقسوم الأرباح محتوى معلومات مؤثر وهذا يعني وجود مشكلة عدم تماثل معلومات مما تتعارض مع فرضية الدراسة الفرعية الثانية ، والثالثة ان استجابة السوق كانت بطيئة وغير كاملة نتيجة تحقق خسائر غير أعتيادية AR حتى مرور 14 يوم بعد تاريخ الإعلان . وهذا يدل على ان ردة فعل (استجابة) السوق لمحتوى المعلومات كانت بطيئة لهذا الحدث وأن أسعار السوق لم تستجيب بشكل سريع وتام في (يوم الإعلان) وهذا دليل على ان السوق غير كفوءة.

ومن خلال الجدول (3-8) نلاحظ ان العوائد غير الاعتيادية للشركة بغداد للنقل العام متذبذبة، و لكنها أيضاً في الاتجاه السالب على الرغم من عدم تماثل المعلومات لهذا النوع من الشركات ينبغي ان يكون منخفضاً ، لهذا فان الاتجاه العام للعوائد غير الاعتيادية المتراكمة كان سالباً ، وهذا يعني ان المعلومات عن الشركة قد تسربت الى المستثمرين في السوق بشكل سلبي مما سببت خسائر غير اعتيادية كبيرة لاسهم شركة بغداد للنقل العام ، فكانت أعلى خسارة قبل الإعلان هي في اليوم الأول قبل يوم الحدث اذ بلغت (-0.317)، اما اقل خسارة كانت قبل الإعلان في اليوم (-7) حيث بلغت (-0.146) ، وفي يوم الإعلان حققت الشركة خسارة مقدارها (-0.284) ، ويبدو ان المعلومات المتسربة السابقة ليست جيدة لذا استمرت هذه العوائد بالتقلب بعد تاريخ الإعلان بالاتجاه السالب أيضاً حتى استقرت في اخر مشاهدة لنافاذة الحدث عند (-0.217). وهذا يعني ان استجابة السوق كانت متحيزة لمحتوى المعلومات عن الشركة بشكل سلبي ، لذا



كان الاتجاه العام للعوائد غير الاعتيادية المتراكمة **CAR** لهذه الشركة سالباً طوال نافذة الحدث الـ 30 يوم ، وطالما ظهرت قيم **CAR** سالبة طوال نافذة الحدث نتيجة تحقق خسائر غير أعتيادية **AR** سالبة طوال نافذة الحدث ، وهذا يدل على ان استجابة السوق كانت متحيزة لإعلان مقسوم الأرباح بشكل سلبي، علاوة على ذلك ، ان العوائد غير الاعتيادية المتراكمة بعد تاريخ الإعلان لم تستقر فكانت متذبذبة بالاتجاه السالب ومن المفترض ان تبقى ثابتة بعد تاريخ الإعلان اي لا تضيف شيئاً.

فان لهذه الاستجابة المتحيزة من ناحية السوق ثلاث نتائج : الأولى: هي ان ردة فعل السوق المتحيزة نتيجة العوائد غير الاعتيادية السالبة قبل تاريخ الإعلان واثناءه، والثانية هي ان لإعلان مقسوم الأرباح من قبل الشركة محتوى معلومات مؤثر، والدليل على ذلك حققت الشركة عوائد غير أعتيادية سالبة والتي من المفترض ان تكون ثابتة بعد الإعلان اي تساوي (قيمتها صفر) ، اذا لم يكن لإعلان مقسوم الأرباح محتوى معلومات مؤثر وهذا يعني وجود مشكلة عدم تماثل معلومات مما تتعارض مع فرضية الدراسة الفرعية الأولى. والثالثة ان استجابة السوق كانت بطيئة وغير كاملة نتيجة تحقق خسائر غير أعتيادية **AR** حتى مرور 14 يوم بعد تاريخ الإعلان . وهذا يدل على ان ردة فعل (استجابة) السوق لمحتوى المعلومات كانت بطيئة لهذا الحدث وأن أسعار السوق لم تستجيب بشكل سريع وتام في (يوم الإعلان) وهذا دليل على ان السوق غير كفوءة.

أما بالنسبة للتحليل المالي للشركة فندق بغداد متذبذبة، و لكنها أيضاً في الاتجاه السالب على الرغم من عدم تماثل المعلومات لهذا النوع من الشركات ينبغي ان يكون منخفضاً بسبب اهتمام المحللين بهذا نوع كثير الإعلان عن مقسوم الأرباح ، لهذا فان الاتجاه العام للعوائد غير الاعتيادية المتراكمة كان سالباً ، وهذا



يعني ان المعلومات عن الشركة قد تسربت الى المستثمرين في السوق بشكل سلبي مما سببت خسائر غير اعتيادية كبيرة لاسهم شركة الخاتم ، فكانت أعلى خسارة قبل الإعلان هي في اليوم (-11) قبل يوم الحدث اذ بلغت (-0.189)، اما اقل خسارة كانت قبل الإعلان في اليوم (-4) حيث بلغت (-0.112) ، وفي يوم الإعلان حققت الشركة خسارة مقدارها (-0.125) ، ويبدو ان المعلومات المتسربة السابقة ليست جيدة لذا استمرت هذه العوائد بالتقلب بعد تاريخ الإعلان، و لكن بالاتجاه السالب أيضًا حتى استقرت في اخر مشاهدة لنافذة الحدث عند(-0.127). وهذا يعني ان استجابة السوق كانت متحيزة لمحتوى المعلومات عن الشركة بشكل سلبي ، لذا كان الاتجاه العام للعوائد غير الاعتيادية المتراكمة CAR لهذه الشركة سالباً طوال نافذة الحدث الـ 30 يوم ، وطالما ظهرت قيم CAR سالبة طوال نافذة الحدث نتيجة تحقق خسائر غير أعتيادية AR سالبة طوال نافذة الحدث ، وهذا يدل على ان استجابة السوق كانت متحيزة لإعلان مقسوم الأرباح بشكل سلبي، علاوة على ذلك ، ان العوائد غير الاعتيادية المتراكمة بعد تاريخ الإعلان لم تستقر فكانت متذبذبة بالاتجاه السالب ومن المفترض ان تبقى ثابتة بعد تاريخ الإعلان اي لا تضيف شيئاً.

ولهذه الاستجابة المتحيزة من ناحية السوق ثلاث نتائج: الأولى: هي ان ردة فعل السوق المتحيزة نتيجة العوائد غير الاعتيادية السالبة قبل تاريخ الإعلان واثناؤه، والثانية هي ان إعلان مقسوم الأرباح من قبل الشركة محتوى معلومات مؤثر، والدليل على ذلك حققت الشركة عوائد غير أعتيادية سالبة بعد الإعلان والتي من المفترض ان تكون ثابتة وتساوي قيمتها(صفر) ، اذا لم يكن لإعلان مقسوم الأرباح محتوى معلومات مؤثر وهذا يعني وجود مشكلة عدم تماثل معلومات مما تتعارض مع فرضية الدراسة الفرعية الثانية ، والثالثة ان استجابة السوق كانت بطيئة وغير كاملة نتيجة تحقق خسائر غير أعتيادية AR حتى مرور 14 يوم بعد تاريخ الإعلان . وهذا يدل على ان ردة فعل (استجابة) السوق لمحتوى المعلومات كانت بطيئة لهذا



الحدث وأن أسعار السوق لم تستجيب بشكل سريع وتام في (يوم الإعلان) وهذا دليل على ان السوق غير كفوءة.

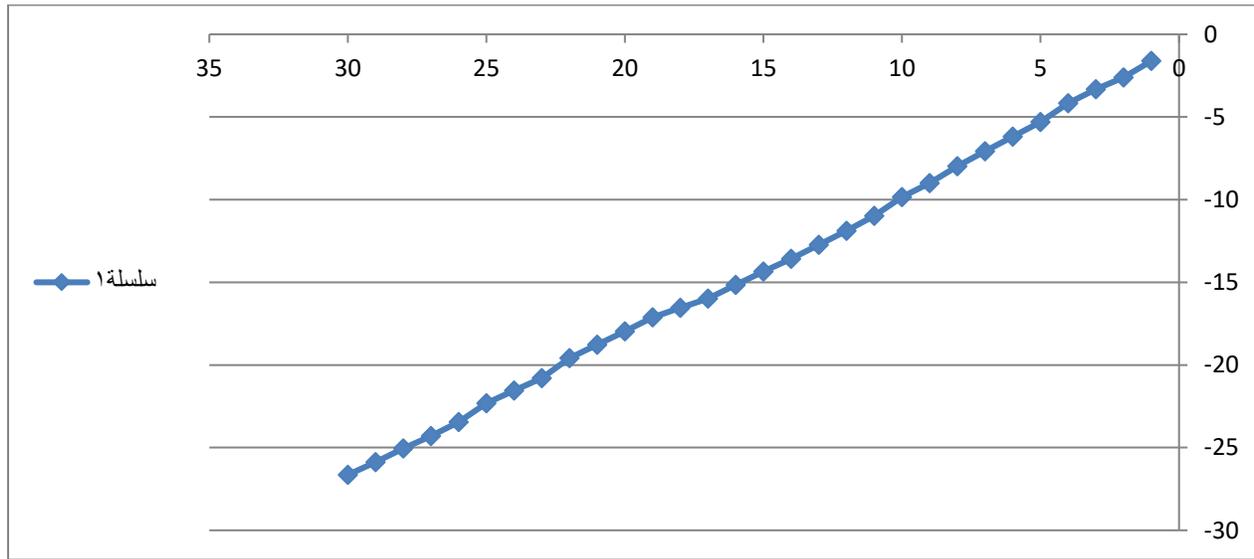
ويظهر في العمود الاخير الذي يمثل (CAAR) متوسطات العوائد اليومية غير الاعتيادية المتراكمة للشركات الاكثر تكرر عن إعلان مقسوم الأرباح التي أُختيرت اعتماداً على عدد إعلانات مقسوم الأرباح لكل شركة، فظهرت العوائد غير الاعتيادية بغض النظر عن طبيعة اشارتها سواء كانت سالبة ام موجبة ، فتؤكد بأن لإعلان مقسوم الأرباح النقدي محتوى معلومات مؤثر. فاذا لم يكن لها محتوى معلومات مؤثر لكانت قيمة العوائد غير الاعتيادية تساوي (صفر) على طول نافذة الحدث ، وهذا يعني بأن هنالك مشكلة عدم تماثل للمعلومات ، وهذا لا يتوافق مع الفرضية الفرعية الأولى للدراسة ، ومن جهة اخرى وكما هو معلوم من ارقام العمود ل (CAAR)، لم تُظهر متوسطات العوائد اليومية غير الاعتيادية المتراكمة (CAAR) سلوكاً دالاً عن استجابة السوق كفوءة بخصوص اسعار الاسهم لإعلانات الشركات الاكثر إعلاناً عن مقسوم ارباحها النقدي ، فقد ظهرت متذبذبة (مرتفعة ومنخفضة) بالاتجاه السالب ، وتحقق هذا في جميع المشاهدات اليومية لنافذة الحدث . وفي الواقع ، ان سلوك السوق الذي يدل على الكفاءة ينبغي ان تكون تحركات (CAAR) موجبة تصاعدياً قبل يوم الإعلان عن مقسوم الأرباح لتصل الى قيمتها الحقيقية في يوم الإعلان (الحدث) ومن ثم تستقر خلال مدة الاسبوعين المتبقية من نافذة الحدث دون اي اضافة اذ تبقى ثابتة عند العائد نفسه في يوم الإعلان . وتحقق اعلى متوسط للعوائد اليومية غير الاعتيادية المتراكمة في اليوم الـ 15- قبل الإعلان واليوم الأول من نافذة الحدث اذ بلغ (-1.611) واقل متوسط للعوائد اليومية غير الاعتيادية المتراكمة للشركات (CAAR) في اليوم -1 قبل يوم الإعلان لنافذة الحدث فبلغت (-14.35) وكانت هذه العوائد سالبة الاتجاه بشكل تصاعدي الي يوم الحدث ، ولم يُفصح السوق استجابة كفوءة للإعلان في يوم الحدث، اذ كان متوسط العوائد اليومية غير الاعتيادية المتراكمة (CAAR) في هذا اليوم سالباً وبمقدار (-15.16) في حين انه من المفترض ان يكون موجباً في يوم الإعلان. واستمرت المتوسطات للعوائد اليومية غير الاعتيادية المتراكمة في جميع المشاهدات بعد تاريخ الإعلان سالبة وتصاعدية بالاتجاه اسالب حتى استقر في اليوم الاخير من نافذة الحدث اليوم 14 عند(-26.65) ، والجدير بالذكر للحالة



النموذجية) ان قيمة المتوسطات للعوائد اليومية غير الاعتيادية المتراكمة (CAAR) والتي ينبغي ان تكون استجابة السوق كفاءة لإعلان مقسوم الأرباح النقدي والتي من المفترض ان تكون موجبة وتصاعديّة على طول الايام قبل يوم الإعلان ، وينبغي ان تتحقق اكبر قيمة للمتوسط في يوم الإعلان وتستقر في يوم الإعلان وتبقى ثابتة لا تضيف شيئاً اي ان (قيمتها= صفر) حتى اليوم الاخير من النافذة .

وكما هو واضح في الشكل (3-3) فقد كانت قيم CAAR على طول ايام نافذة الحدث الـ 30 يوماً متذبذبة ولكن بالاتجاه السالب وبشكل مناف تماماً لما يجب ان تظهره من سلوك الحالة النموذجية . ومما تقدم يؤكد على ان استجابة السوق بطيئة وغير تامة ومحتيزة لتحركات اسعار اسهم الشركات الاكثر تكرار عن الإعلان مقسوم الأرباح ، وهذا يدل على ان السوق غير كفاءة بالشكل شبه القوي في استجابته لحدث الإعلان عن المعلومات العامة (إعلانات مقسوم الأرباح) ، وهذا ما ينسجم مع الفرضية الرئيسية الثانية للدراسة .

الشكل (3-3) المنحى البياني لمتوسطات العوائد غير الاعتيادية المتراكمة للشركات الاكثر تكرار للإعلان مقسوم الأرباح



المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على البيانات المنشورة في سوق العراق للأوراق المالية

2.2.3. التحليل المالي عبر نافذة الحدث للشركات الاقل تكرار لإعلانات مقسوم الأرباح :

اعتماداً على تصنيف الشركات الاقل تكرار في إعلان مقسوم الأرباح المذكور سلفاً وقع الاختيار على شركات من عينة الدراسة ، وهي الشركات الاقل تكراراً من ناحية عدد الإعلان وكما موضح في الجدول (9-3) . ففي هذه الشركات جرى اختبار كفاءة السوق في مدى الاستجابة لأسعار اسهمها عن محتوى المعلومات المرسله من خلال إعلانات مقسوم الأرباح ، وذلك لمعرفة مدى سرعة انعكاس محتوى المعلومات لإعلانات مقسوم الأرباح النقدية للشركات الاقل تكراراً من خلال احتساب العوائد غير الاعتيادية للاسهم والعوائد غير الاعتيادية المتراكمة ومتوسطاتها اليومية عبر نافذة الحدث لمدة (30 يوم) المستخدمة في هذه الدراسة .

جدول (3- 9) الشركات الاقل تكراراً في اعلان عن مقسوم الأرباح في سوق العراق للأوراق المالية

تاريخ الإعلان	عدد الإعلانات	اسم الشركة	ت
2019/6/13 2022/12/8	2	الخاتم للاتصالات	1.
2018/7/24	1	مصرف الشرق الاوسط	2.
2019/2/27	1	شركة الكندي للقاحات البيطرية	3.
2018/11/7 2022/11/17	2	شركة المصرف العراقي الاسلامي	4.
2018/2/21 2019/2/26	2	الشرق الاوسط لإنتاج وتسويق الاسماك	5.
2023/9/17	1	مدينة العاب الكرخ	6.
2019/6/13 2020/12/17	2	الشركة الاهلية للإنتاج الزراعي	7.
2017/1/10	1	الوطنية للصناعات الكيماوية والبلاستيكية	8.
2018/7/9	1	الموصل لمدن للعباب	9.
2021/10/14 2020/1/13	2	الامين للاستثمارات العقارية	10
2017/1/10 2018/2/6	2	شركة فنادق المنصور	11
2017/5/16 2019/2/10	2	المنصور للصناعات الدوائية	12

المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على تقارير سوق العراق للأوراق المالية .

وبعد جمع البيانات لغرض حساب العوائد الفعلية لأسهم الشركات الاقل تكراراً لإعلانات مقسوم الأرباح ومخاطرة السوق (Beta) وعوائد الاسهم المتوقعة عبر نموذج تسعير الموجودات الرأسمالية وعوائد الاسهم غير الاعتيادية لكل يوم من نافذة الحدث من خلال الفرق بين العوائد الفعلية للسهم والعوائد المتوقعة ، ويُبين جدول (3-10) عوائد الاسهم اليومية غير الاعتيادية والعوائد غير الاعتيادية المتراكمة للأسهم ومتوسطات العوائد غير الاعتيادية المتراكمة اليومية للشركات ذات التكرار الاقل التي اعلنت عن مقسوم ارباحها المذكورة انفاً ولمدة (15) يوماً قبل يوم الإعلان عن مقسوم الأرباح ، إضافة الى يوم(الإعلان)، أو الحدث (اليوم 0) و(14) يوماً بعد الإعلان عن مقسوم الأرباح .

جدول (10-3) عوائد الاسهم غير الاعتيادية والمتراكمة ومتوسطاتها للشركات الاقل تكراراً عبر نافذة الحدث اليومية

نافذة الحدث	شركة الخاتم		صرف الشرق الاوسط		صرف الشرق الاوسط للفيحاحات البيطر		المصرف العراقي		شرق الاوسط للاسما		مدينة ألعاب الكرخ		الاهلية الزراعية		الوطنية البلاستيكية		الموصل لمعدن الالعايب		الامين العقارية		فنادق المنصور		المنصور الدوانية	
	CAR	AR	CAR	AR	CAR	AR	CAR	AR	CAR	AR	CAR	AR	CAR	AR	CAR	AR	CAR	AR	CAR	AR	CAR	AR	CAR	AR
-15	-0.049	-0.049	-0.049	-0.049	-0.005	-0	-0.075	-0.075	-0.075	-0.075	-0.015	-0.015	-0.079	-0.079	-0.079	-0.079	-0.079	-0.079	-0.079	-0.079	-0.02	-0.02	-0.045	-0.501
-14	-0.051	-0.101	0.012	0.007	-0.081	-0.156	0.0176	0.003	-0.079	-0.158	-0.009	-0.052	-0.07	-0.143	-0.021	-0.063	-0.039	-0.079	-0.125	-0.186	-0.021	-0.041	-0.043	-0.964
-13	-0.049	-0.15	0.005	0.012	-0.085	-0.241	0.0031	0.006	-0.075	-0.233	0.082	0.03	-0.076	-0.218	-0.026	-0.089	-0.039	-0.118	-0.062	-0.248	-0.034	-0.075	-0.044	-1.318
-12	-0.048	-0.198	-0.01	0.005	-0.079	-0.32	0.0087	0.014	-0.081	-0.313	-0.051	-0.021	-0.072	-0.29	-0.045	-0.134	-0.006	-0.123	-0.061	-0.309	-0.025	-0.1	-0.05	-1.79
-11	-0.048	-0.246	0.001	0.006	-0.047	-0.367	-0.015	-6E-04	-0.079	-0.392	-0.069	-0.091	-0.068	-0.358	-0.022	-0.157	-0.039	-0.163	-0.061	-0.37	-0.001	-0.101	-0.032	-2.228
-10	-0.048	-0.293	0.003	0.009	-0.098	-0.465	0.0128	0.012	-0.079	-0.471	-0.034	-0.125	-0.069	-0.428	-0.025	-0.182	-0.039	-0.202	-0.059	-0.429	-0.023	-0.124	-0.052	-2.697
-9	-0.052	-0.345	0.007	0.015	-0.1	-0.566	0.0301	0.042	-0.08	-0.551	-0.058	-0.183	-0.077	-0.505	-0.006	-0.188	-0.04	-0.241	-0.061	-0.49	-0.023	-0.147	-0.037	-3.147
-8	-0.178	-0.523	-0.05	-0.032	-0.094	-0.66	-0.025	0.017	-0.08	-0.631	-0.03	-0.214	-0.073	-0.578	-0.022	-0.21	-0.042	-0.283	-0.061	-0.551	-0.018	-0.165	-0.039	-3.693
-7	-0.048	-0.571	0.016	-0.016	-0.103	-0.763	-0.008	0.009	-0.08	-0.712	-0.017	-0.231	-0.071	-0.648	-0.025	-0.235	-0.04	-0.323	-0.083	-0.634	-0.029	-0.193	-0.041	-4.176
-6	-0.051	-0.621	0.007	-0.009	-0.077	-0.839	-0.004	0.005	-0.079	-0.791	-0.068	-0.299	-0.07	-0.718	-0.05	-0.285	-0.04	-0.363	-0.061	-0.694	-0.02	-0.213	-0.086	-4.728
-5	-0.047	-0.668	0.01	0.001	-0.079	-0.918	0.0102	0.016	-0.08	-0.871	-0.038	-0.337	-0.073	-0.791	-0.022	-0.307	-0.039	-0.402	-0.062	-0.757	-0.044	-0.257	-0.042	-5.189
-4	-0.051	-0.719	-0.05	-0.047	-0.089	-1.008	-0.138	-0.123	-0.08	-0.951	-0.038	-0.375	-0.072	-0.863	-0.024	-0.331	-0.262	-0.664	-0.062	-0.819	-0.004	-0.261	-0.041	-6.053
-3	-0.052	-0.771	-0.01	-0.054	-0.074	-1.082	-0.067	-0.19	-0.079	-1.031	-0.045	-0.42	-0.074	-0.937	-0.044	-0.374	-0.047	-0.711	-0.06	-0.879	0.002	-0.259	-0.045	-6.598
-2	-0.056	-0.826	0.048	-0.006	-0.11	-1.191	0.0027	-0.187	-0.08	-1.11	-0.028	-0.447	-0.073	-1.011	-0.022	-0.396	-0.048	-0.759	-0.06	-0.938	-0.019	-0.278	-0.019	-7.01
-1	-0.103	-0.929	0.043	0.037	-0.088	-1.279	-0.088	0.0025	-0.08	-1.191	-0.063	-0.51	-0.072	-1.083	-0.028	-0.424	0.0146	-0.744	-0.059	-0.997	-0.011	-0.29	-0.049	-7.409
0	-0.101	-1.031	-0.01	0.023	-0.116	-1.395	-0.031	-0.215	-0.08	-1.271	-0.037	-0.547	-0.072	-1.155	-0.024	-0.448	0.0546	-0.69	-0.059	-1.056	-0.035	-0.325	-0.034	-7.864
1	-0.049	-1.079	0.039	0.061	-0.158	-1.553	0.0178	-0.198	-0.086	-1.357	-0.032	-0.579	-0.082	-1.237	0.0173	-0.431	0.0173	-0.711	-0.058	-1.114	-0.02	-0.345	-0.058	-8.309
2	-0.051	-1.13	0.066	0.128	-0.036	-1.589	0.0219	-0.176	-0.08	-1.437	-0.041	-0.62	-0.076	-1.313	-0.027	-0.458	-0.048	-0.759	-0.06	-1.174	-0.025	-0.37	-0.041	-8.661
3	-0.05	-1.18	0.009	0.136	-0.076	-1.665	-0.003	-0.179	-0.08	-1.517	-0.032	-0.652	-0.07	-1.383	-0.026	-0.484	-0.079	-0.838	-0.059	-1.234	-0.015	-0.385	-0.057	-9.154
4	-0.049	-1.23	0.004	0.141	-0.072	-1.737	0.0327	-0.146	-0.081	-1.598	-0.054	-0.706	-0.072	-1.456	-0.003	-0.487	-0.038	-0.876	-0.058	-1.291	-0.028	-0.413	-0.041	-9.568
5	-0.051	-1.28	0.134	-0.01	-0.093	-1.83	-0.005	-0.151	-0.076	-1.674	0.014	-0.692	-0.085	-1.541	-0.036	-0.523	-0.093	-0.969	-0.063	-1.354	-0.061	-0.474	-0.045	-10.12
6	-0.049	-1.33	0.097	-0.04	0.009	-1.821	0.0069	-0.144	-0.08	-1.754	-0.042	-0.734	-0.067	-1.608	-0.018	-0.541	-0.019	-0.988	-0.058	-1.412	-0.022	-0.496	-0.058	-10.51
7	-0.054	-1.384	0.11	0.013	-0.078	-1.899	0.0956	-0.048	-0.08	-1.834	-0.049	-0.783	-0.07	-1.678	-0.004	-0.545	-0.042	-1.03	-0.057	-1.47	0.014	-0.481	-0.041	-10.81
8	-0.049	-1.433	0.053	0.163	-0.111	-2.01	0.0171	-0.031	-0.08	-1.914	-0.033	-0.816	-0.071	-1.749	-0.041	-0.585	-0.173	-1.204	-0.058	-1.528	0.056	-0.426	-0.057	-11.32
9	-0.048	-1.48	0.11	-0.05	-0.106	-2.116	-0.025	-0.056	-0.079	-1.994	-0.032	-0.848	-0.086	-1.836	-0.014	-0.599	-0.002	-1.206	-0.063	-1.59	0.014	-0.412	-0.044	-11.81
10	-0.052	-1.533	0.009	0.119	-0.125	-2.241	0.0033	-0.053	-0.08	-2.074	-0.042	-0.891	-0.073	-1.908	-0.02	-0.619	-0.023	-1.229	-0.06	-1.651	0.07	-0.342	-0.045	-12.2
11	-0.054	-1.586	0.007	0.127	-0.058	-2.299	-0.018	-0.071	-0.08	-2.154	-0.049	-0.939	-0.072	-1.981	-0.047	-0.666	-0.019	-1.248	-0.062	-1.713	-0.021	-0.363	-0.067	-12.69
12	-0.06	-1.646	0.009	0.136	-0.093	-2.391	-0.074	-0.145	-0.079	-2.233	-0.037	-0.977	-0.073	-2.054	-0.025	-0.691	-0.008	-1.256	-0.062	-1.775	-0.056	-0.419	-0.027	-13.22
13	-0.061	-1.707	0.006	0.142	-0.085	-2.476	-0.017	-0.162	-0.08	-2.313	-0.034	-1.01	-0.075	-2.129	-0.024	-0.714	-0.07	-1.326	-0.03	-1.805	0.013	-0.406	-0.041	-13.66
14	-0.05	-1.758	0.012	0.154	-0.071	-2.547	0.0112	-0.151	-0.08	-2.393	-0.052	-1.062	-0.076	-2.204	-0.028	-0.742	-0.032	-1.358	-0.059	-1.864	0.008	-0.398	-0.051	-14.08

نلاحظ من الجدول (3-10) بان العمود الأول يمثل نافذة الحدث ومدتها 30 يوم ، اما بالنسبة لكل شركة من هذه الشركات يوجد عمودين يمثل الأول العوائد غير الاعتيادية AR و يمثل الثاني العوائد غير الاعتيادية المتراكمة CAR لاسهم الشركة التي اعلنت عن مقسوم ارباحها ، ففي ظل شروط الكفاءة ينبغي ان يبدأ موجباً في اليوم الأول من نافذة الحدث (اليوم -15-)، ثم يتصاعد شيئاً فشيئاً ليصل الى اعلى قيمة له في يوم الإعلان، أو الحدث(اليوم 0) وبعد ذلك تظل قيمة العوائد غير الاعتيادية ثابتة ومستقرة من يوم الإعلان لغاية آخر يوم في نافذة الحدث (اليوم +14).

فنلاحظ من الجدول (3-10) طوال مدة الـ 15 يوم قبل الحدث (يوم الإعلان) لشركة الخاتم متذبذبة ولكنها في الاتجاه السالب على الرغم من عدم تماثل المعلومات لهذا النوع من الشركات ينبغي ان يكون مرتفعاً كونها من الشركات الاقل تكرارا في الإعلان عن مقسوم الأرباح ، لذا فان الاتجاه العام للعوائد غير الاعتيادية المتراكمة كان سالباً ، وهذا يعني ان المعلومات عن الشركة قد تسربت الى المستثمرين في السوق بشكل سلبي مما سببت خسائر غير اعتيادية كبيرة لاسهم شركة الخاتم ، فكانت أعلى خسارة غير اعتيادية قبل الإعلان هي في اليوم (-8) اذ بلغت (-0.178) وفي الوقت نفسه تمثل اعلى خسارة خلال نافذة الحدث الـ 30 يوماً ، اما اقل خسارة غير اعتيادية كانت في اليوم (-5) بلغت (-0.047) وفي الوقت نفسه تمثل اقل خسارة خلال النافذة ، وفي يوم الإعلان حققت الشركة خسارة غير اعتيادية مقدارها (-0.101) ، ويبدو ان المعلومات المتسربة السابقة ليست جيدة لذا استمرت هذه العوائد بالتقلب بعد تاريخ الإعلان بالاتجاه السالب أيضاً حتى استقرت في اخر مشاهدة لنافذة الحدث عند(-0.050). وهذا يعني ان استجابة السوق كانت متحيزة لمحتوى المعلومات عن الشركة بشكل سلبي ، مما جعل الاتجاه العام للعوائد غير الاعتيادية المتراكمة CAR لهذه الشركة سالباً طوال نافذة الحدث الـ 30 يوم ، لذا ظهرت قيم CAR سالبة طوال نافذة



الحدث نتيجة تحقق عوائد غير أعتيادية سالبة **AR**، وهذا يدل على ان استجابة السوق كانت منحازة لإعلان مقسوم الأرباح بشكل سلبي، علاوة على ذلك ، ان العوائد غير الاعتيادية المتراكمة بعد تاريخ الإعلان لم تستقر فكانت متذبذبة بالاتجاه السالب ومن المفترض ان تبقى ثابتة بعد تاريخ الإعلان ولا تضيف شيئاً.

ولهذه الاستجابة المتحيزة من ناحية السوق ثلاث نتائج الأولى: هي ان ردة فعل السوق المتحيزة نتيجة العوائد غير الاعتيادية السالبة قبل تاريخ واثناء الإعلان، والثانية هي ان إعلان مقسوم الأرباح من قبل الشركة محتوى معلومات مؤثر، والدليل على ذلك حققت الشركة عوائد غير أعتيادية سالبة بعد الإعلان والتي من المفترض ان تكون ثابتة وتساوي قيمتها (صفر) ، اذا لم يكن لإعلان مقسوم الأرباح محتوى معلومات مؤثر وهذا يعني وجود مشكلة عدم تماثل معلومات مما يتعارض مع فرضية الدراسة الفرعية الأولى ، والثالثة ان استجابة السوق كانت بطيئة وغير كاملة نتيجة تحقق خسائر غير أعتيادية **AR** حتى مرور **14** يوم بعد تاريخ الإعلان . وهذا يدل على ان ردة فعل (استجابة) السوق لمحتوى المعلومات كانت بطيئة لهذا الحدث وأن أسعار السوق لم تستجيب بشكل سريع وتام في (يوم الإعلان) وهذا دليل على ان السوق غير كفوءة.

ونلاحظ من خلال التحليل المالي لنافذة الحدث الخاصة بمصرف الشرق الاوسط فكانت العوائد غير الاعتيادية ايجابية طوال مدة نافذة الحدث ماعدا بعض الايام كانت هنالك خسائر طفيفة ، فبالرغم من ارتفاع عدم تماثل المعلومات في الشركات التي عادةً ما تعلن عن مقسوم الأرباح ، كانت اغلب المشاهدات على طول نافذة الحدث للعوائد غير الاعتيادية كانت موجبة قبل الإعلان واثناءه وبعده وهذا يعني ان الاتجاه العام للعوائد غير الاعتيادية المتراكمة كانت موجبة ، وهذا يعني ان المعلومات التي تسربت عن الشركة الى المستثمرين في السوق كانت جيدة مما انعكس ذلك على تحقق عوائد كبيرة غير اعتيادية لاسهم الشركة ،



فكانت اعلى العوائد غير الاعتيادية للسهم قبل الإعلان في اليوم (-2) فقد بلغت (0.048) ، واقل العوائد الغير الطبيعية كان في اليوم (-8) اذ بلغ (-0.005) ، وكانت العوائد غير الطبيعية في يوم الإعلان (0) بلغت أيضًا (-0.0014) والتي من المفترض ان تكون في هذا اليوم اعلى ما يمكن ، واعلى عوائد غير اعتيادية ايجابية تحققت خلال نافذة الحدث في اليوم الثاني بعد الإعلان اذ بلغت (0.066) ، وهذا يعني ان استجابة السوق لمحتوى المعلومات ارتفعت بعد الإعلان بالاتجاه الايجابي، والتي من المفترض ان تساوي صفر ، ويبدو ان المعلومات المتسرية السابقة كانت جيدة ، لذا استمرت هذه العوائد تتقلب بالاتجاه الموجب بعد تاريخ الإعلان وحتى استقرت في اخر مشاهدة لنافذة الحدث عند (0.012) ماعدا ثلاثة ايام ظهرت فيها سالبة. ولطالما ظهرت العوائد غير الاعتيادية AR لشركة مصرف الشرق الاوسط متقلبة، و لكن كانت الغلبة للعوائد الموجبة على طول نافذة الحدث، مما جعل الاتجاه العام للعوائد غير الاعتيادية المتراكمة CAR لهذه الشركة اغلبها موجبة خلال الـ 30 يوم من نافذة الحدث، وهذا يعني ان استجابة السوق كانت متحيزة بشكل اكثر ايجابياً لإعلان مقسوم الأرباح لهذه الشركة . ومن جهة اخرى، بما ان العوائد غير الاعتيادية المتراكمة بعد يوم الإعلان لم تستقر وأخذت تنخفض وترتفع بالاتجاه الموجب حتى تراكمت عند (0.154) ومن المفترض ان تكون ثابتة بعد تاريخ الإعلان .

لذا فان لهذا السلوك ثلاث نتائج الأولى: ان ردة فعل السوق كانت منحازة نتيجة تحقق عوائد غير اعتيادية موجبة وسالبة ، ونلاحظ أيضًا من خلال مجموع المتراكم للعوائد غير الطبيعية (CAR) قبل واثناء الإعلان ، والثانية : هي ان إعلان مقسوم الأرباح النقدي محتوى معلومات مؤثر والدليل على ذلك ، تحققت عوائد غير اعتيادية ايجابية وفي عدد قليل كانت سلبية والتي من المفترض ان لا تضيف شيئاً بعد الإعلان اي تساوي صفر، في حال اذا لم يكن لإعلان مقسوم الأرباح محتوى معلومات مؤثر ، وهذا يعني وجود مشكلة



بأن المعلومات غير متماثلة مما يتعارض مع فرضية الدراسة الفرعية الأولى. والثالثة: ان استجابة السوق كانت منحازة وغير تامة نتيجة تحقق عوائد غير الطبيعية حتى بعد مرور 14 يوم من تاريخ الحدث . وهذا دليل على ان استجابة السوق لمعلومات هذا الحدث بطيئة، وأن أسعار الاسهم في السوق لم تستجب بشكل تام وسريع في يوم الإعلان ، و هذا دليل على ان هناك خلل في كفاءة السوق .

ومن خلال التحليل المالي لنافة الحدث لشركة الكندي للقاحات البيطرية نلاحظ طوال مدة الـ 15 يوم قبل الحدث (يوم الإعلان) متذبذبة في الاتجاه السالب على الرغم من عدم تماثل المعلومات لهذا النوع من الشركات ينبغي ان يكون مرتفعاً لعدم اهتمام المحللين في الشركات التي نادراً ما تعلن عن مقسوم ارباحها ، لهذا فان الاتجاه العام للعوائد غير الاعتيادية المتراكمة كان سالباً ، وهذا يعني ان المعلومات عن الشركة قد تسربت الى المستثمرين في السوق بشكل سلبي مما سببت خسائر غير اعتيادية كبيرة لاسهم شركة الكندي للقاحات البيطرية ، فكانت (أعلى خسارة) خلال نافذة الحدث الـ 30 يوماً هي في اليوم السابع قبل الإعلان اذ بلغت (-0.103)، اما (اقل خسارة) خلال نافذة الحدث كانت في اليوم الحادي عشر قبل الإعلان وبلغت (-0.047) ، وأما في يوم الإعلان حققت الشركة خسارة مقدارها (-0.116) ، ويبدو ان المعلومات المتسربة السابقة كانت سيئة لذا استمرت هذه العوائد بالتقلب بعد تاريخ الإعلان بالاتجاه السالب أيضاً حتى استقرت في اخر مشاهدة لنافة الحدث عند(-0.071). وهذا يعني ان استجابة السوق كانت منحازة لمحتوى المعلومات عن الشركة بشكل سلبي ، لذا فان الاتجاه العام للعوائد غير الاعتيادية المتراكمة CAR بعد الإعلان لهذه الشركة كان سالباً طوال نافذة الحدث الـ 30 يوم ماعدا يوم واحد ، وطالما ظهرت قيم CAR سالبة طوال نافذة الحدث نتيجة تحقق خسائر غير أعتيادية AR سالبة طوال نافذة الحدث ، وهذا يدل على ان استجابة السوق كانت متحيزة لإعلان مقسوم الأرباح بشكل سلبي، علاوة على ذلك ، ان العوائد غير الاعتيادية



المتراكمة بعد تاريخ الإعلان لم تستقر فكانت متذبذبة بالاتجاه السالب ومن المفترض ان تبقى ثابتة بعد تاريخ الإعلان اي لا تضيف شيئاً.

ولهذه الاستجابة المتحيزة من ناحية السوق ثلاث نتائج : الأولى: هي ان ردة فعل السوق المتحيزة نتيجة العوائد غير الاعتيادية السالبة قبل تاريخ الإعلان واثناؤه ، والثانية هي ان لإعلان مقسوم الأرباح من قبل الشركة محتوى معلومات مؤثر، والدليل على ذلك حققت الشركة عوائد غير أعتيادية سالبة والتي من المفترض ان تكون ثابتة بعد الإعلان اي تساوي (قيمتها صفر) ، اذا لم يكن لإعلان مقسوم الأرباح محتوى معلومات مؤثر وهذا يعني وجود مشكلة عدم تماثل معلومات مما تتعارض مع فرضية الدراسة الفرعية الأولى ، والثالثة ان استجابة السوق كانت بطيئة وغير كاملة نتيجة تحقق خسائر غير أعتيادية AR حتى مرور 14 يوم بعد تاريخ الإعلان ماعدا يوم واحد فقط . وهذا يدل على ان ردة فعل (استجابة) السوق لمحتوى المعلومات لم تستجيب بالشكل الصحيح لهذا الحدث ولم تنعكس في أسعار السوق بشكل سريع وتام في (يوم الإعلان) وهذا دليل على ان هناك خلل في كفاءة السوق .

والتحليل المالي لأسهم المصرف العراقي الاسلامي من خلال نافذة الحدث فالعمود الأول لهذا المصرف يمثل العوائد غير الاعتيادية و الثاني يمثل العوائد غير الاعتيادية المتراكمة، فعلى الرغم من ان المصرف يعد من احدى المؤسسات المالية الاقل تكرارا في الإعلان عن مقسوم الأرباح وعدم تماثل المعلومات لهذا النوع من الشركات يكون مرتفع نتيجة عدم اهتمام المحللين الماليين لمثل هذا النوع من المؤسسات المالية ، فكانت العوائد غير الاعتيادية متقلبة ما بين السالبة و الموجبة خلال نافذة الحدث ، لذا كان اتجاه العوائد غير الاعتيادية الموجبة هو السائد خلال ستة عشر يوم من الفترة الكلية لنافذة الحدث وبالبلغة 30 يوم ، ومع ذلك لم يكن الاتجاه العام للعوائد غير الاعتيادية موجبة خلال نافذة الحدث بل كانت



هنالك عوائد سالبة خلال اربعة عشر يوم متفرقة من نافذة الحدث, وهذه الاستجابة من السوق قد يكون نتيجة تسرب معلومات غامضة الى المستثمرين، او قد يكون هناك عدد من المطلعين كالمدراء الذين لديهم معلومات سرية محتفظين بها ولم يفصحوا عنها في السوق، والتي من الصعب تفسيرها ، مما ادى الى وجود عدم تماثل معلومات ، ومن ثم ، تحقيق عوائد غير أعتيادية على حساب المستثمرين الخارجيين ، فكانت استجابة السوق لتحركات اسعار الاسهم اغلبها ايجابية عبر ظهور عوائد غير اعتيادية ، فكان اعلى العوائد غير الاعتيادية في اليوم 9- قبل يوم الإعلان من نافذة الحدث ، اذ بلغ (0.030) ، اما اقل العوائد غير الاعتيادية السالبة (اعلى خسارة) كانت في اليوم 4- قبل الإعلان، اذ بلغ (-0.138)، اما العوائد اليومية غير الاعتيادية في باقي الايام خلال الفترة التي تسبق يوم الحدث (الإعلان) فكانت متذبذبة ما بين القيمتين المذكورتين سلفاً . واما في يوم الإعلان بلغ العائد غير الاعتيادي (-0.031) وهذا يعني ان المعلومات في الأيام التي تسبق الحدث لم تكن جيدة بالمستوى المطلوب ، لذا كانت استجابة السوق لها متذبذبة ، اما بعد الإعلان فكانت العوائد متقلبة والتي من المفروض أن تبقى ثابتة بعد الإعلان، واستمرت العوائد ايجابية خلال يومان بعد يوم الإعلان حتى بلغت في اخر مشاهدة من نافذة الحدث (0.0112) مما ادى الى تراكم العوائد غير الاعتيادية بشكل متذبذب CAR ، ومن ثم تحولت العوائد غير الطبيعية المتراكمة سالبة نهاية نافذة الحدث ، وطالما ان قيم CAR اغلبها سالبة قبل الإعلان فتارةً تتخفف وتارةً اخرى ترتفع ، ففي ذلك دلالة على ان استجابة السوق كانت منحازة لإعلان مقسوم الأرباح لهذا المصرف .

فان لسلوك السوق هذا ، ثلاثة نتائج : الأولى: هو ان هناك تحيز في استجابة السوق لإعلانات مقسوم الأرباح نتيجة تحقق عوائد غير اعتيادية قبل وفي يوم الإعلان ، والثانية: هو ان لإعلان مقسوم الأرباح محتوى معلومات مؤثر وذلك من خلال تحقيق عوائد غير اعتيادية ومتراكمة موجبة وسالبة لمصرف العراقي



، والتي ينبغي ان تكون ثابتة بعد الإعلان عن مقسوم الأرباح (لا تضيف شيئاً) ، في حال اذا لم يكن لإعلان مقسوم الأرباح محتوى معلومات مؤثر هذا يعني وجود مشكلة عدم تماثل معلومات مما يتعارض مع فرضية الدراسة الفرعية الأولى والثالثة: ان ردة فعل السوق بطيئة في استجابتها وغير تامة نتيجة تحقق عوائد غير اعتيادية ايجابية وسلبية حتى بعد مرور 14 يوم من إعلان المصرف عن مقسوم ارباحه، وفي ذلك اشارة مهمة جداً للمستثمرين تُذّر، أو تُنبأ بأن هناك خلل في كفاءة السوق .

اما بالنسبة لتحليل المالي لأسهم شركة الشرق الاوسط للاسماك متذبذبة، و لكنها في الاتجاه السالب على الرغم من عدم تماثل المعلومات لهذا النوع من الشركات ينبغي ان يكون مرتفعاً بسبب عدم اهتمام المحللين في هذا النوع من الشركات قليلة الإعلان عن مقسوم الأرباح ، ولكن مع هذا فان الاتجاه العام للعوائد غير الاعتيادية المتراكمة كان سالباً طوال فترة نافذة الحدث ، وهذا يعني ان المعلومات عن الشركة قد تسربت الى المستثمرين في السوق بشكل سلبي مما سببت خسائر غير اعتيادية كبيرة لاسهم شركة الشرق الاوسط للأسماك ، فكانت أعلى خسارة قبل الإعلان في اليوم (-12) حيث بلغت (-0.081) ، اما اقل خسارة كانت في اليوم (-13) قبل الإعلان حيث بلغت (-0.075) ، وفي الوقت نفسه ظهرت عوائد غير الطبيعية سالبة أيضاً في يوم الإعلان مقدارها (-0.08) ، ويبدو ان المعلومات المتسربة السابقة ليست جيدة لذا استمرت هذه العوائد بالتقلب بعد تاريخ الإعلان بالاتجاه السالب حتى استقرت في اخر مشاهدة لنافذة الحدث عند (-0.08). وهذا يعني ان استجابة السوق كانت متحيزة لمحتوى المعلومات عن الشركة بشكل سلبي ، لذا كان الاتجاه العام للعوائد غير الاعتيادية المتراكمة CAR لهذه الشركة سالباً طوال نافذة الحدث الـ 30 يوم ، وبما ان قيم CAR ظهرت سالبة طوال نافذة الحدث نتيجة تحقق خسائر غير أعتيادية AR سالبة طوال نافذة الحدث ، وهذا يدل على ان استجابة السوق كانت متحيزة لإعلان مقسوم الأرباح بشكل سلبي،



علاوة على ذلك ، ان العوائد غير الاعتيادية المتراكمة بعد تاريخ الإعلان لم تستقر فكانت متذبذبة بالاتجاه السالب ومن المفترض ان تبقى ثابتة بعد تاريخ الإعلان .

ولهذه الاستجابة المتحيزة من ناحية السوق ثلاث نتائج : الأولى: هي ان ردة فعل السوق المنحازة لإعلان مقسوم الأرباح نتيجة العوائد غير الاعتيادية السالبة قبل تاريخ الإعلان واثناءه، والثانية هي ان إعلان مقسوم الأرباح من قبل الشركة محتوى معلومات مؤثر، والدليل على ذلك حققت الشركة عوائد غير أعتيادية سالبة والتي من المفترض ان تكون ثابتة اي تساوي (قيمتها صفر) ، اذا لم يكن لإعلان مقسوم الأرباح محتوى معلومات مؤثر وهذا يعني وجود مشكلة عدم تماثل معلومات مما تتعارض مع فرضية الدراسة الفرعية الأولى ، والثالثة ان استجابة السوق كانت بطيئة وغير كاملة نتيجة تحقق خسائر غير اعتيادية AR حتى مرور 14 يوم بعد تاريخ الإعلان . وهذا يدل على ان ردة فعل (استجابة) السوق لمحتوى المعلومات كانت بطيئة لهذا الحدث وأن أسعار السوق لم تستجيب بشكل سريع وتام في (يوم الإعلان) وهذا دليل على ان السوق غير كفوءة.

ومن خلال التحليل المالي لنافذة الحدث لعوائد الأسهم لشركة مدينة العاب الكرخ ظهرت متذبذبة ولكنها في الاتجاه السالب أيضاً على الرغم من عدم تماثل المعلومات لهذا النوع من الشركات ينبغي ان يكون مرتفعاً بسبب عدم اهتمام المحللين في هذا النوع من الشركات كونها من الشركات التي نادراً ما تعلن عن مقسوم الأرباح ، فان الاتجاه العام للعوائد غير الاعتيادية المتراكمة كان سالباً طوال مدة نافذة الحدث ، وهذا يعني ان المعلومات عن الشركة قد تسربت الى المستثمرين في السوق بشكل سلبي مما سببت خسائر غير اعتيادية كبيرة لاسهم شركة مدينة العاب الكرخ ، فكانت أعلى خسارة غير اعتيادية قبل الإعلان هي في اليوم (-11) اذ بلغت (-0.069) وفي الوقت نفسه تمثل اعلى خسارة خلال نافذة الحدث الـ 30 يوماً ، اما



اقل خسارة كانت في اليوم (-14) قبل الإعلان حيث بلغت (-0.009) وفي الوقت نفسه ظهرت عوائد غير الطبيعية سالبة أيضًا في يوم الإعلان حققت الشركة خسارة مقدارها (-0.037)، ويبدو ان المعلومات المتسربة السابقة ليست جيدة لذا استمرت هذه العوائد بالتقلب بعد تاريخ الإعلان بالاتجاه السالب أيضًا حتى استقرت في اخر مشاهدة لنافاذة الحدث عند(-0.052) ماعدا اليومان التي ظهرت فيها عوائد غير الطبيعية موجبة .وهذا يعني ان استجابة السوق كانت متحيزة لمحتوى المعلومات عن الشركة بشكل سلبي ، لذا كان الاتجاه العام للعوائد غير الاعتيادية المتراكمة CAR لهذه الشركة سالباً طوال نافذة الحدث الـ 30 يوم ، وبما ان قيم CAR ظهرت سالبة طوال نافذة الحدث نتيجة تحقق خسائر غير اعتيادية AR سالبة خلال نافذة الحدث ، وهذا يدل على ان استجابة السوق كانت متحيزة لإعلان مقسوم الأرباح بشكل سلبي، علاوة على ذلك ، ان العوائد غير الاعتيادية المتراكمة بعد تاريخ الإعلان لم تستقر فكانت متذبذبة بالاتجاه السالب ومن المفترض ان تبقى ثابتة بعد تاريخ الإعلان .

ولهذه الاستجابة المتحيزة من ناحية السوق ثلاث نتائج : الأولى: هي ان ردة فعل السوق المتحيزة نتيجة العوائد غير الاعتيادية السالبة قبل تاريخ الإعلان واثناه وبعده ، والثانية هي ان إعلان مقسوم الأرباح من قبل الشركة محتوى معلومات مؤثر، والدليل على ذلك حققت الشركة عوائد غير اعتيادية سالبة والتي من المفترض ان تكون ثابتة اي تساوي (قيمتها صفر) ، اذا لم يكن لإعلان مقسوم الأرباح محتوى معلومات مؤثر وهذا يعني وجود مشكلة عدم تماثل معلومات مما تتعارض مع فرضية الدراسة الفرعية الأولى. والثالثة ان استجابة السوق كانت بطيئة وغير كاملة نتيجة تحقق خسائر غير اعتيادية AR حتى مرور 14 يوم بعد تاريخ الإعلان . وهذا يدل على ان ردة فعل (استجابة) السوق لمحتوى المعلومات كانت



غير صحيحة لهذا الحدث وأن أسعار السوق لم تستجيب بشكل سريع وتام في (يوم الإعلان) وهذا دليل على ان السوق غير كفوءة.

والتحليل المالي لأسهم شركة الاهلية للإنتاج الزراعي متذبذبة في الاتجاه السالب أيضًا على الرغم من عدم تماثل المعلومات لهذا النوع من الشركات ينبغي ان يكون مرتفعاً بسبب عدم اهتمام المحللين لهذا النوع من الشركات باعتبار ان عدد إعلاناتها لمقسوم الأرباح قليلة ، لذا فان الاتجاه العام للعوائد غير الاعتيادية المتراكمة كان سالباً طوال فترة نافذة الحدث ، وهذا يعني ان المعلومات عن الشركة قد تسربت الى المستثمرين ليست بالمستوى المطلوب مما سببت خسائر غير اعتيادية كبيرة لاسهم شركة الاهلية للإنتاج الزراعي ، فكانت أعلى خسارة اي اقل العوائد غير اعتيادية قبل الإعلان هي في اليوم (-9) اذ بلغت (-0.077) ، اما اقل خسارة اي اعلى العوائد غير الاعتيادية قبل الإعلان كانت في اليوم (-11) اذ بلغت (-0.068) وفي الوقت نفسه ظهرت عوائد غير الطبيعية سالبة أيضًا في يوم الإعلان اذ حققت الشركة خسارة مقدارها (-0.072) ، هذا نتيجة ان المعلومات المتسربة السابقة كانت سيئة لذا استمرت هذه العوائد بالتقلب بعد تاريخ الإعلان بالاتجاه السالب أيضًا حتى استقرت في اخر مشاهدة لنافذة الحدث عند(-0.076). وهذا يعني ان استجابة السوق كانت منحازة لمحتوى المعلومات عن الشركة بشكل سلبي ، لذا كان الاتجاه العام للعوائد غير الاعتيادية المتراكمة CAR لهذه الشركة سالباً طوال نافذة الحدث الـ 30 يوم ، وبما ان قيم CAR ظهرت سالبة طوال نافذة الحدث نتيجة تحقق عوائد غير أعتيادية AR سالبة ، وهذا يدل على ان استجابة السوق كانت متحيزة لإعلان مقسوم الأرباح بشكل سلبي، علاوة على ذلك ، ان العوائد غير الاعتيادية المتراكمة بعد تاريخ الإعلان لم تستقر فكانت متذبذبة بالاتجاه السالب ومن المفترض ان تبقى ثابتة بعد تاريخ الإعلان .



ولهذه الاستجابة المنحازة من قبل السوق ثلاث نتائج : الأولى: هي ان ردة فعل السوق المتحيزة نتيجة العوائد غير الاعتيادية السالبة قبل تاريخ الإعلان واثناءه، والثانية هي ان لإعلان مقسوم الأرباح من قبل الشركة محتوى معلومات مؤثر، والدليل على ذلك حققت الشركة عوائد غير أعتيادية سالبة والتي من المفترض ان تكون ثابتة اي تساوي (قيمتها صفر) ، اذا لم يكن لإعلان مقسوم الأرباح محتوى معلومات مؤثر وهذا يعني وجود مشكلة عدم تماثل معلومات مما تتعارض مع فرضية الدراسة الفرعية الأولى. والثالثة ان استجابة السوق كانت بطيئة نتيجة تحقق عوائد غير اعتيادية AR سالبة حتى بعد مرور 14 يوم من تاريخ الإعلان . وهذا يدل على ان ردة فعل (استجابة) السوق لمحتوى المعلومات كانت غير تامة لهذا الحدث وأن أسعار السوق لم تستجيب بشكل سريع وتام في (يوم الإعلان) وهذا دليل على ان السوق غير كفؤة.

والتحليل المالي من خلال نافذة الحدث لأسهم شركة الوطنية لصناعات البلاستيكية متذبذبة، و لكنها في الاتجاه السالب على الرغم من عدم تماثل المعلومات لهذا النوع من الشركات ينبغي ان يكون مرتفعاً بسبب عدم اهتمام المحللين الماليين في هذا النوع من الشركات التي نادرا ما تقوم بالإعلان عن مقسوم الأرباح ، لذا كان الاتجاه العام للعوائد غير الاعتيادية المتراكمة كان سالباً طوال فترة نافذة الحدث ما عدا يوم واحد فقط ، وهذا يعني ان المعلومات عن الشركة قد تسربت الى المستثمرين ليست بالمستوى المطلوب مما سببت خسائر غير اعتيادية كبيرة لاسهم شركة الوطنية لصناعات البلاستيكية ، فكانت أقل العوائد غير الاعتيادية قبل الإعلان هي في اليوم (-6) اذ بلغت (-0.05)، ، اما اقل العوائد غير الاعتيادية كانت في اليوم (-9) قبل الإعلان اذ بلغ (-0.006) وفي الوقت نفسه ظهر العائد غير الاعتيادي في يوم الإعلان سالب أيضاً مقداره (-0.024) ، هذا نتيجة ان المعلومات المتسربة السابقة ليست جيدة لذا استمرت هذه



العوائد بالتقلب بعد تاريخ الإعلان، و لكن بالاتجاه السالب أيضًا حتى استقرت في اخر مشاهدة لنافاذة الحدث عند(-0.028). وهذا يعني ان استجابة السوق كانت منحازة لمحتوى المعلومات عن الشركة بشكل سلبي ، لذا كان الاتجاه العام للعوائد غير الاعتيادية المتراكمة CAR لهذه الشركة سالباً طوال نافذة الحدث الـ 30 يوم ، وبما ان قيم CAR ظهرت سالبة خلال نافذة الحدث نتيجة تحقق خسائر غير اعتيادية AR ، وهذا يدل على ان استجابة السوق كانت متحيزة لإعلان مقسوم الأرباح بشكل سلبي، علاوة على ذلك ، ان العوائد غير الاعتيادية المتراكمة بعد تاريخ الإعلان لم تستقر فكانت متذبذبة بالاتجاه السالب ومن المفترض ان تبقى ثابتة بعد تاريخ الإعلان .

ولهذه الاستجابة المتحيزة من ناحية السوق ثلاث نتائج : الأولى هي ان لإعلان مقسوم الأرباح من قبل الشركة محتوى معلومات مؤثر، والدليل على ذلك حققت الشركة عوائد غير اعتيادية سالبة بعد الإعلان والتي من المفترض ان تكون ثابتة اي تساوي (قيمتها صفر) ، في حال اذا لم يكن لإعلان مقسوم الأرباح محتوى معلومات مؤثر وهذا يعني وجود مشكلة عدم تماثل معلومات مما تتعارض مع فرضية الدراسة الفرعية الأولى. والثانية: هي ان ردة فعل السوق المنحازة نتيجة تحقق عوائد غير اعتيادية سالبة قبل تاريخ الإعلان واثناءه، والثالثة ان استجابة السوق كانت بطيئة وغير كاملة نتيجة تحقق خسائر غير اعتيادية AR حتى مرور 14 يوم بعد تاريخ الإعلان . وهذا يدل على ان ردة فعل (استجابة) السوق لمحتوى المعلومات كانت بطيئة لهذا الحدث وأن أسعار السوق لم تستجيب بشكل سريع وتام في (يوم الإعلان) وهذا دليل على ان السوق غير كفوءة.

اما بالنسبة لعوائد أسهم شركة الموصل لمدن اللعاب ، أيضًا كانت في الاتجاه السالب على الرغم من عدم تماثل المعلومات لهذا النوع من الشركات ينبغي ان يكون مرتفعاً بسبب عدم اهتمام المحللين في هذا



النوع من الشركات كونها من الشركات التي نادراً ما تعلن عن توزيع ارباحها، ولكن مع هذا فان الاتجاه العام للعوائد غير الاعتيادية المتراكمة كان سالباً اغلب مدة نافذة الحدث ما عدا اليوم الأول قبل الإعلان كانت هنالك عوائد ايجابية قد بلغت (0.0146) ومن ثم ظهرت عوائد غير الطبيعية موجبة في يوم الإعلان عن مقسوم الأرباح اليوم (0) حيث بلغت (0.0546)، ويؤكد ذلك بعدم تماثل المعلومات، وان المعلومات قبل الإعلان بيوم واثاء الإعلان كانت مؤثرة بشكل ايجابي مما ادى الى تحقيق عوائد غير الطبيعية موجبة ، ولقد كانت أعلى خسارة قبل الإعلان هي في اليوم (-4) اذ بلغت (-0.262) وفي الوقت نفسه تمثل اعلى خسارة خلال نافذة الحدث الـ 30 يوماً ، وهذا دليل بأن المعلومات المتسربة السابقة ليست جيدة لذا استمرت هذه العوائد بالتقلب بعد تاريخ الإعلان بالاتجاه السالب حتى استقرت في اخر مشاهدة لنافذة الحدث عند(-0.032). وهذا يعني ان استجابة السوق كانت متحيزة لمحتوى المعلومات عن الشركة بشكل سلبي ما عدا يوم الإعلان واليوم الأول قبل الإعلان ، مما ادى الى جعل الاتجاه العام للعوائد غير الاعتيادية المتراكمة CAR لهذه الشركة سالباً خلال مدة نافذة الحدث الـ 30 يوم ، وطالما ظهرت قيم CAR سالبة طوال نافذة الحدث نتيجة تحقق خسائر غير اعتيادية AR في اغلب الايام من نافذة الحدث ، وهذا يدل على ان استجابة السوق كانت متحيزة لإعلان مقسوم الأرباح سلبياً، علاوة على ذلك ، ان العوائد غير الاعتيادية المتراكمة بعد تاريخ الإعلان لم تستقر فكانت متذبذبة بالاتجاه السالب ومن المفترض ان تبقى ثابتة بعد تاريخ الإعلان .

ولهذه الاستجابة المتحيزة من ناحية السوق ثلاث نتائج : الأولى هي ان إعلان مقسوم الأرباح من قبل الشركة محتوى معلومات مؤثر، والدليل على ذلك حققت الشركة عوائد غير أعتيادية سالبة وموجبة بعد الإعلان والتي من المفترض ان تكون ثابتة اي تساوي (قيمتها صفر) ، اذا لم يكن لإعلان مقسوم الأرباح محتوى معلومات مؤثر وهذا يعني وجود مشكلة عدم تماثل معلومات مما تتعارض فرضية الدراسة الفرعية



الأولى . والثانية: هي ان ردة فعل السوق المتحيزة نتيجة تحقق عوائد غير اعتيادية سالبة قبل تاريخ الإعلان وانشاءه، والثالثة ان استجابة السوق كانت بطيئة وغير كاملة نتيجة تحقق خسائر غير اعتيادية AR حتى مرور 14 يوم بعد تاريخ الإعلان . وهذا يدل على ان ردة فعل (استجابة) السوق لمحتوى المعلومات كانت بطيئة لهذا الحدث وأن أسعار السوق لم تستجيب بشكل سريع وتام في (يوم الإعلان) وهذا دليل على ان السوق غير كفوءة.

ونلاحظ من الجدول اعلاه بأن العوائد غير الطبيعية لأسهم شركة الامين العقارية متذبذبة، و لكنها في الاتجاه السالب على الرغم من عدم تماثل المعلومات لهذا النوع من الشركات ينبغي ان يكون مرتفعاً بسبب عدم اهتمام المحللين في هذا النوع من الشركات التي نادرا ما تقوم بالإعلان عن توزيع الأرباح ، لذا فان الاتجاه العام للعوائد غير الاعتيادية المتراكمة كان سالباً طوال نافذة الحدث ماعدا يوم واحد فقط ، وهذا يعني ان المعلومات عن الشركة قد تسربت الى المستثمرين في السوق بشكل سلبي مما سببت خسائر غير اعتيادية كبيرة لاسهم شركة الامين العقارية ، فكانت أعلى خسارة قبل الإعلان هي في اليوم (-14) اذ بلغت (-0.125) وهي اعلى خسارة في نفس الوقت خلال نافذة الحدث 30 يوم ، ، اما اقل خسارة غير الاعتيادية كانت في اليوم (-10) قبل الإعلان حيث بلغت (-0.059) وفي الوقت نفسه ظهر العائد غير الاعتيادي سالب أيضاً في يوم الإعلان بمقدار (-0.059) ، وهذا نتيجة ان المعلومات المتسربة السابقة ليست جيدة لذا استمرت هذه العوائد بالتقلب بعد تاريخ الإعلان بالاتجاه السالب أيضاً حتى استقرت في اخر مشاهدة لنافذة الحدث عند(-0.059). وهذا يعني ان استجابة السوق كانت منحازة لمحتوى المعلومات عن الشركة بشكل سلبي ، لذا كان الاتجاه العام للعوائد غير الاعتيادية المتراكمة CAR لهذه الشركة سالباً طوال نافذة الحدث الـ 30 يوم ، وطالما ظهرت قيم CAR سالبة طوال نافذة الحدث نتيجة تحقق خسائر غير اعتيادية AR طوال



نافذة الحدث ، وهذا يدل على ان استجابة السوق كانت متحيزة لإعلان مقسوم الأرباح بشكل سلبي، علاوة على ذلك ، ان العوائد غير الاعتيادية المتراكمة بعد تاريخ الإعلان لم تستقر فكانت متذبذبة بالاتجاه السالب ومن المفترض ان تبقى ثابتة بعد تاريخ الإعلان .

اما بالنسبة لشركة فنادق المنصور ، وأيضاً كانت في الاتجاه السالب على الرغم من عدم تماثل المعلومات لهذا النوع من الشركات ينبغي ان يكون مرتفعاً بسبب عدم اهتمام المحللين في هذا النوع من الشركات كونها من الشركات التي نادراً ما تعلن عن مقسوم ارباحها، ولكن مع هذا فان الاتجاه العام للعوائد غير الاعتيادية كان سالباً اغلب فترة قبل نافذة الحدث ماعدا اليوم الثالث قبل الإعلان كانت هنالك عوائد ايجابية قد بلغت (0.002) اما اعلى الخسائر قبل الإعلان فكانت في اليوم الخامس (-5) فقد بلغت (-0.044) ومن ثم ظهرت عوائد غير الطبيعية سلبية في يوم الإعلان عن مقسوم الأرباح اليوم (0) حيث بلغت (-0.035)، وهذا يعني ان المعلومات عن الشركة قد تسربت الى المستثمرين في السوق بشكل سلبي مما سببت خسائر غير اعتيادية كبيرة لاسهم شركة فنادق المنصور ، ويبدو ان المعلومات المتسربة السابقة ليست جيدة لذا استمرت هذه العوائد بالتقلب بعد تاريخ الإعلان، و لكن متذبذبة سلبية وايجابية حتى استقرت في اخر مشاهدة لنافذة الحدث عند(0.008).وهذا يعني ان استجابة السوق كانت متحيزة لمحتوى المعلومات عن الشركة بشكل سلبي ماعدا بعض الايام التي ظهرت فيها العوائد غير الطبيعية موجبة ، لذا كان الاتجاه العام للعوائد غير الاعتيادية المتراكمة CAR لهذه الشركة سالباً طوال نافذة الحدث الـ 30 يوم ، وطالما ظهرت قيم CAR سالبة طوال نافذة الحدث نتيجة تحقق خسائر غير اعتيادية AR سالبة في اغلب الايام من نافذة الحدث ، وهذا يدل على ان استجابة السوق كانت متحيزة لإعلان مقسوم الأرباح بشكل سلبي، علاوة



على ذلك ، ان العوائد غير الاعتيادية المتراكمة بعد تاريخ الإعلان لم تستقر فكانت متذبذبة بالاتجاه السالب ومن المفترض ان تبقى ثابتة بعد تاريخ الإعلان .

ومن خلال التحليل المالي لنافذة الحدث بالخاصة بشركة المنصور للصناعات الدوائية نلاحظ من الجدول ان العوائد غير الاعتيادية كانت تتقلب ارتفاعا وانخفاضا بالاتجاه السالب على الرغم من عدم تماثل المعلومات لهذا النوع من الشركات ينبغي ان يكون مرتفعاً بسبب عدم اهتمام المحللين في هذا النوع من الشركات الاقل تكرارا بالإعلان عن مقسوم ارباحها ، لذا كان الاتجاه العام للعوائد غير الاعتيادية المتراكمة كان سالباً طوال فترة نافذة الحدث ، وهذا يعني ان المعلومات المتسربة عن الشركة الى المستثمرين في السوق كانت سلبية مثلاً بان الشركة ستقوم باصدار اسهم، أو ان الشركة غير صادقة بالإعلان عن مقسوم الأرباح، أو ان الشركة عليها ديون كثيرة ، مما سببت هذه المعلومات خسائر غير اعتيادية كبيرة لاسهم شركة المنصور للصناعات الدوائية ، فكانت أعلى خسارة قبل الإعلان هي في اليوم (-6) اذ بلغت (-0.086)، وفي الوقت نفسه تمثل اعلى خسارة خلال نافذة الحدث الـ 30 يوماً ، اما اقل خسارة كانت في اليوم (-2) قبل الإعلان حيث بلغت (-0.019) وفي الوقت نفسه ظهر العائد غير الاعتيادي سالب أيضاً في يوم الإعلان اذ حققت الشركة خسارة مقدارها (-0.034) ، نتيجة ان المعلومات المتسربة السابقة ليست جيدة لذا استمرت هذه العوائد بالتقلب بعد تاريخ الإعلان بالاتجاه السالب أيضاً حتى استقرت في اخر مشاهدة لنافذة الحدث عند(-0.051). وهذا يعني ان استجابة السوق كانت متحيزة لمحتوى المعلومات عن الشركة بشكل سلبي ، لذا كان الاتجاه العام للعوائد غير الاعتيادية المتراكمة CAR لهذه الشركة سالباً طوال نافذة الحدث الـ 30 يوم ، وطالما ظهرت قيم CAR سالبة طوال نافذة الحدث نتيجة تحقق خسائر غير أعتيادية AR سالبة طوال نافذة الحدث ، وهذا يدل على ان استجابة السوق كانت متحيزة لإعلان مقسوم الأرباح بشكل



سلبية، علاوة على ذلك ، ان العوائد غير الاعتيادية المتراكمة بعد تاريخ الإعلان لم تستقر فكانت متذبذبة بالاتجاه السالب ومن المفترض ان تبقى ثابتة بعد تاريخ الإعلان .

ولهذا السلوك المتحيز من قبل السوق ثلاث نتائج :الأولى: هي ان ردة فعل السوق المتحيزة نتيجة العوائد غير الاعتيادية السالبة قبل تاريخ الإعلان واثناؤه، والثانية هي ان لإعلان مقسوم الأرباح من قبل الشركة محتوى معلومات مؤثر، والدليل على ذلك حققت الشركة عوائد غير أعتيادية سالبة بعد الإعلان والتي من المفترض ان تكون ثابتة بعد الإعلان وتساوي قيمتها(صفر) ، اذا لم يكن لإعلان مقسوم الأرباح محتوى معلومات مؤثر وهذا يعني وجود مشكلة عدم تماثل معلومات مما تتعارض مع فرضية الدراسة الفرعية الأولى ، والثالثة ان استجابة السوق كانت بطيئة وغير كاملة نتيجة تحقق خسائر غير أعتيادية AR حتى مرور 14 يوم بعد تاريخ الإعلان . وهذا يدل على ان ردة فعل (استجابة) السوق لمحتوى المعلومات كانت بطيئة لهذا الحدث وأن أسعار السوق لم تستجيب بشكل سريع وتام في (يوم الإعلان) وهذا دليل على ان السوق غير كفوءة.

ويظهر في العمود الاخيرمن نافذة الحدث والذي يمثل (CAAR) متوسطات العوائد اليومية غير الاعتيادية المتراكمة للشركات التي تم اختيارها اعتماداً على التكرار الاقل في الإعلان عن مقسوم الأرباح ، فظهرت العوائد غير الاعتيادية بغض النظر عن طبيعة اشارتها سواء كانت سالبة ام موجبة ، فتؤكد بأن لإعلان مقسوم الأرباح النقدي محتوى معلومات مؤثر. فاذا لم يكن لها محتوى معلومات مؤثر لكانت قيمة العوائد غير الاعتيادية تساوي (صفر) على طول نافذة الحدث ، وهذا يعني بأن هنالك مشكلة عدم تماثل للمعلومات ، وهذا لا يتوافق مع الفرضية الفرعية الأولى للدراسة ، ومن جهة اخرى وكما هو ملاحظ من ارقام العمود ل (CAAR)، فلم تُظهر المتوسطات المتراكمة للعوائد اليومية غير الاعتيادية (CAAR) سلوكاً



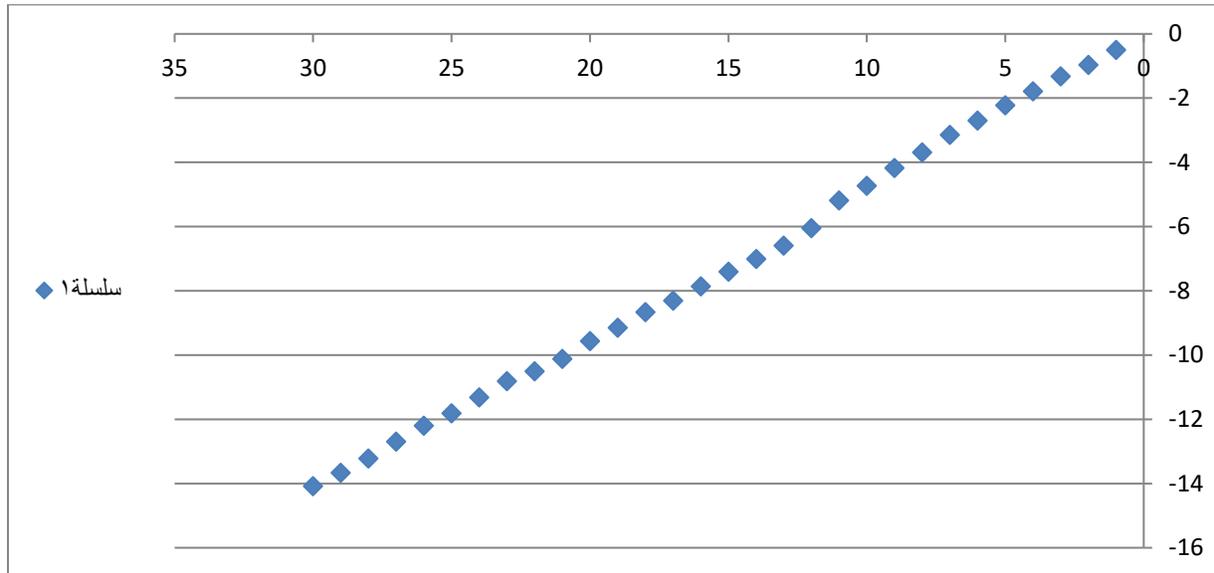
دالاً عن استجابة السوق الكفوءة بخصوص اسعار الاسهم لإعلانات الشركات قليلة التكرار عن مقسوم ارباحها النقدية ، فقد ظهرت متذبذبة (مرتفعة ومنخفضة)، و لكن بالاتجاه السالب، وتحقق هذا في جميع المشاهدات اليومية لنافذة الحدث . وفي الواقع ، ان سلوك السوق الذي يدل على الكفاءة ينبغي ان تكون تحركات (CAAR) موجبة تصاعدياً قبل يوم الإعلان عن مقسوم ارباح الشركات لتصل الى قيمتها الحقيقية في يوم الإعلان (الحدث) ومن ثم تستقر خلال مدة الاسبوعين المتبقية من نافذة الحدث دون اي اضافة اي يبقى نفس العائد المتحقق في يوم الإعلان الى اخر مشاهدة من نافذة الحدث. وتحقق اقل المتوسطات للعوائد اليومية غير الاعتيادية المتراكمة في اليوم -15 قبل الإعلان وهو اليوم الأول من نافذة الحدث اذ بلغ (-0.501) واستمرت المتوسطات المتراكمة للعوائد غير الاعتيادية بالاتجاه السالب تصاعدياً ، ولم يُفصح السوق استجابة كفوءة للإعلان في يوم الحدث، اذ كان متوسط العوائد اليومية غير الاعتيادية المتراكمة (CAAR) في هذا اليوم سالباً وبمقدار (-7.864) في حين انه من المفترض ان يكون موجباً في يوم الإعلان. واستمرت المتوسطات للعوائد اليومية غير الاعتيادية المتراكمة في جميع المشاهدات بعد تاريخ الإعلان سالبة وتصاعدية حتى استقرت في اليوم الاخير من نافذة الحدث اليوم 14 عند (-14.08) ، والجدير بالذكر (ان الحالة النموذجية) ان قيمة المتوسطات للعوائد اليومية غير الاعتيادية المتراكمة (CAAR) والتي ينبغي ان تكون استجابة السوق كفوءة لإعلان مقسوم الأرباح النقدي والتي من المفترض ان تكون موجبة تصاعدية على خلال نافذة الحدث قبل يوم الإعلان ، وينبغي ان تتحقق اكبر قيمة للمتوسط في يوم الإعلان وتستقر عنده وتبقى ثابتة لا تضيف شيئاً اي ان (قيمتها= صفر) حتى اليوم الاخير من النافذة .

وكما هو واضح في الشكل (3-4) فقد كانت قيم CAAR على طول ايام نافذة الحدث الـ 30 يوماً متذبذبة، و لكن بالاتجاه السالب وبشكل مناف تماماً لما يجب ان تظهره من سلوك في الحالة النموذجية .



ومما تقدم يؤكد على ان استجابة السوق بطيئة وغير تامة ومنحازة لتحركات اسعار اسهم الشركات قليلة الإعلان لمقسوم الأرباح ، وهذا يدل على ان السوق غير كفوءة بالشكل شبه القوي في استجابته لحدث الإعلان عن المعلومات العامة (إعلانات مقسوم الأرباح) ، وهذا ما ينسجم مع الفرضية الرئيسة الثانية للدراسة .

الشكل (3-4) المنحى البياني لمتوسطات العوائد غير الاعتيادية المتراكمة للشركات الأقل تكرار لإعلان مقسوم الأرباح



3-2-3 - مقارنة ما بين متوسطات العوائد اليومية خلال نافذة الحدث لشركات الاكثر تكرار والاقل تكرار

ونلاحظ من خلال الجدول (3-11) مقارنة ما بين متوسطات العوائد اليومية المتراكمة لشركات الاكثر تكرار في إعلان مقسوم الأرباح ومتوسطات العوائد اليومية المتراكمة لشركات الاقل تكرار في إعلان مقسوم الأرباح من خلال الجدول بأن جميع متوسطات العوائد غير الطبيعية المتراكمة في الشركات الاقل تكرار سالبة، و لكن الغلبة لها من ناحية الافضلية كونها حققت اقل خسائر، و لكن بصورة سلبية متزايدة من بداية الفترة لنافذة الحدث حتى وصلت اعلى قيمة سالبة لها في نهاية الفترة من نافذة الحدث ، وبما نجد في الجانب الاخر من العمود الذي يمثل متوسطات العوائد المتراكمة سالبة وبشكل متزايد، و لكن كانت الخسائر اكبر من اول يوم الى اخر يوم من نافذة الحدث ، وهذا ما يدل على أن الشركات ذات التكرار الاقل افضل من الشركات ذات الإعلانات المتكررة ، وهذا يدل على أن العديد من الشركات التي تعلن عن إعلان مقسوم الأرباح بصورة كاذبة مما يأخذ انطباع لدى المستثمرين الخارجيين بأن تلك الشركات غير صادقة .

الشكل (3-11) يمثل المقارنة ما بين متوسطات العوائد اليومية خلال نافذة الحدث لشركات الاكثر تكرار والاقل تكرار

الشركات الاقل تكرار	الشركات الاكثر تكرار	نافذة الحدث
CAAR	CAAR	-15
الاقل تكرار	-0.501	-1.611
الاقل تكرار	-0.964	-2.603
الاقل تكرار	-1.318	-3.325
الاقل تكرار	-1.79	-4.161
الاقل تكرار	-2.228	-5.305
الاقل تكرار	-2.697	-6.187
الاقل تكرار	-3.147	-7.064
الاقل تكرار	-3.693	-7.985
الاقل تكرار	-4.176	-9.002

الاقل تكرار	-4.728	-9.839	-6
الاقل تكرار	-5.189	-10.99	-5
الاقل تكرار	-6.053	-11.89	-4
الاقل تكرار	-6.598	-12.73	-3
الاقل تكرار	-7.01	-13.58	-2
الاقل تكرار	-7.409	-14.35	-1
الاقل تكرار	-7.864	-15.16	0
الاقل تكرار	-8.309	-15.99	1
الاقل تكرار	-8.661	-16.54	2
الاقل تكرار	-9.154	-17.12	3
الاقل تكرار	-9.568	-17.97	4
الاقل تكرار	-10.12	-18.77	5
الاقل تكرار	-10.51	-19.58	6
الاقل تكرار	-10.81	-20.8	7
الاقل تكرار	-11.32	-21.54	8
الاقل تكرار	-11.81	-22.32	9
الاقل تكرار	-12.2	-23.45	10
الاقل تكرار	-12.69	-24.29	11
الاقل تكرار	-13.22	-25.04	12
الاقل تكرار	-13.66	-25.88	13
الاقل تكرار	-14.08	-26.65	14

المصدر: من اعداد الباحث اعتماداً على التقارير المالية لسوق العراق للاوراق المالية

ونلاحظ من خلال الجدول (3-12) نتائج تحليل التباين باستخدام نموذج لفيني بين قيم عوائد المتوسطات المتراكمة للشركات كثيرة التكرار والشركات قليلة التكرار (CAAR) للبيانات الظاهرة في الجدول(3-11) بأن (2-tailed) Sig. تساوي 0.001. وأن مستوى الدلالة اقل من 0.05 ، لذا فإنه توجد فروق ذات دلالة معنوية كبيرة ما بين متوسطات العوائد للشركات كثيرة التكرار والشركات قليلة التكرار عند مستوى الاحتمالية (α)، وهذا يعني أن احتمال الخطأ في رفض فرضية العدم اقرب الى صفر، ولا يوجد تجانس ولا توجد اعتدالية ويوجد فروقات كبيرة في عوائد المتوسطات المتراكمة للشركات كثيرة التكرار

والشركات قليلة التكرار عن إعلان مقسوم الأرباح لصالح لشركات قليلة التكرار كون المتوسط لها أعلى من الشركات كثيرة التكرار، وهذا ما يدل على وجود عدم تماثل معلوماتي بين الفئتين ، ولكن أكبر في الشركات كثيرة التكرار على عكس الشركات قليلة التكرار التي ينخفض فيها عدم التماثل المعلوماتي وهذا ما يتوافق مع الأدبيات المالية ، ، فنلاحظ ظهور (CAAR) متوسطات العوائد غير الاعتيادية اليومية المتراكمة سلبية في (الشركات قليلة التكرار) وكذلك في مثيلاتها (للشركات كثيرة التكرار) وهذا ما يؤكد على فرضية عدم كفاءة السوق وهذا ما يتطابق مع الفرضية الفرعية الثالثة التي تنص على انه (لا يوجد تأثير لمحتوى المعلومات الخاص بتعدد الإعلانات عبر إعلانات مقسوم الأرباح للشركات عينة الدراسة) ، اذ نلاحظ أن الإشارات المرسله لإعلانات مقسوم الأرباح للسوق كانت ضعيفة وسلبية في الشركات قليلة التكرار وعلى عكس الإشارات المرسله لإعلان مقسوم الأرباح في الشركات كثيرة التكرار حيث كانت سيئة جدا وسلبية .

جدول (12-3) نتائج تحليل التباين (CAAR) للشركات الأكثر تكراراً والشركات الأقل تكراراً

ادوات الاحصاء	الشركات الأقل تكراراً	الشركات الأكثر تكراراً
Mean	-7.3831	-14.3907
N	30	30
Variance	0.254	49.027
0 Hypothesized Mean Differences		
T.test	4.452	
Sig.	.001	

الفصل الثالث

3.3. المبحث الثالث : اختبار تأثير اسهم النمو واسهم القيمة لإعلانات مقسوم الأرباح عبر المحتوى المعلوماتي وانعكاسها في عوائد الاسهم

سيتم في هذا الجزء اختبار الفرضية المتعلقة بكفاءة السوق للشركات عينة الدراسة نسبة الى (اسهم القيمة، اسهم النمو) للشركات التي اعلنت عن مقسوم الأرباح ، والمرتبطة بتأثير المعلومات على مدى قوة (محتوى المعلومات) المرسله من خلال إعلانات مقسوم الأرباح النقدي من قبل الشركات سواء كانت اسهم القيمة، أو اسهم النمو ، وذلك من خلال دراسة نافذة الحدث لكل شركة ولتوضيح، أو لبيان سرعة انعكاس والاستجابة لمحتوى المعلومات المرسله عن عوائد الاسهم غير الاعتيادية عبر تحليل اسهم القيمة واسهم النمو للشركات المختارة ، والعوائد غير الاعتيادية المتراكمة ومتوسطاتها اليومية . فالشركات التي قيمتها الدفترية بالنسبة الى القيمة السوقية مرتفعة تسمى بأسهم القيمة وعادةً ما يتوقع بأن يكون اداء هذه الاسهم ممتازاً ، والشركات التي تكون قيمتها الدفترية اقل من السوقية تمثل اسهم النمو ، والذي من المفترض ان تكون العوائد غير الاعتيادية والعوائد غير الاعتيادية المتراكمة ومتوسطاتها مرتفعة بالنسبة لعوائد شركات اسهم النمو، واسهم الشركات المقيمة بأقل من قيمتها الحقيقية فتسمى بأسهم القيمة ، وتم تقسيم الشركات الى شركات اسهم القيمة وشركات اسهم النمو اعتماداً على قيمة السهم الحالية السوقية مقارنةً مع القيمة الدفترية لاسهم كل شركة من عينة الدراسة وتم اختيار اول 6 شركات باعتبارها اسهم قيمة وآخر 6 شركات باعتبارها اسهم نمو وكما موضح في الجدول (3-11) بعد ترتيب تلك الشركات ترتيباً تنازلياً .



جدول (3-13) يمثل تصنيف حسب نمط الاسهم الشركات (اسهم القيمة - أسهم النمو)

الشركات اسهم النمو	القيمة السوقية	القيمة الدفترية	الدفترية/السوقية
مصرف المتحد للاستثمار	0.08	1	1.250%
مصرف الشرق الاوسط	0.11	1.03	936%
المصرف العراقي الإسلامي	0.69	1.16	168%
المصرف التجاري العراقي	0.71	1.18	166%
مصرف الائتمان العراقي	0.74	1.12	151%
مصرف المنصور	1.16	1.18	102%
الشركة الاهلية للإنتاج الزراعي	0.8	0.64	80%
شركة بغداد للمشروبات الغازية	3.6	2.74	76%
شركة الكندي للقاحات البيطرية	1.58	1.18	75%
العراقية لنقل المنتجات النفطية والبضائع	1.3	0.81	62%
المنصور للصناعات الدوائية	1.81	0.98	54%
شركة الخاتم للاتصالات	2.39	1.24	52%
العراقية للسجاد والمفروشات	15.3	7.1	46%
الوطنية للصناعات الكيماوية والبلاستيكية	1.9	0.88	46%
شركة أسيا أسيل	9.35	4.03	43%
الامين للاستثمارات العقارية	5.55	1.95	35%
العراقية لإنتاج وتسويق اللحوم والمحاصيل	7.7	2.16	28%
الشرق الاوسط لإنتاج وتسويق الاسماك	8.25	2.2	27%
مدينة العباب الكرخ	4.9	1.26	26%
شركة انتاج اللبسة الجاهزة	4.76	1.16	24%
الشركة الوطنية للاستثمارات السياحية	11.4	2.62	23%
فندق بغداد	11.2	2.46	22%
الموصل لمدن اللعاب	8.75	1.52	17%
شركة بغداد للنقل العام	43	5.6	13%
فندق فلسطين	15.5	1.92	12%
المعمورة للاستثمارات العقارية	8.75	1.07	12%
العراقية لإنتاج البذور	11.44	1.12	10%
فندق بابل	104	8.3	8%
فنادق المنصور	38	1.81	5%

المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على سوق العراق للاوراق المالية

1.3.3. التحليل المالي عبر نافذة الحدث لشركات اسهم القيمة

اعتماداً على تصنيف الشركات (اسهم القيمة - أسهم النمو) المذكور سلفاً وقع الاختيار على الشركات من عينة الدراسة ، وهي شركات اسهم القيمة والبالغ عددها ست شركات فقط التي اعلنت عن مقسوم الأرباح وكما موضح في الجدول (3-14) . في هذه الشركات جرى اختبار كفاءة السوق في مدى الاستجابة لأسعار اسهمها عن محتوى المعلومات المرسله من خلال إعلانات مقسوم الأرباح ، وذلك لمعرفة مدى سرعة انعكاس محتوى المعلومات لإعلانات مقسوم الأرباح النقدية للشركات اسهم القيمة من خلال احتساب العوائد غير الاعتيادية للاسهم والعوائد غير الاعتيادية المتراكمة ومتوسطاتها اليومية عبر نافذة الحدث لمدة (30 يوم) المستخدمة في هذه الدراسة .

جدول (3- 14) شركات اسهم القيمة في سوق العراق للأوراق المالية التي اعلنت عن مقسوم ارباحها النقدي

ت	شركات اسهم النمو	السوقية	الدفترية	الدفترية/السوقية	عدد الاعانات
1	مصرف المتحد للاستثمار	0.08	1	1.250%	4
2	مصرف الشرق الاوسط	0.11	1.03	936%	1
3	المصرف العراقي الاسلامي	0.69	1.16	168%	2
4	المصرف التجاري العراقي	0.71	1.18	166%	7
5	مصرف الائتمان العراقي	0.74	1.12	151%	3
6	مصرف المنصور	1.16	1.18	102%	5

المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على بيانات سوق العراق للأوراق المالية .

وبعد جمع البيانات لغرض حساب العوائد الفعلية لأسهم الشركات الست عينة الدراسة ومخاطرة السوق (Beta) وعوائد الاسهم المتوقعة عبر نموذج تسعير الموجودات الرأسمالية وعوائد الاسهم غير الاعتيادية لكل يوم من نافذة الحدث من خلال الفرق بين العوائد الفعلية للسهم والعوائد المتوقعة ، ويُبين جدول (3-14) عوائد الاسهم اليومية غير الاعتيادية والعوائد غير الاعتيادية المتراكمة للأسهم ومتوسطاتها المتراكمة اليومية

لشركات اسهم القيمة التي اعلنت عن مقسوم ارباحها المذكورة انفاً ولمدة (15) يوماً قبل يوم الإعلان عن مقسوم الأرباح ، إضافة الى يوم(الإعلان)، أو الحدث (اليوم 0) و(14) يوماً بعد الإعلان عن مقسوم الأرباح



جدول (3-15) عوائد الاسهم غير الاعتيادية والمتراكمة ومتوسطاتها لشركات اسهم القيمة التي اعلنت عن مقسوم ارباحها

نافذة الحدث	المتحد للاستثمار		مصرف الشرق الاوسط		شركة المصرف العراقي		المصرف التجاري العراقي		مصرف الائتمان العراقي		شركة مصرف المنصور		CAAR
	CAR	AR	CAR	AR	CAR	AR	CAR	AR	CAR	AR	CAR	AR	
-15	0.117	0.117	-0.005	-0.005	-0.015	-0.015	0.06	0.06	-0.026	-0.026	0.0013	0.0013	0.1316
-14	0.243	0.126	0.0069	0.012	0.0026	0.0176	0.026	-0.03	-0.042	-0.016	-0.039	-0.04	0.2308
-13	0.354	0.111	0.0012	0.005	0.0057	0.0031	0.029	0.004	-0.075	-0.033	0.0446	0.083	0.323
-12	0.471	0.116	0.0012	-0.01	0.0144	0.0087	0.014	-0.02	-0.094	-0.02	0.0582	0.014	0.4154
-11	0.528	0.057	0.0012	0.001	-6E-04	-0.015	0.029	0.015	-0.144	-0.05	0.0651	0.007	0.424
-10	0.651	0.123	0.0012	0.003	0.0122	0.0128	0.059	0.03	-0.191	-0.047	0.0432	-0.02	0.5396
-9	0.748	0.097	0.0012	0.007	0.0423	0.0301	0.061	0.002	-0.231	-0.04	0.0889	0.046	0.6364
-8	0.797	0.049	0.0012	-0.05	0.0173	-0.025	0.087	0.026	-0.275	-0.044	0.1971	0.108	0.6603
-7	0.886	0.09	0.0012	0.016	0.0093	-0.008	0.143	0.056	-0.313	-0.038	0.1506	-0.05	0.7526
-6	0.952	0.065	0.0012	0.007	0.0053	-0.004	0.188	0.046	-0.282	0.031	0.1932	0.043	0.8966
-5	1.068	0.116	0.0012	0.01	0.0155	0.0102	0.222	0.034	-0.367	-0.085	0.2112	0.018	0.9742
-4	1.155	0.087	0.0012	-0.05	-0.123	-0.138	0.281	0.058	-0.428	-0.061	0.2183	0.007	0.9228
-3	1.319	0.164	0.0012	-0.01	-0.19	-0.067	0.229	-0.05	-0.449	-0.021	0.272	0.054	0.9563
-2	1.443	0.124	0.0012	0.048	-0.187	0.0027	0.187	-0.04	-0.481	-0.032	0.2802	0.008	1.01
-1	1.514	0.072	0.0012	0.043	-0.184	0.0025	0.222	0.035	-0.517	-0.036	0.3565	0.076	1.0956
0	1.56	0.045	0.0012	-0.01	-0.215	-0.031	0.297	0.075	-0.557	-0.039	0.426	0.07	1.1571
1	1.687	0.128	0.0012	0.039	-0.198	0.0178	0.283	-0.01	-0.602	-0.046	0.4692	0.043	1.2501
2	1.809	0.121	0.0012	0.066	-0.176	0.0219	0.288	0.005	-0.624	-0.022	0.5995	0.13	1.3977
3	1.961	0.152	0.0012	0.009	-0.179	-0.003	0.297	0.009	-0.651	-0.026	0.635	0.035	1.5355
4	2.034	0.073	0.0012	0.004	-0.146	0.0327	0.3	0.003	-0.74	-0.089	0.6377	0.003	1.5558
5	2.186	0.152	0.0012	-0.01	-0.151	-0.005	0.232	-0.07	-0.743	-0.003	0.6647	0.027	1.6359
6	2.279	0.093	0.0012	-0.04	-0.144	0.0069	0.228	0	-0.809	-0.066	0.7154	0.051	1.6745
7	2.262	-0.02	0.0012	0.013	-0.048	0.0956	0.233	0.005	-0.83	-0.02	0.726	0.011	1.7397
8	2.414	0.152	0.0012	0.053	-0.031	0.0171	0.236	0.003	-0.836	-0.007	0.806	0.08	1.9178
9	2.561	0.147	0.0012	-0.05	-0.056	-0.025	0.22	-0.02	-0.838	-0.002	0.8591	0.053	2.0303
10	2.662	0.102	0.0012	0.009	-0.053	0.0033	0.229	0.009	-0.834	0.005	0.8833	0.024	2.153
11	2.736	0.073	0.0012	0.007	-0.071	-0.018	0.199	-0.03	-0.88	-0.046	0.9046	0.021	2.1354
12	2.811	0.075	0.0012	0.009	-0.145	-0.074	0.227	0.028	-0.923	-0.043	0.9137	0.009	2.1239
13	2.934	0.122	0.0012	0.006	-0.162	-0.017	0.222	-0.01	-0.949	-0.026	0.9803	0.067	2.209
14	3.058	0.125	0.0012	0.012	-0.151	0.0112	0.254	0.032	-1.014	-0.065	1.0151	0.035	2.3181

المصدر: من اعداد الباحث اعتماداً على تقارير سوق العراق للأوراق

نلاحظ من الجدول (3-15) بان العمود الأول يمثل نافذة الحدث ومدتها 30 يوم ، اما بالنسبة لكل شركة من هذه الشركات يوجد عمودين يمثل الأول العوائد غير الاعتيادية AR و يمثل الثاني العوائد غير الاعتيادية المتراكمة CAR لاسهم الشركة ، اي للعوائد غير الاعتيادية المتراكمة CAR لاسهم اي شركة اعلنت عن مقسوم ارباحها ، ففي ظل شروط الكفاءة ينبغي ان يبدأ موجباً في اليوم الأول من نافذة الحدث (اليوم -15)، ثم يتصاعد شيئاً فشيئاً ليصل الى اعلى قيمة له في يوم الإعلان، أو الحدث(اليوم 0) وبعد ذلك تظل قيمة العوائد غير الاعتيادية ثابتة ومستقرة من يوم الإعلان لغاية آخر يوم في نافذة الحدث (اليوم +14).

نلاحظ من خلال الجدول (3-15) بأن مصرف المتحد للاستثمار ، طوال مدة الـ 15 يوم قبل الحدث (يوم الإعلان) متذبذبة، و لكنها في الاتجاه الموجب على الرغم من عدم تماثل المعلومات لهذا النوع من الشركات ينبغي ان يكون مرتفعاً ، ويعد هذا المصرف من شركات اسهم القيمة ، وهذا النوع من الشركات لا تعلن عن مقسوم ارباحها الا اذا كانت اسهمها السوقية فعلاً اقل من قيمتها الحقيقية ، وهي صادقة في ارسال هذه المعلومات الى المستثمرين ، لذا فان الاتجاه العام للعوائد غير الاعتيادية المتراكمة كان موجباً ، وهذا يعني ان المعلومات عن الشركة قد تسربت الى المستثمرين في السوق بشكل ايجابي مما سببت بتحقيق عوائد غير اعتيادية كبيرة لاسهم مصرف المتحد للاستثمار، فكانت أعلى عوائد قبل الإعلان هي في اليوم (-3) اذ بلغت (0.164) وفي الوقت نفسه تمثل اعلى عوائد خلال نافذة الحدث الـ 30 يوماً ، اما اقل عوائد كانت في اليوم الحدث(0) بلغت (0.045) وفي الوقت نفسه تمثل اقل عوائد خلال نافذة الحدث والذي من المفترض يكون العائد غير الاعتيادي في يوم الإعلان اعلى ما يمكن، ثم يستقر بعد ذلك بهذا الشكل ، وبعد يوم الإعلان حققت الشركة عوائد وبصورة مستمرة خلال مدة الحدث ماعدا يوم (7) كانت هنالك خسارة مقدارها (-0.017) ، ويبدو ان المعلومات المتسربة السابقة جيدة لذا استمرت هذه العوائد بالتقلب بعد تاريخ الإعلان، و لكن بالاتجاه الموجب أيضاً حتى استقرت في اخر مشاهدة لنافذة الحدث عند(0.125). وهذا يعني ان استجابة السوق كانت متحيزة لمحتوى المعلومات عن الشركة بشكل ايجابي ، لذا كان الاتجاه العام للعوائد غير الاعتيادية المتراكمة CAR لهذا المصرف موجباً طوال نافذة الحدث الـ 30 يوم، و بما ان قيم



CAR ظهرت موجبة طوال نافذة الحدث نتيجة تحقق ارباح غير أعتيادية **AR** موجبة طوال نافذة الحدث ، وهذا يدل على ان استجابة السوق كانت متحيزة لإعلان مقسوم الأرباح بشكل ايجابي، علاوة على ذلك ، ان العوائد غير الاعتيادية المتراكمة بعد تاريخ الإعلان لم تستقر فكانت متذبذبة بالاتجاه الموجب ومن المفترض ان تبقى ثابتة بعد تاريخ الإعلان اي لا تضيف شيئاً.

ولردة الفعل المنحازة من قبل السوق ثلاث نتائج : الأولى هي ان ردة فعل السوق متحيزة نتيجة العوائد غير الاعتيادية الموجبة قبل تاريخ الإعلان واثناؤه ماعدا يوم واحد . والثانية هي ان لإعلان مقسوم الأرباح من قبل الشركة محتوى معلومات مؤثر، والدليل على ذلك حققت الشركة عوائد غير أعتيادية موجبة بعد الإعلان والتي من المفترض ان تكون مستقرة وتبقى ثابتة ، في حالة اذا لم يكن لإعلان مقسوم الأرباح محتوى معلومات مؤثر وهذا يعني وجود مشكلة عدم تماثل معلومات كبيرة في هذا النوع من الشركات مما يعارض فرضية الدراسة الفرعية الأولى ، والثالثة ان لردة فعل السوق في الاستجابة كانت بطيئة نتيجة تحقق عوائد موجبة غير أعتيادية **AR** حتى بعد مرور 14 يوم بعد تاريخ الإعلان . وفي ذلك اشارة غاية بالأهمية للمستثمرين تُندر، أو تُنبأ بأن هناك خلل في كفاءة السوق ، اذ انها تؤكد للمستثمر بأنه لو اشترى اسهم هذه الشركة قبل إعلانها عن مقسوم ارباحها بـ 15 يوم واحتفظ بها لمدة 14 يوم بعد الإعلان عن المقسوم فيإمكانه تحقيق عائد موجب غير اعتيادي اكثر من (3.058) وهو (**CAR** في اليوم +14 اخر مشاهدة لنافذة الحدث) وهو عادة عائد مناسب جدا. وهذا يدل على ان ردة فعل السوق كانت بطيئة في الاستجابة لمعلومات هذا الحدث وأن أسعار الاسهم في السوق لم تستجب بشكل تام وسريع في يوم الإعلان عن مقسوم الأرباح وهذا يدل على ان السوق غير كفوءة.

والتحليل المالي لمصرف الشرق الاوسط أيضاً فكانت العوائد غير الاعتيادية ايجابية طوال مدة نافذة الحدث ماعدا بعض الايام كانت هنالك خسائر طفيفة ، وتعد هذه الشركة المالية من اسهم القيمة وفي الوقت نفسه يعد من الشركات الصغيرة أيضاً والتي نادراً ما تقوم بالإعلان عن مقسوم الأرباح ، فتكون المعلومات المرسلة للمستثمرين دقيقة وموثقة لانها عادة ما تكون قيمتها السوقية اقل من قيمتها الحقيقية ، لذا فان اغلب المشاهدات لنافذة الحدث للعوائد غير الاعتيادية كانت موجبة قبل واثناء الإعلان وبعده مما ادى الى ان



يكون الاتجاه العام للعوائد غير الاعتيادية المتراكمة كان موجبا ، وهذا يعني ان المعلومات التي تسربت عن الشركة الى المستثمرين في السوق كانت مفيدة مما سببت بعوائد كبيرة غير اعتيادية لاسهم الشركة ، فكانت اعلى عوائد غير اعتيادية للأسهم قبل الإعلان في اليوم (-2) فقد بلغ (0.048) ، واقل العوائد غير الاعتيادية (اعلى خسارة) في اليوم (-4) اذ بلغت (-0.048) ، وكانت العوائد غير الطبيعية سالبة في يوم الإعلان (0) أيضا اذ بلغت (-0.014)، و ان استجابة السوق لمحتوى المعلومات ارتفعت بعد الإعلان مما جعل اغلب العوائد غير الاعتيادية موجبة ، لذا استمرت هذه العوائد تتقلب بالاتجاه الموجب بعد تاريخ الإعلان وحتى استقرت في اخر مشاهدة لنافذة الحدث عند (0.012) ماعدا ثلاثة ايام التي ظهرت فيها سالبة. وبما ان العوائد غير الاعتيادية AR لشركة مصرف الشرق الاوسط كانت موجبة على طول نافذة الحدث، مما جعل الغلبة للاتجاه العام للعوائد غير الاعتيادية المتراكمة CAR لهذه الشركة ايجابيه خلال الـ 30 يوم من نافذة الحدث، واستمرت بهذا الاتجاه حتى استقرت في اخر يوم من نافذة الحدث عند (0.154) وهذا يعني ان استجابة السوق كانت منحازة بشكل ايجابي لإعلانات مقسوم ارباح هذه الشركة . ومن جهة اخرى، بما ان العوائد غير الاعتيادية المتراكمة بعد يوم الإعلان لم تستقر وأخذت تتخفص وترتفع بالاتجاه الموجب ومن المفترض ان تكون ثابتة بعد تاريخ الإعلان ،

لذا فان لهذا السلوك ثلاث نتائج الأولى : هي ان ردة فعل السوق كانت متحيزة نتيجة تحقق عوائد غير اعتيادية موجبة وسالبة قبل واثناء الإعلان الثانية : هي ان إعلان مقسوم الأرباح النقدي معلومات مؤثرة والدليل على ذلك ، تحققت عوائد غير اعتيادية بعد الإعلان اغلبها ايجابية والتي من المفترض ان لا تضيف شيئاً بعد الإعلان اي تساوي صفر، في حالة اذا لم يكن لإعلان مقسوم الأرباح محتوى معلوماتي مؤثر ، وهذا يعني وجود مشكلة بأن المعلومات غير متماثلة مما يتعارض مع فرضية الدراسة الفرعية الأولى. والثالثة: ان استجابة السوق كانت بطيئة وليست تامة نتيجة تحقق عوائد غير الطبيعية حتى بعد مرور 14 يوم من تاريخ الحدث . وفي ذلك اشارة غاية بالأهمية للمستثمرين تُنذر، أو تُنبأ بأن هناك خلل في كفاءة السوق ، اذ انها تؤكد بان المستثمر لو اشترى اسهم هذه الشركة المالية قبل إعلانها عن مقسوم ارباحها بـ 15 يوم واحتفظ بها لمدة 14 يوم بعد الإعلان عن المقسوم فيمكنه تحقيق عائد موجب غير اعتيادي اكثر من



(0.154) وهو (CAR) في اليوم +14 اخر مشاهدة لنافاذة الحدث) وهو عادة عائد مناسب . وهذا يدل على ان ردة فعل السوق كانت غير دقيقة في الاستجابة لمعلومات هذا الحدث وأن أسعار الاسهم في السوق لم تستجب بشكل جيد في يوم الإعلان عن مقسوم الأرباح و هذا دليل على عدم كفاءة السوق .

ونلاحظ من خلال التحليل المالي للمصرف العراقي الاسلامي فالعمود الأول لهذا المصرف يمثل العوائد غير الاعتيادية و الثاني يمثل العوائد غير الاعتيادية المتراكمة، ويعتبر هذا المصرف من اسهم القيمة لان قيمته الدفترية اعلى من قيمته السوقية وهذا يعني ان اسعار اسهم هذا المصرف اقل من قيمتها الحقيقية وان المصرف حينما يعلن عن مقسوم ارباحه يرسل معلومات صادقة وموثوق بها الى المستثمرين في السوق، ومن المفترض ان تكون استجابة السوق لهذه المعلومات ايجابية ؛ لأنّ عدم تماثل المعلومات جعل استجابة السوق متقلبة (عوائده غير الاعتيادية متقلبة) ما بين السالبة و الموجبة خلال نافذة الحدث ، الا ان الاتجاه العام للعوائد غير الاعتيادية كان سالباً لاغلب ايام نافذة الحدث ، وهذا يعني ان استجابة السوق لم تكن بالمستوى المطلوب قد يكون نتيجة تسرب معلومات غير جيدة الى المستثمرين بحجة ان المصرف سيقوم باصدار اسهم، أو المصرف لا يوزع مقسوم ارباح خلال الفترة القادمة ، وان المصرف ليس لديه ارباح مستقبلاً، لذا كانت استجابة السوق لهذا النوع من الإعلانات سلبية في الفترة التي سبقت الحدث ، والدليل على ذلك ان العائد غير الاعتيادي في يوم الإعلان كان سالبا بمقدار (-0.013) والذي من المفترض ان يكون العائد في يوم الإعلان اعلى مايمكن، اما بعد الإعلان فكانت العوائد متقلبة ما بين الموجب والسالب والتي من المفترض أن تبقى ثابتة بعد الإعلان، واستمرت العوائد بالتقلب خلال نافذة الحدث حتى بلغت في اخر مشاهدة لها (0.011) وكان اغلب ايام نافذة الحدث للعوائد غير الاعتيادية المتراكمة CAR سالبة ، فنلاحظ فقط 9 ايام موجبة قبل الإعلان اما بقية الايام كانت سالبة وجميع العوائد غير الاعتيادية المتراكمة في يوم الإعلان وما بعده كانت سالبة ، وبما ان قيم CAR كانت متذبذبة قبل الإعلان فتارةً تتخفّض وتارةً اخرى ترتفع ، فذلك دليل على ان استجابة السوق كانت منحازة لإعلان مقسوم الأرباح لهذا المصرف . ومن جهة اخرى، بما ان تراكم العوائد غير الاعتيادية CAR بعد الحدث لم تستقر عند (-0.215) وهو العائد غير الاعتيادي التراكمي في يوم الإعلان ولم تبقى ثابتة حتى نهاية نافذة الحدث،



فهي تتقلب بالاتجاه السالب دون مستوى هذه القيمة خلال الفترة ما بعد الإعلان حتى استقرت في آخر يوم من نافذة الحدث بمقدار (-0.151) .

وان لاستجابة السوق هذه ، ثلاثة نتائج : الأولى: هو ان هناك تحيز في استجابة السوق لإعلانات مقسوم الأرباح نتيجة تحقق عوائد غير اعتيادية قبل واثاء الإعلان ، والثانية: هو ان لإعلان مقسوم الأرباح محتوى معلومات مؤثر وذلك من خلال تحقيق عوائد غير اعتيادية ومتراكمة موجبة وسالبة لمصرف المنصور بعد الإعلان ، والتي ينبغي ان تكون ثابتة (لا تضيف شيئاً) ، اذا لم يكن لإعلان مقسوم الأرباح محتوى معلومات مؤثر هذا يعني وجود مشكلة عدم تماثل معلوماتي مما يتعارض مع فرضية الدراسة الفرعية الأولى والثالثة: ان ردة فعل السوق بطيئة في استجابتها وغير تامة نتيجة تحقق عوائد غير اعتيادية ايجابية وسلبية حتى بعد مرور 14 يوم من إعلان المصرف عن مقسوم ارباحه، وفي ذلك دلالة على ان هناك عدم كفاءة السوق .

ومن خلال تحليل نافذة الحدث للمصرف التجاري العراقي ، فعلى الرغم من ان المصرف يعد من احدى المؤسسات المالية الكبيرة والتي تعتبر من الشركات كثيرة الإعلان عن مقسوم الأرباح فضلا عن ، ان هذه الشركة المالية تعد اسهما من اسهم القيمة والتي تعد اسهمها اقل من قيمتها الحقيقية ، وعدم التماثل المعلوماتي لهذا النوع من الشركات يكون منخفض نتيجة الاهتمام المتزايد من قبل المحللين الماليين بالمؤسسات المالية الكبيرة ، فكانت جميع العوائد غير الاعتيادية موجبة قبل نافذة الحدث باستثناء ثلاثة ايام قبل نافذة الحدث وخمسة أيام بعد الإعلان عن مقسوم الأرباح ، لذا كان اتجاه العوائد الموجبة هو السائد ، مما ادى الى أن يكون الاتجاه العام للعوائد غير الاعتيادية المتراكمة موجبة خلال نافذة الحدث ، وهذه الاستجابة الجيدة من السوق قد يكون نتيجة تسرب معلومات جيدة الى المستثمرين بان اسهم المصرف اقل من قيمتها الحقيقية وذو سمعة جيدة، أو المصرف سيقوم بتوزيع مقسوم ارباح في المستقبل،، أو ان المصرف لديه ارباح كبيرة مستقبلاً، لذا كانت أستجابة السوق لهذا النوع من الإعلانات ايجابية ، فاذا كان المصرف من هذا النوع ستكون المعلومات الصادرة منه موثوق بها ، ولا يعلن عن مقسوم ارباح الا اذا كانت اسعار اسهم المصرف فعلاً اقل من قيمتها الحقيقية ، وتوقعات المستثمرين بأرتفاع اسعار الاسهم بعد



الإعلان عن مقسوم الأرباح ، لذا يستجيب السوق بشكل ايجابي لمثل هذه المعلومات ، او قد يكون هناك عدد من المطلعين كالمدراء الذين لديهم معلومات سرية محتفظين بها ولم يفصحوا عنها في السوق، مما ادى الى وجود عدم تماثل معلومات ، ومن ثم ، تحقيق عوائد غير اعتيادية على حساب المستثمرين الخارجيين ، فكانت استجابة السوق لتحركات اسعار الاسهم اغلبها ايجابية عبر ظهور عوائد غير اعتيادية موجبة ، فكان اعلى العوائد غير الاعتيادية قبل الإعلان في اليوم (-15) قبل الإعلان حيث بلغت (0.06) ، اما أقل العوائد غير الطبيعية قبل الإعلان كان سالباً(اكبر خسارة) فكان في اليوم (-3) حيث بلغت (-0.05) ، اما في يوم الإعلان اي اليوم (0) ارتفع العائد غير الاعتيادي الى (0.075) وكانت استجابة السوق لهذا الارتفاع في يوم الإعلان صحيحة والذي ينبغي ان يكون اعلى ما يمكن ، اما العوائد اليومية غير الاعتيادية في باقي الايام خلال الفترة التي تسبق يوم الحدث (الإعلان) فكانت قيمها متذبذبة ما بين القيمتين المذكورتين سلفاً . ، واستمرت العوائد بعد يوم الإعلان ايجابية حتى بلغت في اخر مشاهدة من نافذة الحدث (0.032) مما ادى الى تراكم العوائد غير الاعتيادية بشكل موجب CAR خلال نافذة الحدث، وبما ان قيم CAR جميعها موجبة ، ففي ذلك دلالة على ان استجابة السوق كانت منحازة لإعلان مقسوم الأرباح هذا المصرف . ومن جهة اخرى، بما ان تراكم العوائد غير الاعتيادية CAR بعد الحدث لم تستقر بقيمة (0.297) وهو العائد غير الاعتيادي المتراكم في يوم الإعلان، ولم تبقى ثابتة حتى نهاية نافذة الحدث، وأخذت العوائد غير الاعتيادية المتراكمة تتقلب اعلى واقل من هذه القيمة خلال الفترة ما بعد الإعلان حتى آخر يوم من نافذة الحدث وصلت الى (0.254) وفي الوقت ذاته يمثل العائد غير اعتيادي التراكمي الذي حققه المصرف في نهاية الفترة ، نتيجةً لتقلب العوائد غير الاعتيادية خلال هذه الفترة .

فان لهذا السلوك ، ثلاثة نتائج : الأولى: هو ان هناك تحيز في استجابة السوق لإعلانات مقسوم الأرباح نتيجة تحقق عوائد غير اعتيادية قبل واثاء الإعلان ، والثانية : هو ان إعلان مقسوم الأرباح محتوى معلومات مؤثر وذلك من خلال تحقيق عوائد غير اعتيادية ومتراكمة ايجابية لمصرف العراقي للتجارة بعد الإعلان ، والتي ينبغي ان تكون ثابتة (لا تضيف شيئاً) ، واذا لم يكن إعلان مقسوم الأرباح محتوى معلومات مؤثر هذا يعني وجود مشكلة عدم تماثل معلوماتي مما يتعارض مع فرضية الدراسة الفرعية الأولى.



والثالثة: ان ردة فعل السوق بطيئة في استجابتها وغير تامة نتيجة تحقق عوائد غير اعتيادية ايجابية حتى بعد مرور 14 يوم من إعلان المصرف عن مقسوم ارباحه، وفي ذلك اشارة مهمة جداً للمستثمرين تُنبأ بأن هناك خلل في كفاءة السوق ، اذ انها تؤكد للمستثمرين بأنهم لو قاموا بشراء اسهم هذا المصرف قبل إعلانهم عن مقسوم ارباحه بـ 15 يوم واحتفظوا بهذه الاسهم لمدة 14 يوم بعد يوم الإعلان لتمكنوا من تحقيق عائد ايجابي غير اعتيادي اكثر من (0.254) وهو (CAR) في اليوم +14 اخر مشاهدة لنافاذة الحدث) وهو عائد مناسب جدا للمستثمر . وهذا يدل على ان ردة فعل السوق كانت منحازة في الاستجابة لمعلومات هذا الحدث وأن أسعار الاسهم في السوق لم تستجب بشكل تام وسريع في يوم الإعلان عن مقسوم الأرباح ، وفي ذلك دلالة على عدم كفاءة سوق العراق للاوراق المالية .

يتبين من تحليل نافذة الحدث لمصرف الائتمان العراقي فبالرغم من انخفاض عدم تماثل المعلومات لهذه الشركة المالية والذي تعد من المؤسسات المالية الكبيرة فضلا انها من شركات اسهم القيمة، فكانت جميع المشاهدات خلال نافذة الحدث للعوائد غير الاعتيادية سالبة قبل الإعلان واثناؤه وبعده ما عدا يوم واحد وهذا يعني ان الاتجاه العام للعوائد غير الاعتيادية المتراكمة كانت سالبة ، وهذا يعني ان المعلومات التي تسربت عن المصرف الى المستثمرين في السوق كانت سيئة جدا مما سببت له خسائر كبيرة غير اعتيادية ، فكانت اعلى العوائد غير الطبيعية الايجابية في اليوم (-6) حيث بلغت (0.0305) وهي بنفس الوقت تمثل اعلى العوائد الايجابية خلال نافذة الحدث، أما ادنى العوائد غير الاعتيادية (اعلى خسارة) للسهم في (اليوم -5) قبل الإعلان من نافذة الحدث ، اذ بلغ (-0.085)، واستمرت العوائد غير الاعتيادية متذبذبة بالاتجاه السالب ، حتى في يوم الإعلان، أو الحدث (اليوم 0) كان العائد سالبا اذ بلغت الخسارة (-0.039) والذي من المفترض ان يصل العائد غير الاعتيادي في مثل هذا اليوم الى اعلى ما يمكن ، وهذا يعني ان استجابة السوق لمحتوى المعلومات انخفضت في يوم الإعلان واستمرت بالاتجاه السالب بعد الإعلان أيضاً، ، ويبدو ان المعلومات المتسربة السابقة كانت سيئة ، لذا استمرت هذه العوائد تتقلب بالاتجاه السالب بعد تاريخ الإعلان حتى استقرت في اخر مشاهدة لنافاذة الحدث بمقدار (-0.065) . و هذه الخسائر غير الاعتيادية AR لمصرف الائتمان على طول نافذة الحدث، جعلت الاتجاه العام للعوائد غير الاعتيادية



المتراكمة CAR لهذا المصرف سالبة خلال الـ 30 يوم من النافذة، حتى وصلت العوائد غير الطبيعية المتراكمة عند اليوم الاخير من نافذة الحدث بمقدار (-1.014)، وهذا يعني ان استجابة السوق كانت منحازة سلبيا لإعلان مقسوم الأرباح ، ومن ناحية اخرى، بما ان العوائد غير الاعتيادية المتراكمة بعد يوم الإعلان لم تثبت وأخذت تتخفف وترتفع بالاتجاه السالب والذي من المفترض ان تكون مستقرة وثابتة بعد تاريخ الإعلان ،

فان لاستجابة السوق هذه نتائج ثلاث الأولى : هي ان ردة فعل السوق كانت متحيزة نتيجة تحقق عوائد غير اعتيادية سالبة قبل واثناء الإعلان ومابعده ، والثانية : هي ان لإعلان مقسوم الأرباح النقدي معلومات مؤثرة والدليل على ذلك ، تحققت عوائد غير اعتيادية سلبية (خسائر) بعد الإعلان والتي من المفترض ان لا تضيف شيئاً بعد الإعلان اي تساوي صفر، اذا لم يكن لإعلان مقسوم الأرباح محتوى معلوماتي مؤثر ، وهذا يعني وجود مشكلة بأن المعلومات غير متماثلة مما يتعارض مع فرضية الدراسة الفرعية الأولى. والثالثة: ان استجابة السوق كانت بطيئة وليست تامة نتيجة تحقق خسائر غير اعتيادية حتى بعد مرور 14 يوم من تاريخ الحدث . وهذا دليل على ان استجابة السوق لمعلومات هذا الحدث بطيئة، وأن أسعار الاسهم في السوق لم تستجب بشكل تام وسريع في يوم الإعلان ، و هذا دليل سوق العراق للاوراق المالية غير كفوءة

وبيين التحليل المالي لمصرف المنصور فالعمود الأول لهذا المصرف يمثل العوائد غير الاعتيادية و الثاني يمثل العوائد غير الاعتيادية المتراكمة، فعلى الرغم من ان المصرف يعد من احدى الشركات الكبيرة وكثير الإعلان عن مقسوم الأرباح وعدم التماثل المعلوماتي لهذا النوع من الشركات يكون منخفض نتيجة اهتمام المحللين الماليين بمثل هذا النوع من المؤسسات ، فضلا عن انه من المؤسسات المالية لاسهم القيمة ، فكانت جميع العوائد غير الاعتيادية موجبة طوال نافذة الحدث باستثناء ثلاثة ايام قبل الحدث ، لذا كان اتجاه العوائد غير الاعتيادية السائد موجباً، مما ادى الى أن يكون الاتجاه العام للعوائد غير الاعتيادية المتراكمة موجبة خلال نافذة الحدث بأستثناء اليوم الثاني من نافذة الحدث وهو اليوم 14- الذي يسبق الإعلان كان سالب ، وهذه الاستجابة الجيدة من السوق قد يكون نتيجة تسرب معلومات جيدة الى



المستثمرين بحجة ان المصرف ذو سمعة جيدة، أو المصرف سيقوم بتوزيع مقسوم ارباح ، وان المصرف سيكون لديه ارباح كبيرة مستقبلاً ، فضلا عن انه من المؤسسات المالية لاسهم القيمة وعادة هذا النوع من الاسهم تكون اقل من قيمتها الحقيقية ، لذا كانت أستجابة السوق لهذا النوع من الإعلانات ايجابية ، فاذا كان المصرف بهذا النوع ستكون اشارته صادقة ، ولا يعلن المصرف عن مقسوم ارباحه الا اذا كانت فعلاً اسعار اسهمه اقل من قيمتها الحقيقية ، لذا فان توقعات المستثمرين عن اسعار الاسهم بعد الإعلان عن مقسوم الأرباح سترتفع، لذا يستجيب السوق بشكل ايجابي لهذه المعلومات الجيدة ، او قد يكون هناك عدد من المطلعين كالمدراء الذين لديهم معلومات سرية محتفظين بها ولم يفصحوا عنها في السوق، مما ادى الى وجود عدم تماثل معلومات ، ومن ثم ، تحقيق عوائد غير أعتيادية على حساب المستثمرين الخارجيين ، فكانت استجابة السوق لتحركات اسعار الاسهم اغلبها ايجابية عبر ظهور عوائد غير اعتيادية ، فكان اعلى العوائد غير الاعتيادية في اليوم 8- الذي يسبق يوم الإعلان، من نافذة الحدث ، اذ بلغ (0.108) اما اقل العوائد غير الاعتيادية كان في اليوم 7- الذي يسبق الإعلان عن مقسوم الأرباح ، اذ بلغ (-0.046) وهي بذات الوقت تمثل اعلى خسارة غير اعتيادية تعرض لها المصرف ، اما العوائد اليومية غير الاعتيادية في باقي الايام خلال الفترة التي تسبق يوم الحدث (الإعلان) فكانت قيمها متذبذبة ما بين القيمتين المذكورتين سلفاً . وفي يوم الإعلان بلغ العائد غير الاعتيادي (0.070) ، واستمرت العوائد بعد يوم الإعلان ايجابية حتى كانت اخر مشاهدة من نافذة الحدث بقيمة (0.035) مما جعل تراكم العوائد غير الاعتيادية موجباً CAR ما عدا اليوم -14 من نافذة الحدث قبل الإعلان ، وبما ان قيم CAR اغلبها موجبة فتارةً تنخفض وتارةً اخرى ترتفع قبل يوم الإعلان، فذلك يدل على ان استجابة السوق كانت منحازة ايجابيا لإعلان مقسوم الأرباح . ومن جهة اخرى، وبما ان تراكم العوائد غير الاعتيادية CAR بعد الحدث لم تستقر عند (0.426) وهو العائد غير الاعتيادي المتراكم في يوم الإعلان وتبقى مستقرة حتى نهاية نافذة الحدث، فهي أخذت ترتفع اعلى بكثير من هذه القيمة خلال الفترة ما بعد الإعلان حتى آخر يوم من النافذة وصلت الى (1.015) وفي الوقت ذاته يمثل اعلى عائد غير اعتيادي متراكم حققه المصرف ، نتيجةً لتقلب العوائد غير الاعتيادية خلال هذه الفترة .



فان لسلوك السوق هذا ، ثلاثة نتائج : الأولى: هو ان هناك تحيز في استجابة السوق لإعلانات مقسوم الأرباح نتيجة تحقق عوائد غير اعتيادية قبل واثاء الإعلان ، والثانية : هو ان لإعلان مقسوم الأرباح محتوى معلومات مؤثر وذلك من خلال تحقيق عوائد غير اعتيادية ومتراكمة لمصرف المنصور ، والتي ينبغي ان تكون ثابتة (لا تضيف شيئاً) ، في حال اذا لم يكن لإعلان مقسوم الأرباح محتوى معلومات مؤثر هذا يعني وجود مشكلة عدم تماثل معلوماتي مما يتعارض مع فرضية الدراسة الفرعية الأولى. والثالثة: ان ردة فعل السوق بطيئة في استجابتها وغير تامة نتيجة تحقق عوائد غير اعتيادية ايجابية حتى بعد مرور 14 يوم من إعلان المصرف عن مقسوم ارباحه، وفي ذلك اشارة مهمة جداً للمستثمرين تُنذر بأن هناك خلل في كفاءة السوق ، اذ انها تؤكد للمستثمرين بأنهم لو اشترى اسهم هذا المصرف قبل إعلانه عن مقسوم ارباحه بـ 15 يوم واحتفظوا بها لمدة 14 يوم بعد يوم الإعلان فبإمكانهم تحقيق عائد موجب غير اعتيادي اكثر من (1.015) وهو (CAR في اليوم +14 اخر مشاهدة لنافذة الحدث) وهو عادة عائد مناسب جدا . وهذا يدل على ان ردة فعل السوق كانت غير صحيحة في الاستجابة لمعلومات هذا الحدث وأن أسعار الاسهم في السوق لم تستجب بشكل تام وسريع في يوم الإعلان عن مقسوم الأرباح ، وفي ذلك دليل على ان سوق العراق المالي غير كفوءة .

ويظهر في العمود الاخير الذي يمثل (CAAR) متوسطات العوائد اليومية غير الاعتيادية المتراكمة للشركات اسهم القيمة التي اعلنت عن مقسوم ارباحها التي أُختيرت اعتماداً التحليل المالي لكل شركة، فظهرت العوائد غير الاعتيادية بغض النظر عن طبيعة اشارتها سواء كانت سالبة ام موجبة ، فتؤكد بأن إعلان مقسوم الأرباح النقدي محتوى معلومات مؤثر. فاذا لم يكن له محتوى معلومات مؤثر لكانت قيمة العوائد غير الاعتيادية تساوي (صفر) على طول نافذة الحدث ، وهذا يعني بأن هنالك مشكلة عدم تماثل للمعلومات ، وهذا لا يتوافق مع الفرضية الفرعية الأولى للدراسة ، ومن جهة اخرى، يتبين من نتائج العمود الاخير لـ (CAAR)، فلم تُظهر المتوسطات المتراكمة للعوائد اليومية غير الاعتيادية (CAAR) سلوكاً يدل عن ان استجابة سوق العراق المالي كفوءة بخصوص اسعار الاسهم لإعلانات شركات أسهم القيمة التي اعلنت عن مقسوم ارباحها النقدية ، فقد ظهرت متذبذبة (مرتفعة ومنخفضة) بالاتجاه الموجب، وتحقق هذا

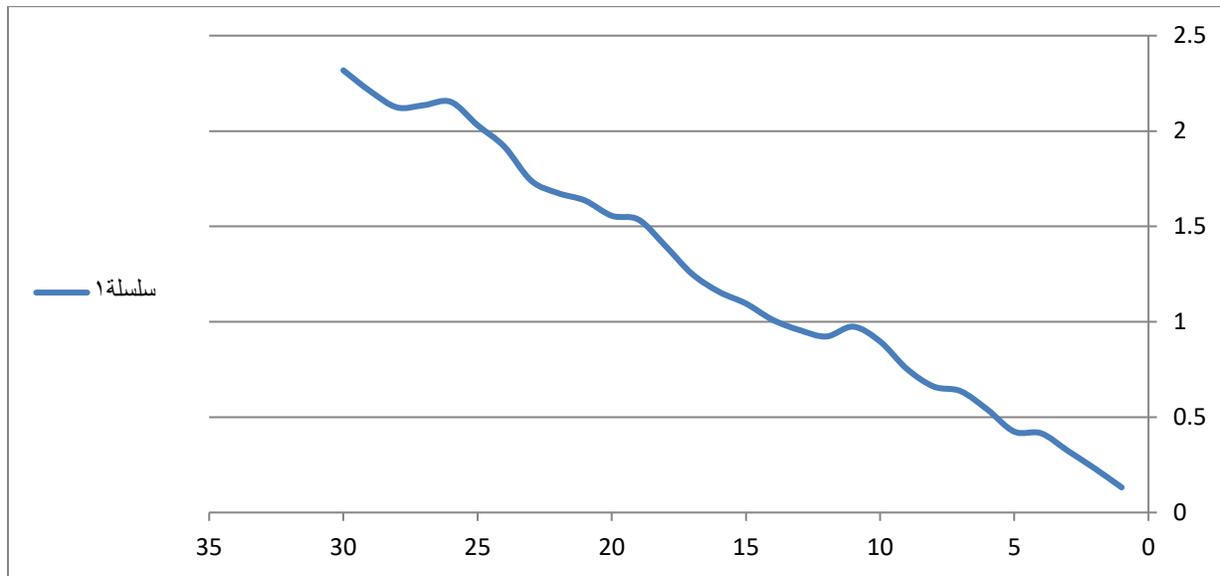


في جميع المشاهدات اليومية لنافاذة الحدث . وفي الحقيقة ، ان سلوك السوق الذي يدل على كفاءته ينبغي ان تكون تحركات (CAAR) موجبة تصاعدياً قبل يوم الإعلان عن مقسوم الأرباح لتصل الى قيمتها الحقيقية في يوم الإعلان (الحدث) وهي اعلى قيمة ، ومن ثم تستقر خلال مدة الاسبوعين المتبقية من نافذة الحدث دون اي اضافة . وتحقق اقل ارباح لمتوسط العوائد اليومية غير الاعتيادية المتراكمة في اليوم الـ 15- قبل الإعلان وهو اليوم الأول من نافذة الحدث اذ بلغ (0.1316) فكانت هذه العوائد موجبة من اليوم -15 قبل الإعلان واستمر بهذا الاتجاه الموجب وبشكل تصاعدي ، ولم يُصحح السوق استجابة كفاءة للإعلان في يوم الحدث، اذ كان متوسط العوائد اليومية غير الاعتيادية المتراكمة (CAAR) في هذا اليوم موجباً وبمقدار (1.1571) في حين انه من المفترض ان يكون اعلى ما يمكن في يوم الإعلان. واستمرت المتوسطات للعوائد اليومية غير الاعتيادية المتراكمة في جميع المشاهدات بعد تاريخ الإعلان موجبة وتصاعدية حتى استقر في اليوم الاخير من نافذة الحدث اليوم 14 عند (2.318) ، وللعلم ان (في الحالة النموذجية) يمكن ان تكون قيمة المتوسطات للعوائد اليومية غير الاعتيادية المتراكمة (CAAR) والتي ينبغي ان تكون استجابة السوق كفاءة لإعلان مقسوم الأرباح النقدي والتي من المفترض ان تكون موجبة وتصاعدية خلال الفترة قبل يوم الإعلان ، وينبغي ان تتحقق اكبر قيمة للمتوسط المتراكم في يوم الإعلان وتستقر عنده وتبقى ثابتة ومستقرة لا تضيف شيئاً اي ان (قيمتها= صفر) حتى اليوم الاخير من النافذة .

وكما هو واضح في الشكل (3-5) فقد كانت قيم CAAR على طول ايام نافذة الحدث الـ 30 يوماً تصاعدية بالاتجاه الموجب وبشكل مطابق تماماً لما يجب ان تظهره من سلوك الحالة النموذجية . ومما تقدم يؤكد على ان استجابة السوق جيدة و تامة ومنحازة لتحركات اسعار شركات اسهم القيمة التي اعلنت عن مقسوم ارباحها، و لكنه بعد الإعلان كانت استجابة السوق متحيزة ايجابيا لاسهم القيمة والذي من المفترض ان تكون المتوسطات المتراكمة للعوائد غير الاعتيادية ثابتة عند 1.157 وتستمر بهذا الاستقرار ولا تضيف شيئاً، وهذا يدل على ان السوق غير كفاءة في استجابته لحدث الإعلان عن المعلومات العامة (إعلانات مقسوم الأرباح) ، وهذا ما ينسجم مع الفرضية الرئيسية الثانية للدراسة .



والشكل (3-5) يمثل الرسم البياني لمتوسطات العوائد غير الاعتيادية المتراكمة لشركات اسهم القيمة .



2.3.3. التحليل المالي عبر نافذة الحدث للشركات اسهم النمو

اعتماداً على تصنيف الشركات في الجدول (3-12) المذكور سلفاً وقع الاختيار على ست شركات من الشركات اسهم النمو من عينة الدراسة والبالغ عددها ثلاثة وعشرون شركة والتي تكون قيمتها الدفترية اقل مايمكن وقيمتها السوقية اعلى ما يمكن ، ولقد جرى اختبار كفاءة السوق في مدى الاستجابة لأسعار اسهمها عن محتوى المعلومات المرسله من خلال إعلانات مقسوم الأرباح ، وذلك لمعرفة مدى سرعة انعكاس محتوى المعلومات هذه لإعلانات مقسوم الأرباح النقدية لشركات اسهم النمو من خلال احتساب العوائد غير الاعتيادية للاسهم والعوائد غير الاعتيادية المتراكمة ومتوسطاتها اليومية عبر نافذة الحدث لمدة (30 يوم) المستخدمة في هذه الدراسة ، وعادة في هذا النوع من الشركات تكون قيمتها الحالية اعلى من قيمتها الحقيقية لذا على الاغلب تكون استجابة سوق العراق للاوراق المالية لاسهم النمو سلبية .

جدول (3-16) شركات اسهم النمو في سوق العراق للاوراق المالية التي اعلنت عن مقسوم ارباحها

ت	شركات اسهم النمو	القيمة السوقية	القيمة الدفترية	النسبة	عدد الإعلانات
1-	فندق بغداد	11.2	2.46	22%	5
2-	الموصل لمدن اللعاب	8.75	1.52	17%	1
3-	شركة بغداد للنقل العام	43	5.6	13%	2
4-	المعمورة للاستثمارات العقارية	8.75	1.07	12%	3
5-	فندق بابل	104	8.3	8%	9
6-	فنادق المنصور	38	1.81	5%	5

المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على البيانات المنشورة سوق العراق للاوراق المالية .

وبعد جمع البيانات لغرض حساب العوائد الفعلية لأسهم الشركات عينة الدراسة ومخاطرة السوق (Beta) وعوائد الاسهم المتوقعة عبر نموذج تسعير الموجودات الرأسمالية وعوائد الاسهم غير الاعتيادية لكل يوم من نافذة الحدث من خلال الفرق بين العوائد الفعلية للسهم والعوائد المتوقعة ، ويبين جدول (3-17) عوائد الاسهم اليومية غير الاعتيادية والعوائد غير الاعتيادية المتراكمة للأسهم ومتوسطات العوائد غير الاعتيادية المتراكمة اليومية لشركات اسهم النمو التي اعلنت عن مقسوم ارباحها المذكورة انفاً ولمدة (15)

الفصل الثالث (الاختبار التحليلي للدراسة : اختبار إعلان عن مقسوم الأرباح وانعكاسه
على عوائد الاسهم بإطار نظرية الإشارة)

يوماً قبل يوم الإعلان عن مقسوم الأرباح ، إضافة الى يوم(الإعلان)، أو الحدث (اليوم 0) و(14) يوماً بعد
الإعلان عن مقسوم الأرباح .



الفصل الثالث (الاختبار التحليلي للدراسة : اختبار إعلان عن مقسوم الأرباح وانعكاسه على عوائد الاسهم بإطار نظرية الإشارة)

جدول(3-17) عوائد الاسهم غير الاعتيادية والمتراكمة ومتوسطاتها للشركات اسهم النمو عبر نافذة الحدث اليومية

نافذة الحدث	فندق بغداد		فندق بابل		المعمورة للاستثمارات		بغداد للنقل العام		الموصل لمدن الاعباب		فنادق المنصور		CAAR
	CAR	AR	CAR	AR	CAR	AR	CAR	AR	CAR	AR	CAR	AR	
-15	-0.114	-0.114	-0.11	-0.11	-0.04	-0.04	-0.292	-0.292	-0.04	-0.04	-0.02	-0.02	-0.52
-14	-0.143	-0.257	-0.106	-0.216	-0.03	-0.07	-0.25	-0.543	-0.039	-0.079	-0.021	-0.041	-0.991
-13	-0.133	-0.389	0.0012	-0.214	0.03	-0.04	-0.214	-0.757	-0.039	-0.118	-0.034	-0.075	-1.27
-12	-0.113	-0.503	3E-05	-0.214	0.007	-0.03	-0.265	-1.022	-0.006	-0.123	-0.025	-0.1	-1.577
-11	-0.189	-0.692	-0.108	-0.322	-0.05	-0.08	-0.234	-1.256	-0.039	-0.163	-0.001	-0.101	-2.038
-10	-0.128	-0.82	-0.046	-0.369	0.057	-0.02	-0.302	-1.558	-0.039	-0.202	-0.023	-0.124	-2.413
-9	-0.127	-0.946	-0.038	-0.406	-0.05	-0.07	-0.255	-1.813	-0.04	-0.241	-0.023	-0.147	-2.838
-8	-0.124	-1.07	-0.116	-0.523	-0.02	-0.09	-0.155	-1.967	-0.042	-0.283	-0.018	-0.165	-3.208
-7	-0.144	-1.214	-0.05	-0.573	0.01	-0.08	-0.146	-2.113	-0.04	-0.323	-0.029	-0.193	-3.487
-6	-0.122	-1.335	-0.055	-0.628	-0.04	-0.12	-0.156	-2.269	-0.04	-0.363	-0.02	-0.213	-3.819
-5	-0.138	-1.473	-0.082	-0.711	-0.02	-0.14	-0.256	-2.525	-0.039	-0.402	-0.044	-0.257	-4.283
-4	-0.112	-1.586	-0.074	-0.785	-0.04	-0.19	-0.262	-2.787	-0.262	-0.664	-0.004	-0.261	-4.946
-3	-0.126	-1.712	-0.062	-0.846	-0.19	-0	-0.199	-2.986	-0.047	-0.711	0.002	-0.259	-5.277
-2	-0.136	-1.847	-0.022	-0.868	0.012	-0.18	-0.201	-3.187	-0.048	-0.759	-0.019	-0.278	-5.577
-1	-0.148	-1.996	-0.082	-0.951	0.051	-0.13	-0.317	-3.504	0.0146	-0.744	-0.011	-0.29	-5.948
0	-0.125	-2.121	-0.022	-0.973	0.015	-0.11	-0.284	-3.788	0.0546	-0.69	-0.035	-0.325	-6.241
1	-0.131	-2.252	-0.065	-1.038	0.094	-0.02	-0.3	-4.089	-0.021	-0.711	-0.02	-0.345	-6.575
2	-0.125	-2.377	0.026	-1.012	0.022	0.004	-0.23	-4.319	-0.048	-0.759	-0.025	-0.37	-6.851
3	-0.106	-2.483	-0.014	-1.025	0.053	0.058	-0.131	-4.45	-0.079	-0.838	-0.015	-0.385	-7.054
4	-0.16	-2.644	0.11	-0.915	0.012	0.069	-0.227	-4.677	-0.038	-0.876	-0.028	-0.413	-7.252
5	-0.134	-2.777	0.073	-0.842	0.002	0.071	-0.323	-4.999	-0.093	-0.969	-0.061	-0.474	-7.676
6	-0.132	-2.909	0.006	-0.835	-0.02	0.055	-0.232	-5.232	-0.019	-0.988	-0.022	-0.496	-7.981
7	-0.127	-3.036	-0.106	-0.942	-0.03	0.023	-0.303	-5.535	-0.042	-1.03	0.014	-0.481	-8.471
8	-0.131	-3.167	-0.125	-1.066	0.008	0.032	-0.231	-5.766	-0.173	-1.204	0.056	-0.426	-8.958
9	-0.139	-3.306	-0.067	-1.134	-0.02	0.017	-0.21	-5.977	-0.002	-1.206	0.014	-0.412	-9.263
10	-0.133	-3.439	-0.118	-1.251	-0.05	-0.03	-0.335	-6.312	-0.023	-1.229	0.07	-0.342	-9.739
11	-0.139	-3.577	-0.016	-1.267	-0.01	-0.04	-0.165	-6.477	-0.019	-1.248	-0.021	-0.363	-9.996
12	-0.068	-3.645	0.036	-1.231	-0.03	-0.07	-0.286	-6.763	-0.008	-1.256	-0.056	-0.419	-10.35
13	-0.2	-3.845	-0.124	-1.355	-0.02	-0.09	-0.258	-7.021	-0.07	-1.326	0.013	-0.406	-10.84
14	-0.127	-3.972	0.05	-1.305	-0.09	6E-04	-0.217	-7.238	-0.032	-1.358	0.008	-0.398	-11.05

المصدر: من اعداد الباحث اعتماداً على البيانات المنشورة في سوق العراق للأوراق

الفصل الثالث (الاختبار التحليلي للدراسة : اختبار إعلان عن مقسوم الأرباح وانعكاسه على عوائد الاسهم بإطار نظرية الإشارة)

يبين الجدول (3-17) بان العمود الأول يمثل نافذة الحدث ومدتها 30 يوم ، اما بالنسبة لكل شركة من هذه الشركات يوجد عمودين يمثل الأول العوائد غير الاعتيادية AR و يمثل الثاني العوائد غير الاعتيادية المتراكمة CAR لاسهم الشركة ، اي للعوائد غير الاعتيادية المتراكمة CAR لاسهم اي شركة اعلنت عن مقسوم ارباحها ، ففي ظل شروط الكفاءة ينبغي ان يبدأ موجباً في اليوم الأول من نافذة الحدث (اليوم -15)، ثم يتصاعد شيئاً فشيئاً ليصل الى اعلى قيمة له في يوم الإعلان، أو الحدث(اليوم 0) وبعد ذلك تظل قيمة العوائد غير الاعتيادية ثابتة ومستقرة من يوم الإعلان لغاية آخر يوم في نافذة الحدث (اليوم +14).

ونلاحظ من خلال التحليل المالي لفندق بغداد بان العوائد غير الاعتيادية متذبذبة في الاتجاه السالب على الرغم من عدم تماثل المعلومات لهذا النوع من الشركات ينبغي ان يكون منخفضاً بسبب اهتمام المحللين لهذا النوع من الشركات كثيرة الإعلانات عن مقسوم الأرباح فضلاً عن انها من شركات اسهم النمو وعادة استجابة السوق المالي لهذا النوع قد تكون سلبية بسبب قيمتها الحالية اعلى من قيمتها الحقيقية ، لهذا فان الاتجاه العام للعوائد غير الاعتيادية المتراكمة كان سالباً ، وهذا يعني ان المعلومات عن الشركة قد تسربت الى المستثمرين في السوق بشكل سلبي مما سببت خسائر غير اعتيادية كبيرة لاسهم فندق بغداد ، فكانت أعلى خسارة قبل الإعلان هي في اليوم (-11) قبل يوم الحدث اذ بلغت (-0.189)، اما اقل خسارة كانت قبل الإعلان في اليوم (-4) حيث بلغت (-0.112) ، وفي يوم الإعلان حققت الشركة خسارة مقدارها (-0.125) ، ويبدو ان المعلومات المتسربة السابقة ليست جيدة لذا استمرت هذه العوائد بالتقلب بعد تاريخ الإعلان بالاتجاه السالب أيضاً حتى استقرت في اخر مشاهدة لنافذة الحدث عند(-0.127). وهذا يعني ان استجابة السوق كانت متحيزة لمحتوى المعلومات عن الشركة بشكل سلبي ، لذا كان الاتجاه العام للعوائد غير الاعتيادية المتراكمة CAR لفندق بغداد سالباً خلال نافذة الحدث الـ 30 يوم ، وبما ان قيم CAR ظهرت سالبة خلال نافذة الحدث نتيجة تحقق خسائر غير أعتيادية AR ، وهذا يدل على ان استجابة السوق كانت منحازة سلبياً لإعلان مقسوم الأرباح ، علاوة على ذلك ، ان العوائد غير الاعتيادية المتراكمة بعد تاريخ



الفصل الثالث (الاختبار التحليلي للدراسة : اختبار إعلان عن مقسوم الأرباح وانعكاسه على عوائد الاسهم بإطار نظرية الإشارة)

الإعلان لم تستقر فكانت متذبذبة بالاتجاه السالب ومن المفترض ان تبقى ثابتة ومستقرة بعد تاريخ الإعلان ولا تضيف شيئاً.

ولهذه الاستجابة المتحيزة من ناحية السوق ثلاث نتائج: الأولى: هي ان ردة فعل السوق المتحيزة نتيجة العوائد غير الاعتيادية السالبة قبل تاريخ الإعلان واثناؤه، والثانية هي ان لإعلان مقسوم الأرباح من قبل الشركة محتوى معلومات مؤثر، والدليل على ذلك حققت الشركة عوائد غير أعتيادية سالبة بعد الإعلان والتي من المفترض ان تكون ثابتة وتساوي قيمتها(صفر) ، في حال اذا لم يكن لإعلان مقسوم الأرباح محتوى معلومات مؤثر وهذا يعني وجود مشكلة عدم تماثل معلومات مما يعارض فرضية الدراسة الفرعية الأولى ، والثالثة ان استجابة سوق العراق المالي كانت غير كاملة نتيجة تحقق خسائر غير أعتيادية AR حتى مرور 14 يوم بعد تاريخ الإعلان . وهذا يدل على ان ردة فعل السوق لمحتوى المعلومات كانت بطيئة لهذا الحدث وأن أسعار السوق لم تستجيب بشكل سريع وتام في (يوم الإعلان) وهذا دليل على ان السوق غير كفوءة.

اما بالنسبة لأسهم شركة الموصل لمدن الالعاب : ان عدم تماثل المعلومات لهذا النوع من الشركات كان مرتفعاً بسبب عدم اهتمام المحللين الماليين لهذا النوع من الشركات كونها من الشركات صغيرة الحجم، فضلا عن انها من شركات اسهم النمو وعادة تكون قيمتها الحالية اعلى من قيمتها الحقيقية ، لذا كانت استجابة السوق سلبية ، مما جعل الاتجاه العام للعوائد غير الاعتيادية المتراكمة سالباً خلال نافذة الحدث ماعدا يومان ، اليوم الأول قبل الإعلان من نافذة الحدث وفي يوم الإعلان كانت العوائد ايجابية ، وهذا يعني ان المعلومات عن الشركة قد تسربت الى المستثمرين في السوق ليست بالمستوى المطلوب مما سببت خسائر غير اعتيادية كبيرة لاسهم شركة الموصل لمدن الالعاب ، و كانت أعلى خسارة قبل الإعلان اي اقل عائد غير اعتيادي سالب في اليوم (-4) اذ بلغت (-0.262) ، اما اقل خسارة كانت اي اعلى عائد غير اعتيادي سالب في اليوم -12 قبل الإعلان حيث بلغت (-0.006) ، نتيجة ان المعلومات المتسربة عن الشركة كانت غير جيدة لذا استمرت هذه العوائد بالتقلب بعد تاريخ الإعلان بنفس الاتجاه السالب أيضاً حتى استقرت في اخر مشاهدة لنافذة الحدث عند(-0.032). وهذا يعني ان استجابة السوق كانت منحازة لمحتوى



الفصل الثالث (الاختبار التحليلي للدراسة : اختبار إعلان عن مقسوم الأرباح وانعكاسه على عوائد الاسهم بإطار نظرية الإشارة)

المعلومات المتسربة عن الشركة بشكل سلبي، مما جعل الاتجاه العام للعوائد غير الاعتيادية المتراكمة CAR لهذه الشركة سالباً خلال نافذة الحدث الـ 30 يوم ، وبما ان قيم CAR ظهرت سالبة خلال نافذة الحدث نتيجة تحقق خسائر غير اعتيادية AR في اغلب ايام نافذة الحدث ، وهذا يدل على ان استجابة السوق كانت متحيزة لإعلان مقسوم الأرباح بشكل سلبي، علاوة على ذلك ، ان العوائد غير الاعتيادية المتراكمة بعد تاريخ الإعلان لم تستقر فكانت متذبذبة بالاتجاه السالب ومن المفترض ان تبقى ثابتة بعد تاريخ الإعلان .

لذا فان لهذه الاستجابة ثلاث نتائج : الأولى : هي ان ردة فعل السوق المتحيزة نتيجة العوائد غير الاعتيادية السالبة قبل تاريخ الإعلان واتشاءه، : والثانية هي ان إعلان مقسوم الأرباح من قبل الشركة محتوى معلومات مؤثر، والدليل على ذلك حققت الشركة عوائد غير أعتيادية سالبة بعد الإعلان والتي من المفترض ان تكون ثابتة اي تساوي قيمتها صفر ، اذا لم يكن لإعلان مقسوم الأرباح محتوى معلومات مؤثر وهذا يعني وجود مشكلة عدم تماثل معلومات مما يعارض فرضية الدراسة الفرعية الأولى، والثالثة ان استجابة السوق كانت غير جيدة نتيجة تحقق خسائر غير اعتيادية AR حتى بعد مرور 14 يوم من تاريخ الإعلان . وهذا يدل على ان ردة فعل (استجابة) السوق لمحتوى المعلومات كانت بطيئة لهذا الحدث وأن أسعار السوق لم تستجيب بشكل سريع وتام في (يوم الإعلان) وهذا دليل على ان السوق غير كفوءة.

أما بالنسبة للشركة بغداد للنقل العام كانت العوائد غير الطبيعية متذبذبة أيضاً في الاتجاه السالب ، لهذا فان الاتجاه العام للعوائد غير الاعتيادية المتراكمة كان سالباً ، وهذا يعني ان المعلومات عن الشركة قد تسربت الى المستثمرين في السوق بشكل سلبي باعتبارها من اسهم النمو وان قيمتها الحالية اعلى من قيمتها الحقيقية وان اغلب إعلانات غير موثوق بها ، مما سببت خسائر غير اعتيادية كبيرة لاسهم شركة بغداد للنقل العام ، فكانت أعلى خسارة قبل الإعلان هي في اليوم الأول قبل يوم الحدث اذ بلغت (-0.317)، اما اقل خسارة كانت قبل الإعلان في اليوم (-7) حيث بلغت (-0.146) ، وفي يوم الإعلان حققت الشركة خسارة مقدارها (-0.284) ، و استمرت هذه العوائد بالتقلب بعد تاريخ الإعلان بالاتجاه السالب أيضاً حتى استقرت في اخر مشاهدة لنافذة الحدث عند(-0.217). وهذا يعني ان استجابة السوق كانت منحازة سلبيا لمحتوى المعلومات عن مقسوم ارباح الشركة ، لذا كان الاتجاه العام للعوائد غير الاعتيادية المتراكمة CAR



الفصل الثالث (الاختبار التحليلي للدراسة : اختبار إعلان عن مقسوم الأرباح وانعكاسه على عوائد الاسهم بإطار نظرية الإشارة)

لهذه الشركة سالباً خلال نافذة الحدث الـ 30 يوم ، وبما ان قيم **CAR** ظهرت سالبة خلال نافذة الحدث نتيجة تحقق خسائر غير أعتيادية **AR** خلال نافذة الحدث ، هذا يدل على ان استجابة السوق كانت منحازة سلبيا لإعلان مقسوم الأرباح ، علاوة على ذلك ، ان العوائد غير الاعتيادية المتراكمة بعد تاريخ الإعلان لم تستقر فكانت متذبذبة بالاتجاه السالب ومن المفترض ان تبقى ثابتة بعد تاريخ الإعلان اي لا تضيف شيئاً.

وان لاستجابة السوق المتحيزة هذه ثلاث نتائج : الأولى: هي ان ردة فعل السوق المتحيزة نتيجة العوائد غير الاعتيادية السالبة قبل واثناء الإعلان ، والثانية هي ان إعلان مقسوم الأرباح من قبل الشركة محتوى معلومات مؤثر، والدليل على ذلك حققت الشركة عوائد غير أعتيادية سالبة بعد الإعلان والتي من المفترض ان تكون ثابتة اي (لا يكون هناك عوائد غير اعتيادية بعد الإعلان والنتائج يساوي صفر)، في حالة اذا لم يكن لإعلان مقسوم الأرباح محتوى معلومات مؤثر وهذا يعني وجود مشكلة عدم تماثل معلومات مما يتعارض مع فرضية الدراسة الفرعية الأولى. والثالثة ان استجابة السوق كانت بطيئة وغير كاملة نتيجة تحقق خسائر غير اعتيادية **AR** حتى بعد مرور 14 يوم من تاريخ الإعلان. وهذا يدل على ان ردة فعل السوق لمحتوى المعلومات كانت بطيئة لهذا الحدث وأن أسعار السوق لم تستجيب بشكل سريع وتام في (يوم الإعلان) وهذا دليل على ان السوق غير كفوءة.

ومن خلال التحليل المالي عبر نافذة الحدث لأسهم شركة المعمورة للاستثمارات ، فكانت العوائد غير الاعتيادية متقلبة مابين السالب والموجب خلال نافذة الحدث، لذا فأن الغلبة كانت للعوائد السالبة ، مما ادى الى أن يكون الاتجاه العام للعوائد غير الاعتيادية المتراكمة **CAR** متقلب بالاتجاه السالب ماعدا ثمانية ايام بعد الإعلان كانت موجبة ، وكانت اعلى قيمة قبل الإعلان للعوائد غير الطبيعية الايجابية في اليوم(-10) اذ بلغ (0.057)، اما اقل العوائد غير الطبيعية في اليوم الثالث الذي يسبق يوم الإعلان كان سالبا بقيمة (-0.004) ، وفي يوم الإعلان كانت العائد غير الطبيعي موجب اي اليوم (0) اذ بلغ في هذا اليوم (0.015) ، ثم استمرت تلك العوائد تتقلب بعد الإعلان ما بين الموجب والسالب، حتى استقرت في اخر مشاهدة من نافذة الحدث عند (0.0006) ومن المفترض ان تبقى العوائد ثابتة عند (0.015) لانتغير بعد يوم الإعلان، وهذه الاستجابة من السوق قد يكون نتيجة تسرب معلومات غير مؤكدة (غامضة) الى المستثمرين



الفصل الثالث (الاختبار التحليلي للدراسة : اختبار إعلان عن مقسوم الأرباح وانعكاسه على عوائد الاسهم بإطار نظرية الإشارة)

قد يحدث ذلك عندما تكون هناك عوامل مختلفة تؤثر على كيفية توزيع مقسوم الأرباح كالانخفاض، أو الزيادة، أو عندما يكون هناك تفاصيل غير معلنة بوضوح للجمهور، لذلك تعد تلك الشركة من الشركات التي تفضل عدم الكشف عن جميع تفاصيل عمليات توزيع الأرباح بشكل كامل، مما يجعلها "غامضة" وفي هذا السياق فتكون المعلومات المرسله من الصعب تفسيرها، أو قد يكون هناك بعض المطلعين كالمدراء الذين لديهم معلومات سرية محتفظين بها ولم يفصحوا عنها في السوق، مما أدى الى وجود عدم تماثل معلومات ، وحينما ظهرت قيم CAR اغلبها سالبة فتارةً تتخفف وتارةً اخرى ترتفع قبل يوم الإعلان، ففي ذلك دلالة على ان استجابة السوق كانت منحازة لإعلان مقسوم الأرباح لهذه الشركة .

فان لسلوك السوق هذا ، ثلاثة نتائج : الأولى : هو ان هناك تحيز في استجابة السوق لإعلانات المقسوم نتيجة تحقق عوائد غير اعتيادية والثانية : هو ان إعلان مقسوم الأرباح محتوى معلومات مؤثر وذلك من خلال تحقيق عوائد غير اعتيادية للشركة ، والتي ينبغي ان تكون ثابتة (قيمتها صفر) بعد الإعلان عن مقسوم الأرباح، واذا لم يكن لإعلان مقسوم الأرباح محتوى معلومات مؤثر هذا يعني وجود مشكلة عدم تماثل معلومات مما يتعارض مع الفرضية الفرعية الأولى للدراسة . والثالثة: ان ردة فعل السوق بطيئة في استجابتها وغير تامة نتيجة تحقق عوائد غير اعتيادية حتى بعد مرور اسبوعين من إعلان الشركة لمقسوم ارباحها، وفي ذلك اشارة غاية بالأهمية للمستثمرين تُنذر، أو تُنبأ بأن هناك خلل في كفاءة السوق .

والتحليل المالي من خلال نافذة الحدث لأسهم فندق بابل فالعمود الأول لهذا للمصرف يمثل العوائد غير الاعتيادية و الثاني يمثل العوائد غير الاعتيادية المتراكمة، وأن هذه الشركة تعد من احدى الشركات كثيرة الإعلان عن مقسوم الأرباح وعدم التماثل المعلوماتي لهذا النوع من الشركات يكون منخفض نتيجة اهتمام المحللين الماليين بمثل هذا النوع من الشركات ، فضلا عن انها من شركات اسهم النمو ، فكانت العوائد غير الاعتيادية متقلبة ما بين السالبة و الموجبة طوال نافذة الحدث ، لذا كان اتجاه العوائد غير الاعتيادية السالبة هو السائد خلال أثنان وعشرون يوم من الفترة الكلية لنافذة الحدث والبالغة 30 يوم ، وهذه



الفصل الثالث (الاختبار التحليلي للدراسة : اختبار إعلان عن مقسوم الارباح وانعكاسه على عوائد الاسهم بإطار نظرية الإشارة)

الاستجابة من السوق المالي قد يكون نتيجة تسرب معلومات ليس بالمستوى المطلوب الى المستثمرين بحجة ان الشركة لا تقوم بتوزيع مقسوم ارباح، و لكن المعلومات غير مؤكدة ، او عادة ماتصدر اسهماً جديدة ، او ان الشركة قد لا تكون لديه ارباح مستقبلاً، فضلا عن انها احدى شركات اسهم النمو التي قد تكون قيمتها الحالية اعلى من قيمتها الحقيقية ، لذا كانت استجابة السوق لهذا النوع من الإعلانات سلبية في اغلب الفترات من نافذة الحدث ، فاذا كانت الشركة من هذا النوع ستكون معلوماتها غير صادقة ، وتوقعات المستثمرين بأنخفاض اسعار الاسهم بعد الإعلان عن مقسوم الأرباح ، لذا يستجيب السوق بشكل سلبي لهذه المعلومات، او قد يكون هناك عدد من المطلعين كالمدرء الذين لديهم معلومات سرية محتفظين بها ولم يفصحوا عنها في السوق، مما ادى الى وجود عدم تماثل معلومات ، ومن ثم ، تحقيق عوائد غير اعتيادية متراكمة سلبية ، فكانت استجابة السوق لتحركات اسعار الاسهم اغلبها سلبية عبر ظهور عوائد غير اعتيادية ، فكان اعلى العوائد غير الاعتيادية الايجابية في اليوم -13 قبل يوم الإعلان من نافذة الحدث ، اذ بلغ (0.0012) ، اما اقل عوائد غير الطبيعية كان سالبا خلال نافذة الحدث(اعلى خسارة) فكانت في اليوم -8 قبل الإعلان حيث بلغت (-0.116)، وهذا يعني ان المعلومات في الأيام التي تسبق الحدث لم تكن جيدة بالمستوى المطلوب ، لذا كانت استجابة السوق لها سلبية ، اما العوائد اليومية غير الاعتيادية في باقي الايام خلال الفترة التي تسبق يوم الحدث (الإعلان) فكانت قيمته متذبذبة بالاتجاه السالب في اغلب الاحيان . وفي يوم الإعلان اليوم (0) بلغت قيمة العائد غير الاعتيادي (-0.022) ، واستمرت العوائد غير الطبيعية بالتذبذب بعد الإعلان وكانت ايجابية في اخر مشاهدة من نافذة الحدث حيث بلغت (0.0501) ، مما جعل تراكم العوائد غير الاعتيادية بشكل سلبي CAR لغاية نهاية نافذة الحدث ، وبما ان قيم CAR اغلبها ظهرت



الفصل الثالث (الاختبار التحليلي للدراسة : اختبار إعلان عن مقسوم الأرباح وانعكاسه على عوائد الاسهم بإطار نظرية الإشارة)

سالبة قبل الإعلان فتارةً تتخفف وتارةً أخرى ترتفع ، ففي ذلك دلالة على ان استجابة السوق كانت منحازة لإعلان مقسوم الأرباح لهذه الشركة . ومن جهة أخرى، بما ان تراكم العوائد غير الاعتيادية CAR بعد الحدث لم تستقر عند (-0.022) وهو العائد غير الاعتيادي التراكمي في يوم الإعلان ولم تبقى ثابتة حتى نهاية نافذة الحدث، فهي أخذت تتخفف وترتفع عن هذه القيمة خلال الفترة ما بعد الإعلان حتى آخر يوم من نافذة الحدث وصلت الى (-1.305) وفي الوقت ذاته يمثل العائد غير اعتيادي المتراكم السالب الذي حققتها الشركة ، نتيجةً لتقلب العوائد غير الاعتيادية خلال هذه الفترة .

فان لسلوك السوق هذا ، ثلاثة نتائج : الأولى: هو ان هناك تحيز في استجابة السوق لإعلانات مقسوم الأرباح نتيجة تحقق عوائد غير اعتيادية قبل واثناء الإعلان ، والثانية : هو ان لإعلان مقسوم الأرباح محتوى معلومات مؤثر وذلك من خلال تحقيق عوائد غير اعتيادية متراكمة سالبة لشركة فندق بابل بعد الإعلان ، والتي ينبغي ان تكون ثابتة اي (لا تضيف شيئاً) ، في حال اذا لم يكن لإعلان مقسوم الأرباح محتوى معلومات مؤثر ، هذا يعني وجود مشكلة عدم تماثل معلوماتي مما يتعارض مع فرضية الدراسة الفرعية الأولى، والثالثة: ان ردة فعل السوق بطيئة في استجابتها وغير تامة نتيجة تحقق عوائد غير اعتيادية ايجابية وسلبية حتى بعد مرور 14 يوم من إعلان الشركة عن مقسوم ارباحها ، وفي ذلك اشارة مهمة جداً للمستثمرين تُندر، أو تُنبأ بأن هناك خلل في كفاءة السوق، و ذلك دليل على ان السوق غير كفوءة .

اما بالنسبة لأسهم فنادق المنصور ، ان العوائد غير الاعتيادية كانت أيضاً في الاتجاه السالب على الرغم من عدم تماثل المعلومات لهذا النوع من الشركات ينبغي ان يكون مرتفعاً بسبب عدم اهتمام المحللين في هذا النوع من الشركات كونها من الشركات قليلة الإعلان عن مقسوم ارباحها، فضلا عن انها من



الفصل الثالث (الاختبار التحليلي للدراسة : اختبار إعلان عن مقسوم الأرباح وانعكاسه على عوائد الاسهم بإطار نظرية الإشارة)

شركات اسهم النمو، فكان الاتجاه العام للعوائد غير الاعتيادية سالباً اغلب الفترات قبل نافذة الحدث ما عدا اليوم الثالث قبل الإعلان كان ايجابيا بقيمة (0.002) اما اعلى الخسائر قبل الإعلان فكانت في اليوم الخامس (-5) فقد بلغت (-0.044) ومن ثم ظهرت عوائد غير الطبيعية سلبية في يوم الإعلان عن مقسوم الأرباح اليوم (0) حيث بلغت (-0.035)، وهذا يعني ان المعلومات عن الشركة قد تسربت الى المستثمرين في السوق بشكل سلبي مما سببت خسائر غير اعتيادية كبيرة لاسهم شركة فنادق المنصور، ويبدو ان المعلومات المتسربة السابقة ليست جيدة لذا استمرت هذه العوائد بالتقلب بعد تاريخ الإعلان، و لكن متذبذبة سلبية و ايجابية حتى استقرت في اخر مشاهدة لنافذة الحدث عند (0.008). وهذا يعني ان استجابة السوق كانت متحيزة لمحتوى المعلومات عن الشركة بشكل سلبي ما عدا بعض الايام التي ظهرت فيها العوائد غير الطبيعية موجبة، لذا كان الاتجاه العام للعوائد غير الاعتيادية المتراكمة CAR لهذه الشركة سالباً طوال نافذة الحدث الـ 30 يوم، وبما ان قيم CAR ظهرت سالبة طوال نافذة الحدث نتيجة تحقق خسائر غير اعتيادية AR سالبة في اغلب ايام نافذة الحدث، وهذا يدل على ان استجابة السوق كانت منحازة سلبيا لإعلان مقسوم الأرباح، علاوة على ذلك، ان العوائد غير الاعتيادية المتراكمة بعد تاريخ الإعلان لم تستقر فكانت متذبذبة بالاتجاه السالب ومن المفترض ان تبقى ثابتة بعد تاريخ الإعلان.

ولهذه الاستجابة المتحيزة من ناحية السوق ثلاث نتائج : الأولى هي ان لإعلان مقسوم الأرباح من قبل الشركة محتوى معلومات مؤثر، والدليل على ذلك حققت الشركة عوائد غير أعتيادية سالبة بعد الإعلان ما عدا بعض الايام، والتي من المفترض ان تكون ثابتة اي تساوي (قيمتها صفر)، في حال اذا لم يكن لإعلان مقسوم الأرباح محتوى معلومات مؤثر وهذا يعني وجود مشكلة عدم تماثل معلومات مما يعارض



الفصل الثالث (الاختبار التحليلي للدراسة : اختبار إعلان عن مقسوم الارباح وانعكاسه على عوائد الاسهم بإطار نظرية الإشارة)

فرضية الدراسة الفرعية الأولى. والثانية: هي ان ردة فعل السوق المتحيزة نتيجة العوائد غير الاعتيادية السالبة قبل تاريخ الإعلان واثاءه، والثالثة ان استجابة السوق كانت بطيئة وغير كاملة نتيجة تحقق خسائر غير اعتيادية AR حتى مرور 14 يوم بعد تاريخ الإعلان . وهذا يدل على ان ردة فعل (استجابة) السوق لمحتوى المعلومات كانت بطيئة لهذا الحدث وأن أسعار السوق لم تستجيب بشكل سريع وتام في (يوم الإعلان) وهذا دليل على ان السوق غير كفوءة

ويظهر في العمود الاخير الذي يمثل (CAAR) متوسطات العوائد اليومية غير الاعتيادية المتراكمة للشركات أسهم النمو عن إعلان مقسوم الأرباح التي أُختيرت اعتماداً على عدد إعلانات مقسوم الأرباح لكل شركة، فظهرت العوائد غير الاعتيادية بغض النظر عن طبيعة اشارتها سواء كانت سالبة ام موجبة ، فتؤكد بأن لإعلان مقسوم الأرباح النقدي محتوى معلومات مؤثر. فاذا لم يكن لها محتوى معلومات مؤثر لكانت قيمة العوائد غير الاعتيادية تساوي (صفر) على طول نافذة الحدث ، وهذا يعني بأن هنالك مشكلة عدم تماثل للمعلومات ، وهذا لا يتوافق مع الفرضية الفرعية الأولى للدراسة ، ومن جهة اخرى وكما هو معلوم من نتائج العمود ل (CAAR)، فلم تُظهر متوسطات العوائد اليومية غير الاعتيادية المتراكمة (CAAR) سلوكاً يدل على ان استجابة سوق العراق للاوراق المالية كفوءة بخصوص اسعار الاسهم لإعلانات شركات أسهم النمو التي اعلنت عن مقسوم ارباحها النقدي ، فقد ظهرت متذبذبة (مرتفعة ومنخفضة)، و لكن بالاتجاه السالب، وتحقق هذا في جميع المشاهدات اليومية لنافذة الحدث . وفي الحقيقة ، ان سلوك السوق الذي يدل على الكفاءة ينبغي ان تكون تحركات (CAAR) موجبة تصاعدياً قبل يوم الإعلان عن مقسوم الأرباح لتصل الى قيمتها الحقيقية في يوم الإعلان (الحدث) ومن ثم تستقر خلال مدة الاسبوعين المتبقية من نافذة الحدث دون



الفصل الثالث (الاختبار التحليلي للدراسة : اختبار إعلان عن مقسوم الأرباح وانعكاسه على عوائد الاسهم بإطار نظرية الإشارة)

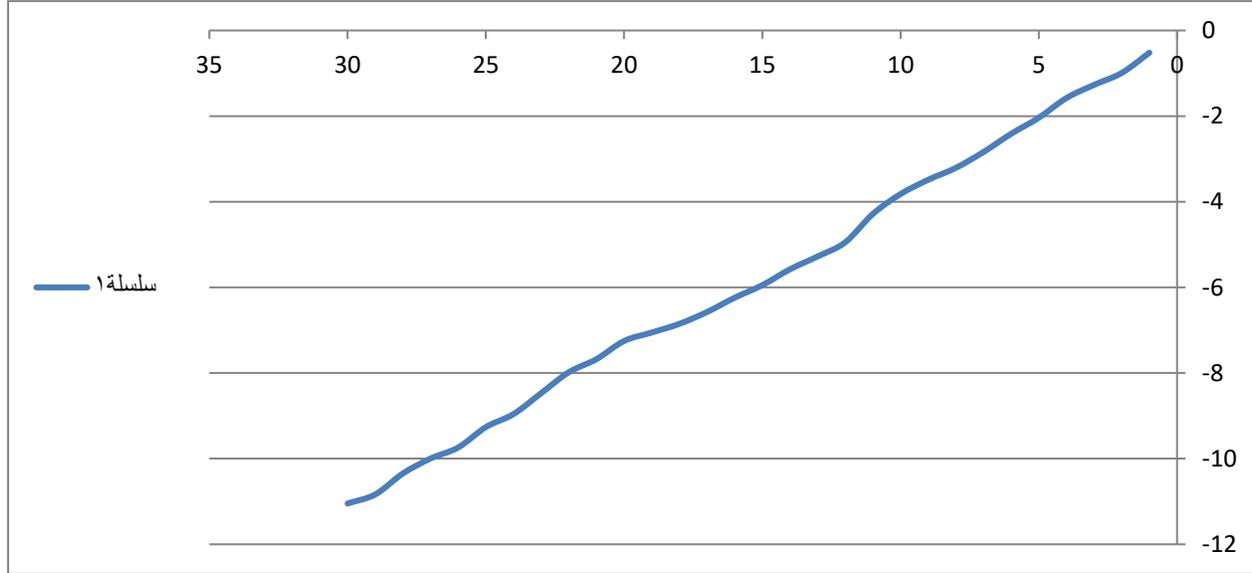
اي اضافة . وتحققت اعلى متوسط للعوائد اليومية غير الاعتيادية المتراكمة السالبة في اليوم الـ 15- قبل الإعلان وهو اليوم الأول من نافذة الحدث اذ بلغ (-0.52) فكانت المتوسطات المتراكمة للعوائد غير الاعتيادية اليومية سالبة من اليوم الخامس عشر قبل الإعلان واستمر بهذا الاتجاه السالب وبشكل تصاعدي ، ولم يُفصح السوق استجابة كفاءة لإعلان مقسوم الأرباح في يوم الحدث، اذ كان متوسط العوائد اليومية غير الاعتيادية المتراكمة (CAAR) في هذا اليوم سالباً وبمقدار (-6.241) في حين انه من المفترض ان يكون موجباً في يوم الإعلان واعلى ما يمكن ، واستمرت (CAAR) في جميع المشاهدات بعد تاريخ الإعلان متصاعدة سلبيًا حتى استقر في اليوم الاخير من نافذة الحدث اليوم 14 عند (-11.05) ، والجدير بالذكر ان (الحالة النموذجية) تكون فيها قيمة المتوسطات للعوائد اليومية غير الاعتيادية المتراكمة (CAAR) والتي ينبغي ان تكون استجابة السوق كفاءة لإعلان مقسوم الأرباح النقدي والتي من المفترض ان تكون موجبة وتصاعدية على طول الايام قبل يوم الإعلان ، وينبغي ان تتحقق اكبر قيمة للمتوسط في يوم الإعلان وتستقر عنده وتبقى ثابتة لا تضيف شيئاً اي ان (قيمتها= صفر) حتى اليوم الاخير من النافذة .

وكما هو واضح في الشكل (3-6) فقد كانت قيم CAAR على طول ايام نافذة الحدث الـ 30 يوماً متذبذبة، و لكن بالاتجاه السالب وبشكل يختلف تماما عما يجب ان تكون عليه في الحالة النموذجية . ومما تقدم يؤكد على ان استجابة السوق غير تامة ومنحازة لتحركات اسعار شركات أسهم النمو التي اعلنت عن مقسوم ارباحها ، وهذا يدل على ان السوق غير كفاءة بالشكل شبه القوي في استجابته لحدث الإعلان عن المعلومات العامة الخاصة بإعلانات مقسوم الأرباح ، وهذا ما ينسجم مع الفرضية الرئيسية الثانية للدراسة .



الفصل الثالث (الاختبار التحليلي للدراسة : اختبار إعلان عن مقسوم الارباح وانعكاسه على عوائد الاسهم بإطار نظرية الإشارة)

شكل (3-6) منحني المتوسطات اليومية للعوائد غير الاعتيادية المتراكمة لشركات اسهم النمو



المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على البيانات المنشورة في سوق العراق للاوراق المالية

3-3-3- مقارنة ما بين متوسطات العوائد اليومية خلال نافذة الحدث لشركات اسهم النمو واسهم القيمة

ونلاحظ من خلال الجدول (3-18) مقارنة ما بين متوسطات العوائد اليومية المتراكمة لشركات اسهم القيمة ومتوسطات العوائد اليومية المتراكمة لشركات اسهم النمو، ويلاحظ من خلال الجدول بأن جميع متوسطات العوائد غير الطبيعية المتراكمة في الشركات اسهم القيمة ايجابية وبصورة متزايدة من بداية الفترة لنافذة الحدث حتى وصلت اعلى قيمة لها في نهاية الفترة وبشكل تصاعدي، وبينما نجد في الجانب الاخر من العمود الذي يمثل متوسطات العوائد المتراكمة سالبة وبشكل متزايد وبشكل تنازلي بالاتجاه السالب، وهذا ما يدل على أن الشركات ذات اسهم القيمة افضل وقد حققت عوائد ايجابية طوال نافذة الحدث وهذا يفسر بأن الاستجابة في تلك الشركات كانت جيدة وكانت اكثر كفاءة .

جدول (3-18) المقارنة ما بين متوسطات العوائد اليومية المتراكمة لشركات اسهم القيمة وشركات اسهم النمو

الشركات الاعلى قيمة	شركات أسهم القيمة	شركات أسهم النمو	نافذة الحدث
CAAR	CAAR	CAAR	
شركات اسهم القيمة	0.1316	-0.52	-15
شركات اسهم القيمة	0.2308	-0.991	-14
شركات اسهم القيمة	0.323	-1.27	-13



الفصل الثالث (الاختبار التحليلي للدراسة : اختبار إعلان عن مقسوم الارباح وانعكاسه على عوائد الاسهم بإطار نظرية الإشارة)

شركات اسهم القيمة	0.4154	-1.577	-12
شركات اسهم القيمة	0.424	-2.038	-11
شركات اسهم القيمة	0.5396	-2.413	-10
شركات اسهم القيمة	0.6364	-2.838	-9
شركات اسهم القيمة	0.6603	-3.208	-8
شركات اسهم القيمة	0.7526	-3.487	-7
شركات اسهم القيمة	0.8966	-3.819	-6
شركات اسهم القيمة	0.9742	-4.283	-5
شركات اسهم القيمة	0.9228	-4.946	-4
شركات اسهم القيمة	0.9563	-5.277	-3
شركات اسهم القيمة	1.01	-5.577	-2
شركات اسهم القيمة	1.0956	-5.948	-1
شركات اسهم القيمة	1.1571	-6.241	0
شركات اسهم القيمة	1.2501	-6.575	1
شركات اسهم القيمة	1.3977	-6.851	2
شركات اسهم القيمة	1.5355	-7.054	3
شركات اسهم القيمة	1.5558	-7.252	4
شركات اسهم القيمة	1.6359	-7.676	5
شركات اسهم القيمة	1.6745	-7.981	6
شركات اسهم القيمة	1.7397	-8.471	7
شركات اسهم القيمة	1.9178	-8.958	8
شركات اسهم القيمة	2.0303	-9.263	9
شركات اسهم القيمة	2.153	-9.739	10
شركات اسهم القيمة	2.1354	-9.996	11
شركات اسهم القيمة	2.1239	-10.35	12
شركات اسهم القيمة	2.209	-10.84	13
شركات اسهم القيمة	2.3181	-11.05	14



الفصل الثالث (الاختبار التحليلي للدراسة : اختبار إعلان عن مقسوم الأرباح وانعكاسه على عوائد الاسهم بإطار نظرية الإشارة)

المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على تقارير سوق العراق للاوراق المالية

ونلاحظ من خلال الجدول (3-19) نتائج التحليل الاحصائي باستخدام نموذج لفيني بين قيم المتوسطات اليومية للعوائد غير الاعتيادية المتراكمة لشركات اسهم النمو وشركات اسهم القيمة (CAAR) والظاهرة في الجدول(3-18) بأن (2-tailed) Sig. وتساوي 000. وأن مستوى الدلالة اقل من 0.05 فإنه توجد فروق ذات دلالة معنوية ما بين شركات اسهم القيمة وشركات اسهم النمو عند مستوى الاحتمالية (α)، ولا يوجد تجانس ولا توجد اعتدالية ويوجد فروق في عوائد المتوسطات المتراكمة لشركات اسهم القيمة والشركات اسهم النمو لصالح لشركات أسهم القيمة كون المتوسط لها اعلى من مثيلاتها لشركات النمو ، وهذا مايدل على وجود عدم تماثل معلوماتي من خلال الجدول (CAAR) من خلال ظهور عوائد ايجابية متراكمة في متوسطات (شركات اسهم القيمة) وكذلك ظهور عوائد سلبية في المتوسطات (لشركات اسهم النمو) وهذا ما يؤكد على أن فرضية عدم كفاءة سوق العراق للاوراق المالية بالشكل شبه القوي، أو ان هناك خلل في السوق وهذا مايتعارض مع الفرضية الفرعية الرابعة التي تنص على انه (لا يوجد تأثير لمحتوى المعلومات الخاص بأسهم القيمة والنمو عبر إعلانات مقسوم الأرباح للشركات عينة الدراسة) ، اذ نلاحظ أن الإشارات المرسله لإعلان مقسوم الأرباح للسوق كانت قوية وايجابية من الشركات ذات اسهم القيمة باعتبار ان قيمتها الحالية اقل من قيمتها الحقيقية لذا كان محتوى المعلومات لإعلانات هذه الشركات ايجابي ، وعلى عكس الإشارات المرسله لإعلان مقسوم الأرباح في شركات اسهم النمو حيث كانت ضعيفة وسلبية

جدول (3-19) نتائج تحليل التباين (CAAR) لشركات اسهم القيمة والشركات اسهم النمو

الاحصاءات	شركات اسهم النمو	شركات اسهم القيمة
Mean	-5.88	1.2268
N	30	30
Variance	10.088	0.439
0 Hypothesized Mean Differences		
T.test		-12.002
Sig.		.000





الفصل الرابع

الاستنتاجات والتوصيات

المبحث الأول: الاستنتاجات
المبحث الثاني: التوصيات

الفصل الرابع

المبحث الأول

1.4 .:الاستنتاجات : على ضوء النتائج التي خلصت اليها الدراسة فقد توصلت إلى الاستنتاجات

الآتية:

- 1- ان لإعلان مقسوم الأرباح محتوى معلومات مؤثر وذلك من خلال تحقيق عوائد غير اعتيادية ومتركمة ايجابية وسلبية للشركة قبل وبعد الإعلان عن مقسوم الأرباح للشركات عينة الدراسة المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية ولكافة القطاعات ، لأنه اذا لم يكن لإعلان مقسوم الأرباح محتوى معلومات مؤثر، يعني وجود مشكلة عدم تماثل معلومات.
- 2- تبين بأن هنالك عدم تماثل معلوماتي وبصورة مؤثرة على السوق من خلال الإشارات المرسله من قبل المطلعين من المدراء الماليين والتي ترسل معلومات ومن خلال تلك المعلومات يقوم المستثمرين بتفسيرها ومن ثم اتخاذ قرارات بشراء الاسهم او بيعها وهذا ما يعبر عنه بنظرية الإشارة .
- 3- تبين ان هناك انحياز في استجابة او ردة فعل السوق لإعلانات المقسوم نتيجة تحقق عوائد غير اعتيادية قبل واثاء وبعد الإعلان وهذا يدل على ان هناك خلل في كفاءة سوق العراق للأوراق المالية بشكلها شبه القوي وهذا ما يؤكد بأن لنظرية الإشارة تأثير فعال في السوق.
- 4- اثبتت نتائج التحليل المالي والاحصائي للدراسة أن عند الإعلان عن مقسوم الأرباح من قبل الشركات فسوف تكون هنالك أستجابة من قبل السوق متحيزة مما يحقق عوائد غير الطبيعية عن طريق الإشارات التي يقوم المطلعين بأرسالها الى السوق مما يؤدي الى تحقيق عوائد غير الطبيعية ايجابية او سلبية وحسب الإشارات المرسله قد تكون صادقة او غامضة او كاذبة .

- 5- اثبتت نتائج التحليل المالي والاحصائي بأن حجم الشركات له تأثير من خلال تحقيق عوائد غير اعتيادية ومتراكمة للشركات عينة الدراسة فظهرت هنالك تأثير عدم تماثل للمعلومات وحسب حجم الشركات سواء الكبيرة منها او الصغيرة، و لكن كانت الافضلية لشركات الكبيرة الحجم .
- 6- اثبتت نتائج التحليل المالي والاحصائي بأن تكرار او عدم تكرار إعلانات مقسوم الأرباح للشركات عينة الدراسة له تأثير من حيث العوائد غير الاعتيادية والمتراكمة للشركات عينة الدراسة والمعلومات الخاصة بتكرار إعلانات مقسوم الأرباح المتكرر لا تعد اشارة ايجابية على عكس الشركات التي لا تعلن عن مقسوم ارباحها بشكل متكرر بسبب عدم المصادقية او أن الشركات تعلن عن مقسوم الأرباح، و لكن قد لا تقوم بتوزيع تلك الأرباح ولعدة اسباب والتي منها العوامل المؤثرة على توزيع تلك الأرباح (القيود القانونية -والقيود الداخلية والنمو المتوقع- الضرائب الدخل....الخ) .
- 7- اثبتت نتائج التحليل المالي والاحصائي بأن نوع الاسهم سواء كانت (اسهم قيمة ام نمو) له تأثير من حيث العوائد غير الاعتيادية والمتراكمة للشركات عينة الدراسة فظهرت هنالك تأثير عدم تماثل للمعلومات وحسب نوع الشركات سواء كانت اسهم قيمة ام نمو، وقد ظهرت جميع العوائد غير الاعتيادية و العوائد المتراكمة في شركات أسهم القيمة ايجابية بسبب ان قيمتها الحالية دون قيمتها الحقيقية ، على عكس شركات اسهم النمو التي ظهرت جميع عوائدها غير الاعتيادية وعوائدها المتراكمة سلبية مما يحقق خسائر للمستثمرين في هكذا نوع من الشركات بسبب ان قيمتها السوقية قد تكون اعلى من قيمتها الحقيقية .

الفصل الرابع

2-4- المبحث الثاني: التوصيات

على ضوء الاستنتاجات التي توصلت اليها الدراسة لذا يوصي الباحث بما يلي :-

1. على الشركات عينة الدراسة بشكل خاص والشركات المدرجة في سوق المال العراقي بشكل عام بالإفصاح عن جميع المعلومات بشكل واضح لتقليل فجوة عدم تماثل المعلومات في السوق لغرض تقليل او تقادي المخاطر ، بسبب أن لإعلان مقسوم الأرباح تأثير مباشر على ثروة المساهمين قد تؤدي الى تحقيق عوائد ايجابية او خسائر فادحة.
2. ضرورة الاعتماد على نظرية الاشارة وعلاقتها بتفسير (فجوة) عدم تماثل المعلومات ما بين المطلعين من المدراء الماليين والمستثمرين الخارجين والاستفادة من الإشارات المرسله وتحليلها وتفسيرها بصورة صحيحة لتجنب الخسائر وتحقيق عوائد ايجابية عن طريق اتخاذ قرارات تقلل من هذه الفجوة.
3. لابد اتباع بعض الخطوات الاستراتيجية مثل التحليل المالي والأساسي قبل الاستثمار في أي شركة تعلن عن توزيعات أرباحها بغية الاستفادة من اعلانات مقسوم الارباح في الاسواق المالية غير الكفوءة، يجب إجراء تحليل مالي دقيق للشركة. هذا يتضمن دراسة الأرباح التاريخية، والتوزيعات السابقة، والنمو العائد على السهم، وتقييم الوضع المالي الحالي والمستقبلي للشركة.
4. ضرورة تحديد أفضل الشركات التي توزع أرباحًا مستدامة ومتوقعة في سوق مالي غير كفؤ. عن طريق الاستعانة بخبراء سوق لمساعدة المستثمرين في اختيار الفرص الأكثر قيمة وأمانًا والتي تحقق عوائد وفهم السوق المالية.
5. يتحتم الحفاظ على التوازن بين العائد والمخاطرة التي قد تعمل الشركات على توزيع أرباحها بشكل جيد اكثر جاذبية بسبب عوائدها وبسبب حجم الشركة فالشركات كبيرة الحجم قد تكون عوائدها اكثر على

عكس الشركات صغيرة الحجم، ولكن يجب التقيد بمستوى مناسب من التوازن بين العائد المحتمل والمخاطر المرتبطة بالاستثمار .

6. وضع برنامج المتابعة او قوانين تلزم الشركات بتوزيع الأرباح التي تم الإعلان عنها في وقت سابق حتى تكون هنالك مصداقية ، وفرض عقوبات على الشركات المخالفة كون هذه الإعلانات كاذبة ، وعدم الاعتماد على الشركات كثيرة التكرار عن إعلانات مقسوم الأرباح كونها لا تحقق عوائد ايجابية على عكس الشركات الاقل تكرار او نادراً ما تعلن عن مقسوم الأرباح بأنها تحقق عوائد افضل .

7. الاستفادة من الاستشارة الاستثمارية من الخبراء في الاستثمار المالي للحصول على نصيحة مخصصة والتوجيه الى الشركات الجيدة في سوق غير كفؤ. وبشكل عام، الاستفادة من إعلانات توزيعات الأرباح في أسواق مالية غير كفؤة تتطلب فهماً عميقاً للشركات المعنية والتقييم المالي الدقيق للفرص الاستثمارية المتاحة وهذا ما يتطلب من استحداث اقسام في سوق العراق للأوراق المالية تخص التطوير لمهارات المتعاملين من خلال الدورات والتدريب لزيادة قدراتهم على التحليل المالي وكذلك الاستفادة من خبرات الاساتذة في الجامعات والأطاريح والرسائل والبحوث العلمية للطلبة في تلك الجامعات .

8- العمل على الاستثمار في شركات اسهم القيمة كون قيمتها السوقية اقل من قيمتها الحقيقية، على

عكس شركات اسهم النمو

المصادر

المراجع

• القرآن الكريم

اولاً: المصادر العربية

- 1- الشبكة الدولية للإنترنت ،الموقع الالكتروني تداول الاسهم
- 2- المؤشر العام لبورصة العراق (ISX60) <https://www.mubaaasher.info>
- 3- سوق العراق للأوراق المالية <https://www.isx.iq>
- 4- الاسواق المالية في العراق <https://m.sa.investing.com> Investing.Com
- 5- بوابة اور الانترنت للخدمات الحكومية <https://ur.gov.iq>
- 6- مركز الإيداع العراقي <https://idc-stocks.com>
- 7- هيئة الاوراق المالية <https://www.isc.gov.iq>
- 8- عبد الغفار حنفي ،اساسيات التمويل وإدارة المالية، مجموعة النيل العربية للطباعة والنشر والتوزيع، 2001.

Books

- 9- André , Betzer ; Doumet, Markus; and Rinne, Ulf,(2015), How policy changes affect shareholder wealth, Working Paper ,Schumpeter School of Business and Economics, University of Wuppertal,.
- 10- Investment Management: Securiry Analysis and Portfolio Bhalla V.K "Managementan Amazon the kindle app 2008..
- 11- Basiddiq,H.& Hussainey ,K.(2012),"Does Asymmetric Information Drive UK DividendsPropensity".<http://alqashi.com/wp/wpcontent/uploads,Asymicmetr> - Information-Drive-UK-Dividendd-Propensity.
- 12- Brealey, R. & Myers, S. (2003) "Principles of Corporate Finance", 7th, ed., New York: McGraw-Hill.

- 13- Brealey, Richard A ,Myers, Stewart C.Marcus, Alan J.(2004), "Fundamentals Of Corporate Finance" 3th. Edition, McGraw-Hill-Iiwin.
- 14- Brigham , Eugene F . Ehrhardt , Michael C . (2010), Financial management theory and practice , 13ed ,USA
- 15- Brigham Eugene and C. Ehrhardt and Michael .(2011). "Financial Management: Theory and Practice", Thirteen Edition, South-Western, a part of Cengage Learning.
- 16- Brigham Eugene and C. Ehrhardt and Michael .(2009). "Financial Management: Theory and Practice", Thirteen Edition , South-Western, a part of Cengage Learning.
- 17- Brigham, Eugene and Phillip R. Daves,(2007) "Intermediate Financial Management, Ninth Edition, Thomson/South-Western .
- 18- Brigham, Eugene, & Ehrhardt, Michael,(2017) Financial Management, Theory and Practice, 15th Edition, South Western, Cengage Learning.
- 19- Burton G. Malkiel (2015) "A Random Walk Down wall street the Time-Tested Strategy for Successful Investing" W. W. Norton & Company New York .
- 20- Eugene F. Brigham and Joel F. Houston,(2015) "Fundamentals of Financial Management: Concise, Ninth Edition" Cengage Learning®.
- 21- Gamzo ,Rafael .(2013), Algorithmic Trading, Market Efficiency and The Momentum Effect, A research report submitted to the Faculty of Commerce, Law and Management, University of the Witwatersrand.
- 22- Hirschey, Mark, (2001) " Investments: Theory and Applications", Harcourt College Publishers, U.S.A.
- 23- Khan, M Y & Jain P K,(2014), " Financial Management", 14th ed, Tata McGraw-Hill publishing company limited, New Delhi,.
- 24- Khan, M Y & Jain P K,(2011) " Financial Management", 11th ed, Tata McGraw-Hill publishing company limited, New Delhi,.
- 25- Kieso paul D.Kimmel,(2002) "Financial Accounting:Tools for Business Making" 9th Edition ISBN.
- 26- Lindeman Tuomas .(2016) "The correlation between dividend policy measures and share price" , Degree Thesis International Business .
- 27- Sunil, Mahajan. (2020), Corporate finance : theory and practice in emerging economies. First published 2020 Printed in India: New York : Cambridge University Press.
- 28- Markopoulou ,M.K "Papadopoulos.D.L.(2010) "The Capital Structure of Companies Listed in The Creek Stock Exchange " University of Macedonia Thessaloniki Greece.

- 29- Martin Sewell,(2011)," History of the Efficient Market Hypothesis" Research Note RN/11/04.
- 30- Megginson, William, Scott B ., Smart &John R. Graham,(2010)" Financial Management",3rded,South-Western.
- 31- Micheloud ,G .A.(2013) ,"How Do Investors Respond To Share Buyback Programs? Evidence From Brazil During 2008 Crisis.
- 32- Mishkin,Frederic,S,(2006),"The economics of money, banking, and financial markets,7th ed,Addison Wesley.
- 33- Morgan ,Matthew J .(2009),The impact of 9/11 on business and economics: the business of terror, 1st Edition, Palgrave Macmillan.
- 34- Robert .D,Auerbach.,(1982)," Money Banking and Financial Markets" ,Macmillan Publishing , Inc USA.
- 35- Ross A. Stephen, Randolph W. Westerfield, , Emeritus, Bradford D. Jordan,(2022)."Fundamentals of Corporate FinanceI,Thirteenth Edition Published by McGraw Hill LLC, New York .
- 36- Ross Noam b, Carl Boettigera * , Alan Hastingsb,(2013) "Early warning signals: The charted and uncharted territories".b Department of Environmental Science and Policy, University of California Davis, 1 Shields Avenue, Davis, CA 95616 USA.
- 37- Ross, S. A., . Jordan, J. F. & Westerfield, R,(2017)." Essentials of Corporate Finance" Published by McGraw-Hill Education, 2 Penn Plaza, New York, NY 10121.
- 38- Ross, S. A., . Jordan, J. F. & Westerfield, R(2019)." Fundamentals of Crporate Finance" Published by McGraw-Hill Education, 2 Penn Plaza, New York, NY .
- 39- Ross, S. A., Jaffe, J. F. & Westerfield, R. (1999) Corporate finance,
- 40- Sabah Rahim Al-Asadi, Muhammad Hassan Al-Atbi, and Ali Jaber Al-Maali, (2018)"Financial and Monetary Markets." Book Press.
- 41- Vernimmen, Pierre (2002)"Finance d`Enterprise",5th' ed.,Dalloz, Paris.
- 42- Zhang,Chao.(2013)"Share Repurchases: How Important Is Market Timing " .

Thesis and Dissertations

- 43- Bloom, Barry,(2011) "Applications of event study methodology to lodging stock performance" , Iowa State University ,Graduate Theses and Dissertations. Paper 11930,<http://lib.dr.iastate.edu/etd> .
- 44- Bohn ,Nicolai., Rabhi ,Fethi A., Kundisch ,Dennis., Yao ,Lawrence., and Mutter ,Tobias.(2012), Towards Automated Event Studies Using High Frequency News And Trading Data, University of Paderborn.
- 45- Cremers,J.S. (2012),"Testing the Motivation for Share Repurchases: Firms in the Netherlands and Germany" Master Thesis Finance,Tilburg University .

- 46- Thanatawee, Yordying, (2009)"The Information Content of Dividends and Open market Share Repurchases: Theory & Evidence" A thesis submitted to the degree of Doctor of Philosophy, University of Bath.

Article

- 47- Alalee , Ahmad, ,(2020) " financial management of Enterprises" ,Syrin ,Arab Republic ,ISSN:2617-989X.
- 48- Al-janabi,Saad Majeed, Ali Karim Mohammed Kuba,and Abdul Jabbar Alwan Jabr,(2022) " Asymmetric Of Informational and Its Implications for Share Returns Through the Announcement of Dividend: A Study of a Sample of Iraqi Firms" Published/ publié in Res Militaris (resmilitaris.net), vol.12, n°2, Summer-Autumn .
- 49- Almazan, A., Banerji, S., & De Motta, A. (2008). Attracting attention: Cheap managerial talk and costly market monitoring. *Journal of Finance*, 63: 1399-1436.
- 50- Alnajjar ,Mohd .(2013), Investor based psychological decision making model , Far East Journal of Psychology and Business, Vol. 11, No. 3.
- 51- Al-Shawawreh, (2014): " The Impact of Dividend Policy on Share Price Volatility : Empirical Evidence from Jordanian Stock Market" , Finance and Banking Department, Faculty of Business Administration ,Mutah University .
- 52- Ambarish ,R. ,John ,K. ,& Williams ,J. (1987). "Effective signals with profits and investments". *Journal of Finance*, 42(2).
- 53- Ardestani ,Hananeh Shahteimoori., Rasid, Siti Zaleha Abdul.,Basiruddin,Rohaida ., and Mehri,Mohammadghorban .(2013), Dividend Payout Policy, Investment Opportunity Set and Corporate Financing, *Journal of Applied Finance & Banking*, Vol. 3, No. 1.
- 54- Azeez, Latifat,(2015) " Rationp Between Dividend Payout and Firms' Performance: Evaluation of Dividend Policy of Oando PLC" *International Journal of Contemporary Applied Sciences* .
- 55- Baker, H. K., Saadi, S., Dutta, S. & Gandhi, D. (2007) The perception of dividends by canadian managers: New survey evidence. *International Journal of Managerial Finance*, 3, 70-91.London, McGraw-Hill.
- 56- Betzer, André; Doumet, Markus; and Rinne, Ulf,(2011)" How policy changes affect shareholder wealth, Working Paper ,Schumpeter School of Business and Economics, University of Wuppertal,. <http://hdl.handle.net/10419/68670>, No.011.

- 57- Bergara Mario E, Witold J. Henisz and Pablo T. Spiller ,(1998), "Political Institutions and Electric Utility Investment: A Cross-Nation Analysis" Volume 40, Issue 2.
- 58- Bhunia, A.; Chand, F. & Harbour, D. (2011) "A Test of Market Efficiency based on Share Repurchase Announcements", "Journal of Economics and Sustainable Development" , Vol (2), No (8) .
- 59- Bird Rebecca Bliege, Smith Eric Alden ,(2005), "Signaling Theory, Strategic Interaction and Symbolic Capital" (<https://www.jstor.org/stable/10.1086/ca.2005.46.issue-2>), (28 pages), Published By: The University of Chicago Press.
- 60- Black, F. & Scholes, M. (1974) The effects of dividend yield and dividend policy on common stock prices and returns. *Journal of Financial Economics*, 1, 1-22.
- 61- Boaz Zik, Ran Weksle, (2022) Informative tests in signaling environments, *Theoretical Economics*, Volume 17, Number 3 .
- 62- Brendan Daley and Brett Green (2014), " Market signaling with grades", *Journal of Economic Theory* Volume 151, May 2014, Pages 114-145
- 63- Brian L. Connelly, and, S. Trevis Certo ,and, R. Duane Ireland, Christopher R. Reutze ,(2011), " Signaling Theory: A Review and Assessment", *Journal of Management* Vol. 37 No. 1, 39-67 DOI: 10.1177/0149206310388419 © The Author(s).
- 64- Brown, S and Stephen A. Hillegeist. (2003). Disclosure Quality and Information Asymmetry'', working papers, University of Utah.
- 65- Busenitz, L. W., Fiet, J. O., & Moesel, D. D. (2005). Signaling in venture capitalist–new venture team funding decisions: Does it indicate long-term venture outcomes? *Entrepreneurship Theory and Practice*, 29: 1-12.
- 66- Certo, S.T., Daily, C.M. and Dalton, D.R. (2001) Signaling Firm Value through Board Structure: An Investigation of Initial Public Offerings. *Entrepreneurship Theory & Practice*, 26, 33-50. <https://doi.org/10.1177/104225870102600202>
- 67- Chen, Fei, (2013) "Capital Market Reaction to Share Repurchase announcements an empirical test on Shanghai Stock Exchange (SSE).
- 68- Chen, J. & Dhiensiri, N. (2009) Determinants of dividend policy: The evidence from new zealand. *International Research Journal of finance and economics*, 18-27
- 69- Chung, W., & Kalnins, A. (2001). Agglomeration effects and performance: A test of the Texas lodging industry. *Strategic Management Journal*, 22: 969-988.

- 70- Cooper M., Dimitrov O., Rau P., (2001) A Rose.com by Any Other Name, Journal of Finance, V.56.
- 71- Daily, C. M., Certo, S. T., & Dalton, D. R. (2005). Investment bankers and IPO pricing: Does prospectus information matter? Journal of Business Venturing, 20: 93-111
- 72- Daley Brendan and Brett Green (2014)," Market signaling with grades", Journal of Economic Theory Volume 151, May 2014, Pages 114-145
- 73- Dang-Khoa Duong, Thi Thanh-Phuong Phan and Kim-Hung Pho (2020)" Impact of Board Characteristics and State Ownership on Dividend Policy in Vietnam" Published by Asia University, Taiwan, Volume 24, Issue 4
- 74- David, G. McMillan.(2013), Stock Return Predictability: Risk Premium or Dividend Growth?, open access journal, vol.2, No.1.
- 75- Davila, A., Foster, G., & Gupta, M. (2003). Venture capital financing and the growth of startup firms. Journal of Business Venturing, 18: 689-708.
- 76- Deeptee ,Purmessur , Rajshree ,Roshan ,Boodhoo,(2009) "Signalling Power of dividend on firms, Future Profits A Literature Review" , "Evergreen Energy – international interdisciplinary Journal" New York.
- 77- Dinesh Kumar Sharma and Ritu Wadhwa,(2013),"Ownership Structures and Dividend Policy".3 (4):429-434,2013.
- 78- Dobbins R., Frąckowiak W., Witt S.F., (1992), Praktyczne zarządzanie kapitałami firmy, Paanpol, Poznań, p. 144.
- 79- Durcikova, A., & Gray, P. (2009). How knowledge validation processes affect knowledge contribution. Journal of Management Information Systems, 25(4): 81-107.
- 80- Edgar J. Wilson, Hazem A. Marshdeh " ublishing Ltd Oxford, UK Ecor onomic Record 0013-0249 ©2007 The Economic Society of Australia XXX Original Articles Co-Integration and market efficiency Economic Record Are Co-integrated Stock Prices Consistent with the Efficient Market Hypothesis" The Economic RecordE, VOL. 83, Special Issue, September, S87–S93.
- 81- Edward Marfo – Yiadom,(2011) .Dividend Policy and Bank Performance, International Journal of Economics and Finance: Vol. 3, No. 4.
- 82- Elitzur A, Arieh Gavius B.A,(2003) "Contracting, signaling, and moral hazard: a model of entrepreneurs, ‘angels,’ and venture capitalists"Journal of Business Venturing Volume 18, Issue 6, November , Pages 709-725

- 83-Elroy Dimson & Massoud Mussavian ,(1998)"A Brief History of Market Efficiency and Stock Market Anomalies" posted :25 Jun .
- 84-Emamalizadeh, Mokhtar., Ahmadi ,Mousa. and Pouyamanesh ,Jaffar .(2013), Impact of financial leverage on dividend policy, African Journal of Business Management, Vol. 7, No.34.
- 85-Faisal Khan, Melati Ahmad Anuar, Lim Guan Choo, , Imran Abbas Jadoon and Ahmed Jamil.(2011)" Determinants of Dividend Policy of Foreign Listed Companies on Karachi Stock Exchange. Australian Journal of Basic and Applied Sciences, 5(12): 2917-2928, 2011. ISSN 1991-8178.
- 86-Fama, E. & French, K. (1992) "The Cross-Section of Expected Share Returns". "Journal of Finance", Vol (47), No (2).
- 87-Fama, E.F. (1991). 'Efficient capital markets II', Journal of Finance, 46 (5), pp. 1575-1617.
- 88-Fei Chen.(2013), "Capital Market Reaction to Share Repurchase Announcements :An Empirical Test on Shanghai Stock Exchange (SSE)",.
- 89-Gardon, M.J. 1962. The Savings, Investment and Valuation of the Corporation, Review of Economics and Statistics: 37-51.
- 90-Garg ,suman .(2014), weak form of market efficiency, A Journal of Radix International Educational and Research Consortium, Vol. 3, No. 2 .
- 91-Gerdesmeier, Dieter., Reimers, Hans-Eggert.,and Roffia, Barbara ,(2013)" Testing for the existence of a bubble in the stock market", Working Paper , www.econstor.eu , No. 01.
- 92-Godwin Chigozie Okpara,(2010) . Asymmetric Information and Dividend Policy in Emerging Markets: International Journal of Economics and Finance:, Vol. 2, No. 4.
- 93-Grullon, G. & Michaely, R. (2004) The information content of share repurchase programs. Journal of Finance, 59, 651-680
- 94-Hatem Ben Said.(2012)" On the Determinants of Dividends' Information Content"Journal of Management and Sustainability; Vol. 2, No. 2; 2012 ISSN 1925-4725 E-ISSN 1925-4733
- 95-Hellstrom, Gustav ,and Inagambaev, Gairatjon,(2012), Determinants of Dividend Payout Ratios , research project, Umeå School of Business and Economics .
- 96-Jean-Laurent vivianim,(2001),"gestion de portefeuille", Dunod, Paris eme, edition,2001.

- 97- Jensen, M. (1986). Agency costs of Free cash-flow, corporate finance and Takeovers. *American Economic Review*,76, 323-329.
- 98- Jha ,Barun Kumar and Shitika,(2014) Financial Market Efficiency: How to Achieve, *Asian Journal of Multidisciplinary Studies* , Vol. 2, No. 4.
- 99- Johnstone, R. A., & Grafen, A. 1993. Dishonesty and the handicap principle. *Animal Behaviour*, 46: 759-764.
- 100- Kapoor ,Sujata.(2009), Impact of dividend policy on sharholders value, Thesis doctor ,Jaypee Institute of Information Technology.
- 101- Kato, H. K., Loewenstein, U. & Tsay, W. (2002) Dividend policy, cash flow, and investment in japan. *Pacific-Basin Finance Journal*, 10.
- 102- Kaur,karamjeet,(2011), Information Content of Dividends : Empirical Study of Be listed Companies "Vol.1,No.(4) .
- 103- Ke ,hu., Yi ,qiu.,and Huifang ,cheng,(2014), "The Study on China Stock Market Efficiency,eastern academic forum", chf@zjut.edu .cn.
- 104- Khan, K.I.(2011). Effect of diligence on stock prices – Acase of Chemical and Parmaceutical Industry of Parkistan.
- 105- Khang ,Kenneth & King ,Tao-Hsien Dolly.(2002)."Is Dividend Policy Relate Information Asymmetry? Evidence from Returns to Insider Trades Financial Management .Vol.35.
- 106- Konchitchki ,Yaniv ., and O'Leary ,Daniel E.(2011), Event study methodologies in information systems research, *International Journal of Accounting Information Systems*.
- 107- Kumar ,Sarvanan ., Mahadevan ,Dr. A. , Gunasekar, S.(2012) , Market Reaction to Dividend Announcement, *Prestige International Journal of Management*, Vol. 1 No.1 .
- 108- Kyle ,Profilet, A., and Frank ,Bacon, W.(2013), Dividend policy and stock price volatility , *ASBBS Annual Conference: Las Vegas*, Vol. 20 ,No. 1.
- 109- Lindeman, Tuomas,(2013):" The correlation between dividend policy" .
- 110- Litzenberger, R. H. & Ramaswamy, K. (1982) The effects of dividends on common stock prices tax effects or information effects? *The Journal of Finance*, 37, 429-443.
- 111- Miller MH, Modigliani F.(1961) Dividend policy, growth, and the valuation of shares. *The Journal of Business*"; 34(4):411–33.

- 112- Namgyoo K.Park, John M. Mezas ,(2005),"Before and after the technology sector crash: The effect of environmental munificence on stock market response to alliances of e-commerce firms". Strategic Management Journal,Vol 26: 987-1007.
- 113- Naser,Kamal., Nuseibeh,Rana., and Rashed, Wojoud ,(2013), Managers' perception of dividend policy, Issues in Business Management and Economics Vol. 1,No.1.
- 114- Ndofor, H. A., & Levitas, E. 2004. Signaling the strategic value of knowledge. Journal of Management, 30: 685-702. Park, N. K., & - Mezas, J. M. 2005.
- 115- Nguyen Thi Xuan Trang ,(2012)" DETERMINANTS OF DIVIDEND POLICY, International Journal of Business, Economics and Law, Vol. 1 ISSN 2289-1552.
- 116- Oberndorfer, Ulrich; Wagner, Marcus; Ziegler, Andreas,(2011), Does the stock market value the inclusion in a sustainability stock index?, Working Paper ,<http://hdl.handle.net/10419/56574>. No. 30.
- 117- Okpara, G.C.(2010) "A Diagonosis of the Determinants of Dividend Pay –Out Policy in Nigeria: A Factor Analytical Approach " ,"American Journal of Scientific Research "Issue.8.
- 118- Pacheco, Luis Krug & Raposo Clara,(2009), "The Determinants of Initoal Stock Repurchases" .
- 119- Pandy IM (2008) Financial Management, Nineth Edition vikas Publishing House PVT Ltd, New Delhi..
- 120- Pandey,I M (2015) Financial Management,"Impact of Dividend Policy Determinants of Listed Companies on Indian Capital Market"Vol.5No:2,40.
- 121- Pedersen, M. E. (2014)"The Value of Share Buybacks" [www.hvass-labs. org / people/magnus/ publications /pedersen2013share-buyback-intro.pdf](http://www.hvass-labs.org/people/magnus/publications/pedersen2013share-buyback-intro.pdf).
- 122- Phan ,Khoa Cuong., and Zhou ,Jian ,(2014), Market efficiency in emerging stock markets, Journal of Business and Management, Vol. 16, No. 4.
- 123- Pike, R. & Neale, B. (2009) Corporate finance and investment : Decisions & strategies, Harlow, Financial Times Prentice Hall.
- 124- Priya, K., & Nimalathasan, B. (2013). Dividend Policy Ratios and Firm Performance: a case study of Selected Hotels & Restaurants in Sri Lanka. Global Journal of Commerce & Management Perspective, 2(6), 16-22.
- 125- Ramasastry Ambarish,Kose John, Joseph Williams (2019) "Efficient Signalling with Dividends and Investments " The Journal of Finance /VOL 42,Issue 2/ p.321-343.

- 126- Ramaswami, Aarti, George F. Dreher, Robert Bretz, Carolyn Wiethoff, (2010), "Gender, Mentoring, and Career Success: The Importance of Organizational Context" *Personnel Psychology*/volume 63, issue 2/p.385-405.
- 127- Reilly, Frank K. Keith C Brown, (2002), *Investment Analysis Portfolio Management*, 7th Edition, Thomson, South-Western, USA.
- 128- Renneboog, Luc, and Grzegorz Trojanowski, 2011. Patterns in payout policy and channel payout choice, *Journal of Banking and Finance*. 35(6), 1477-1490.
- 129- Riley Greg, Devers Cynthia, Yoder Michele, (2007) "Executive Compensation: A Multidisciplinary Review of Recent Developments" December 2007, *Journal of Management* 33(6)
- 130- Riley, J. C. 2001. Silver signals: Twenty-five years of screening and signaling. *Journal of Economic Literature*, 39: 432-478.
- 131- Ritter, Jay R. (2003) "Behavioral Finance", *Pacific-Basin Finance Journal*, Vol (11), No(4).
- 132- Rozeff, M. (1982). Growth, Beta and agency Costs as Determinants of Dividend payout Ratios. *Journal of financial Research*, 5, 249-259.
- 133- Saad Majeed Al-Janabi, (2022) Asymmetric Of Information and Its Implications for Share Returns Through the Announcement of Dividend: A Study of a Sample of Iraqi Firms, *Res Militaris*, vol.12, n°2, Summer-Autumn 2022.
- 134- Saad Majeed Al-Janabi, (2015) "The effect of announcing the repurchase of common shares on their prices within the framework of the signal theory", PhD thesis - College of Administration and Economics - University of Karbala, 2015.
- 135- Said Ben Hatem, (2012) "On the Determinants of Dividends' Information Content" *Journal of Management and Sustainability*; Vol. 2, No. 2; 2012 ISSN 1925-4725 E-ISSN 1925-4733
- 136- Said, Elfakhani, (1995), "An Empirical Examination of The Information Content of Balance Sheet and Dividend Announcements: A Signaling Approach", *Journal of Financial And Strategic Decisions* Volume 8 Number 2.
- 137- Salih, Alaa, A (2010) The Effect of Dividend Policy on Market Value UK Empirical Study. Durham University. Available at Durham E-Theses Online: <http://etheses.dur.ac.uk/556/>
- 138- Samuel, Nduati, Kariuki, Prof. Gregory S. Namusonge, and Dr. George O. Orwa (2015) "Determinants of Corporate Cash Holdings: Evidence From Private", *International Journal of Advanced Research in Management and Social Sciences*, ISSN: 2278-6236.

- 139- Saud A. Ta,(2016)," Application of signaling theory in management research: Addressing major gaps in theory", European Management Journal Volume 34, Issue 4, August 2016, Pages 338-348.
- 140- Shleifer ,Andrei,(2000) "Inefficient Market : An Introduction to Behavioral Finance", New York : Oxford University Press Inc .
- 141- Sierpińska M., (1999), Polityka dywidend w spółkach kapitałowych, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa - Kraków, p. 122.
- 142- Spence, Michael. 2002. "Signaling in Retrospect and the Informational Structure of Markets ." American Economic Review, 92 (3): 434-459.DOI: 10.1257/00028280260136200.
- 143- Stiglitz ,Joseph.E (2000) "The International Bank for Reconstruction and Development" / The World Bank 1818 H Street NW, Washington, DC 20433, U.S.A. All rights reserved. Manufactured in the United States of America. First printing July 2000.
- 144- Stiglitz, J. E. 2002. Information and the change in the paradigm in economics. American Economic Review, 92: 460-501
- 145- Timmermann, A.& Granger ,C.W.J,(2004)"Efficient Market hypothesis & forecasting", "International Journal of Forecasting" Vol (20).
- 146- Yan Zhang, Margarethe F. Wiersema,(2009) "Stock Market reaction to CEO certification:the signaling role of CEO background " strategic Management Journal/volume 30,Issue 7.
- 147- Yordying Thanatawee.(2011)" Payout Policy and Real Investment under Asymmetric Information" International Journal of Economics and Finance Vol. 3, No. 5; October 2011.

Abstract:

This study aims to elucidate the declaration of dividend payouts and its reflection on the stock returns of companies within the framework of the signaling theory. It investigates the role played by the transmitted information regarding these announcements in explaining the information asymmetry prevalent among most companies, thereby assisting investors in obtaining information that enhances the semi-strong efficiency of the financial market. This allows for prudent decision-making through the transmitted information before and after the dividend announcement. Such information can be perceived as a positive signal indicating the company's financial health and its ability to achieve sustainable future profits, thereby boosting market confidence and driving up its stock prices. Conversely, some might interpret it as a negative signal, which would adversely affect the company's stock returns and lead to a decline.

The current study focuses on several dimensions, including company size, the frequency of dividend announcements, the type of shares held by these companies, and testing the semi-strong efficiency of the Iraq Stock Exchange. The objective is to address the information asymmetry gap between internal insiders (company managers) and external investors, enabling investors to avoid future losses and prevent erroneous decision-making.

The study sample comprises thirty companies listed on the Iraq Stock Exchange that announced their dividend payouts from January 1, 2016, to December 31, 2023, with a total of 102 announcements. A combination of financial and statistical methods was employed using the SPSS statistical analysis software to test the study hypotheses, along with Excel for financial analysis of the study variables.

The study concluded with several key findings, the most significant of which is that dividend announcements carry impactful information, as evidenced by the achievement of abnormal cumulative returns, both positive and negative, for the companies in the sample before and after the dividend announcements across all sectors in the Iraq Stock Exchange. If the dividend announcements did not contain impactful information, abnormal returns, whether positive or negative, would not have been realized, indicating the existence of information asymmetry and thus a semi-strong inefficient market. Therefore, the signaling theory is considered one of the theories that mitigates information asymmetry among the involved parties, providing information to investors that contributes to enhancing market efficiency and subsequently reducing the information asymmetry gap, aiding them in making more accurate decisions.

Ministry of High Education and Scientific Research

University of Kerbala

College of Administration and Economics

Financial and Banking Sciences Department



The Announcement of Dividend Payouts and Its Reflection In Stock Returns within the Framework of Signaling Theory

**"An Empirical Study of Listed Companies In the Iraq Stock Exchange for the Period
2016-2023"**

*A dissertation submitted to the council of the college Administration
and economics university of Kerbala, as a partial fulfillment of the
requirements to obtain Ph.D. Degree in the financial and banking
sciences.*

By:

Sajjad Yousif Khalaf

Under Supervision:

Ass. Prof. Dr. Saad Majeed Al-janabi

Ass. Prof. Dr. Mohammad Faiz Hasan

2024 AB

1446 AH