



الجمهورية العربية السورية
جامعة دمشق - كلية الاقتصاد
قسم الدراسات العليا - ماجستير أسواق مالية

أثر الإعلان عن توزيعات الأرباح في سيولة وعوائد الأسهم

«دراسة تطبيقية على الشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية»

(رسالة مقدمة لنيل درجة الماجستير في الأسواق المالية)

إعداد الطالبة:

فلك منير خولاني

إشراف الدكتور:

أ.م.د. سليمان موصلي

1441هـ - 2020م



الجمهورية العربية السورية
جامعة دمشق - كلية الاقتصاد
قسم الدراسات العليا - ماجستير أسواق مالية

السيد الدكتور رئيس قسم المصارف والتأمين المحترم

نحيطم علماً بأن طالبة الماجستير فلك خولاني قد أتمت الملاحظات والتعديلات المطلوبة منها من قبل لجنة الحكم لرسالة الماجستير بعنوان:

أثر الإعلان عن توزيعات الأرباح في سيولة ومحوائد الأسهم

«دراسة تطبيقية على الشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية»

ولا يوجد مانع لدينا من منحها الدرجة العلمية المطلوبة.

أعضاء لجنة الحكم:

د. عبد الرزاق حساني
عضواً
الأستاذ المساعد في قسم المصارف والتأمين - كلية الاقتصاد - جامعة دمشق

د. سليمان موصلي
عضواً مشرفاً
الأستاذ المساعد في قسم الاقتصاد - كلية الاقتصاد - جامعة دمشق

د. مطيع الشلبي
عضواً
المدرس في قسم المصارف والتأمين - كلية الاقتصاد - جامعة دمشق

أنا الطالبة: فلك منير خولاني.

أصرح أن الرسالة المقدمة للحصول على درجة الماجستير، في قسم: المصارف والتأمين – اختصاص: أسواق مالية، والتي تحمل عنوان:

أثر الإعلان عن توزيعات الأرباح في سيولة ومحوائد الأسهم

«دراسة تطبيقية على الشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية»

هي من إنجازي ولم يسبق أن نشرت من قبلي أو قبل باحثين آخرين.

الطالبة

دمشق: 2020-3-9

بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ

« وَإِذْ قَالَ رَبُّكَ لِلْمَلَائِكَةِ إِنِّي جَاعِلٌ فِي الْأَرْضِ خَلِيفَةً قَالُوا أَتَجْعَلُ فِيهَا مَنْ يُفْسِدُ فِيهَا وَيَسْفِكُ الدِّمَاءَ وَنَحْنُ نُسَبِّحُ بِحَمْدِكَ وَنُقَدِّسُ لَكَ قَالَ إِنِّي أَعْلَمُ مَا لَا تَعْلَمُونَ (30) وَعَلَّمَ آدَمَ الْأَسْمَاءَ كُلَّهَا ثُمَّ عَرَضَهُمْ عَلَى الْمَلَائِكَةِ فَقَالَ أَنْبِئُونِي بِأَسْمَاءِ هَؤُلَاءِ إِنْ كُنْتُمْ صَادِقِينَ (31) قَالُوا سُبْحَانَكَ لَا عِلْمَ لَنَا إِلَّا مَا عَلَّمْتَنَا إِنَّكَ أَنْتَ الْعَلِيمُ الْحَكِيمُ (32) »

- سورة البقرة -

صدق الله العظيم

الإهداء :

إلى نبضة السعادة لكل قلب .. إلهي الأوحـد
الله عزّ وجلّ

إلى حضرة عين رسول الله صلّى الله عليه وسلّم
علّها تقرّ نظرة

إلى من أفنوا كلّهم لأجلي .. بلا مقابل أو منّ
مربيّتي .. أمي .. أبي

إلى صحبة العمر والدّارين .. مرآة نفسي
أخوة الروح .. أخوة الدم

كلمة شكر ..

الشكر أولاً وأخيراً لله عزّ وجلّ على وجوده وإمداده ونعمائه ونعمة أهله ..

فلولا جلاله ما كان شيء ولا يكون.

شكراً لبلدي الحبيب .. الكنانة .. شام عمود النور.

شكراً لأمي وأبي فحروف الشكر في ظلالكما عاجزة.

وأخيراً.. علمني حبيبي رسول الله صلى الله عليه وسلم: «لا يَشْكُرُ اللهَ مَنْ لا يَشْكُرُ النَّاسَ»، ولا يسعني في هذا المقال إلا أن أشكر الدكتور سليمان موصلي على دعمه وصبره لإتمام هذا العمل .. فجزاكم الله عني ما هو أهله.

وأشكر كل من كان له عليّ يد خيرٍ... كلّ معلم مهما صغر أو كبر .. مرّ فزرع بقعة نورٍ .. أنارت جزءاً من ظلمة جهلي.

فهرس المحتويات		
رقم الصفحة	الموضوع	
أ	آيات قرآنية	أولاً
ب	الإهداء	ثانياً
ت	كلمة شكر	ثالثاً
ث	فهرس المحتويات	رابعاً
خ	الجدول الواردة في الدراسة	خامساً
ذ	الملخص	سادساً
ز	خطة الدراسة	سابعاً
الفصل الأول: الإطار العام للدراسة		
2	مقدمة	1.1
2	مشكلة الدراسة	1.2
3	أهداف الدراسة	1.3
3	أهمية الدراسة	1.4
4	محددات الدراسة	1.5
5	فرضيات الدراسة	1.6
5	منهجية الدراسة وإجراءاتها	1.7
9	الدراسات السابقة	1.8
35	ما يميز الدراسة الحالية	1.9
الفصل الثاني: الإطار النظري للدراسة		
38	المبحث الأول: مفهوم سياسة توزيع الأرباح وأنواعها وآلياتها والنظريات المتبعة	2.1
38	المطلب الأول: مفهوم سياسة توزيع الأرباح وأنواعها والعوامل المؤثرة عليها	2.1.1

39	أنواع توزيعات الأرباح	2.1.1.2
42	العوامل المؤثرة في سياسة التوزيع	2.1.1.3
47	المطلب الثاني: أنواع سياسات توزيع الأرباح ونظريات التوزيع المتبعة	2.1.2
47	أنواع سياسات توزيع الأرباح	2.1.2.1
50	نظريات توزيع الأرباح	2.1.2.2
57	المطلب الثالث: الآلية المعتمدة في السوق السورية لتوزيع الأرباح النقدية	2.1.3
57	الآلية المعتمدة في السوق الأمريكية لتوزيع الأرباح النقدية	2.1.3.1
59	طرق تحديد قيمة التوزيعات النقدية	2.1.3.2
60	آلية توزيع أرباح (نقدية) في سوق دمشق للأوراق المالية	2.1.3.3
62	آلية توزيع أرباح (أسهم مجانية) في سوق دمشق للأوراق المالية	2.1.3.4
64	المبحث الثاني: عوائد الأسهم والعوامل المؤثرة فيها	2.2
64	المطلب الأول: مفهوم عوائد الأسهم والعوامل المؤثرة فيها	2.2.1
65	العوامل المؤثرة في عوائد الأسهم	2.2.1.1
69	المبحث الثالث: سيولة الأسهم ومقاييسها المتبعة والعوامل المؤثرة فيها والاستراتيجيات المتبعة لتحقيقها	2.3
69	المطلب الأول: مفهوم سيولة الأسهم ومقاييسها المتبعة	2.3.1
70	مقاييس سيولة الأسهم	2.3.1.1
73	العوامل المؤثرة في سيولة الأسهم	2.3.1.2
الفصل الثالث: الدراسة التطبيقية		
77	المبحث الأول: منهجية الدراسة	3.1
78	عينة الدراسة	3.1.1
81	مصادر البيانات	3.1.2
81	متغيرات الدراسة	3.1.3

83	المبحث الثاني: أثر الإعلان عن توزيعات أرباح نقدية في سيولة الأسهم المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية	3.2
84	اختبار أثر الإعلان عن توزيعات نقدية في حجم التداول	3.2.1
89	اختبار أثر الإعلان عن توزيعات نقدية في قيم التداول	3.2.2
91	اختبار أثر الإعلان عن توزيعات نقدية في أسعار الأسهم	3.2.3
95	المبحث الثالث: أثر الإعلان عن توزيعات أرباح نقدية في عوائد الأسهم في سوق دمشق للأوراق المالية	3.3
97	اختبار أثر الإعلان عن توزيعات نقدية في عوائد الأسهم (الفرضية الثانية)	3.3.1
102	اختبار أثر الإعلان عن توزيعات نقدية في عوائد الأسهم (الفرضية الثالثة)	3.3.2
108	اختبار أثر الإعلان عن توزيعات نقدية في عوائد الأسهم (الفرضية الرابعة)	3.3.3
الفصل الرابع: النتائج والتوصيات		
114	النتائج	4.1
117	التوصيات	4.2
الملاحق		
120	ملخص الدراسات السابقة المتعلقة بالتوزيعات	(ملحق 1)
127	ملخص الدراسات السابقة المتعلقة بعوائد الأسهم	(ملحق 2)
129	ملخص الدراسات السابقة المتعلقة بالسيولة	(ملحق 3)
المراجع		

الجدول الواردة في الدراسة		
الجدول	رقم الصفحة	اسم الجدول
1	39	الفرق بين حالة توزيع أسهم مجانية وتجزئة الأسهم
2	40	الفرق بين حالة التوزيع النقدي واستعادة الأسهم
3	41	الفرق بين حالة التوزيع النقدي والأسهم المجانية في سوق دمشق
4	77	عينة الدراسة
5	78	تواريخ صدور قرارات توزيع الأرباح النقدية
6	79	سياسات توزيع الأرباح النقدية المتبعة في عينة الدراسة
7	83	حالات التوزيع النقدي حسب التداول في فترة الحدث
8	83	حجم التداول لتوزيعات عام 2010
9	84	حجم التداول لتوزيعات عام 2011
10	84	حجم التداول لتوزيعات عام 2012
11	85	حجم التداول لتوزيعات عام 2013
12	85	حجم التداول لتوزيعات عام 2014
13	86	حجم التداول لتوزيعات عام 2015
14	86	حجم التداول لتوزيعات عام 2016
15	87	حجم التداول لتوزيعات عام 2017
16	87	حجم التداول لتوزيعات عام 2018

الجدول الواردة في الدراسة		
الجدول	رقم الصفحة	اسم الجدول
17	89	اختبار أثر الإعلان عن توزيع الأرباح النقدية في قيم التداول
18	90	نتائج اختبار فروق متوسطات أسعار أسهم الشركات الموزعة لأرباح نقدية
19	93	الحالات التي لم تتأثر أسعارها جوهرياً بالإعلان عن توزيع الأرباح النقدية
20	96	العوائد غير العادية المجمعة لعينة الدراسة خلال فترة الحدث (20- ، 20+)
21	97	اختبار معنوية العوائد غير العادية المجمعة لعينة الدراسة خلال فترة الحدث (20- ، 20+)
22	98	العوائد غير العادية المجمعة لعينة الدراسة خلال فترة الحدث (10- ، 10+)
23	99	اختبار معنوية العوائد غير العادية المجمعة لعينة الدراسة خلال فترة الحدث (10- ، 10+)
24	101	العوائد غير العادية المجمعة لعينة الدراسة خلال فترة الحدث (0 ، 20-)
25	102	اختبار معنوية العوائد غير العادية المجمعة لعينة الدراسة خلال فترة الحدث (0 ، 20-)
26	103	العوائد غير العادية المجمعة لعينة الدراسة خلال فترة الحدث (0 ، 10-)
27	104	اختبار معنوية العوائد غير العادية المجمعة لعينة الدراسة خلال فترة الحدث (0 ، 10-)
28	107	العوائد غير العادية المجمعة لعينة الدراسة خلال فترة الحدث (20+،0)
29	108	اختبار معنوية العوائد غير العادية المجمعة لعينة الدراسة خلال فترة الحدث (20+ ، 0)
30	109	العوائد غير العادية المجمعة لعينة الدراسة خلال فترة الحدث (10+ ، 0)
31	110	اختبار معنوية العوائد غير العادية المجمعة لعينة الدراسة خلال فترة الحدث (10+ ، 0)
32	111	نسب تداول الشركات لعام سابق من تاريخ الإعلان عن توزيعات أرباح نقدية
33	114	سلوك العوائد في سوق دمشق للأوراق المالية في حالات الإعلان عن توزيع أرباح نقدية

الملخص

«أثر الإعلان عن توزيعات الأرباح في سيولة وعوائد الأسهم»
(دراسة تطبيقية على أسهم الشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية)

إعداد الطالبة: فلك خولاني

إشراف: أ.م.د. سليمان موصلي

تهدف هذه الدراسة إلى بيان أثر الإعلان عن توزيع أرباح نقدية في سيولة الأسهم وعوائدها لأسهم الشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية خلال الفترة الممتدة من عام 2010 إلى عام 2018م.

اعتمدت الدراسة منهجية دراسة الحدث بالتطبيق على 55 حالة توزيع نقدي خلال الفترة المدروسة. تم قياس السيولة بعدد الأسهم المتداولة وقيم وأسعار التداول للأسهم المدرجة التي وزعت أرباحاً نقدية، أما العوائد غير العادية اليومية فقد تم الاعتماد في حسابها على نموذج السوق المعدل The Market Adjusted Model القائم على الفرق بين العوائد الفعلية للأوراق المالية وعائد السوق.

بينت نتائج الدراسة أنه لا يوجد تأثير جوهري للإعلان عن توزيع أرباح نقدية في حجم وقيم تداول الأسهم التي وزعت أرباحاً نقدية خلال الفترة المدروسة. بينما أظهرت الدراسة أن هنالك انخفاضاً هاماً إحصائياً في أسعار الأسهم يحدث بعد الإعلان عن توزيع أرباح نقدية سببه تعديل السعر المرجعي قانونياً من قبل السوق.

كما أبرزت النتائج أن السلوك العام للعوائد في سوق دمشق للأوراق المالية هو تناقصها قبل الإعلان عن توزيع أرباح نقدية وازديادها بعده، حيث كانت العوائد غير العادية ذات دلالة إحصائية. وبالتالي فإن سوق دمشق للأوراق المالية غير كفؤ على المستوى القوي لوجود عوائد غير عادية سالبة قبل الإعلان عن توزيع أرباح نقدية، وغير كفؤ أيضاً على المستوى شبه القوي لوجود عوائد غير عادية موجبة بعد الإعلان عن توزيع أرباح نقدية.

خطة الدراسة:

تم تقسيم الأطروحة إلى الفصول التالية:

الفصل الأول :الإطار العام للدراسة:

تضمن الفصل الأول مشكلة الدراسة وهدفها وفرضياتها والعينة التي تقوم عليها، والدراسات السابقة المتعلقة بالمحاور ذات العلاقة بالدراسة الحالية.

الفصل الثاني : الإطار النظري للدراسة:

قُسم الفصل الثاني إلى ثلاثة مباحث كالتالي:

■ **المبحث الأول:** مفهوم سياسات توزيع الأرباح وأنواعها وآلياتها والنظريات المتبعة.

■ **المبحث الثاني:** مفهوم عوائد الأسهم والعوامل المؤثرة فيها.

■ **المبحث الثالث:** سيولة الأسهم ومقاييسها المتبعة والعوامل المؤثرة عليها.

الفصل الثالث : الدراسة التطبيقية

قسم الفصل الثالث إلى مبحثين كالتالي:

■ **المبحث الأول:** أثر الإعلان عن التوزيعات في سيولة الأسهم في سوق دمشق للأوراق المالية.

■ **المبحث الثاني:** أثر الإعلان عن التوزيعات في عوائد الأسهم في سوق دمشق للأوراق المالية.

الفصل الرابع: النتائج والتوصيات.

الملاحق.

المراجع.

الفصل الأول:

الإطار العام للدراسة

1.1 مقدمة:

تعتبر تحركات الأسواق المالية من المؤشرات الاقتصادية الهامة التي توضح توجهات الاقتصاد المحلي والعالمي، حيث تسهم هذه الأسواق في توفير قناة استثمار واتصال تلقتي وتتنوع فيها كل من أدوات الادخار والاستثمار على حد سواء، فأصبحت بذلك مقصد المستثمرين لتحقيق الربح، ومن الأماكن الأنسب للتوظيف الكفاء للموارد المتاحة التي يحتاجها الاقتصاد الوطني والتي تسهم في تنميته واستقراره معاً.

وبما أن أي مستثمر رشيد يسعى إلى تحقيق أفضل العوائد في ظل مستوى مقبول من المخاطر ومستوى من السيولة اللازمة لحماية نفسه من مخاطر السيولة، فلا بد له في سبيل ذلك من الإلمام والإحاطة بالعوامل المؤثرة في عوائد وسيولة الأسهم. فجاء هذا البحث ليسلط الضوء على واحدة من أهم هذه الظواهر وأكثرها شيوعاً في عدد من الأسواق المالية العربية في الوقت الحالي ألا وهي قرارات توزيع الأرباح وأثرها في سيولة الأسهم وعوائدها.

وقد يكون هذا العائد على شكل توزيع نقدي أو توزيع أسهم مجانية، وذلك وفق سياسات الشركة وحاجاتها للتمويل وأعمال التوسع والاستثمار المخطط لها.

1.2 مشكلة الدراسة:

يعتبر قرار الإعلان عن توزيع الأرباح من القرارات الهامة التي تتخذها الإدارة في الشركة، لما لهذا القرار من أثر مباشر على المستثمر والشركة، حيث إن الهدف الأساسي لأي مستثمر هو تحقيق عائد من استثماراته لاسيما وأن كثيراً من المستثمرين يسعون إلى تحقيق أرباح جارية ناتجة عن التوزيع. وفي المقابل على الإدارة أن توازن بين الأرباح الموزعة والأرباح المحتجزة، خاصة في الشركات الجديدة والناشئة التي تكون بحاجة ماسة إلى التمويل، وبالتالي قد تفضل احتجاز

الأرباح بدل توزيعها مما سيؤثر في سلوك المستثمرين تداولاً وبالتالي في سيولة الأسهم.

وتتلخص مشكلة البحث في الإجابة على الأسئلة التالية:

1. ما هو أثر الإعلان عن توزيع الأرباح في سيولة الأسهم من حيث الأسعار وحجم التداول؟ أي هل هناك فرق جوهري بين سيولة السهم قبل الإعلان عن توزيع الأرباح وبعده؟ وطالما يمكن قياس السيولة بحجم التداول فإن اختلاف توقعات المستثمرين ستؤدي إلى تباين العرض والطلب، وتتلخص في حركة الأسعار وحجم وقيم التداول بين ارتفاع وانخفاض.

2. ما هو أثر الإعلان عن توزيع الأرباح في عوائد الأسهم؟

3. هل هناك فرق جوهري في العوائد قبل الإعلان عن توزيع الأرباح وبعده؟ أي هل تتحقق عوائد غير عادية ناتجة عن إعلان قرار التوزيع؟ وينطوي هذا السؤال على سؤال آخر ضمني هو: هل السوق كفؤ (على المستوى شبه القوي والقوي) فيما يتعلق بالمعلومات الواردة إليه حول الإعلان عن توزيع الأرباح؟

1.3 أهداف الدراسة:

1- اختبار وجود عائد غير عادي ناتج عن اختلاف سيولة وعائد السهم قبل الإعلان عن قرار توزيع الأرباح وبعده.

2- اكتشاف سلوك العوائد غير العادية المرافقة لتوزيع الأرباح في سوق دمشق للأوراق المالية.

3- تحديد ماهية العلاقة بين الإعلان عن توزيع الأرباح وسيولة السهم أو العوائد في سوق دمشق للأوراق المالية.

1.4 أهمية الدراسة:

تكمن أهمية البحث في النقاط التالية:

1- فهم سلوك الأسهم المرافق لحدوث التوزيعات النقدية، وبالتالي تطوير الاستراتيجيات الاستثمارية المربحة للمستثمر ضمن هذه الحالة.

- 2-** تقديم النصح لإدارة سوق دمشق للأوراق المالية فيما يخص إعلانات التوزيعات النقدية وتوقيتها وتأثيرها في أحجام التداول وأسعار الأسهم.
- 3-** أول دراسة تختبر العلاقة بين الإعلان عن توزيع الأرباح وسيولة السهم أو العوائد وماهيتها في سوق دمشق للأوراق المالية.

1.5 محددات الدراسة:

- 1-** قلة عدد الشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية وانخفاض عدد المستثمرين الموجودين؛ مما يحد من حجم العرض والطلب على الورقة المالية وبالتالي يحد من سيولتها.
- 2-** تم إحداث مؤشر سوق دمشق للأوراق المالية في بداية عام 2010 وبالتالي يستثنى من الدراسة كافة حالات توزيع الأرباح التي جرت قبل عام 2010.
- 3-** وجود فترات طويلة تصل إلى أشهر تفصل بين يوم إعلان قرار توزيع الأرباح كأسهم مجانية واليوم الذي يتم التوزيع فيه فعلاً، كما لا يوجد قرار ناظم يحدد المدة القصوى، لذلك تم استبعاد حالات توزيع أسهم مجانية لأنها تأخذ عادة فترات طويلة للتنفيذ.
- 4-** عندما يصدر إعلان يتضمن توزيع أرباح نقدية وأسهم مجانية معاً لا يمكن عزل تأثير أحدهما عن الآخر.
- 5-** إن الحدود السعرية التي يفرضها السوق تؤثر في سعر السهم، وتقيد أسعار التداول عليه ضمن الحدود السعرية المسموح بها، وبالتالي يقتصر أثر الإعلان عن توزيع الأرباح بما يوافق هذه الحدود باستثناء التخفيض القانوني الذي يطبقه السوق يوم التوزيع.
- 6-** معاناة سوق دمشق للأوراق المالية من ظروف الأزمة التي تمر بها الجمهورية العربية السورية منذ عام 2011.

1.6 فرضيات الدراسة:

1.6.1 الفرضية الأولى:

لا يوجد فروق بين متوسطات أحجام وقيم التداول والأسعار قبل الإعلان عن توزيع الأرباح وبعده.

1.6.2 الفرضية الثانية:

إن مجموع العوائد غير العادية عند الإعلان عن توزيع الأرباح النقدية لا يختلف عن الصفر.

1.6.3 الفرضية الثالثة:

إن مجموع العوائد غير العادية قبل الإعلان عن توزيع أرباح نقدية لا يختلف عن الصفر.

1.6.4 الفرضية الرابعة:

إن مجموع العوائد غير العادية بعد الإعلان عن توزيع أرباح نقدية لا يختلف عن الصفر.

1.7 منهج الدراسة وإجراءاتها:

1.7.1 منهجية الدراسة:

تعتمد الدراسة على المنهج الوصفي التحليلي:

فعلى صعيد الدراسة الوصفية، ستتم مراجعة واستعراض المصادر التي تتعلق بالمفاهيم المرتبطة بالإعلان عن توزيع أرباح على الأسهم من مصطلحات ونظريات لها علاقة بسياسات التوزيع، ومفهوم عوائد الأسهم والعوامل المؤثرة فيها، وسيولة الأسهم ومقاييسها المتبعة والعوامل المؤثرة بها للإحاطة بالجانب النظري الخاص بالدراسة.

أما على الصعيد التحليلي للدراسة سيتم اختبار الفرضية الأولى لأثر الإعلان عن توزيع الأرباح في سيولة الأسهم بالاعتماد على بيانات الإغلاق اليومية لشركات العينة من أسعار وحجوم وقيم تداول، وسيتم استخدامها في قياس أثر الإعلان عن توزيع أرباح للأسهم في الأسعار وقيم وحجوم التداول من خلال حساب الفروق بين متوسطات كل متغير منها على حده في الفترة التي تسبق قرار الإعلان عن توزيع أرباح والفترة التي تلي التوزيع من خلال برنامج SPSS ، ومعرفة إذا ما كانت معنوية من خلال اختبار ت ستيودنت.

ولاختبار الفرضية الثانية والثالثة والرابعة لأثر الإعلان عن توزيع الأرباح في العوائد من خلال اعتماد أسلوب دراسة الحالة، حيث سيتم استخدام نموذج MAR (The Market Adjusted Returns Model)¹.

ثم ستحسب العوائد غير العادية المجمعة ويتم اختبار فيما إذا كانت تختلف جوهرياً عن الصفر. إن وجود عائد غير عادي يدل على عدم كفاءة السوق وفق المستوى شبه القوي (بعد الإعلان) والقوي (قبل الإعلان)، ما يعني أنه بمقدور بعض المستثمرين تحقيق عوائد غير عادية نتيجة هذا القرار، وهذا ما ينافي نظرية كفاءة السوق على المستوى القوي، أي أن هناك دراية مسبقة بالمعلومات ذات العلاقة بقرار التوزيع لبعض المستثمرين، وعلى المستوى شبه القوي بأن السوق لا يعكس المعلومات بشكل فوري على الأسعار.

1.7.2 مصادر البيانات:

تم جمع بيانات الدراسة من الموقع الرسمي لسوق دمشق للأوراق المالية www.dse.sy ومن التقارير والدراسات الصادرة عن هيئة الأسواق والأوراق المالية السورية.

¹ Michael, and Bommarito, 2018, Spectral analysis of time-dependent Market Adjusted Return correlations matrix. Physica A, VOL:503, August- P:273-282.

1.7.3 عينة الدراسة:

تشمل عينة الدراسة جميع الشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية والتي قامت بتوزيع أرباح نقدية خلال الفترة الزمنية الممتدة بين عامي 2010 - 2018، وقد تم اختيار عينة البحث في ظل الشروط التالية:

1. توفر بيانات فترة الحدث للدراسة من أسعار إغلاق وحجوم وقيم تداول يومية للشركات التي قامت بتوزيع أرباح نقدية، وقيم مؤشر سوق دمشق للأوراق المالية DWX.

2. توفر تواريخ الإعلان عن توزيع الأرباح النقدية وتواريخ تنفيذها وقرارات تعديل السعر المرجعي للأسهم.

1.7.4 حدود الدراسة:

يهتم البحث بدراسة أثر الإعلان عن توزيع أرباح نقدية على كل من أسعار الأسهم وعوائدها وقيم وحجوم التداول في سوق دمشق للأوراق المالية، إضافة إلى اختبار كفاءة السوق على المستوى شبه القوي والقوي بالنسبة للمعلومات المتعلقة بالإعلان عن توزيع أرباح.

تحدد فترة الدراسة بالفترة الزمنية الممتدة بين 2010 - 2018 والتي تغطي معظم فترة عمل السوق حيث تم استبعاد عام 2009 لعدم وجود مؤشر لسوق دمشق في ذلك العام، حيث تشمل الفترة عدداً من الشركات التي قامت بتوزيع أرباح نقدية على أسهمها خلال هذه الفترة. علماً أنه في الأسواق المتقدمة كالسوق الأمريكي تكون فترة الدراسة عادة أطول وعدد الشركات أكثر وأرقام التداول أكبر.

قسمت فترة دراسة الحدث إلى:

- فترة الحدث (20 يوم تداول قبل يوم الإعلان عن توزيعات أرباح نقدية و20 يوم تداول بعده)².

² تم اعتماد فترة 20 يوم لأنه معيار متعارف بين الدراسات المشابهة للدراسة الحالية، مثل: - حيدر، 2016، أثر المحتوى الإعلامي لتوزيع أرباح في صورة أسهم على العوائد غير العادية لأسهم الشركات المدرجة في سوق عمان للأوراق المالية، سورية، جامعة تشرين. - خولاني وموصل، 2019، أثر الإعلان عن توزيعات الأرباح في عوائد الأسهم: دراسة تطبيقية على الشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية، مجلة جامعة البعث المجلد 14 العدد 92، ص: 143-176.

- نافذة الحدث (أيام لا يسمح التداول فيها وفقاً لأنظمة سوق دمشق وهي من يوم اجتماع الجمعية العامة للمساهمين لإعلان قرار توزيع أرباح نقدية حتى اليوم الذي يتم تعديل السعر المرجعي فيه).
- وتم الاعتماد على بيانات يومية في اختبار جميع الفرضيات.

1.8 الدراسات السابقة:

1.8.1 الدراسات السابقة المتعلقة بالتوزيعات:

1. دراسة النجار (2018): "مدى تأثير سياسات توزيع الأرباح والمكافآت الإدارية

في تخفيض تكاليف الوكالة لدى الشركات المدرجة في بورصة فلسطين"³

تهدف هذه الدراسة إلى بيان أثر توزيعات الأرباح النقدية والأسهم المجانية والمكافآت الإدارية في تخفيض تكاليف الوكالة، وقد طبقت الدراسة على عينة مكونة من 30 شركة مدرجة في بورصة فلسطين خلال الفترة الممتدة 2006-2016 م، تم استخدام الانحدار البسيط والمتعدد، وأظهرت نتائج الدراسة أن الشركات المساهمة العامة المدرجة في بورصة فلسطين تعاني من ارتفاع تكاليف الوكالة، وأن تلك الشركات تلجأ لخيار توزيعات الأرباح النقدية للتخفيف من تكاليف الوكالة، كما بينت الدراسة أن المكافآت الإدارية بنوعها الممنوحة لأعضاء مجلس الإدارة والممنوحة للإدارة التنفيذية، تؤثر سلباً على تكاليف الوكالة، وأوصت الدراسة بضرورة إتباع الشركات الفلسطينية سياسة توزيع أرباح ثابتة وواضحة، إضافة إلى القيام بتطوير نظم المكافآت الإدارية الخاصة بأعضاء مجلس الإدارة والإدارة التنفيذية، وذلك بهدف تقليص مشكلة تضارب المصالح بين أصحاب الأسهم والإدارة.

2. دراسة علي (2017): "أثر الإعلان عن توزيعات الأرباح على أسعار أسهم

الشركات المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية"⁴

تهدف هذه الدراسة إلى بيان أثر توزيع الأرباح على أسعار أسهم الشركات المدرجة في سوق الأوراق المالية العراقية في الفترة ما بين 2007-2015 باستخدام أسلوب الانحدار المتعدد لاختبار الفرضيات، وتوصلت النتائج إلى وجود علاقة عكسية بين نصيب السهم من الأرباح وسعر السهم السوقي، وعدم وجود علاقة جوهريّة بين تاريخ الإعلان عن توزيعات نقدية وبين أسعار الأسهم وحجم وقيم التداول في السوق.

³ النجار، 2018، مدى تأثير سياسات توزيع الأرباح والمكافآت الإدارية في تخفيض تكاليف الوكالة لدى الشركات المدرجة في بورصة فلسطين، مجلة جامعة القدس المفتوحة للبحوث الإدارية والاقتصادية - المجلد الثالث، العدد 9.

⁴ علي، 2017، أثر الإعلان عن توزيعات الأرباح على أسعار أسهم الشركات المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية، أطروحة ماجستير، جامعة النيلين، كلية الدراسات العليا.

3. دراسة علاوي (2017): "دراسة تأثير سياسة توزيع الأرباح على السلوك التمويلي للمؤسسة الاقتصادية المدرجة في البورصة"⁵

هدفت هذه الدراسة إلى معرفة مدى تأثير سياسة توزيع الأرباح على السلوك التمويلي في الشركات المدرجة في سوق قطر للأوراق المالية لمجموعة من القطاعات، خلال الفترة 2013 - 2015 وتم الاعتماد على الأساليب الإحصائية الانحدار الخطي البسيط والمتعدد على عينة مكونة من 20 شركة مدرجة في سوق قطر، وتوصلت هذه الدراسة إلى وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين توزيعات الأرباح والتمويل المقترض كما وجدت الدراسة أن الشركات القطرية تعتمد على التمويل الذاتي بالأموال الخاصة كمصدر تمويل أول، وإلى عدم وجود علاقة بين التمويل الذاتي والأرباح المحتجزة وتوزيعات الأرباح.

4. دراسة قشطة (2017): "أثر الإعلان عن توزيعات الأرباح على أسعار وقيم تداول أسهم الشركات المدرجة في بورصة فلسطين"⁶

تهدف هذه الدراسة إلى قياس أثر الإعلان عن توزيع الأرباح على أسعار وقيم التداول للشركات المدرجة في سوق فلسطين المالي خلال الفترة 2007 - 2015 بشرط أن الشركة توزع أرباح لمدة لا تقل عن ثلاث سنوات حيث تم اختبار البيانات وفق اختبار فروق المتوسطات.

وكانت النتائج: وجود تأثير للإعلان عن توزيعات أرباح على قيم تداول الأسهم، حيث انخفضت متوسطات قيم التداول بعد الإعلان عما كانت عليه، كما وجد تأثير ذو دلالة إحصائية للإعلان عن توزيعات أرباح على أسعار الأسهم حيث انخفض متوسط السعر بعد الإعلان عما كان عليه قبله وذلك عند مستوى دلالة 5%.

⁵ علاوي، 2017، دراسة تأثير سياسة توزيع الأرباح على السلوك التمويلي للمؤسسة الاقتصادية المدرجة في البورصة، الجزائر. جامعة ورقلة.

⁶ قشطة، 2017، أثر الإعلان عن توزيعات الأرباح على أسعار أسهم الشركات المدرجة في بورصة فلسطين، أطروحة ماجستير، الجامعة الإسلامية-غزة، كلية التجارة.

5. دراسة سبيحي (2016): "تحليل أثر توزيع الأرباح على أسعار الأسهم: دراسة عينة من الشركات المدرجة في مؤشر CAC40 للفترة 2015 – 2012"⁷

هدفت هذه الدراسة إلى معرفة مدى تأثير سياسة توزيع الأرباح على أسعار أسهم الشركات المدرجة في سوق باريس المالي، حيث شملت الدراسة عينة 24 مؤسسة منتمة للمؤشر CAC 40 وهو المؤشر الأساسي لبورصة باريس، حيث تنتمي هذه الشركات لمختلف قطاعات الاقتصاد الفرنسي خلال فترة أربع سنوات من 2012 إلى 2015، إضافة إلى إظهار أكثر الأشكال لسياسة توزيع الأرباح تأثيراً على سعر سهم الشركة عبر استعمال الانحدار الخطي المتعدد والبسيط.

وقد توصلت النتائج إلى وجود تأثير لسياسة توزيع الأرباح على سعر السهم من خلال تأثير التوزيعات النقدية على سعر السهم، ونفت وجود تأثير جوهري لربحية السهم الواحد أو الأرباح المحتجزة وسعر السهم، أي أن المستثمر الفرنسي يفضل الحصول على السيولة على شكل توزيعات نقدية بدلاً من تراكم الثروة.

6. دراسة حيدر (2016): "أثر المحتوى الإعلامي لتوزيع أرباح في صورة أسهم على العوائد غير العادية لأسهم الشركات المدرجة في سوق عمان للأوراق المالية"⁸

هدفت هذه الدراسة إلى تحديد درجة استجابة أسعار أسهم الشركات الأردنية المدرجة في سوق عمان للأوراق المالية للإعلان عن توزيع أرباح في صورة أسهم في الأردن، ولتحديد ذلك الأثر قام الباحث بحساب متوسط العوائد غير العادية للشركات الأردنية التي أعلنت عن توزيع أرباح في صورة أسهم خلال فترة الإعلان من اليوم 20 قبل يوم الإعلان إلى اليوم 20 بعد يوم الإعلان وذلك خلال الفترة 2010 – 2006،

⁷ سبيحي، 2016، تحليل أثر توزيع الأرباح على أسعار الأسهم: دراسة عينة من الشركات المدرجة في مؤشر CAC40 للفترة 2015-2012، الجزائر. جامعة ورقلة.

⁸ حيدر، 2016، أثر المحتوى الإعلامي لتوزيع أرباح في صورة أسهم على العوائد غير العادية لأسهم الشركات المدرجة في سوق عمان للأوراق المالية، سورية، جامعة تشرين.

حيث وجد الباحث أن الإعلان عن توزيع أرباح في صورة أسهم يؤدي إلى حدوث عوائد غير عادية سلبية في اليوم (11) الذي يلي تاريخ الإعلان وذلك عند مستوى دلالة 5%، وفسر الباحث سبب حدوث العوائد غير العادية السلبية هو أن الإعلان عن توزيع أرباح في صورة أسهم في بورصة عمان يوصل رسالة للمستثمرين بأن عرض الأسهم سوف يزيد وأن تكلفة تداول الأسهم سوف تزيد، مما يؤدي إلى إغراق البورصة بالمعروض من الأسهم دون أن يرافقه إشارات إيجابية عن أداء الشركات مستقبلاً، الأمر الذي ينعكس سلباً على أسعار الأسهم السوقية وبالتالي تحقيق عوائد غير عادية سلبية.

7. دراسة حمدان (2016): "هل تلجأ الشركات البحرينية لسياسة توزيع الأرباح من أجل تخفيض تكاليف الوكالة"⁹

هدفت هذه الدراسة إلى البحث في مدى لجوء الشركات المدرجة في بورصة البحرين لسياسة توزيع الأرباح من أجل تخفيض تكاليف الوكالة، استخدمت في ذلك نموذج الانحدار بتقدير التأثيرات العشوائية لعينة مؤلفة من 31 شركة بحرينية خلال مدة 2002 حتى 2014، واستنتجت الدراسة أن الشركات البحرينية تلجأ لاستخدام سياسة توزيع الأرباح من أجل تخفيض تكاليف الوكالة عليها، كما بينت الدراسة أن للقيمة السوقية تأثيراً إيجابياً في تخفيض تكاليف الوكالة، بينما كان لحجم الشركة وعمرها تأثيراً سلبياً في تخفيض تكاليف الوكالة.

8. دراسة نصر (2015): "أثر الإعلان عن توزيع الأرباح وربحية السهم في القيمة السوقية لأسهم الشركات الأردنية المدرجة في بورصة عمان للأوراق المالية"¹⁰

هدفت هذه الدراسة إلى قياس أثر الإعلان عن توزيع الأرباح والإعلان عن ربحية السهم في القيمة السوقية لأسهم الشركات المدرجة في بورصة عمان خلال الفترة الممتدة من 2009 إلى 2013، وذلك بأسلوب اختبار الحدث (دراسة حالة)، حيث تم

⁹ حمدان، 2016، هل تلجأ الشركات البحرينية لسياسة توزيع الأرباح من أجل تخفيض تكاليف الوكالة، المجلة الأردنية في إدارة الأعمال، المجلد 12، العدد 3، ص: 505-518.

¹⁰ نصر، 2015، أثر الإعلان عن توزيع الأرباح وربحية السهم في القيمة السوقية لأسهم الشركات الأردنية المدرجة في بورصة عمان للأوراق المالية، أطروحة ماجستير، جامعة العلوم التطبيقية الخاصة، كلية الاقتصاد والعلوم الإدارية.

احتساب متوسط القيمة السوقية لأسهم الشركات المدرجة في بورصة عمان لمدة عشرة أيام قبل تاريخ الإفصاح، ومقارنته مع متوسط القيمة السوقية لأسهم الشركات المدرجة في بورصة عمان لمدة عشرة أيام بعد تاريخ الإفصاح باستخدام أسلوب دراسة الحدث واختبار عينتين مرتبطتين، وقد تم اعتماد اجتماع الهيئة العامة كتاريخ الإفصاح المعتمد للإعلان عن حدث توزيع الأرباح وربحية السهم.

تم التوصل إلى وجود أثر ذي دلالة إحصائية للإعلان عن توزيع الأرباح والإعلان عن ربحية السهم على القيمة السوقية لأسهم الشركات المدرجة في بورصة عمان خلال الفترة الممتدة من عام 2009 إلى عام 2013، حيث إن متوسط سعر السهم بعد الإعلان عن ربحية السهم قد انخفض عن متوسط سعر السهم قبل الإعلان عن ربحية السهم.

9. دراسة مزوزي (2015): "أثر الإعلان عن سياسة توزيع الأرباح على أسعار الأسهم المدرجة في سوق دبي المالي دراسة حديثة خلال سنة 2011"¹¹

هدفت هذه الدراسة إلى قياس تأثير الإعلان عن توزيعات الأرباح على أسعار الأسهم المدرجة في سوق دبي المالي، حيث استخدمت منهجية دراسة الحدث في البحث عن العلاقة بين أسعار الأوراق المالية والأحداث المالية، وتم تحديد نافذة الحدث لتشمل فترة خمسة أيام قبل الإعلان وخمسة أيام بعده. واقتصرت عينة الدراسة على ثمان مؤسسات وقامت بتوزيع أرباحها خلال 2011، حيث توصلت النتائج إلى وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين سعر السهم وكل من مؤشر السوق وسعر السهم في جل المؤسسات محل الدراسة، وأن حدث الإعلان عن توزيعات الأرباح لا يؤثر على الأسعار السوقية لأسهم المؤسسات المدرجة في سوق دبي المالي.

10. دراسة عمرو (2014): "تأثير سياسات توزيع الأرباح على قيمة الشركة: دراسة تطبيقية على سوق الأوراق المالية المصري"¹²

¹¹ مزوزي، 2015، أثر الإعلان عن سياسة توزيع الأرباح على أسعار الأسهم المدرجة في سوق دبي المالي دراسة حديثة خلال سنة 2011، الجزائر، جامعة ورقلة.

تهدف هذه الدراسة إلى بيان أثر توزيع الأرباح على أسعار أسهم الشركات المدرجة في سوق الأوراق المالية المصري، في الفترة ما بين 2005 - 2011، حيث تم استخدام أسلوب الانحدار المتعدد لاختبار فرضيات الدراسة، وأسفرت هذه الدراسة عن عدة نتائج أهمها: قرار التوزيع له أثر إيجابي ومعنوي في سعر السهم، حيث إن أسعار الأسهم ترتفع بمجرد الإعلان عن التوزيعات النقدية، كما أن نصيب السهم من التوزيعات له أثر إيجابي ومعنوي على التغير في سعر السهم، حيث إن أسعار الأسهم ترتفع بمجرد معرفة نصيب السهم من توزيعات الأرباح، وكذلك نسبة التوزيعات المدفوعة لها أثر سلبي ومعنوي في أسعار الأسهم مما يعني أنه كلما زادت نسبة التوزيعات النقدية المدفوعة؛ كان هناك انخفاض في السعر السوقي للسهم. كما نتج عن الدراسة أن اتخاذ الشركة قراراً بالإعلان عن إجراء توزيعات غير نقدية كان له تأثير إيجابي ومعنوي على أسعار الأسهم، وعدم وجود تأثير لسياسات توزيع الأرباح غير النقدية على السعر السوقي للسهم وذلك في يوم التوزيع.

11. دراسة قنون (2013): "أثر سياسة توزيع الأرباح على القيمة البورصية للمؤسسات الاقتصادية: دراسة عينة من المؤسسات المدرجة في سوق قطر للأوراق المالية خلال الفترة 2011 - 2012"¹³

هدفت الدراسة إلى بيان وقياس تأثير سياسة توزيع الأرباح على القيمة السوقية للشركة من خلال تقدير نموذج يفسر تأثير هذه السياسة على التغيرات الإجمالية للأسعار السوقية للأسهم - قيمة الشركة - حيث تم اختيار عينة مكونة من 25 شركة مدرجة في سوق قطر للأوراق المالية موزعة على عدة قطاعات باستثناء القطاع المالي في الفترة بين 2011 - 2012، إضافة إلى تبين أكثر أشكال سياسة توزيع الأرباح تأثيراً على القيمة السوقية للشركة، وهذا من خلال استعمال الانحدار الخطي المتعدد والبسيط.

¹² عمرو، 2014، تأثير سياسات توزيع الأرباح على قيمة الشركات: دراسة تطبيقية على سوق الأوراق المالية المصرية. مصر. جامعة طنجة.

¹³ قنون، 2013، أثر سياسة توزيع الأرباح على القيمة البورصية للمؤسسات الاقتصادية: دراسة عينة من المؤسسات المدرجة في سوق قطر للأوراق المالية خلال الفترة 2011-2012. الجزائر. جامعة ورقلة.

وخلصت الدراسة إلى وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين سياسة توزيع الأرباح وقيمة الشركة عند مستوى معنوية 5%، كذلك توصلت الدراسة إلى أن التوزيعات النقدية تعتبر من أكثر أشكال توزيعات الأرباح تأثيراً على قيمة الشركة السوقية.

12. دراسة بدروني وبريش (2013): "محددات سياسة توزيع الأرباح في المؤسسات الخاصة الجزائرية"¹⁴

هدفت هذه الدراسة إلى البحث في العوامل المحددة لنسبة توزيع أرباح السهم في المؤسسات الخاصة الجزائرية، طبقت الدراسة على 266 مؤسسة خاصة جزائرية، تم الحصول عليها من المركز الوطني للسجل التجاري في عام 2008، حيث تخضع سياسية توزيع الأرباح لعدة اعتبارات في تحديدها كتكلفة الوكالة، الضرائب، البعد المعلوماتي لهذه السياسة، مدى توفر السيولة الكافية لتغطية توزيع الأرباح. وتوصلت الدراسة التطبيقية على عينة من المؤسسات الخاصة الجزائرية إلى أن العوامل المحددة لنسبة توزيع أرباح السهم في المؤسسات الخاصة الجزائرية هي الأرباح الكلية للمؤسسة والضرائب عليها.

13. دراسة دادن وبديدة (2012): "تأثير سياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسات المسعرة: حالة المؤشر CAC40 خلال الفترة الممتدة ما بين 2007 و2009"¹⁵

هدفت هذه الدراسة إلى التعرف على مدى تأثير سياسة توزيع الأرباح على قيمة مؤسسات المؤشر CAC40 وذلك في ظل وجود قرارات مالية أخرى، وتناولت الدراسة محورين أساسيين: دراسة تأثير سياسة توزيع الأرباح (التوزيعات النقدية، إعادة شراء الأسهم، ربحية السهم) على قيمة المؤسسة عن طريق الدراسة الاختبارية، وكذا دراسة تأثير المحتوى الإعلامي لهذه السياسة على القيمة من خلال دراسة الحدث. وخلصت الدراسة إلى أن هناك تأثيراً لسياسة التوزيعات النقدية على قيمة

¹⁴ بدروني، بريش، 2013، محدّدات سياسة توزيع الأرباح في المؤسسات الخاصة الجزائرية. 2013. مجلة الأكاديمية للدراسات الاجتماعية والإنسانية/قسم العلوم الاقتصادية والقانونية العدد- 10 جوان . ص 22 - 12 .
¹⁵ دادن، بديدة، 2012، تأثير سياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسات المسعرة: حالة المؤشر CAC40 خلال الفترة الممتدة ما بين 2007 و2009 . الجزائر. جامعة ورقلة.

المؤسسة، بينما لا توجد علاقة خطية بين كل من إعادة شراء الأسهم وربحية السهم على قيمة المؤسسة، هذا بالإضافة إلى عدم وجود تأثير للمحتوى الإعلامي لهذه السياسة على قيمة مؤسسات المؤشر CAC40.

14. دراسة البراجنة (2009): "اختبار العلاقة بين توزيع الأرباح وكل من القيمة السوقية والدفترية للأسهم المتداولة في سوق فلسطين للأوراق المالية"¹⁶

هدفت هذه الدراسة إلى معرفة أثر التوزيعات على القيمة السوقية والقيمة الدفترية للأسهم المتداولة في سوق فلسطين للأوراق المالية في الفترة ما بين 2000 - 2008 وفق المنهج الوصفي التحليلي، ومدى استجابة وتأثر كل من القيمة الدفترية والسوقية للأسهم بقيمة الأرباح المعلن عن توزيعها، وهل الإقبال على تداول الأسهم يؤثر على كل من القيمة السوقية والدفترية للأسهم المتداولة، وما مدى تأثير سياسة احتجاز الأرباح على كل من القيمة الدفترية والسوقية للسهم، وإذا ما كانت الشركات العاملة في سوق فلسطين للأوراق المالية تتبع سياسة توزيع الأرباح.

وقد توصلت الدراسة إلى وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين كل من معدل توزيع الأرباح والقيمة السوقية للأسهم المتداولة، وأنه لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين كل من معدل توزيع الأرباح والقيمة الدفترية للأسهم المتداولة، وتوجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين كل من صافي التدفقات النقدية والقيمة السوقية للأسهم المتداولة، ولا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين كل من ارتفاع القيمة السوقية وارتفاع القيمة الدفترية للأسهم المتداولة، وتوجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين كل من كمية الأسهم المتداولة والقيمة السوقية للأسهم المتداولة.

15. دراسة الضب (2009): "دراسة تأثير الهيكل المالي وسياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة الاقتصادية المدرجة بالبورصة"¹⁷

¹⁶ البراجنة، 2009، اختبار العلاقة بين توزيع الأرباح وكل من القيمة السوقية والدفترية للأسهم المتداولة في سوق فلسطين للأوراق المالية. غزة الجامعة الإسلامية.
¹⁷ الضب، 2009، دراسة تأثير الهيكل المالي وسياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة الاقتصادية المدرجة بالبورصة. الجزائر. جامعة ورقلة.

هدفت هذه الدراسة إلى قياس أثر قرار اختيار الهيكل المالي وقرار توزيع الأرباح على القيمة السوقية للشركات المدرجة في سوق الكويت للأوراق المالية، شملت الدراسة 60 شركة مدرجة خلال الفترة 2006 - 2008 موزعة على أربعة قطاعات.

خلصت الدراسة إلى أن متغير الهيكل المالي ومتغير سياسة توزيع الأرباح كان لهما النسبة الأكبر في تفسير القيمة السوقية للشركات بمعنوية إحصائية جوهريّة، كما أنه توجد متغيرات أخرى ذات دلالة إحصائية على قيمة الشركة وهي: حجم الشركة، المخاطر النظامية Beta، والمردوديات (الأرباح التشغيلية / الموجودات بعد الضريبة).

16. دراسة حسين (2008): "العوامل المؤثرة على سياسة توزيع الأرباح في الشركات المساهمة"¹⁸

هدف البحث دراسة وتوضيح كيفية اتخاذ القرار المتعلق بتوزيع الأرباح أو احتجازها، وكذلك دراسة العوامل المؤثرة في سياسة الأرباح في الشركات المساهمة العراقية، قام الباحث بتوزيع 60 استبانة على المسؤولين الإداريين والماليين لـ 15 شركة مدرجة عراقية، وكانت النتائج: هناك علاقة عكسية بين مديونية الشركة وحاجات الشركة في التوسع ونسبة توزيع الأرباح، ووجود علاقة طردية بين الأرباح المحتجزة وفرص النمو، وأن معظم المساهمين يفضلون توزيع أرباح أكثر من احتجازها بغض النظر عن حصصهم.

17. دراسة شراب (2006): "أثر الإعلان عن توزيعات الأرباح على أسعار أسهم الشركات المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية"¹⁹

هدفت هذه الدراسة إلى بيان أثر الإعلان عن توزيعات الأرباح على أسعار أسهم الشركات المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية، ولإنجاز ذلك قام الباحثان بإجراء

¹⁸ حسين، 2008، العوامل المؤثرة على سياسة توزيع الأرباح في الشركات المساهمة. عمان. جامعة الإسراء.
¹⁹ شراب، 2006، أثر الإعلان عن توزيعات الأرباح على عوائد اسهم الشركات المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية. غزة : الجامعة الإسلامية.

دراسة تطبيقية على أسعار أسهم الشركات المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية، حيث اعتمدت منهجية الدراسة على جمع بيانات من خلال تقارير السوق، وغطت الدراسة الفترة ما بين 1997 - 2005م، وتم استخدام أسلوب الانحدار البسيط والمتعدد لاختبار فرضيات الدراسة.

ولقد أسفرت الدراسة عن عدة نتائج كان أهمها وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين المتغيرات التالية:

نصيب السهم من الأرباح، تاريخ الإعلان عن توزيع أرباح نقدية، نصيب السهم من الأرباح النقدية، نصيب السهم من الأرباح المحتجزة وبين سعر السهم، وإن نصيب السهم من الأرباح يؤثر على سعر السهم السوقي، وتأثير نصيب السهم من الأرباح النقدية الموزعة أكبر من تأثير نصيب السهم من الأرباح المحتجزة على كل من سعر وقيم تداول السهم في السوق، ونصيب السهم من صافي الربح يفوق التغير في السعر السوقي له.

18. دراسة عبد الصمد (2006): "تأثير سياسات توزيع الأرباح علي القيمة السوقية للمنشأة: الشركة السودانية للاتصالات المحدودة"²⁰

هدفت الدراسة إلى التعرف على تأثير سياسات توزيع الأرباح علي القيمة السوقية للشركة، وقد تناولت الدراسة الشركة السودانية للاتصالات المحدودة (سودا تل) كدراسة حالة خلال الفترة من 2002 إلى 2005، وضمّ مجتمع الدراسة المساهمين والمستثمرين في سوق الخرطوم للأوراق المالية وموظفي البنوك والشركات، واتبع الباحث الأسلوب الإحصائي وقام بتصميم استمارات استقصاء موجهة لعينة البحث.

وكانت النتائج: إن أسعار الأسهم تتأثر بتوزيعات الأرباح وتعتمد عليها والشركات تحافظ على توزيعات الأرباح بمعدلات ثابتة لطمأنه المساهمين والحفاظ على أسعار

²⁰ عبد الصمد، 2006، تأثير سياسات توزيع الأرباح علي القيمة السوقية للمنشأة: الشركة السودانية للاتصالات المحدودة. الخرطوم: جامعة السودان للعلوم والتكنولوجيا.

أسهمها في السوق، وأثبتت أن سياسة توزيع الأرباح المعلنة تعكس قدرة الشركة على تحقيق مكاسب مستقبلية للمستثمرين.

19. دراسة نور (2003): "العلاقة بين توزيعات الأرباح والعوائد السوقية غير العادية للأسهم ومدى تأثيرها بربحية الشركة وحجمها ودرجة مخاطرتها الانظامية"²¹

هدفت هذه الدراسة اختبار العلاقة بين توزيعات الأرباح والعوائد السوقية غير العادية لأسهم الشركات المدرجة في كل من سوق عمان وبغداد الماليين في الفترة بين 1995 - 2001، وتوصلت النتائج إلى أن المستثمر الأردني لا يهتم بالمعلومات المحاسبية عند اتخاذ قرار التداول وإنما يهتم فقط بالأرباح السنوية المنشورة في تقرير الشركة النهائي، أما المستثمر العراقي فيهتم بالوضع السياسي والأمني عند اتخاذ القرارات الاستثمارية، وتوصلت الدراسة أيضاً إلى أن المستثمرين في كلا السوقين يفضلون الأرباح النقدية الموزعة على احتجاز الأرباح.

20. دراسة Hung & Hieu (2018): "Impacts of Dividend Announcement on Stock Price: An Empirical Study of the Vietnam Stock Market"²²

بغنوان: أثر الإعلان عن توزيعات الأرباح على أسعار الأسهم المدرجة في سوق فيتنام المالي.

هدفت هذه الدراسة اختبار تأثير الإعلان عن توزيعات الأرباح على أسعار الأسهم المدرجة في سوق فيتنام المالي، وذلك خلال الفترة من 2007 حتى 2012، حيث تم اختبار 198 حالة إعلان تعود لـ 101 شركة مدرجة في سوق HOSE، وأشارت النتائج إلى أن الإعلان عن زيادة توزيعات الأرباح لم يكن له تأثير جوهري في سلوك

²¹ نور، والفضل، 2003، العلاقة بين توزيعات الأرباح والعوائد السوقية غير العادية للأسهم ومدى تأثيرها بربحية الشركة وحجمها ودرجة مخاطرتها الانظامية: دراسة ميدانية مقارنة بين الشركات المساهمة العامة العراقية والأردنية (دراسات، العلوم الإدارية، مجلد 30 العدد(1)، ص183-197. الجامعة الأردنية، عمان.

²² Hung, and Hieu, 2018, Impacts of Dividend Announcement on Stock Price: An Empirical Study of the Vietnam Stock Marke, Journal of Business and Management Sciences, 6(2), 59-69.

أسعار الأسهم، ومع أن النظام الضريبي في فيتنام يتصف بأن الضرائب على توزيعات الأرباح أقل من الضرائب على الأرباح الرأسمالية، إلا أنه عند الإعلان عن توزيعات أرباح لم يكن له رد فعل إيجابي على سلوك الأسعار؛ لأن المحتوى المعلوماتي قد اعتاد عليه المستثمر في هذا السوق حول سياسة الضريبة المتبعة.

21. دراسة Bostanci et al (2018): "Determinants of Dividend Payout Decisions :A Dynamic Panel Data Analysis of Turkish"²³

بغنوان: محددات قرارات توزيع الأرباح للشركات المدرجة في سوق استانبول المالي.

هدفت هذه الدراسة معرفة المحددات التي تؤثر على قرارات توزيع الأرباح للشركات المدرجة في سوق استانبول المالي خلال الفترة من 2009 حتى 2015، لـ 106 شركة مدرجة في السوق، وبتطبيق معادلة الانحدار توصلت الدراسة إلى وجود تأثير إيجابي ذي دلالة إحصائية بين توزيعات الأرباح وكل من معدلات ROE العائد على حقوق الملكية، نسبة القيمة السوقية إلى الدفترية $M.V/B.V$ ، وكل من حجم التداول وسيولة الأسهم.

22. دراسة Masry et al (2018): "Factors Affecting Dividend Policy in an Emerging Capital Markets (ECM's) Country: Theoretical and Empirical Study"²⁴

بغنوان: العوامل المؤثرة لسياسات توزيع الأرباح في أداء أسعار الأسهم في الأسواق الناشئة.

²³ Bostanci, Kadioglu, and Sayilgan, 2018, Determinants of Dividend Payout Decisions: A Dynamic Panel Data Analysis of Turkish. Article of MDPI, 6, 93.

²⁴ Masry, Sakr, and Amer, 2018. Factors Affecting Dividend Policy in an Emerging Capital Markets (ECM's) Country: Theoretical and Empirical Study, Journal of science publishing group, 6(4), 139-152.

هدفت هذه الدراسة تحديد العوامل المؤثرة على سياسات توزيع الأرباح وتأثيرها على أداء أسعار الأسهم في الأسواق الناشئة، حيث تم اختبار ذلك بين عامي 2003 و2016 على تسعة بنوك تجارية مدرجة في سوق مصر المالي، ووجدت الدراسة أن نسب الربحية ومؤشراتها (معدل العائد على حقوق الملكية، معدل العائد على الأصول، نصيب السهم من الأرباح المحتجزة) لها أكبر تأثير على أداء أسعار الأسهم، ولم يكن لنصيب السهم من الأرباح الموزعة التأثير الجوهري على أسعار الأسهم للشركات المدروسة.

23. دراسة (2017) Sehran et al : "IMPACT OF DIVIDEND POLICY ON STOCK PRICES OF FIRM"²⁵

بمعنوان: أثر سياسة توزيع الأرباح على أسعار أسهم الشركة.

هدفت الدراسة إلى تحليل أثر سياسة توزيع الأرباح على أسعار الأسهم، ولأجل ذلك تم اختيار شركات القطاع المصرفي، بأخذ عينة من 2005 حتى 2014 لخمس بنوك مدرجة في بورصة كراتشي، وكشفت النتائج إلى أن سياسة توزيع الأرباح المتبعة تلعب دوراً هاماً في جذب المستثمرين ذوي الملاءة والسمعة الحسنة، كما تساهم كثيراً في تعزيز بنية رأس المال في الشركة، وبالتالي فإن سياسات توزيع الأرباح قد يكون لها تأثير إيجابي على أسعار أسهم الشركات إذا تم وضعها وتنفيذها بعد دراسة متعمقة لهيكلية رأس المال وسياسات توزيع الأرباح المختلفة.

24. دراسة (2014) Mehta et al : "Market reaction and stock returns: Evidence from India"²⁶

بمعنوان: ردة فعل السوق المالي الهندي وعوائد الأسهم.

هدفت هذه الدراسة اختبار ردة فعل السوق المالي الهندي على الإعلان عن توزيعات الأرباح خلال الفترة من كانون الثاني 2002 إلى حزيران 2010، تم اعتماد كل من

²⁵ Iftikhar, Ahmed, Raja -Ud-Din, and Khan, 2017, IMPACT OF DIVIDEND POLICY ON STOCK PRICES OF FIRM, Theoretical & Applied Science. 47. 32-37.

²⁶ Mehta, Jain, and Yadav, 2014, Market reaction and stock returns: Evidence from India Journal of VIKALPA , VOLUME 39 , NO 4, P: 55-75.

سيولة الأسهم وعوائدها كمؤشر لقياس ردة فعل السوق، وتوصلت الدراسة إلى أن الأسهم تحقق عوائد موجبة غير عادية خلال الفترة التي تسبق الإعلان عن توزيعات حتى يوم الإعلان عن التوزيعات وتحقق عوائد سالبة غير عادية خلال الفترة التي تلحق فترة الإعلان عن التوزيعات.

تم تفسير هذه النتيجة بأن المعلومات المتعلقة بتوزيعات الأرباح تصل إلى المستثمر قبل الإعلان عن قرار التوزيع في اجتماع مجلس الإدارة؛ لأن الشركات تخبر السوق المالي بتوزيع الأرباح قبل سبعة أيام من اجتماع مجلس الإدارة، وعند وصول هذه المعلومات إلى السوق المالي تصبح معلومات عامة وتصل إلى المستثمرين بالتالي تؤثر على السوق المالي وتنعكس على التداول.

تبين أن المستثمر يحقق عوائد غير عادية إذا اشترى الأسهم في يوم الإعلان عن توزيعات الأرباح أو في اليوم السابق له وباعها في اليوم التالي للإعلان، أما فيما يخص السيولة فحجم التداول ينخفض بشكل جوهري مباشرة بعد الإعلان عن قرار التوزيع وذلك على المدى القصير.

يعتقد المستثمر أن الإعلان عن توزيعات الأرباح هو مؤشر جيد يدل على تنبؤات مستقبلية جيدة للشركة، مما يدفعه للاحتفاظ بالأسهم على أمل تعظيم ثروته في المستقبل على الأجل الطويل، وبالتالي توصلت نتيجة هذه الدراسة إلى أن الإعلان عن توزيعات الأرباح يؤدي إلى ارتفاع العوائد وانخفاض سيولة الأسهم.

25. دراسة Hashemijoo (2012): "The Impact of Dividend Policy on Share Price Volatility in the Malaysian Stock Market"²⁷

بعنوان: أثر سياسة توزيع الأرباح في تقلب سعر السهم في سوق الأوراق المالية الماليزية

²⁷ Hashemijoo, Ardekani, Aref and Younesi, 2012, The Impact of Dividend Policy on Share Price Volatility in The Malaysian Stock Market, Journal of Business Studies Quaterly, 4, 111-129.

هدفت هذه الدراسة بحث العلاقة بين سياسة توزيع الأرباح وتقلب سعر السهم مع التركيز على شركات المنتجات الاستهلاكية المدرجة في سوق الأوراق المالية الماليزية. تم اختيار عينة من 48 شركة من بين 142 شركة مدرجة في السوق الرئيسي لبورصة ماليزيا عن طريق تطبيق الانحدار الخطي المتعدد للفترة من 2005 إلى 2010، حيث أظهرت النتائج أن لتوزيعات الأرباح النقدية أثراً سلبياً على تقلب سعر السهم في سوق ماليزيا المالي.

26. دراسة Sajid (2012): "How Dividend Policy Affects Volatility Of Stock Prices Of Financial Sector Firm Of Pakistan"²⁸

بغنوان: مدى تأثير سياسة توزيع الأرباح على أسعار أسهم القطاع المالي في الباكستان.

هدفت هذه الدراسة إلى الكشف عن مدى تأثير سياسة توزيع الأرباح على أسعار الأسهم من خلال معرفة دور هذه السياسة في تقلب أسعار أسهم الشركات الخاصة بالقطاع المالي المسعرة في بورصة – كراتشي - باكستان، من خلال الاعتماد على البيانات المالية لـ 75 شركة من القطاع المالي، كانت عينة الدراسة في الفترة ما بين 2006 - 2010، توصلت الدراسة إلى وجود علاقة عكسية بين الأرباح الموزعة وتغيرات أسعار أسهم الشركات المدرجة في بورصة كراتشي، ووجود علاقة طردية بين ربحية السهم وتقلبات الأسعار، أي أن سياسة توزيع الأرباح وسيلة فعالة للتأثير على أسعار الأسهم السوقية في سوق كراتشي المالي.

27. دراسة Campbell & Ohuocha (2011): "The stock market reaction to stock dividends in Nigeria and their information content"²⁹

²⁸ Sajid, Nawaz, and Abdullah, 2012, How Dividend Policy Affects Volatility Of Stock Prices Of Financial Sector Firm Of Pakistan. American Journal of Scientific Research, Issue 61(2012), pp.132-139.

بغنوان: أثر الإعلان عن توزيعات الأرباح في السوق المالي النيجيري.

هدفت هذه الدراسة لاختبار أثر الإعلان عن توزيعات الأرباح على قيمة الشركة في السوق المالي النيجيري، وذلك بدراسة عوائد أسهم 600 شركة مدرجة خلال الفترة من 2002 - 2006، كانت معظم الشركات محل الدراسة مملوكة من قبل مستثمرين مؤسسيين، وبالتالي لا يوجد حجم تداول كبير في هذا السوق ولا تعكس الأسعار بشكل كبير أثر الإعلان عن توزيعات الأرباح. ولاستبعاد أثر تباين حجم التداول (المتعلق باختلاف عدد المستثمرين) على هذه المشكلة تم تقسيم عينة الدراسة إلى مجموعتين حسب حجم التداول (مرتفع ومنخفض)، وتوصلت النتائج إلى أن مجموعة الأسهم ذات حجم التداول المرتفع حققت عوائد موجبة غير عادية ومجموعة الأسهم ذات حجم التداول المنخفض حققت عوائد سالبة غير عادية.

28. دراسة (2009) Chen et al: "The Announcement Effect Of Cash Dividends Changes On Share Prices: an Empirical Analysis Of China"³⁰

بغنوان: أثر الإعلان عن تغير توزيعات الأرباح النقدية للشركات المدرجة في أسواق الصين للأوراق المالية.

هدفت هذه الدراسة إلى معرفة أثر الإعلان عن تغير توزيعات الأرباح النقدية للشركات المدرجة في أسواق الصين للأوراق المالية، تم الاعتماد على عينة من الشركات التي أعلنت عن تغيير توزيعات الأرباح النقدية في الفترة الممتدة ما بين 2000 - 2004 وترتب عنه 422 إعلان عن تخفيض في التوزيعات النقدية و460 إعلان عن زيادة في توزيع الأرباح.

²⁹ Campbell, And Ohuocha, 2011, The stock market reaction to stock dividends in Nigeria and their information content, Journal of Emerald, 3, 295-311.

³⁰ Chen, Liu, and Huang, 2009, The Announcement Effect of Cash Dividend Changes on Share Prices: An Empirical Analysis of China.

توصل البحث إلى أن الإعلان عن التغير في توزيعات الأرباح له أثر إيجابي على سلوك الأسهم وهي ما تؤكدته نظرية الإشارة حول توزيعات الأرباح، كذلك تم التوصل لوجود علاقة طردية بين توزيعات الأرباح والأرباح التراكمية (محتجزة) قصيرة الأجل وتختفي هذه العلاقة مع تحقيق أرباح تراكمية طويلة الأجل.

1.8.2 الدراسات السابقة المتعلقة بالعوائد:

1. دراسة مشوقة (2013): " العلاقة بين صافي الدخل وعوائد الأسهم في عينة من الشركات المدرجة في سوق عمان المالي"³¹

هدفت الدراسة إلى اختبار العلاقة بين الأرباح وعوائد الأسهم السوقية لـ 51 شركة مدرجة في سوق عمان المالي، وكانت عينة الدراسة مكونة من 16 بنك صناعي و 35 شركة خدمية خلال الفترة ما بين 2001 - 2009. تم استخدام أسلوب الانحدار البسيط لاختبار العلاقة بين الأرباح وعوائد الأسهم السوقية، وقد تم التوصل إلى أن هناك علاقة ضعيفة بين الأرباح والعوائد بالنسبة إلى إجمالي العينة بدون الفصل بين القطاعات. وبتطبيق نموذج الدراسة على كل قطاع تم التوصل إلى أن العلاقة الأقوى كانت في قطاع البنوك وأصبحت أضعف عند الانتقال إلى قطاع الخدمات والقطاع الصناعي، بالإضافة إلى أنه تم التوصل إلى أن المستثمرين يفهمون مكونات صافي الدخل ويدركون الممارسات المحاسبية.

2. دراسة الصعدي (2011): "العوامل المؤثرة على معدل عائد السهم السوقي: دراسة تطبيقية على الشركات المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية"³²

هدفت الدراسة إلى تحديد العوامل المؤثرة على معدل عائد السهم السوقي للشركات المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية خلال الفترة ما بين 2006 - 2009 وذلك باستخدام أسلوب الارتباط والانحدار، وتوصل الباحث لوجود علاقة طردية بين معدل

³¹ مشوقة، 2013، العلاقة بين صافي الدخل وعوائد الأسهم في عينة من الشركات المدرجة في سوق عمان المالي"، المجلة الأردنية في إدارة الأعمال، رقم المجلد 40، العدد 2، الصفحات 564 - 555.
³² الصعدي، 2011، العوامل المؤثرة على معدل عائد السهم السوقي. غزة: جامعة الأزهر.

العائد للسهم ومعدل التوزيعات، وأوصى الشركات المدرجة بضرورة زيادة نسبة توزيعات الأرباح وذلك لرفع معدل العائد على أسهمها في السوق.

3. دراسة الظاهر والعطوط (2010): "أثر مقاييس التدفقات النقدية في تفسير العوائد السوقية للأسهم"³³

هدفت الدراسة إلى معرفة العلاقة بين عوائد الأسهم وكل من التدفقات التشغيلية والتمويلية والاستثمارية، حيث أجريت هذه الدراسة على الشركات الفلسطينية المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية للفترة الممتدة من 2004 - 2005، وشملت الدراسة جميع الشركات المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية، واستخدم الباحثان أسلوب الانحدار لاختبار الفرضيات، ومن أهم النتائج التي توصلت لها هذه الدراسة: عدم وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين عوائد الأسهم وكل من التدفقات التشغيلية والتمويلية والاستثمارية.

4. دراسة (Cooper et al 2009): "The Asset Growth Effect in Stock Returns"³⁴

بمعنى: أثر نمو أصول المنشأة في عوائد الأسهم.

هدفت الدراسة إلى معرفة علاقة نمو أصول المنشأة الكلية وأثره مع عائد السهم، استخدمت الدراسة عينة من الأسهم الأمريكية حيث اختبر الباحثون أسهم كل الشركات غير المالية المسجلة في أسواق (NYSE, AMEX and NASDAQ) من سنة 1968 وحتى 2007، حيث استخدمت الدراسة عدد من الأساليب الإحصائية أهمها تحليل الانحدار.

توصلت نتيجة الدراسة إلى وجود علاقة سلبية قوية بين نمو الأصول وعوائد السهم للشركات الأمريكية. فتبين أنه خلال 4 عقود حافظت الأسهم التي ترافقت مع نمو أصول منخفض على عائد إضافي في السنة أكثر من الأسهم ذات أصول نموها مرتفع.

³³ الظاهر، العطوط، 2010، أثر مقاييس التدفقات النقدية في تفسير عوائد السوق. بحث مقبول للنشر ولم ينشر بعد، مجلة جامعة القدس المفتوحة

³⁴ Cooper, Michael, Gulen, Huseyin, and Michael, 2009, The Asset Growth Effect in Stock Returns.

5. دراسة (2007) Chen & Zhang : "How Do Accounting Variables Explain Stock Price Movements? Theory and Evidence".³⁵

بمعنوان: كيف تفسر المتغيرات المحاسبية تغيرات أسعار الأسهم؟

هدفت هذه الدراسة إلى تحديد العلاقة بين المتغيرات المحاسبية وعوائد الأسهم، حيث أجريت هذه الدراسة في هونج كونج خلال الفترة من 1983-2001، ووجدت أن المتغيرات المحاسبية تفسر التباينات المقطعية Cross-sectional variations في عوائد الأسهم، وبناءً على نموذج الدراسة فإن عوائد الأسهم ترتبط بكل من ريع عائد السهم، الاستثمار الرأسمالي، والتغيرات في الربحية وفرص النمو، بالإضافة إلى التغيرات في معدل الخصم، وإن أول أربعة متغيرات تتصل بالتدفقات النقدية للشركة، وإن الأخير - أي معدل الخصم - يؤثر في تسعير التدفقات النقدية المستقبلية. وجدت الدراسة أيضاً أن المتغيرات الخمسة السابقة ترتبط بعلاقة معنوية مع عوائد الأسهم.

6. دراسة (2007) Michailidis et al : "The Cross-section of Expected Stock Returns For The Athens Stock Exchange".³⁶

بمعنوان: التوزيع القطاعي لعوائد الأسهم في سوق أثينا المالي.

هدفت الدراسة لمعرفة أثر كل من (معامل بيتا السوقي للسهم، حجم الشركة معبراً عنه بالقيمة السوقية لحقوق الملكية، القيمة الدفترية إلى القيمة السوقية لحقوق الملكية) في متوسط العوائد الأسبوعية لمجموعة من الشركات غير المالية المدرجة في سوق أثينا المالي خلال الفترة ما بين 1997 - 2003. وتوصل البحث لعدم وجود علاقة بين

³⁵ Chen, Peter, and Zhang, 2007, How Do Accounting Variables Explain Stock Price Movements? Theory and Evidence, Journal of Accounting and Economics, No. 07-02

³⁶ Michailidis, Tsopoglou, and Papanastasiou, 2007, The cross-section of expected stock returns for the Athens stock exchange, International Research Journal of Finance and Economics, 8, 63-96.

متوسط العوائد وكل من معامل بيتا والحجم، بينما يوجد علاقة طردية جوهرية بين العوائد وبين القيمة الدفترية إلى القيمة السوقية لحقوق الملكية.

7. دراسة Fama & French (1992): "The Cross-Section of Expected Stock Returns"³⁷ بعنوان: التوزيع القطاعي لعوائد الأسهم.

هدفت الدراسة إلى معرفة علاقة كل من المتغيرات التالية (الحجم المتمثل بالقيمة السوقية لحقوق الملكية ونسبة الدخل لسعر السهم، ونسبة القيمة الدفترية إلى القيمة السوقية ومعدل الرفع المالي، ونسبة القيمة الدفترية للأصول إلى القيمة السوقية لحقوق الملكية ومعامل بيتا) ومتوسط العائد الشهري لأسهم الشركات غير المالية المدرجة بسوق (NYSE, AMEX and NASDAQ) خلال الفترة من 1962 إلى 1989 باستخدام أسلوب الانحدار المتعدد لحساب معاملات المتغيرات، وأسلوب المحافظ الاستثمارية، وتوصلت الدراسة لوجود تأثير لثلاثة متغيرات وهي: القيمة السوقية لحقوق الملكية، ونسبة القيمة الدفترية إلى القيمة السوقية لحقوق الملكية، ومعامل بيتا في عوائد الأسهم. وتبين أن الشركات التي لها نسبة القيمة الدفترية إلى القيمة السوقية أعلى لها عائد أكبر من الشركات التي له نسبة القيمة الدفترية إلى السوقية أقل.

8. دراسة Fama & Schwert (1977): "Asset Returns and Inflation"³⁸ بعنوان: أثر معدل التضخم في عوائد الأسهم.

هدفت الدراسة إلى دراسة أثر معدل التضخم في العوائد السوقية لأسهم الشركات المدرجة في سوق نيويورك المالي خلال الفترة من 1953 - 1971، وتوصلت لوجود علاقة عكسية بين هذين المتغيرين، وأن انخفاض النشاط الاقتصادي وارتفاع

³⁷ Fama, and French, 1992, The Cross-Section of Expected Stock Returns, Journal of Finance 47, pages 427-465.

³⁸ Fama, and Schwert, 1977, Asset Returns and Inflation, Journal of Financial Economics, 5.

معدل التضخم يؤدي إلى ارتفاع أسعار الأسهم، وبالتالي انخفاض العوائد بسبب علاقتها العكسية مع أسعار أسهمها.

1.8.3 الدراسات السابقة المتعلقة بالسيولة:

1. دراسة فاضل (2017): "أثر حجم التداول على أسعار الأسهم للشركات المدرجة في بورصة عمان للفترة 2016 – 2015"³⁹

هدفت هذه الدراسة إلى معرفة مدى تأثير المتغيرات المستقلة (قيمة الأسهم المتداولة، عدد أيام التداول، عدد الأسهم المتداولة، عدد الصفقات ومعدل دوران السهم) على المتغير التابع (أسعار الأسهم) وتحديد المتغيرات المستقلة الأكثر تأثيراً على هذا الأخير. وقد شملت عينة الدراسة مجموعة من الشركات المدرجة في سوق عمان المالي موزعة على مختلف القطاعات والبالغ عددها 30 مؤسسة. كما غطت هذه الدراسة الفترة من 2015 إلى 2016 وذلك من خلال استعمال الانحدار الخطي المتعدد والبسيط.

وقد توصلت الدراسة عند استخدام النموذج البسيط إلى وجود علاقة معنوية ذات دلالة إحصائية بين المتغيرات المستقلة (قيمة الأسهم المتداولة، عدد أيام التداول، عدد الأسهم المتداولة، عدد الصفقات) كل على حدة مع أسعار الأسهم، في حين لا توجد علاقة معنوية ذات دلالة إحصائية بين المتغير المستقل معدل دوران السهم والمتغير التابع سعر السهم، والمتغير الأكثر تأثيراً هو قيمة الأسهم المتداولة. أما الانحدار المتعدد فقد أشار إلى عدم وجود علاقة معنوية ذات دلالة إحصائية بين المتغيرات المستقلة مجتمعة وبين أسعار أسهم شركات العينة.

2. دراسة الذكي (2015): "العلاقة بين سيولة السهم والتوزيع الاحتمالي لعوائده ومخاطره النظامية: دراسة تحليلية على أسهم الشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية"⁴⁰

³⁹ فاضل، 2017، دراسة أثر حجم التداول على أسعار الأسهم للشركات المدرجة في بورصة عمان للفترة 2015-2016. الجزائر. جامعة ورقلة. رسالة ماجستير

هدفت الدراسة إلى معرفة أثر سيولة السهم على كل من التوزيع الاحتمالي لعوائد السهم ومخاطره النظامية في سوق دمشق للأوراق المالية، للوصول إلى نموذج يمكن أن يسهم في تفسير المخاطر التي تتعرض لها الأسهم في السوق، أو التنبؤ بها. انحصرت الدراسة على 16 شركة مدرجة في سوق دمشق من 2011 حتى 2014، وكانت نتيجة الدراسة أن مقياس احتمالية التداول هو المقياس الأكثر ملائمة للتعبير عن سيولة السهم في سوق دمشق للأوراق المالية.

3. دراسة كفوري (2013): "العوامل المؤثرة في سيولة الأسهم في سوق عمان المالي"⁴¹

هدفت الدراسة إلى الكشف عن بعض العوامل المؤثرة في سيولة الأسهم المتداولة في بورصة عمان للأوراق المالية، وذلك من خلال دراسة العلاقة بين سيولة السهم العادي مقاسة بمعدل دورانه وبعض المتغيرات المحاسبية شائعة الاستخدام التي عادة يستند إليها المستثمرون عند اتخاذهم للقرارات الاستثمارية المتعلقة بتداول الأسهم، وهي: القيمة السوقية للسهم العادي، ربحية السهم العادي، التوزيعات النقدية للسهم العادي، معدل العائد على الأصول، معدل العائد على حقوق الملكية، وذلك لـ 131 شركة مدرجة في سوق عمان المالي خلال عام 2010.

وتوصلت الدراسة إلى النتائج التالية: تؤثر كل من ربحية السهم العادي والتوزيعات النقدية والقيمة السوقية للسهم العادي في سيولته بشكل جوهري، وإن أكثر المتغيرات المستقلة قدرة على تفسير التغيرات في سيولة السهم العادي في بورصة عمان هو القيمة السوقية للسهم العادي، في حين تبين عدم وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين سيولة السهم العادي مقاسة بمعدل دورانه وكل من معدل العائد على الأصول ومعدل العائد على حقوق الملكية.

4. دراسة داوود (2006): "العوامل المؤثرة على سيولة السهم في سوق فلسطين للأوراق المالية"⁴²

⁴⁰ الذكي، 2015، العلاقة بين سيولة السهم والتوزيع الاحتمالي لعوائده ومخاطره النظامية: دراسة تحليلية على أسهم الشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية، أطروحة ماجستير جامعة دمشق، كلية الاقتصاد.
⁴¹ كفوري، 2013، العوامل المؤثرة في سيولة الأسهم في سوق عمان المالي، رسالة ماجستير، جامعة دمشق.

هدفت هذه الدراسة إلى التعرف على العوامل المؤثرة في سيولة أسهم الشركات المساهمة العامة المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية خلال الفترة من 2002 - 2005، وتم اختبار أثر مجموعة من المتغيرات المستقلة المتمثلة بما يلي: (متوسط القيمة السوقية، ربحية السهم، درجة الرفع المالي، توزيعات الأسهم، معدل العائد على الاستثمار، والعائد على حقوق الملكية) في سيولة السهم مقاسةً بعدد وقيمة الأسهم المتداولة. وتوصلت نتائج الدراسة إلى أن متوسط القيمة السوقية ومعدل العائد على حقوق الملكية ومعدل العائد على الاستثمار هي العوامل المؤثرة في تحديد سيولة السهم، بينما ربحية السهم ودرجة الرفع المالي وتوزيعات الأسهم ليس لها تأثير جوهري على سيولة السهم.

5. دراسة Ahmed (2015): "Liquidity, Profitability and the Dividends Payout Policy"⁴³

بمعنوان: العلاقة بين السيولة والربحية وسياسات توزيع الأرباح.

هدفت الدراسة إلى دراسة العلاقة بين السيولة والربحية وتوزيعات الأرباح بالنسبة لقطاع البنوك في الإمارات العربية المتحدة، وتناولت الدراسة نوعي البنوك الإسلامية والتقليدية، ضمت العينة 18 بنك في الإمارات من الفترة ما بين 2005 - 2012، وكانت النتائج أن نسبة توزيعات الأرباح لها أثر إيجابي وجوهري على سيولة القطاع المصرفي في دولة الإمارات، بينما لا يوجد علاقة جوهريّة ذات دلالة إحصائية بين التوزيعات وربحية القطاع المصرفي فيها.

1. دراسة Sharif et al (2015): "Analysis of Factors Affecting Share Prices: The Case of Bahrain Stock Exchange"⁴⁴

بمعنوان: تحديد العوامل المؤثرة في أسعار الأسهم في سوق البحرين المالي.

⁴² داوود، 2006، العوامل المؤثرة على سيولة السهم في سوق فلسطين للأوراق المالية، رسالة ماجستير، الجامعة الإسلامية، غزة.

⁴³ Ahmed, and Ibrahim, 2015, Liquidity, Profitability and the Dividends Payout Policy, 73-85.

⁴⁴ Sharif, Purohit, Harsh, and Rekha. 2015, Analysis of Factors Affecting Share Prices: The Case of Bahrain Stock Exchange, International Journal of Economics and Finance.

هدفت الدراسة إلى تحديد العوامل الرئيسية التي تؤثر على أسعار الأسهم، حيث شملت 41 شركة مدرجة في سوق البحرين للأوراق المالية للفترة الممتدة من 2006 إلى 2010 باستخدام نماذج الانحدار الخطي البسيط والمتعدد. دلت النتائج على وجود علاقة إيجابية ذات دلالة إحصائية بين العائد على حقوق المساهمين والقيمة الدفترية وأرباح السهم الواحد وحجم الشركة مع سعر السهم، وتم العثور على وجود تأثير سلبي ذو دلالة إحصائية لتوزيعات الأرباح على سعر السهم السوقي.

6. دراسة Li et al (2014): "Liquidity , liquidity risk and stock returns Evidence from Japan"⁴⁵
بغنوان: السيولة وخطرها وأثرها في عوائد الأسهم في اليابان.

اختبرت هذه الدراسة فيما إذا كانت السيولة وخطرها مسعرة في السوق المالي الياباني، أي أنها تؤثر في عوائد الأسهم، وتمت هذه الدراسة خلال الفترة من 1975 - 2006 باستخدام كل من أسلوب التحليل المقطعي وتحليل السلاسل الزمنية وإضافة عامل خطر السيولة إلى نموذج CAPM. توصل الباحثون إلى أن عامل السيولة يؤثر في العوائد سلباً بشكل جوهري، بينما لا يوجد أثر قوي لعامل خطر السيولة في عوائد الأسهم عند إضافة هذا العامل إلى نموذج CAPM.

7. دراسة lam & Tam (2011): "liquidity and assets pricing: Evidence from Hong Kong Stock market"⁴⁶
بغنوان: أثر السيولة في تسعير الأصول في سوق هونغ كونغ المالي.

هدفت هذه الدراسة إلى تحليل العلاقة بين السيولة والتغيرات الحاصلة في عوائد الأسهم، وبيان أهمية السيولة في تسعير الأصول في سوق هونغ كونغ المالي خلال الفترة 1981 - 2004 للوصول إلى نموذج مناسب يمكن اعتماده في تسعير الأصول، بحيث يكون هذا النموذج معبراً عن كل المتغيرات المفسرة للعوائد،

⁴⁵ Li, Sun , and Wang, 2014, Liquidity, Liquidity Risk and Stock Returns: Evidence from Japan, European Financial Management, Vol. 20, Issue 1, pp. 126-151.

⁴⁶ Lam, and Tam, 2011, Liquidity and asset pricing: Evidence from Hong Kong stock market, Journal of Banking & Finance, 35. 2217-2230.

واعتمدت الدراسة على معدل دوران السهم كمقياس رئيسي للسيولة مع استخدام مقاييس أخرى، وتم إضافة متغير السيولة إلى نموذج فاما وفرنش ذي العوامل الثلاث فنتج نموذج الأربع عوامل، وتوصلت الدراسة أن اعتماد نموذج الأربع عوامل لتسعير الأصول أفضل من الاقتصار على نموذج الثلاث عوامل، أي أن عوامل القيمة والحجم والمخاطر المنتظمة والسيولة تفسر كل التغيرات الحاصلة في عوائد الأسهم، أي أن السيولة تؤثر بشكل معنوي في عوائد الأسهم، بينما لم تتوصل النتائج لوجود علاقة جوهرية بين مؤشر السيولة وكل من حجم الشركة ونسبة القيمة الدفترية إلى القيمة السوقية.

8. دراسة (2010) Chang et al : "liquidity and stock returns in Japan new Evidence"⁴⁷

بغنوان: السيولة وعوائد الأسهم في اليابان.

هدفت هذه الدراسة لاختبار العلاقة بين السيولة وعوائد الأسهم على عدد من الشركات غير المالية المدرجة في سوق طوكيو المالي TSE خلال الفترة من 1975 - 2004 وتم تقسيم الفترة الزمنية إلى فترة انكماش وفترة توسع وتم قياس السيولة باستخدام مؤشرين: معدل دوران السهم وحجم التداول النقدي، وتوصلت الدراسة إلى وجود أثر سلبي لسيولة الأسهم في عائداته في فترة التوسع، بينما لم تتوصل لعلاقة جوهرية بين هذين المتغيرين في فترة الانكماش.

9. دراسة (2006) Avramov et al : "liquidity and Autocorrelations in Individual Stock Returns"⁴⁸

بغنوان: الارتباط الذاتي للسيولة بعوائد الأسهم.

هدفت هذه الدراسة إلى معرفة العلاقة بين تقلبات أسعار الأسهم على المدى القصير وسيولة الأسهم (مقاسة بمعدل الدوران) خلال الفترة 1962 - 2002 للأسهم

⁴⁷ Faff, and et-al, 2010, Liquidity and stock returns in Japan: New evidence, Pacific-Basin Finance Journal. 18. 90-115.

⁴⁸ AVRAMOV, CHORDIA, and GOYAL, 2006, Liquidity and Autocorrelations in Individual Stock Returns, THE JOURNAL OF FINANCE, VOL. LXI, NO. 5, OCTOBER.

المدرجة في سوقي AMEX – NYSE، وتوصلت الدراسة إلى وجود علاقة سلبية قوية بين تقلبات أسعار الأسهم على المدى القصير وسيولة السهم مقاسة بمعدل الدوران، أي عندما تزداد التقلبات في العوائد تنخفض السيولة، إلا أن أثر تقلبات أسعار الأسهم يبقى أكبر من سيولة السهم. (عوائد الأسهم تتزايد بعلاقتها بمخاطر الأسهم).

1.8.4 ملخص نتائج الدراسات السابقة:

بعد استعراض الدراسات السابقة وجد أن النتائج توصلت للآتي:

1. إن أثر الإعلان عن توزيعات الأرباح في سيولة الأسهم يختلف من سوق لآخر، فكانت التأثيرات التالية:

- لا يوجد أثر للإعلان عن توزيعات أرباح في سيولة الأسهم للأسواق المالية في العراق ودبي وفيتنام.
- يوجد أثر سلبي للإعلان عن توزيعات أرباح في سيولة الأسهم في كل من فلسطين والأردن والهند، حيث انخفضت قيم وأسعار التداول في فلسطين بعد الإعلان كما انخفض متوسط السعر في الأردن عما كان عليه وانخفضت سيولة الأسهم في الهند نتيجة الإعلان عن توزيعات.
- إن مجرد الإعلان عن توزيعات نقدية كان له الأثر الإيجابي في سيولة الأسهم للسوق المالي في مصر حيث تأثرت أسعار أسهمها إيجاباً.

2. إن أثر الإعلان عن توزيعات الأرباح في عوائد الأسهم أدى إلى عوائد غير

عادية مجمعة في كل من السوق المالي في الهند وكندا ونيجيريا، حيث إنه:

- في الهند كانت العوائد موجبة قبل الإعلان وسالبة بعده.
- في كندا كانت العوائد موجبة في حال زيادة التوزيعات وسالبة في حال التخفيض.
- أما في نيجيريا كانت العوائد موجبة للأسهم ذات حجم التداول المرتفع وسالبة للأسهم ذات حجم التداول المنخفض.

3. إن سياسة توزيع الأرباح المتبعة تؤثر على سلوك الأسهم أو أسعارها، كما نتج

في فرنسا والسودان والباكستان والصين.

4. تعتبر سياسة التوزيع النقدي الأكثر تأثيراً على قيمة الشركة للأسواق المالية في قطر وفرنسا والكويت وماليزيا، ونتج أن المستثمرين في كل من فرنسا والأردن والعراق يفضلون الحصول على توزيعات نقدية بدلاً من احتجازها.

5. إن عامل القيمة السوقية من أكثر العوامل تأثيراً على سيولة الأسهم، وذلك في كل من الأردن والعراق.

6. ترتبط سيولة الأسهم بعلاقة عكسية مع العوائد في اليابان والصين وأمريكا.

7. يرتبط معدل عائد السهم بعلاقة طردية مع معدل التوزيعات في سوق فلسطين المالي، ومع نسبة القيمة الدفترية إلى السوقية في كل من اليونان وأمريكا.

8. يرتبط معدل عائد السهم بعلاقة عكسية مع معدل نمو الأصول ومعدل نمو التضخم في أمريكا، ومع الحجم في تركيا.

1.9 ما يميز الدراسة الحالية:

تتميز الدراسة الحالية بأنها الدراسة الأولى في سوق دمشق للأوراق المالية التي تختبر كفاءة السوق من خلال دراسة حالة التوزيع النقدي للأرباح، وتأثيرها على سيولة الأسهم والعوائد المحققة، وفق المستوى القوي وشبه القوي لسوق دمشق للأوراق المالية، وتوضح سلوك العوائد الناتج عن حالة التوزيعات النقدية.

يمكن أن تسهم هذه الدراسة أيضاً في تفسير بعض الحالات الشاذة المشاهدة في سوق دمشق للأوراق المالية مثل ظاهرة شهر أيار (Mouselli and AlSamman, 2016) التي تشير إلى وجود عوائد موجبة وهامة إحصائياً في شهر أيار من كل عام، بينما عوائد باقي الأشهر سالبة أو غير هامة إحصائياً.

ولأجل الإلمام بالمفاهيم التي تقوم عليها الدراسة سيتم استعراض مفاهيمها النظرية الخاصة بها من توزيعات الأرباح والعوائد والسيولة في الفصل الآتي.

الفصل الثاني:

الإطار النظري للدراسة

المبحث الأول: مفهوم سياسة توزيع الأرباح وأنواعها وآلياتها والنظريات المتبعة.

تعتبر سياسة توزيع الأرباح من أهم السياسات التمويلية في الشركة، نظراً لارتباطها المباشر بالمساهمين، وقرارات مجلس الإدارة، وانعكاساتها على السعر السوقي للسهم، حيث تتمثل سياسة توزيع الأرباح في اتخاذ مجلس إدارة الشركة قراراً بتقسيم أرباح الشركة الصافية ما بين أرباح موزعة على المساهمين وأرباح محتجزة لإعادة استثمارها بما يزيد من قيمة الشركة المستقبلية وقدرتها على النمو أكثر.

تُعرف توزيعات الأرباح بأنها: تلك الدفعات النقدية المقرر توزيعها على حملة الأسهم العادية وفقاً لربحية المنشأة وسيولتها⁴⁹.

2.1.1 المطلب الأول: مفهوم سياسة توزيع الأرباح وأنواعها والعوامل المؤثرة عليها.

يمكن تعريف سياسة توزيع الأرباح بأنها: قرار تحديد الجزء من الأرباح الذي يوزع على المساهمين والجزء الذي يستبقى دون أن يتم توزيعه⁵⁰.

أي أن الأرباح الموزعة تمثل التدفق النقدي الذي يتلقاه المساهمون كمردود ملموس على استثماراتهم في أسهم الشركة التي يستثمرون فيها، وهذه الأرباح تمثل دخلاً جالياً ينتظره ويتوقعه العديد من المساهمين ليغطي استهلاكهم الجاري من السلع والخدمات.

وتبرز أهمية سياسة توزيع الأرباح في مجال الإدارة المالية من عدم الاتفاق على العديد من الجوانب المرتبطة بسياسة التوزيعات، فمثلاً هل يتم إجراء توزيعات على المساهمين؟ أم يتم احتجاز الأرباح واستخدامها كمصدر أموال داخلي لتمويل عمليات التوسع والمساهمة في النمو؟

⁴⁹ Samual and Others, 1995, Management of Company Finance, 6th ed.,.

⁵⁰ الشريف، حمادو، 1990، سياسات توزيع الأرباح وأثرها على سعر السهم. في الشركات الصناعية الأردنية، الأردن، الجامعة الأردنية.

وحيث إن قيام المؤسسة بتوزيع الجزء الأكبر من أرباحها يعني احتجاز نسبة أقل من الأرباح، وهو ما يترتب عليه انخفاض فرص النمو ومن ثم ربما ينجم عنه انخفاض سعر السهم.

كما أن الأرباح المحتجزة تعتبر مصدراً رئيسياً لتمويل الاستثمار والتوسع في الشركات، أي أن قرار توزيع الأرباح من عدمه وثيق الصلة بهيكل رأس المال. وعلى الرغم من أن التوسع مرغوب فيه، كذلك توزيع الأرباح مرغوب فيه أيضاً، وهذا يعني أن الهدفين مطلوب تحقيقهما رغم تعارضهما.

2.1.1.2 أنواع توزيعات الأرباح:⁵¹

(1) توزيع أسهم مجانية :

يتم التوزيع في هذه الحالة بزيادة عدد الأسهم عن طريق ضم الاحتياطيّات والأرباح إلى رأس المال، حيث إنه:

1. لا تتغير قيمة حقوق الملكية وإنما يتغير عدد الأسهم المدرجة والمتداولة في السوق المالي.

2. لا تتغير القيمة الدفترية للشركة وإنما تتغير القيمة السوقية والاسمية.

أما في حالة التجزئة يتم تجزئة السهم إلى عدة أسهم بحيث تتغير القيمة الاسمية للسهم الواحد مع تغير عدد الأسهم المتداولة.

وبالتالي الفرق بين التجزئة وتوزيع أسهم مجانية هو أن عدد الأسهم الجديد في حالة التجزئة أكبر منه في حالة التوزيع المجاني للأسهم مع اختلاف القيمة الاسمية للسهم الواحد، بينما تبقى كما هي عليه في حالة توزيع أسهم مجانية، وتبقى قيمة حقوق الملكية الإجمالية ثابتة لا تتغير في كليهما.

⁵¹Hillier and Others , 2010, Corporate Finance, Chapter 18, p:488-526.

جدول (1): الفرق بين حالة توزيع أسهم مجانية وتجزئة الأسهم		
المتغيرات	حالة توزيع أسهم مجانية	حالة تجزئة الأسهم
القيمة الاسمية للسهم الواحد	لا تتغير	تتغير وفقاً لنسبة الاشتقاق
القيمة الدفترية للشركة	لا تتغير	لا تتغير
القيمة السوقية للشركة	تتغير وفقاً لأنظمة وقواعد السوق المالي	تتغير وفق أنظمة السوق المالي
عدد الأسهم	في هذه الحالة عددها أقل من العدد في حالة التجزئة	في هذه الحالة عددها أكبر من العدد في حالة التوزيع المجاني

*الجدول إعداد الباحثة

أما في سوق دمشق المالي فإن التوزيعات المجانية تؤدي إلى تغير قيمة الشركة السوقية بتدخل السوق وفقاً لأنظمتها وليس وفقاً للعرض والطلب على الورقة المالية، وذلك بسبب الحدود السعرية الموجودة التي قد لا تسمح لآلية العرض والطلب أن تعكس التغير من جلسة تداول واحدة، ويتم حساب القيمة السوقية للشركة وفق الآلية الآتية:

$$\text{السعر المرجعي لآخر جلسة تداول قبل التوزيع} \times \text{عدد الأسهم قبل التوزيع} = \frac{\text{السعر السوقى الجديد}}{\text{عدد الأسهم الكلى بعد التوزيع}}$$

(2) توزيعات نقدية:

في هذه الحالة يتم توزيع مبالغ نقدية حقيقية تدر عائداً مالياً على المساهمين، وتكون إما من الأرباح المحققة فعلياً، أو توزيعات من رأسمال الشركة وهو ما يدعى باستعادة الأسهم (أسهم خزينة) وهي شراء الشركة لعدد من أسهمها من المساهمين واستقصائها من التداول (وفقاً لوضع الشركة وسياسة الإدارة فيها) حتى يتم أخذ القرار بعد ذلك إما بإعادتها للتداول فيما بعد أو استنفادها.

جدول (2): الفرق بين حالة التوزيع النقدي واستعادة الأسهم		
المتغيرات	حالة توزيع نقدي	حالة أسهم خزينة
القيمة الاسمية للسهم الواحد	لا تتغير	لا تتغير
القيمة الدفترية للشركة	تتغير وفقاً لمبالغ التوزيع النقدي	تتغير وفقاً لعدد أسهم الخزينة المستعادة
القيمة السوقية للشركة	تتغير وفق أنظمة السوق المالي	تتغير وفق أنظمة السوق المالي
عدد الأسهم	لا يتغير	يتغير وفقاً لعدد أسهم الخزينة المستعادة

*الجدول إعداد الباحثة

والشائع أن أغلب الشركات تقوم بإعطاء توزيعات نقدية منتظمة بمقدار 2 أو 4 مرات في السنة كما في الولايات المتحدة الأمريكية وقد تعطي فائض نقدي إضافي أيضاً حسب ما يناسب سياساتها التشغيلية والاستثمارية والتمويلية.

أما في سوق دمشق المالي فإن التوزيعات النقدية معظمها كانت غير منتظمة المبالغ، ومرة واحدة في العام إن وجدت (ماعدا حالة واحدة فقط – شركة الوطنية للتأمين – حيث تم التوزيع نقداً مرتين في العام ذاته)، مع وجود حالات توزيع أسهم مجانية ولا يوجد حالات لشراء أسهم خزينة بعد.

ويتم تعديل القيمة السوقية للشركة في سوق دمشق المالي (في حالة التوزيع النقدي) بتدخل من إدارة السوق المالي وليس وفقاً للعرض والطلب على الورقة المالية، كما ورد في المادة (10)⁵² من دليل إجراءات توزيع أرباح الشركات المدرجة في سوق دمشق، حيث يتم حساب السعر السوقي (المرجعي) الجديد بعد التوزيع كالاتي:

السعر السوقي الجديد = السعر المرجعي في جلسة ما قبل اجتماع الهيئة العامة – قيمة الأرباح المقرر توزيعها للسهم الواحد.

⁵² المادة (10)، القرار رقم 355: دليل إجراءات توزيع أرباح الشركات المدرجة في السوق، www.dse.sy

وبما أن المتبع بالنسبة لتوزيع الأرباح في سوق دمشق للأوراق المالي هما حالتا الأسهم المجانية والتوزيع النقدي من الأرباح فنجد أنه يمكن التمييز بين حالتَي التوزيع النقدي والأسهم المجانية:

جدول (3): الفرق بين حالة التوزيع النقدي والأسهم المجانية في سوق دمشق		
المتغيرات	حالة توزيع نقدي	حالة أسهم مجانية
القيمة الاسمية للشركة	لا تتغير	تتغير وفقاً لتغير عدد الأسهم بعد التوزيع أما القيمة الاسمية للسهم الواحد فلا تتغير
القيمة الدفترية للشركة	تتغير وفقاً لمبالغ التوزيع النقدي فتطرح التوزيعات من القيمة الدفترية للشركة	لا تتغير لأنه عبارة عن ضم الأرباح المحتجزة المأخوذ بها بعين الاعتبار في حساب القيمة الدفترية قبل وبعد التوزيع المجاني للأسهم
القيمة السوقية للسهم (السعر المرجعي الجديد)	السعر المرجعي قبل اجتماع الهيئة مطروحاً منه نصيب السهم الواحد من الأرباح الموزعة	القيمة السوقية للشركة قبل الزيادة مقسوماً على عدد الأسهم الكلي بعد الزيادة
عدد الأسهم	لا يتغير	يتغير وفقاً لعدد الأسهم المجانية التي سيتم توزيعها

*الجدول إعداد الباحثة

2.1.1.3 العوامل المؤثرة على سياسة التوزيع:

إن سياسة توزيع الأرباح المتبعة تختلف وفق العوامل التي تؤثر عليها، فهناك العديد من العوامل المحددة لقرار توزيع الأرباح أو احتجازها والتي يجب أخذها بعين الاعتبار عند وضع سياسة التوزيع الملائمة. ويختلف أثر كل عامل منها باختلاف ظروف الشركة، ويمكن إيجازها فيما يلي:

1. التشريعات القانونية:

إن قدرة الشركة على توزيع أرباح تتأثر إلى حد كبير بالقواعد والقوانين التي تتحكم في سياسة توزيع الأرباح، ومن هذه القواعد ما يلي:⁵³

⁵³ الهواري، سيد، 1986، الاستثمار والتمويل طويل الأجل، دار المعارف، القاهرة، ص: 285 .

أ - قاعدة صافي الأرباح: وتوضح أن توزيعات الأرباح يمكن دفعها من الأرباح الحالية أو الماضية.

ب - قاعدة ضعف رأس المال: وهذه تحمي المقرضين بمنع دفع توزيعات الأرباح من رأس المال.

ت - قاعدة الإعسار: توضح هذه القاعدة أن الشركات لا تستطيع دفع توزيعات الأرباح عند الإفلاس.

وربما تصل القواعد القانونية إلى تحديد الحد الأدنى أو الأقصى للأرباح الموزعة، وربما تحديد نسبة التوزيع ذاتها، وتوجد في بعض البلاد قوانين تلزم الشركات المساهمة بالاحتفاظ باحتياطي إلزامي بنسبة معينة من الأرباح الصافية.

ففي سوريا نصت م(82) ق(29) لعام 2011 أن: على الشركة أن تقتطع كل سنة 10 بالمئة من أرباحها الصافية لتكوين احتياطي إجباري ولها أن توقف هذا الاقتطاع إذا بلغ الاحتياطي ربع رأس المال، وجاء في م(201) منه أن: ليس للشركة توزيع أي ربح على المساهمين إلا بعد تغطية الخسائر المدورة من سنوات سابقة.⁵⁴

وبالتالي نجد أن الأنظمة والقوانين تحد من حرية مجلس إدارة الشركة في تقرير حجم الأرباح الموزعة للمساهمين أي سياسة التوزيع المتبعة.

2. مركز السيولة:

يتطلب توزيع الأرباح على المساهمين توفر السيولة النقدية اللازمة، فقد تكون الشركة محققة لأرباح وفيرة ولكن هذه الأرباح احتجرت واستعملت لتمويل موجودات الشركة وخاصة الشركات التي تنمو بمعدلات نمو عالية وتستعمل كافة مصادر التمويل المتاحة لها لتمويل التوسع، وأيضاً بعض الشركات تعاني من ضائقة سيولة في مراحل الكساد الاقتصادي نظراً لانخفاض المبيعات، فإن هذا يحد من مقدرة الشركات على دفع الأرباح الموزعة النقدية، لذا يجب على الشركة أن تقوم بتحديد وضع السيولة فيها

⁵⁴ المرسوم التشريعي 29 لعام 2011 قانون الشركات.

وحاجاتها المستقبلية من السيولة وبعد ذلك تقرر حجم الأرباح التي تستبقها والجزء من الأرباح الذي توزعه على المساهمين⁵⁵.

3. الحاجة إلى تسديد الديون:

عندما تقوم الشركة بتمويل التوسع بالقروض فإنها تواجه بديلين: إما تسديد القرض عند الاستحقاق عن طريق الحصول على قرض جديد أو عمل ترتيبات لرد قيمة القرض من أموالها الذاتية، وهنا يكون على المدير أن ينظر للأرباح المحققة ليس فقط على أنها مورد جديد يمكن استعماله في الاستثمار والتوسع، وإنما كوسيلة لتسديد القروض، وبالتالي يوضع معدل توزيع أرباح وفق ذلك⁵⁶.

4. القيود على عقود الدين:

إن عقود الديون طويلة الأجل غالباً ما تحد من حرية الشركة في توزيع الأرباح نقداً، لأنه يتوجب على الشركة أن تلتزم بجدول تسديد قروضها لحماية الدائنين، وبالتالي فإن الأرباح الصافية تستعمل أولاً لتسديد أقساط القرض المستحقة، وقد تُلزم اتفاقية القرض الشركة بعدم توزيع أرباح بعد أخذه حتى يتم سداؤه، وقد تحظر عليها توزيع أرباح إذا انخفض رأس المال العامل عن مستوى معين .

5. معدلات نمو الشركة (معدل التوسع):

كلما كان معدل النمو في الأصول كبيراً زادت الحاجة إلى تمويل التوسع في الأصول أكثر، وبالتالي كانت الاحتياجات المالية في المستقبل كبيرة، مما يشجع على احتجاز الأرباح بدلاً من توزيعها، ولكن من جهة أخرى يجب على الشركة أن توزع أرباحاً عندما يكون عائد استثمار الأرباح المحتجزة أقل من المعدل الذي يحصل عليه المساهم فيما لو وزعت تلك الأرباح.

6. عائد الفرص الاستثمارية المتاحة للشركة:

⁵⁵ الشماخ، خليل، 1992، الإدارة المالية، جامعة بغداد، بغداد، ص: 224 .
⁵⁶ الهواري، سيد، 1986، الاستثمار والتمويل طويل الأجل، دار المعارف، القاهرة، ص: 286 .

إذا لم ترغب الشركة باستثمار أموالها في أصول إنتاجية أو كانت لا ترغب في استهلاك ديونها، يمكن توزيع الأرباح التي حققتها على المساهمين، أما إذا توفر لدى الشركة فرصة استثمارية مربحة يمكن استخدام الأرباح التي تحققت في تمويلها⁵⁷.

7. ثبات الإيرادات:

إن الشركة التي تشهد استقراراً نسبياً في الأرباح غالباً ما تدفع نسبة أعلى من الأرباح الموزعة، بخلاف تلك التي لديها تذبذب في الأرباح فيتجه مجلس الإدارة هنا نحو احتجاز نسبة عالية من الأرباح في الشركة تحسباً للمستقبل.

8. التعامل مع سوق الأوراق المالية:

تعاني الشركات الصغيرة والجديدة من القدرة المحدودة على الاقتراض والتمويل بإصدار أسهم، وذلك لأنها لا تكون معروفة جيداً من قبل المصارف والمستثمرين، ولذلك تتجه نحو احتجاز نسبة كبيرة من الأرباح مقارنة بالشركات الكبيرة والقديمة التي توزع نسب أرباح أكبر على المساهمين.

9. تكاليف المعاملات المالية:

إذا احتاج المستثمر إلى دخل للقيام بعملية استثمارية أو مواجهة أعباء معيشية، فإن تكلفة هذه العملية تكون منخفضة إذا كان مصدر الدخل هو التوزيعات وعدم بيع الأسهم.

10. الشروط التعاقدية:

قد تتضمن الاتفاقيات بين الشركة وحملة الأسهم الممتازة أو السندات ألا توزع الشركة أي أرباح على مساهمي الأسهم العادية إلا بعد الوفاء بجميع التزاماتها تجاههم.

11. تفضيلات المساهمين الحاليين:

تلعب تفضيلات المساهمين الحاليين في الشركة دوراً هاماً في تحديد سياسة توزيع الأرباح، ففي الشركات التي تمتلكها مجموعة صغيرة من الأفراد يكون الاتجاه نحو احتجاز نسبة كبيرة من الأرباح، وذلك لأن المساهمين قد يفضلون تأمين احتياجات

⁵⁷ حنفي، عبد الغفار، 2000، أساسيات الإدارة المالية، دار المعرفة الجامعية، الإسكندرية، ص: 233 .

التمويل بالملكية عن طريق احتجاز الأرباح عوضاً عن إصدار الأسهم حتى لا يخسروا سيطرتهم على الشركة، أيضاً إذا كان معدل ضريبة الدخل للمساهمين الحاليين مرتفعاً فإنهم يفضلون احتجاز الأرباح وأخذ عائداتهم في شكل ربح رأسمالي لأنه يخضع لمعدل ضريبة أقل (كما في الولايات المتحدة الأمريكية).

وبالتالي نجد أن هذه العوامل تؤثر في سياسات توزيع الأرباح المتعددة، حيث يتاح للشركة اختيار السياسة الأنسب لها من سياسات التوزيع المتعددة والتي سيتم ذكرها في المطلب الآتي

2.1.2 المطلب الثاني: أنواع سياسات توزيع الأرباح ونظريات التوزيع المتبعة.

2.1.2.1 أنواع سياسات توزيع الأرباح:

هناك كثير من السياسات التي تتبعها الشركات في توزيع الأرباح من أهمها⁵⁸:

1. سياسة الأرباح الموزعة المستقرة:

تتمثل هذه السياسة بأن تقوم الشركة بدفع توزيعات أرباح ذات قيمة مستقرة، وبالتالي معدل توزيع الأرباح يتغير تبعاً لتغير أرباح الشركة.

وفق هذه السياسة لا تعتمد الشركة إلى زيادة الأرباح الموزعة على المساهمين كلما ازدادت أرباحها، لأن هذا يعني التزاماً ضمنيّاً من إدارة الشركة بالمحافظة على هذا المستوى من الأرباح الموزعة الذي قد لا تبرره احتمالات انخفاض أرباح الشركة مستقبلاً.

وبالمقابل تعني هذه السياسة أن الشركة لا تعتمد إلى خفض الأرباح الموزعة كلما انخفضت أرباح الشركة، فالشركة قد تنخفض أرباحها في سنة ما ولكنها تستمر بتوزيع الأرباح على المساهمين بالقيمة المعتادة، إلا إذا اعتقدت الإدارة أن الانخفاض في الأرباح ناتج عن أسباب جوهرية تتعلق بالوضع الاقتصادي العام وسيستمر مستقبلاً.

ونجد في الواقع أن كثير من الشركات تتبع سياسة توزيع أرباح مستقرة وذلك للاعتقاد بأن المساهمين عامة يفضلون ذلك كمورد دخل ثابت يغطي احتياجاتهم، وبالتالي يكون لهذه السياسة تأثير إيجابي على سعر سهم الشركة في السوق لاسيما إن كان غالبية المستثمرين بالسهم من صناديق التقاعد التي ترغب في تأمين دخل مستقر للمتقاعدين (كشركة النفط البريطانية التي حافظت على أرقام توزيعات أرباحها بعد التسرب النفطي في خليج المكسيك ورغم الغرامات الضخمة التي تكبدتها).

⁵⁸ [da3.org/t39-topic*http://mbagroup.ib](http://mbagroup.ib)، سمنار سياسات توزيع الأرباح، 2010.

2. سياسة توزيع الفائض (الباقى):

وفقاً لهذه السياسة تقوم الشركة باحتجاز الأرباح وإعادة استثمارها مرة أخرى كلما كانت لديها مشروعات استثمارية تحقق معدل عائد أعلى من الذي يحققه حملة الأسهم عند قيامهم باستثمار أموالهم بأنفسهم، بينما توزع ما يتبقى على المساهمين.

ويترتب على تطبيق هذه السياسة تذبذب مقدار العائد النقدي الذي يتم توزيعه على المساهمين من عام لآخر تبعاً لدرجة توفر المشروعات الاستثمارية التي يمكن تمويلها عن طريق الأرباح المحتجزة، ففي حالة عدم توفرها تقوم الشركة بتوزيع الأرباح كعائد نقدي للمساهمين.

وفي ظل تطبيق سياسة الفائض فإن الشركات التي تتميز بمعدلات نمو مرتفعة هي التي تلجأ إلى احتجاز الأرباح لتمويل مشروعات التوسع، بينما الشركات ذات معدلات النمو المنخفضة تقوم بتوزيع الجزء الأكبر من أرباحها كعائد نقدي على المساهمين نظراً لعدم الحاجة لإعادة استثمار تلك الأرباح.

أي أن التوزيعات ترتبط بعلاقة عكسية مع نمو الشركة وفقاً لهذه السياسة، وهذا يفسر النظرة السلبية التي ينظرها بعض المستثمرين لهذه الشركات رغم توزيعها أرباحاً مرتفعة.

3. سياسة توزيع نسبة ثابتة من الأرباح:

تعتمد هذه السياسة على توزيع نسبة مئوية ثابتة من صافي الأرباح كعائد نقدي للمساهمين، وبسبب تذبذب الأرباح من عام لآخر فإن العائد النقدي الذي يتم توزيعه على المساهمين سوف يتذبذب أيضاً وفقاً لهذه السياسة.

ولتجنب الآثار السلبية الخاصة بتذبذب مستويات العائد النقدي على أسعار الأسهم، يتم اعتياد هذه السياسة، حيث إن نسبة التوزيع التي يتم اختيارها وفقاً لتلك السياسة تمثل متوسط النسبة المستهدفة التي تسعى الشركة إلى تحقيقها في الأجل الطويل

وليست النسبة التي يتم الالتزام بها بصورة قاطعة كل عام، ويعني ذلك إمكانية تجاوز تلك النسبة من عام لآخر تبعاً للظروف التي تمر بها الشركة. وللمحد من حدوث مثل هذا التجاوز يتم اختيار النسبة بعد دراسات مستفيضة لمستويات الأرباح المتوقعة خلال الأعوام القادمة.

4. سياسة توزيع نسبة من القيمة السوقية للسهم:

تقوم بعض الشركات بربط نسبة التوزيع بالقيمة السوقية للسهم وليس بالقيمة الاسمية لها، وذلك لأن التوزيعات في هذه الحالة تزداد في حالة تحسن أداء الشركة وتتنخفض إذا كان الأداء سيئاً، فلا تضطر الشركة لدفع توزيعات ثابتة فيما لو كان الأداء سيئاً فيحمل الشركة عبئاً مضاعفاً فيما لو تم ربط نسبة التوزيع بالقيمة الاسمية للسهم⁵⁹.

5. سياسة توزيع مقدار نقدي منخفض مع إضافة علاوة في سنوات الرواج:

تتمثل هذه السياسة في أن تلتزم الشركة بتوزيع مقدار نقدي منخفض كعائد على المساهمين بصورة منتظمة كل عام، مع إمكانية توزيع مقدار نقدي آخر كعائد إضافي يتم توزيعه في السنوات التي تزداد فيها أرباح الشركة بصورة كبيرة. ووفقاً لهذه السياسة فإن توزيع هذا العائد الإضافي في سنوات الربحية المرتفعة يساعد الشركة على تجنب إعطاء المساهمين انطباعاً وهمياً بأن الزيادة في الأرباح زيادة دائمة يمكن الاعتماد عليها بصورة مستديمة.

وعند اتباع هذه السياسة يمكن أن تقوم الشركة بزيادة العائد النقدي الذي يتم توزيعه كل عام بعد أن تتأكد إدارة الشركة بأن مستويات الأرباح المستقبلية تسمح لها بتغطية هذا المستوى الجديد من العائد النقدي السنوي.

الخلاصة مما ورد أعلاه:

نجد أن أنواع سياسات توزيعات الأرباح المتبعة تختلف وفقاً لمتطلبات الشركة وما تهدف إلى تحقيقه وفق سياساتها الاستثمارية ورغبات مساهميها المستثمرين فيها، وبالتالي لا توجد سياسة مفضلة على أخرى إلا أن واقع الشركات العالمية يشير إلى أن

⁵⁹ كفوري، محمد عيد، 2013، العوامل المؤثرة في سيولة الأسهم في سوق عمان المالي، رسالة ماجستير، جامعة دمشق، ص: 137.

الشركات تميل إلى الاستمرار في السياسة نفسه وعدم تغييرها من وقت لآخر لتجنب إرسال إشارات سلبية للمستثمرين.

2.1.2.2 نظريات توزيع الأرباح:

لقد حظيت سياسات توزيع الأرباح بنظريات تحاول تفسيرها تتدرج في ما يعرف في الأدبيات المالية بنظريات توزيع الأرباح (Dividends Theories).

ومن الملاحظ وجود تباين كبير في المضامين الفلسفية لنظريات تفسير العلاقة بين توزيعات الأرباح والعوائد السوقية للأسهم، لكن السؤال الجوهرى المطروح في جميع هذه النظريات التي تناولت سياسة توزيع الأرباح كان يدور حول مدى إمكانية الوصول إلى سياسة مثلى – إن وجدت – تسمح بتعظيم ثروة المساهمين.

ويمكن تقسيم النظريات التي عالجت سياسة توزيع أرباح السهم إلى خمس نظريات أساسية، سيتم إيرادها، وسنذكر خلاصة بإيجاز عن كل منها:

1. نظرية حيادية التوزيعات:

بدأ البحث في العلاقة بين توزيعات الأرباح والعوائد السوقية للأسهم Miller and Modigliani⁶⁰، حيث يرى كل منهما في ظل هذه النظرية عدم وجود علاقة بين سياسة توزيع الأرباح وسعر السهم، أي أن أسلوب تقسيم الأرباح على شكل توزيعات نقدية أو أرباح محتجزة يتم إعادة استثمارها لا يؤثر على قيمة الشركة.

وأوضحا أن قيمة الشركة تتأثر بكفاءة القرارات الاستثمارية والتمويلية وقدرتها على توليد التدفقات النقدية الداخلة، بمعنى آخر تتوقف قيمة الشركة على مدى الاستخدام الأمثل للموارد المختلفة المتاحة وليس على الكيفية التي يتم من خلالها التعامل مع الأرباح سواء توزيع أو احتجاز، وبالتالي تتحدد قيمة الشركة بقوة ربحها الأساسية ومخاطرة أعمالها فقط.

⁶⁰ Miller, and Modigliani, 1961, Dividend Policy, Growth and Evaluation of Shares, Review of Economics and Statistics, Oct.

خلاصتها: الحصول على توزيعات الأرباح أو إعادة استثمار الشركة لأرباحها الصافية لتحقيق النمو بالنسبة للمستثمر سواءً، وتفترض هذه النظرية أنه:

أ - لا يوجد من يستطيع السيطرة والتأثير في أسعار الأسهم في الأسواق المالية التي تتصف بأنها أسواق منافسة تامة، والمعلومات متاحة للجميع حول الأسعار ولا توجد تكاليف للمعاملات أو ضرائب عليها.

ب - التأكد التام حول مستقبل البرامج الاستثمارية وخاصة فيما يتعلق بالفوائد.

ت - الرشد والعقلانية في اتخاذ القرارات من قبل المستثمرين.

ث - سياسة توزيعات الأرباح لا ترتبط مع سياسة الاستثمار، وسياسة الاستثمار ثابتة لا تتغير.

ج - عدم تأثير كلفة رأس المال بسياسة توزيعات الأرباح.

2. نظرية عصفور في اليد:

تعرضت نظرية Miller & Modigliani لعدد من الانتقادات لأنها افترضت أن الشركة تعمل في ظل منافسة تامة، وهذه حالة اقتصادية مثالية لا يمكن تواجدها في الواقع.

وافترضت نظرية حيادية الأرباح استقلالية سياسة الاستثمار عن سياسة توزيع الأرباح وذلك غير واقعي بسبب عدم مرونة عرض الأموال.

ومن الانتقادات أيضاً عدم إمكانية توفر المعلومات بالقدر الكافي لجميع المتعاملين في السوق المالية مما ينافي افتراض رشد القرارات الاستثمارية، وكذلك عدم موضوعية فرضية انعدام تكلفة التمويل أو الضرائب⁶¹.

ونتيجة لهذه الانتقادات أتت نظرية The bird in the hand التي صاغها Gordon & Lintner⁶² حيث اقترحا أن هناك علاقة مباشرة بين سياسة الشركة في

⁶¹ نور، والفضل، 2003، العلاقة بين توزيعات الأرباح والعوائد السوقية غير العادية للأسهم ومدى تأثيرها بربحية الشركة وحجمها ودرجة مخاطرتها الانظامية: دراسة ميدانية مقارنة بين الشركات المساهمة العامة العراقية والأردنية (دراسات، العلوم الإدارية، مجلد 30 العدد 1)، ص: 185

⁶² Gordon , Lintner, 1962, The Savings Investment and Valuation of the Corporation, Review of Economics and Statistics, P:37-51

توزيعات الأرباح وقيمتها السوقية، وتشير النظرية إلى أن التوزيعات تلغي حالة عدم التأكد بالنسبة للمستثمر، وهو هدف لا تحققه الزيادة في القيمة السوقية للسهم الناجمة عن احتجاز الأرباح، فلذلك يجب على الشركة أن توزع نسبة عالية من التوزيعات النقدية مما يؤدي إلى معدل عائد أكبر ناتج عن توزيعات الأرباح. ومن ثم يؤدي إلى تعظيم القيمة السوقية للسهم، أي أن المستثمر يفضل الحصول على الوحدة النقدية من التوزيعات عن حصولها على شكل أرباح رأسمالية؛ لأن التوزيعات تنطوي على مخاطر أقل بالمقارنة بالأرباح الرأسمالية، وهذا يعني أن عائد التوزيعات أكثر تأكيداً من العوائد الرأسمالية المتأتية من احتجاز الأرباح، وهذا ما يعكسه اسم النظرية "العصفور في اليد": (التوزيعات في يد المستثمر في الوقت الحالي أفضل من الأرباح الرأسمالية التي سيحققها في المستقبل) باعتبار أن المستقبل محتمل غير مؤكد.

خلاصتها: المستثمر يفضل الحصول على العوائد على شكل توزيعات أرباح أكثر من احتجازها على شكل أرباح رأسمالية بسبب المخاطر التي تكتنف تحقق التوزيعات، أي يفضل المستثمرون أن يكون معدل التوزيعات أكبر ما يمكن، وتفترض هذه النظرية ما يلي:

أ - لا تخضع عوائد الأسهم للضريبة سواء كانت هذه العوائد متمثلة بالأرباح الرأسمالية المتحققة من جراء بيع الأسهم أو بتوزيعات الأرباح.

ب - معدل العائد على الاستثمارات ثابت وكذلك معدل العائد المطلوب ثابت، ويمثل كلفة التمويل الذاتي أي تكلفة الفرصة البديلة للمساهمين.

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

ث - معدل نمو الشركة ثابت ويمثل نسبة احتجاز الأرباح 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.

3. نظرية التفضيل الضريبي:

تحاول هذه النظرية توضيح أثر الضريبة على اختيارات المستثمرين، حيث ترفض نظرية حيادية سياسة توزيع الأرباح، وتعاكس نظرية "عصفور في اليد"، وتدفع الشركات لاحتجاز أكبر قدر من الأرباح الناتجة، فتقوم على مبدأ أن المستثمر يفضل احتجاز الأرباح على التوزيعات النقدية بسبب المعاملة التفضيلية الضريبية، حيث إن الأرباح الرأسمالية تخضع لمعدل ضريبة أقل من الضريبة على التوزيعات النقدية، ووفقاً لهذه النظرية يجب على الشركات أن تقلل التوزيعات النقدية إلى أدنى مستوى إذا كانت رغبة في تعظيم قيمة الأسهم.

ووفقاً لهذه النظرية يفضل المستثمرون الاستثمار في تلك المؤسسات التي تقوم بتوزيع نسبة أقل من صافي الأرباح، فحسب كل من (Brigham, 1993 and Weston) أنه في حالة وجود الضرائب فإن المستثمر يفضل إعادة استثمار الأرباح بدل من الحصول عليها، وبالتالي يفضل المؤسسات التي توزع أقل نسبة من الأرباح لتخفيض قيمة الضرائب التي يدفعها. وتوزيع نسبة أقل من الأرباح يعني إعادة استثمار نسبة كبيرة منها في أنشطة الشركة مما يؤدي إلى زيادة معدل نمو أرباحها، وطبقاً لنموذج Gordon, 1959 (معدل العائد المطلوب من طرف المساهمين يرتفع مع احتجاز الأرباح والاستثمارات المضافة) أي يؤدي إلى ارتفاع ثروة المستثمر، فالضرائب المستحقة على الأرباح الرأسمالية لا تدفع إلا مرة واحدة وهي عند بيع السهم، كما أن في حالة الاحتفاظ بالسهم حتى وفاة المساهم فإن الورثة لا يدفعون ضريبة على الأرباح الرأسمالية في حالة ما إذا قاموا ببيع السهم⁶³.

خلاصتها: المستثمر يفضل الحصول على العوائد على شكل أرباح رأسمالية أكثر من توزيعات الأرباح تقادياً لدفع مستوى أعلى من الضرائب.

4. نظرية الإشارة:

⁶³ بريش وبدروني، عبد القادر، عيسى، 2013، محددات سياسة توزيع الأرباح في المؤسسات الخاصة الجزائرية، الأكاديمية للدراسات الاجتماعية والإنسانية، قسم العلوم الاقتصادية والقانونية، العدد: 10، ص: 12.

ترى هذه النظرية أن المحتوى المعلوماتي لإعلان التوزيعات هو الذي يؤثر على سعر السهم، وتشير هذه النظرية إلى اهتمام المستثمرين بتقييم التغيرات في توزيعات الأرباح، وأن تغير سعر السهم سواء بالزيادة أو بالنقصان ليس بالضرورة ترجمة لتفضيل المستثمرين لتوزيعات الأرباح على احتجازها، بل تغير سعر السهم إنما هو نتيجة لانعكاس المعلومات المهمة التي يحملها إعلان توزيع الأرباح، حيث يستدل منها عن مضمون هذه التوزيعات. وطبقاً لهذه النظرية فإن المستثمرين ينظرون لأي تغييرات في سياسة التوزيع كإشارة حول دلائل الأرباح المستقبلية للشركة، حيث إن التوزيع الأعلى سوف يعطي إشارة إيجابية (Positive Signal) للمستثمرين بأن تنبؤ الشركة للأرباح المستقبلية إيجابياً، بينما الانخفاض في النسبة المدفوعة من توزيعات الأرباح ينظر إليه كإشارة سلبية (Negative Signal) عن أرباح الشركة مستقبلاً.

أي لو كان المستثمرون يتوقعون من شركة ما أنها سوف توزع نسبة أقل من توزيعات الأرباح (5%) مثلاً بينما وزعت فعلياً نسبة أعلى (25%) فإن سعر السهم سوف يرتفع، والعكس صحيح، أي أنه لو توقع المستثمرون نسبة عالية من توزيعات الأرباح ودفعت الشركة نسبة أقل بكثير، فإن سعر السهم سوف ينخفض في السوق المالي.

خلاصتها: المحتوى المعلوماتي لإعلان التوزيعات هو الذي يؤثر على سعر السهم في السوق المالي.

5. نظرية الزبائن:

يقصد بهذه النظرية قيام الشركة بتبني سياسة توزيع أرباح معينة تجتذب فئة من الزبائن تعجبهم تلك السياسة وتتماشى مع تفضيلاتهم، حيث تقول هذه النظرية إن بعض المستثمرين يفضلون نسبة أعلى من التوزيعات، في حين لا يحتاج آخرون إلى توزيعات الأرباح كدخل جارٍ، ويفضلون احتجاز الأرباح وإعادة استثمارها في الشركة ذاتها.

فلو انتهجت الشركة سياسة احتجاز الجزء الأعظم من الأرباح فإن المساهمين الذين يفضلون توزيع الجزء الأعظم سوف يتوجهون تدريجياً لبيع أسهمهم في الشركة.

ومن جهة أخرى إذا اتبعت الشركة سياسة توزيع نسبة عالية من الأرباح سيؤدي ببعض المساهمين إلى استلام دخول لا يرغبون فيها، إلى جانب اضطرابهم للقيام بعملية إعادة استثمار مثل هذه الفوائد المالية. واستناداً إلى ذلك فإن المساهمين الراغبين في توزيعات الأرباح العالية سوف يشترون أسهما في الشركات من هذا النوع، في حين يشتري المساهمون ممن يفضلون الاحتجاز العالي للأرباح أسهماً من الشركات من النوع الثاني وعلى أساس ذلك يتوزع المساهمون على الشركات في ضوء أفضلياتهم للدخل الجارية والمستقبلية والحالتان السابقتان لهما الأثر في ارتفاع أو انخفاض سعر السهم للشركة.

وتشير دراسة (Elton and Gruber,1970)⁶⁴ إلى أن أهمية سياسة توزيع الأرباح لا يقتصر أثرها على أسعار الأسهم في السوق المالية وإنما تمتد لتشمل مجموعات المستثمرين في أسهم الشركة، فتفضيلات المساهمين في الشركة متباينة تجاه سياسة توزيع الأرباح، فعلى سبيل المثال يفضل بعض المساهمين من المتقاعدين أو كبار السن توزيع الأرباح لأنهم يعدونه دخلاً أساسياً لاستهلاكهم، لذا يرون أن على الشركة أن توزع أكبر قدر ممكن من أرباحها، بينما تختلف وجهة نظر بعض المساهمين لاسيما ذوي الدخل المرتفع الذين لا يحتاجون إلى أرباح استثماراتهم في الشركة عن أولئك المتقاعدين، إذ يفضلون احتجاز تلك الأرباح لإعادة استثمارها مجدداً داخل الشركة.

ونتيجة لذلك التباين فإن المجموعة الأولى من المساهمين سيتخلون عن استثماراتهم في الشركة التي تحتجز الأرباح، ويشترون أسهم الشركات التي تعمل على توزيع الأرباح بصورة مستمرة، والعكس صحيح بالنسبة للمجموعة الثانية، وعليه فإن سياسة

⁶⁴ Elton, Gruber, 1970, Marginal Stock Holders Tax Effect and the Clientele Effects, Review of Economics and Statistics.

توزيع الأرباح قد لا تؤثر في حجم تداول أسهم الشركة في السوق المالية وبالتالي لا تأثير لها على قيمة الشركة.

خلاصتها: إذا غيرت الشركة سياسة توزيع أرباحها سيتغير فقط جمهور المستثمرين فيها حتى يعود التوازن - الذي يعتمد على طلب وعرض كل جمهور - من جديد.

من خلال هذه النظريات أعلاه نخلص إلى:

إن كل شركة تختار لاستثمارها سياسة توزيع أرباح تتلاءم مع الظروف التي تحيط بها، ثم تعمل على تنفيذها وفقاً للآليات المعتمدة لها، حيث تتخذ هذه الآليات شكلاً عاماً مشتركاً بين الدول، بينما تختلف تفصيلاتها من سوق لآخر وفقاً للقوانين النازمة لها ولطبيعة أنظمة البلد الموجودة فيه.

والمطلب الآتي يوضح الآلية المعتمدة لتوزيع الأرباح النقدية في كل من السوق الأمريكية والسورية الماليين.

2.1.3 المطلب الثالث: الآلية المعتمدة في السوق السورية لتوزيع الأرباح نقدية.

تختلف آلية تنفيذ قرار توزيع الأرباح والتواريخ المعتمدة من بلد لآخر، وذلك حسب حاجة البلد والقوانين الحاكمة وفيما إذا كانت السوق ناشئة ذات تعاملات محدودة فيمكن الإحاطة بتداولاتها وتغيرات سلوك مساهميها بسهولة، أو كانت السوق متقدمة فتعاملاتها اليومية ضخمة ، فيصعب حصر المساهمين المتداولين فيها.

ولكن بالإجمال لا تختلف الآلية بالشكل بين الدول وإنما في تفاصيلها حسب طبيعة كل سوق.

2.1.3.1 الآلية المعتمدة في السوق الأمريكية لتوزيع الأرباح النقدية: (Standard Method of Cash Dividend Payment)

إن قرار توزيع الأرباح يصدر من مجلس إدارة الشركة فتصبح الأرباح المقر توزيعها التزاماً على الشركة حتى يتم توزيعها فعلاً، ولا يمكن استعادتها إلا بقرار من مجلس الإدارة أيضاً، وتأخذ عملية التوزيع من حيث تاريخ الإعلان عن التوزيع حتى تاريخ التوزيع الفعلي السلوك الآتي:⁶⁵

يوم الإعلان ← Ex-dividend Date ← يوم إصدار سجل المساهمين ← يوم التوزيع



هنا يتم تعديل السعر السوقي للورقة (طرح التوزيع منها)

1. يوم الإعلان عن التوزيع (Declaration Date):

هو اليوم الذي تتخذ فيه الهيئة العامة للشركة المساهمة قراراً بالإعلان عن توزيع الأرباح وتحديد اليوم الذي سيتم توزيع الأرباح فيه وكمية التوزيعات وتحديد تاريخ اعتماد سجل أسماء المساهمين الذين سيتم التوزيع عليهم.

ويلاحظ أنه بعد تاريخ الإعلان عن التوزيع يزداد الطلب على أسهم الشركة التي أعلنت عن توزيع الأرباح، مما يؤدي إلى زيادة القيمة السوقية لهذه الأسهم.

⁶⁵ Hillier and Others , 2010, Corporate Finance, Chapter 18, p:488-526.

2. يوم ما بعد الحق في الأرباح الموزعة (Ex-dividend Date):

إن إعداد سجل المساهمين يحتاج لبعض الوقت من الشركات، ولكي يتم إصداره في اليوم المطلوب (يوم إصدار السجل) ولتفادي التضارب بين البائع والمشتري حول أحقية كل منها بالتوزيعات، فإن القوانين المتبعة عالمياً في الأسواق المالية (في الولايات المتحدة الأمريكية) تحدد أن الحق في توزيعات الأرباح يظل مرتبطاً بحامل الأسهم حتى قبل يومين من التاريخ النهائي لصدر سجل المساهمين الخاص بالتوزيع، وبالتالي من يشتري أسهماً بعد هذا التاريخ ولو كان قبل يوم إصدار السجل فإنه لا يدرج ضمن السجل، وبالتالي لا يملك الحق في الحصول على توزيعات، كذلك المستثمر الذي يبيع الأسهم قبل تاريخ EX-dividend يفقد الحق في الحصول على توزيعات الأرباح.

3. يوم إصدار سجل المساهمين (Date of Record):

هو تاريخ اليوم الذي تقوم فيه الشركة بإغلاق دفاتر تحويل الأسهم لإعداد قائمة المساهمين حتى هذا التاريخ، فيصدر فيه أسماء المساهمين في الأسهم الذين لهم الحق في توزيع الأرباح، ولا يدخل ضمن هذا السجل المساهمون الذين حصلوا على أسهم بعده حتى ولو كان قبل يوم التوزيع.

4. يوم التوزيع (Date of Payment):

هو التاريخ الذي تقوم فيه الشركة فعلياً بإصدار شيكات توزيع الأرباح وإرسالها للمساهمين كل حسب حصته⁶⁶.

تبلغ الفترة الوسطية (Interim period) بين يوم الإعلان ويوم التوزيع حوالي عشرة أيام.

ملاحظة: أثر تاريخ Date EX- dividend على سعر السهم:

⁶⁶ Weston, and et-al,1993, Essential of Managerial Finance, 10th edition, Harcourt, Brace College Publishers.

إنّ السعر السوقي للورقة يتغير بمقدار التوزيعات بعد Ex-dividend Date أي قبل يوم إصدار سجل المساهمين، ويتم التداول على السعر الجديد الذي يطرح منه التوزيعات التي أُقرَّ عنها في حالة افتراض عدم وجود ضرائب على التوزيعات النقدية. إلا أن التوزيعات النقدية تخضع لضريبة الأرباح، فالمستثمر يكون أمام خيارين:

إما: الاستثمار في الشركة قبل Ex-dividend Date وبالتالي الحصول على التوزيعات وتحمل الضريبة عليها.

أو: الاستثمار في الشركة بعد Ex-dividend Date وبالتالي عدم الحصول على الأرباح وبالتالي عدم تحمل الضريبة عليها.

ويتم الإعلان عن مقدار رقم التوزيعات وفقاً لإحدى الطرق المعتمدة في الإعلان عنها في الأسواق المالية.

2.1.3.2 طرق تحديد قيمة التوزيعات النقدية:

- تحديد رقم التوزيعات كقيمة لكل سهم (Dividend per share).
مثال: سيتم توزيع 100 ليرة سورية لكل سهم كأرباح نقدية، دون ربطها بأي معيار.
- يتم تحديد رقم التوزيعات كنسبة مئوية من السعر السوقي (Dividend yield).
مثال: سيتم توزيع 10% من القيمة السوقية للسهم في Ex-dividend Date كأرباح نقدية.
- تحديد رقم التوزيعات كنسبة مئوية من الأرباح المحققة (Dividend payout).
مثال: حققت الشركة 500 مليون ليرة سورية أرباح سنوية وسيتم توزيع 10% منها على المساهمين كأرباح نقدية.
- تحديد رقم التوزيعات كنسبة مئوية من القيمة الاسمية للسهم كأرباح نقدية.

مثال: في سوق دمشق للأوراق المالية يتم تحديد كمية الأرباح الموزعة كنسب مئوية من القيمة الاسمية للسهم.

2.1.3.3 آلية توزيع أرباح (نقدية) في سوق دمشق للأوراق المالية: (القرار رقم

(355)

ورد في القرار /355/ دليل إجراءات توزيع أرباح الشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية، فورد فيه:⁶⁷

المادة(2): ترسل الشركة المدرجة كتاباً إلى السوق قبل الإعلان عن انعقاد الهيئة العامة توضح فيه تاريخ الإعلان عن انعقاد الهيئة العامة أو تاريخ إرسال الدعوات للمساهمين لحضور الهيئة العامة وتاريخ انعقادها .

■ (أي أن الشركة هنا تحدد تاريخ الإعلان عن انعقاد الهيئة العامة التي سيتم تداول قرار توزيع الأرباح فيها أولاً).

المادة(3): تزود السوق الشركة المدرجة بنسخة عن سجل المساهمين المودعين لإرسال الدعوات إليهم لاجتماع الهيئة العامة، وذلك بناء على طلب الشركة قبل المدة المعينة المذكورة في القوانين والأنظمة والتعليمات النافذة .

■ (ويقصد هنا سجل المساهمين المالكين للأسهم ولهم الأحقية في حضور الاجتماع).

المادة(4): ترسل الشركة الدعوات للمساهمين لحضور اجتماع الهيئة العامة مع ضرورة الإيضاح بأنه في حال قام أحد المساهمين ببيع أسهمه خلال الفترة الواقعة ما بين إرسال الدعوات واليوم السابق لانعقاد الهيئة العامة سيفقد حقه في حضور الاجتماع وفي التوزيعات.

⁶⁷ www.dse.sy ، قوانين السوق، دليل إجراءات توزيع الأرباح الشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية، قرار/355/، 2009.

المادة(5): يحق للشخص الذي قام بشراء السهم خلال الفترة السابقة حضور اجتماع الهيئة العامة والتصويت وبالإضافة إلى حصوله على توزيعات.

المادة(6): تقوم السوق بإرسال سجل المساهمين النهائي للشركة ذات العلاقة في نهاية يوم العمل السابق لانعقاد اجتماع الهيئة العامة .

■ (في يوم الاجتماع يتم طباعة وثيقة لكل مساهم فيها عدد الأسهم المملوكة، وبناء عليه إذا دعي مستثمر لحضور الاجتماع وباع أسهمه قبل تاريخ انعقاد الاجتماع يحذف من السجل ويفقد حقه في حضور الاجتماع، كذلك إذا اشترى مستثمر في الفترة بين إرسال الدعوات وانعقاد الاجتماع يحق له حضور الاجتماع.

■ وبالتالي هناك سجلان للمساهمين: أولي من أجل الدعوة لحضور اجتماع الهيئة العامة، ونهائي في نهاية يوم العمل السابق للاجتماع. وبناء على الأسماء الواردة يتم تحديد المساهمين الذين لهم حق حضور الاجتماع والحصول على توزيعات الأرباح التي سيتم الإفصاح عنها).

المادة(7): يلتزم مجلس إدارة الشركة بالإجراءات اللازمة لتسليم الأرباح المقرر توزيعها على المساهمين وفق الشروط المحددة قانوناً، وعلى أن يلتزم بالإفصاح عن تاريخ ووقت التوزيع للهيئة والسوق.

المادة(8): يتم إيقاف التداول على الأوراق المالية للشركة المدرجة في السوق في يوم اجتماع الهيئة العامة إذا تزامن مع يوم تداول.

المادة(9): تتم إعادة الشركة إلى التداول وذلك في يوم التداول التالي لاجتماع الهيئة العامة شريطة إرسالها كافة القرارات المتخذة في اجتماع الهيئة العامة إلى السوق.

■ (لا تعود الورقة للتداول إلا بعد ورود محضر اجتماع الهيئة من الشركة لسوق دمشق المالي).

المادة(10): تقوم السوق بتخفيض السعر المرجعي للورقة المالية المدرجة في السوق لدى إعادتها للتداول وذلك بمقدار التوزيعات المقررة في الاجتماع.

■ (يتم تغيير السعر المرجعي يدوياً من قبل السوق وليس آلياً بسبب وجود الحدود السعرية للسوق التي غالباً لا تستوعب تغيير السعر آلياً عن طريق العرض والطلب من جلسة تداول واحدة).

المادة(11): لا يحق لأي شخص قام بشراء الأوراق المالية الخاصة بالشركة بعد اجتماع الهيئة العامة الحصول على توزيعات الأرباح المقررة في ذلك الاجتماع.

■ (لأنه لا يملك حق الملكية في تاريخ إقرار تلك التوزيعات حتى وإن تم التوزيع بعد ملكيته للأسهم).

المادة(12): تقوم السوق بإرسال إفصاح على موقعها الإلكتروني ولكافة الوسطاء في السوق أو بأي وسيلة أخرى تراها مناسبة بقيامها بإيقاف الشركة عن التداول بسبب انعقاد الهيئة العامة.

المادة(13): يبلغ هذا القرار من ينفذ تنفيذه.

مما ورد أعلاه نجد أن إجراءات توزيع الأرباح النقدية في سوق دمشق للأوراق المالية تتوافق مجملًا مع الآلية المعيارية (الآلية في السوق الأمريكية) المتبعة لسياسة التوزيع، إلا أنها تختلف معها في بعض التفاصيل وفقاً لطبيعة وأنظمة السوق الحاكمة.

أما بالنسبة لتوزيع الأرباح المجانية:

2.1.3.4 آلية توزيع أرباح (أسهم مجانية) في سوق دمشق للأوراق المالية:

(القرار رقم 445)

ورد في القرار /445/ دليل إجراءات زيادة رأس المال بضم أرباح الشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية عن طريق توزيع أسهم مجانية، فورد فيه:⁶⁸

⁶⁸ www.dse.sy ، قوانين السوق، دليل إجراءات زيادة رأس المال الشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية عن طريق توزيع أسهم مجانية، قرار/445/، 2009.

تتبع سوق دمشق إجراءات عند توزيع أرباح على شكل أسهم مجانية مطابقة للإجراءات في حالة توزيع أرباح نقدية، إلا أنه في حالة توزيع أسهم مجانية:

المادة(8): ترسل السوق سجل المساهمين للشركة ذات العلاقة كما هو في نهاية يوم اكتساب المساهم لحقه في الحصول على الأسهم المجانية والمحدد بنهاية اليوم الخامس عشر من تاريخ اعتماد الأسهم المعنية لدى الهيئة، ويكون مساهمو الشركة الواردة أسماؤهم في هذا السجل هم أصحاب الحق في الحصول على الأسهم المجانية.

▪ (بعد اجتماع الهيئة واتخاذ قرار توزيع أسهم مجانية ترسل السوق سجل المساهمين بعد 15 يوم من اعتماد هيئة الأسواق والأوراق المالية للأسهم المجانية الموزعة، حيث يتضمن السجل أسماء المساهمين الذين لهم الحق في الأسهم المجانية).

المادة(9): تحتسب السوق سعراً مرجعياً لأسهم الشركة في أول يوم عمل يلي تاريخ اكتساب المساهم لحقه في الحصول على الأسهم المجانية والمحدد من قبل الهيئة المشار إليها في المادة (8) أعلاه، ووفقاً للمعادلة التالية:

$$\text{السعر السوقي الجديد} = \frac{\text{القيمة السوقية للشركة}}{\text{عدد الأسهم الكلي بعد الزيادة}}$$

وتكون القيمة السوقية للشركة هي ناتج ضرب عدد الأسهم قبل الزيادة بسعر إغلاق جلسة اليوم المشار إليها في المادة (8)، وفي حال عدم وجود جلسة تداول في ذلك اليوم، يتم اعتماد سعر إغلاق آخر جلسة تداول تسبق هذا اليوم.

$$(\text{السعر السوقي الجديد} = \frac{\text{السعر المرجعي لآخر جلسة تداول قبل التوزيع} * \text{عدد الأسهم قبل التوزيع}}{\text{عدد الأسهم الكلي بعد توزيع أسهم مجانية}})$$

مما سبق نجد أن: آلية توزيع الأرباح كأسهم مجانية تعتبر من السياسات التمويلية المهمة للشركة وللمساهمين، وتختلف وفقاً لما تريده الشركة من تحقيق أهداف ينتج عنها تغيرات في عوائد الأسهم الموزعة للأرباح.

والمبحث التالي يوضح بعض المفاهيم المتعلقة بعوائد الأسهم والعوامل المؤثرة فيها.

2.2 المبحث الثاني: عوائد الأسهم والعوامل المؤثرة فيها.

في العصر الحالي أصبح لدى الأفراد والشركات عدة أوجه للاستثمار متنوعة ومختلفة وتلبي متطلبات الجهة المستثمرة، ومن أهم تلك الأوجه: الاستثمار في الأوراق المالية المدرجة في الأسواق المحلية والأجنبية، ومن أهم هذه الأوراق المالية: الأسهم، فتختلف وتتباين أسعارها وفقاً لقوى العرض والطلب عليها والظروف والقوانين الحاكمة للسوق المتداولة فيها، مما ينتج عنه عوائد لها، ويعتبر العائد مطلب أساسي للمستثمرين فيها، وللوصول لعوائد مرغوب بها وفقاً لحاجات المستثمرين يحتاجون إلى معلومات تساعدهم في تقدير العوائد وتقييم المخاطر المرتبطة بالتدفقات النقدية المتوقعة.

2.2.1 المطلب الأول: مفهوم عوائد الأسهم والعوامل المؤثرة فيها.

عائد السهم:

العائد هو المقابل الذي يطمح المستثمر الحصول عليه مستقبلاً نظير استثماره لأمواله، فالمستثمر ينظر دوماً إلى هذا العائد بهدف تعظيم ثروته.⁶⁹

أو هو ما توزعه الشركة من أرباح، وعادة توزع هذه الأرباح عن كل سهم وكذلك عائد السهم هو النسبة المئوية من الأرباح الناتجة عن الاستثمار فيه⁷⁰، أي الأرباح الرأسمالية الناتجة عن تغيرات سعري الشراء والبيع.

ويعتبر العائد مؤشر أساسي للاستثمار بالأسهم العادية كمقياس لترتيبها والمفاضلة فيما بينها، وتوقيت هذا العائد يخضع لسياسة الشركة في التوزيع وطبيعة التشريعات في البلد المعني.⁷¹

أما مقدار العائد على الأسهم العادية فيخضع لعدة عوامل تؤثر به.

⁶⁹ قاسم، العلي، 2011، إدارة الاستثمارات والمحافظ، جامعة دمشق.

⁷⁰ رمضان، زياد، 1998، الإدارة المالية في الشركات المساهمة، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان.

⁷¹ التميمي، أرشد، وسلام، أسامة عزمي، 2004، الاستثمار بالأوراق المالية، دار المسيرة للنشر، عمان.

2.2.1.1 العوامل المؤثرة في عوائد الأسهم:

حاولت العديد من الدراسات تحديد العوامل المؤثرة في عوائد الأسهم المدرجة في مختلف الأسواق المالية لكل من الدول النامية والمتقدمة. وفيما يلي أهم العوامل التي أثبتت الدراسات السابقة أثرها في العوائد السوقية للأسهم:

1- إعلان الاكتتاب على الأسهم:

عند طرح أسهم شركة ما على الاكتتاب العام يميل المكتتبون إلى تسعير السهم الجديد بأقل مما يستحق بنسب مختلفة، هذه النسب تتوقف على عدة عوامل منها حجم الشركة ومخاطرتها وطبيعة المكتتب، ويعود السهم إلى السعر العادل بعد يوم واحد أو أكثر من طرحها للاكتتاب⁷²، وبالتالي المستثمر الذي يستفيد من تعديل السعر هو المستثمر الذي يحصل على حصة من الأسهم المطروحة للاكتتاب الأولي وبشكل خاص المستثمرون المؤسسيون فهم يحققون حوالي 70% من الأرباح قصيرة الأجل.

2- الإدراج في السوق:

إن إدراج أسهم الشركة في السوق يعتبر حدثاً هاماً بالنسبة لها ومن المتوقع أن يؤثر على سيولة أسهمها وسعرها، حيث أثبتت جميع الدراسات أن سعر السهم يرتفع قبل الإعلان عن إدراجه في السوق المالي ثم ينخفض بعد الإدراج الفعلي، وهذا ما بينته دراسة (McConnell & Sanger, 1989).

3- أثر تجزئة الأسهم:

إن حدث التجزئة يؤدي إلى انخفاض في أسعار الأسهم نتيجة الاشتقاق، فيعتقد بعض المستثمرين أن أسعار الأسهم التي خضعت للتجزئة سوف ترتفع بسبب زيادة الطلب عليها بعد تسعيرها بقيمة منخفضة، لكن وفقاً لفرضية كفاءة السوق فإن الأسعار لن تتغير لأنه لم يطرأ تغير جوهري على أداء الشركة يؤدي إلى ارتفاع أسعار أسهمها، وهذا ما توصلت معظم الدراسات له أنه لا أثر لتجزئة الأسهم على عوائدها.

⁷²Miller and Reilly,1987, and (Ibboston ,Sindelar and Ritter,1994.

4- أثر الحجم:

أظهرت الدراسات اختبار العلاقة بين الحجم والعوائد كدراسة كل من Canbaş et (2007, al) و (Mouselli, 2010) أن أسهم الشركات الصغيرة تحقق معدلات عائد تفوق أسهم الشركات الكبيرة، فالشركات الصغيرة تكون أسعارها أقل وبالتالي تحقق عوائد أعلى.

5- تتبع أداء الشركة:

ويعبر عنه بعدد المحللين المتتبعين لأداء الشركة حيث توصلت دراسة (Arbel & Strebel, 1983) إلى أن الشركات المهملة التي لا يهتم بها المحللون الماليون كغيرها تكون مخاطرها أكبر بسبب قلة المعلومات المتوفرة عنها، وبالتالي تحقق عوائد أعلى، لكن دراسة (Beard & Sias, 1997) لم تثبت وجود هذه العلاقة، حيث إنه لا علاقة لاهتمام المحللين الماليين بالشركة وعددهم بعوائدها.

6- الإعلان عن إجراءات تغييرات محاسبية:

أظهرت الدراسات التالية (Bernard & Thomas, 1990) و (Ou and Penman, 1989) في ظل سوق مالي كفاء أن أسعار الأسهم تستجيب بسرعة عند إجراء تغييرات محاسبية تؤثر على القيمة الاقتصادية للمنشأة بينما التغييرات التي لا تحدث تغييراً جوهرياً على قيمة المنشأة تحرك أسعار الأسهم.

7- مكرر الربحية:

هو نسبة سعر السهم إلى ربحه السنوي، فكلما ارتفع مكرر الربحية لسهم ما دلّ ذلك على أن المستثمرين يدفعون سعراً أعلى مقابل كل وحدة ربح، والعكس بالعكس أيضاً، وهنا نميز بين الأسهم ذات مكرر الربحية المنخفض أو أسهم القيمة (وهي الأسهم التي تكون نسبة القيمة السوقية إلى الدفترية فيها أقل من الواحد) وبين الأسهم ذات مكرر الربحية المرتفع أو أسهم النمو (وهي الأسهم التي تكون فيها نسبة القيمة السوقية إلى الدفترية أكبر من الواحد)، حيث وجدت الدراسات التالية: (Basu, 1977)

و(Peavy and Goodman,1983)، و (Ege& Bayrakdaroğlu,2007) أن الأسهم ذات مكرر الربحية الأقل - وتسمى أسهم القيمة - يكون عائدها أفضل من أسهم الشركات ذات مكرر الربحية المرتفع - وتسمى أسهم النمو - أي أن العلاقة عكسية بين مكرر الربحية والعوائد.

8- نسبة مكرر الربحية /معدل نمو الإيرادات المتوقع:

هناك علاقة عكسية بين نسبة مكرر الربحية إلى معدل نمو الإيرادات المتوقع وعوائد الأسهم، حيث إن الشركات ذات النسبة المنخفضة (أقل من 1) تحقق عادة عوائد أعلى من المتوسط، بينما الأسهم ذات النسبة المرتفعة (أكثر من 3) ستحقق عوائد أقل، إلا أن بعض الدراسات أوضحت أنه لا يوجد علاقة عكسية ثابتة بين نسبة مكرر الربحية إلى معدل نمو الإيرادات المتوقع والعوائد.

9- الرافعة المالية:

وهي نسبة الدين إلى الملكية، حيث كلما زادت نسبة الدين ازدادت الرافعة المالية، وتوصلت دراسة (Canbaş, 2007) إلى وجود علاقة طردية بين عوائد الأسهم ونسبة الرافعة المالية للشركة، ويفسر ذلك بأن الشركة ذات الرافعة المالية الأعلى تحمل أسهمها مخاطر مرتفعة ومن المحتمل أن تحقق هذه الشركات عوائد أعلى عن عوائد الشركات ذات نسبة الرافعة المالية المنخفضة.

10- الأخبار الاقتصادية والأحداث العالمية غير المتوقعة:

أظهرت دراسة (Pierce and Roley,1985) أن أسعار الأسهم تستجيب للأخبار الاقتصادية مثل الإعلان عن تغيرات في (العرض النقدي، معدل الخصم، معدل التضخم) لا تدوم لأكثر من يوم واحد بعد الإعلان عنها، وهذا ما جاءت به فرضية كفاءة السوق على المستوى الضعيف.

ومن العوامل الأخرى التي تؤثر في أسعار الأسهم وعوائدها هي البيانات المالية للشركات، وإعلانات توزيع الأرباح، والتغيرات في إدارة الشركة، والإعلانات عن تقديم منتجات جديدة، والتغيرات في سياسة الحكومة التي يمكن أن تؤثر بأسعار الفائدة،

أيضاً توصلت دراسة (الظاهر والعطوط، 2010) لعدم وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين التدفقات النقدية (الاستثمارية والتشغيلية والنقدية).

أيضاً قامت دراسات أخرى باختبار العلاقة بين عائد السهم ومعدل التضخم فبينت (Fama&Schwert,1977) وجود علاقة عكسية بين هذين المتغيرين في الولايات المتحدة الأمريكية.

الخلاصة مما ورد أعلاه:

تختلف العوامل المؤثرة في عوائد الأسهم وتختلف تأثيراتها إيجاباً أو سلباً عليها، ويختار كل مستثمر الاستثمار المناسب له، بحيث يحقق العوائد المناسبة لوضعه الاستثماري في ظل مستوى سيولة ومستوى خطر ملائمين، وسيتم عرض المفاهيم المتعلقة بالسيولة في المبحث التالي.

2.3 المبحث الثالث: سيولة الأسهم ومقاييسها المتبعة والعوامل المؤثرة عليها والاستراتيجيات المتبعة لتحقيقها.

تعد السيولة من المقاييس الهامة التي يجب أخذها بعين الاعتبار عند دراسة الأسهم المتداولة في الأسواق المالية، حيث إن المستثمرين يفضلون الإقبال على الأسهم ذات السيولة المرتفعة لأنها تحقق أهدافهم الاستثمارية دون تعريضهم إلى المخاطر المختلفة المتعلقة بالأوراق المالية والمتمثلة في انخفاض قيمتها أو تكبد تكاليف إضافية قد تكون كبيرة من أجل التخلص منها.

2.3.1 المطلب الأول: مفهوم سيولة الأسهم ومقاييسها المتبعة.

السيولة تعني في مفهومها المطلق: النقدية (cash money)، أما السيولة في معناها العام فتعني قابلية الأصل للتحويل إلى أصول سائلة بسرعة وبتكلفة منخفضة وبدون خسائر تذكر⁷³.

أما في الأسواق المالية فإن مفهوم سيولة الأوراق المالية يعني مقدرة التعامل في السوق على البيع والشراء بالسعر العادل وفي الوقت المناسب، وبالتالي فإن السيولة جزء من تكلفة عملية التداول سواء بيعاً أو شراءً.

وقد عرفها الهندي⁷⁴: بإمكانية بيع أو شراء الورقة المالية بسرعة وبسعر قريب جداً من السعر الذي أبرمت به آخر صفقة على تلك الورقة في حال عدم ورود معلومات جديدة للسوق.

وينظر إلى السيولة في الأسواق المالية عند قياسها من جوانب أربعة⁷⁵:

1. **الفورية:** وتعبر عن إمكانية تنفيذ الصفقة مباشرة وفق السعر السائد، ويعبر وقت الانتظار بين الصفقات عن مقياس وقت التداول.
2. **الشدة:** تعبر عن تكلفة تحويل الأصل خلال فترة زمنية قصيرة.

73 محمد الجموعي قريشي، 2011، أهمية السيولة النقدية وأهمية القطاع المصرفي للاقتصاد، جامعة ورقلة، مجلة الباحث: عدد 9.

74 الهندي، منير إبراهيم، 2006، الأوراق المالية وأسواق المال، ص:525.

75 الذكي، 2015، مرجع سابق، ص:21.

3. **العمق:** يعبر عن مقدرة السوق على استيعاب كميات كبيرة من الصفقات من غير حدوث تغير في الأسعار.

4. **المرونة:** تعبر عن القدرة التسويقية للأصل، بأن يعود إلى القيمة الحقيقية له بسرعة.

2.3.1.1 مقاييس السيولة:

إن مفهوم السيولة له جوانب أربعة (الفورية، الشدة، العمق، المرونة) ولكن لا يوجد مقياس وحيد متفق عليه شامل يقيس الجوانب الأربعة لها، فكل مقياس يعبر عن جانب معين من السيولة، لذا يتم قياسها بأكثر من طريقة، ويمكن قياس السيولة للورقة المالية باستخدام المقاييس التالية:⁷⁶

1. معدل الدوران المعدل بعدد الأيام التي لم يحدث فيها تداول:

$$= \left[\text{عدد أيام حجوم التداول المساوية للصفر} + \left(\frac{1}{\text{معدل الدوران}} \times \frac{21}{\text{إجمالي عدد أيام التداول في السوق خلال شهر}} \right) \right]$$

☒ 5000,000 رقم ثابت لمعامل الانكماش.

يعبر هذا المقياس عن ثلاثة جوانب للسيولة هي الفورية والعمق والشدة، ويعدّ مقياساً جيداً للسيولة، حيث يعبر عن السيولة بأبعادها المتعددة، حيث يجري التركيز بشكل خاص على سرعة التداول.

فكلما انخفض عدد أيام حجوم التداول الصفري يؤدي إلى زيادة في سيولة السهم، وبالتالي فهو مقياس يعبر عن علاقته العكسية بسيولة الأسهم.

2. مرونة التداول:

$$\text{مرونة التداول} = \frac{\text{التغير في حجم التداول \%}}{\text{التغير في السعر \%}}$$

يعبر هذا المقياس عن جانب المرونة، حيث تكون قيمة المعامل إيجابية عندما يكون اتجاه التغير في الحجم والسعر نفسه، وعندما ترتفع قيمة المعامل فإن ذلك يشير إلى

⁷⁶ الذكي، 2015، مرجع سابق، ص: 10-12.

أن التغيرات في الأسعار يرافقها ارتفاع في حجم الصفقة بقدر يجعل نسبة تغير حجم التداول أعلى من نسبة تغير السعر، وعندما يكون حجم الصفقة كبيراً مع استقرار في السعر فإن ذلك يشير إلى زيادة في سيولة السهم، وبالتالي يرتبط هذا المقياس بعلاقة طردية مع سيولة الأسهم.

ويعدُّ هذا المقياس من المقاييس السهلة الحساب، إضافة إلى أنه ينطبق على كل من الأسواق الحديثة والتقليدية.

3. نسبة العائد على دوران الأسهم:

$$\text{النسبة} = \frac{\text{عائد السهم}}{\text{قيمة دوران الأسهم}}$$

يعبر هذا المقياس عن جانب العمق، وقياس العائد على قيمة دوران الأسهم لتقليل أثر القيم المتطرفة التي تكون موجودة في فترات التداول المنخفض، ويرتبط هذا المقياس بعلاقة عكسية مع سيولة الأسهم.

4. نسبة تقلب معدل الدوران:

$$\text{نسبة تقلب معدل الدوران} = \frac{\text{معدل دوران السهم}}{\text{الانحراف المعياري لعوائد سوق الأسهم}}$$

يعبر هذا المقياس عن جانب الفورية، تكون الأسواق السائلة قادرة على التعامل مع أكبر حجم من التداول من دون وجود تقلبات كبيرة في الأسعار، وبما أن الأسواق الناشئة معرضة لزيادة في تقلبات السوق فإنه يفضل استخدام هذا المقياس لقياس السيولة، ويرتبط هذا المقياس بعلاقة طردية مع سيولة الأسهم.

5. احتمالية التداول:

$$\text{احتمالية التداول} = \frac{1}{(1 + \text{عدد الأيام التي لم يحصل التداول عليها})}$$

يعبر هذا المقياس عن جانب الشدة، حيث يجري استخدام هذا المقياس للتخلص من أثر الضوضاء (Noise) في السوق، ويرتبط هذا المقياس بعلاقة طردية مع سيولة الأسهم، فكلما ازدادت احتمالية التداول ازدادت سيولة السهم.

6. تكاليف العمليات:

تكاليف العمليات تشتمل على الهامش⁷⁷ Spread وهو الفرق بين Ask، Bid⁷⁸ بالإضافة إلى التكاليف الأخرى، غير أنّ هذا المقياس يتقيد بالحدود السعرية للأسواق المالية التي تحدد الهامش المسموح به في التداول.

مما سبق تبين عدم وجود توافق حول أي مقياس سيولة هو الأفضل، حيث لوحظ أن كل مقياس يعبر عن جانب معين من السيولة وسلوكية التداول.

وتعدّ سوق دمشق للأوراق المالية من الأسواق الناشئة، حيث تكون منخفضة السيولة بسبب ضعف التداول، وتركيز معظم المستثمرين على الاستثمار الطويل الأجل، إضافة إلى قلة عدد المساهمين أو المستثمرين الذين يتداولون الأسهم، مما يجعلهم في موقع التأثير في الأسعار، وتتميز أيضاً بوجود تقلبات كبيرة بأسعار الأسهم مع وجود عدد قليل من الصفقات.

ومن المعروف أن السوق ذات السيولة المنخفضة توفر عوائد أعلى، بسبب تقلب الأسعار، وبالمقابل يؤدي إلى مخاطر أعلى، إلا أن تقلبات الأسعار تم الحدّ منها في سوق دمشق للأوراق المالية بسبب سياسة الحدود السعرية المتبعة.

وبالنسبة لمقياس السيولة في سوق دمشق للأوراق المالية فإن عدم التداول قد لا يعني عدم السيولة، فهناك الكثير من الأسهم التي تحقق أوامر شراء مرتفعة لكن لا يوجد عليها أوامر بيع (مثل الشركة الأهلية للنقل) لذلك فإن اعتماد عدد أيام التداول فقط كمقياس للسيولة أمر غير دقيق. لكن نظراً لصعوبة الحصول على بيانات يومية لأوامر الشراء والبيع على كل سهم فإنه تم الاعتماد على قياس السيولة من خلال حجوم وقيم التداول وأسعار الإغلاق.

⁷⁷ النوباني، العلاقة بين سيولة السهم وكل من التوزيع الاحتمالي لعوائده ومخاطره النظامية: دراسة تطبيقية على بورصة عمان المالية، رسالة ماجستير، كلية الاقتصاد، الجامعة الأردنية، الأردن.
⁷⁸ Bid: هو سعر الذي يطلبه المشتري في السوق المالي.
Ask: هو السعر الذي يطلبه البائع في السوق المالي.

2.3.1.2 العوامل المؤثرة على السيولة:

هناك مجموعة من العوامل التي من شأنها التأثير في سيولة الأسهم، نذكر منها:

(1) ربحية السهم: (دخل السهم)

إن ربحية السهم تعتبر مؤشراً من أهم مؤشرات الربحية لأنه يسهل مقارنة ربحية السهم خلال السنوات السابقة، فضلاً عن مقارنته بربحية السهم لشركات أخرى، وبالتالي فإن المستثمرين يجدون في هذا المؤشر وسيلة ملائمة لترشيد قراراتهم الاستثمارية وبالتالي يؤثر في الطلب على تلك الأسهم، وبالتالي يؤثر في سيولتها⁷⁹.

(2) التوزيعات:

تعتبر التوزيعات من وجهة نظر حملة الأسهم مؤشراً على كفاءة الإدارة المالية في تسيير نشاط الشركة لأن أغلب حملة الأسهم لا يطلعون على عمل الشركة خلال السنة المالية، وبالتالي ينظرون إلى توزيع الأرباح على أنه دليل على حسن سير عمل الشركة. فزيادة الأرباح الموزعة من سنة إلى أخرى سيترك انطباعاً جيداً لدى المساهمين مما يؤدي إلى ارتفاع القيمة السوقية لأسهم الشركة الموزعة للأرباح، وقيام الشركة بتوزيع الأرباح يحل للمستثمر مشكلة عدم التأكد حول حصوله على تدفقات نقدية مستقبلية من الأسهم التي يمتلكها، وبالتالي هو يفضل الحصول على نصيبه من الأرباح وعدم تأجيل ذلك وهذا ما ينسجم مع جوهر نظرية "عصفور في اليد" وما توكده من التأثير الإيجابي لتوزيع الأرباح على القيمة السوقية للمنشأة، أي يتوقع وجود علاقة طردية بين التوزيعات وسيولة الأسهم⁸⁰.

(3) نسبة الرافعة المالية:

تعتبر الرافعة المالية سلاحاً ذا حدين، حيث إن ارتفاع نسبة التمويل الخارجي (قروض وديون) يؤدي إلى تحقيق وفورات ضريبية للشركة ويزيد من صافي الربح المتاح للتوزيع على حملة الأسهم، بينما تعد فوائد هذه الديون عبئاً على الشركة

⁷⁹ هينجر، ماتولتش، 2000، المحاسبة الإدارية، أحمد حامد حجاج، الرياض، دار المريخ، ص: 689.

⁸⁰ هندي، منير إبراهيم، 1997، الإدارة المالية مدخل تحليلي معاصر، الإسكندرية، ص: 670.

وبالتالي على الشركة تحقيق توازن بين التمويل الذاتي والخارجي، عندما تستطيع إدارة الشركة تحقيق مزايا الرافعة المالية المرتفعة والتقليل من مخاطرها سيفضل المستثمر أسهم الشركات التي لديها نسبة مديونية متناسبة طالما تحققت المزايا الإيجابية المترتبة على زيادة الرفع المالي والمتمثلة بزيادة صافي الدخل المتاح للتوزيع على حملة الأسهم العادية، وبناء على ذلك من المتوقع وجود علاقة طردية بين معدل السيولة والرافعة المالية.

(4) معدل العائد على حقوق الملكية:

بشكل عام كلما كانت نسبة ROE مرتفعة دل ذلك على زيادة الأرباح المحققة مع الأخذ بعين الاعتبار مجموعة من العوامل المؤثرة في هذه النسبة، وأهمها مدى اعتماد المنشأة على القروض في تمويل عملياتها، فمن المحتمل أن المنشأة التي تعتمد على القروض بشكل أكبر أن تحقق أرباح أكثر، كما يحتمل أن تتعرض إلى قدر أكبر من الخسارة إذا بالغت بالاقتراض لذلك على الإدارة المالية أن تقوم بفحص هيكل رأس المال عند استخدام معدل العائد على حقوق الملكية كمقياس لربحية الشركة والتأكد من أن هناك توازناً بين الأموال المقترضة ورأس المال المملوك للمنشأة⁸¹.

مما سبق نستنتج أن المستثمرين يفضلون أسهم الشركات ذات معدل ROE مرتفع، ويرتبط ذلك بالعوائد التي من المحتمل أن يحققوها من الاستثمار في هذه الأسهم وبالانطباع عن إدارة ناجحة قادرة على توليد أرباح مستقبلية مما يزيد الإقبال على أسهم هذه الشركات، وبالتالي من المتوقع وجود علاقة طردية بين نسبة ROE وسيولة السهم.

(5) حالة الاقتصاد:

تؤثر حالة الاقتصاد العام على سيولة الأسهم، فإذا كان الاقتصاد في حالة انتعاش أدى ذلك إلى زيادة التداول، وكذلك أسواق صناع السوق تتمتع بتداولات أكثر من أسواق السماسرة.

⁸¹ حسين، علي محمد، الإدارة المالية في المنشآت الاقتصادية، القاهرة، مكتبة عين شمس، ص:253.

(6) معدل العائد على الاستثمار:

يستخدم معدل العائد على الاستثمار ROI كمقياس للحكم على كفاءة الإدارة في توليد الأرباح من الأصول المتاحة ويعد من أكثر أساليب التحليل المالي انتشاراً، وإن ارتفاعه يعود إلى كفاءة في إدارة محفظة الأوراق المالية⁸².

وبالتالي فإن المستثمرين يفضلون الأسهم ذات معدل العائد على الاستثمار مرتفعاً، الذي يحقق بدوره صافي ربح مرتفع للمساهمين.

وبناء على ذلك يصبح من المتوقع وجود علاقة طردية بين معدل العائد على الاستثمار وسيولة الأسهم.

ما ذكر أعلاه لا يحصر العوامل التي تؤثر في سيولة الأسهم، نظراً لاختلاف الأسواق المالية والأنظمة الناظمة والتطور المرافق لها، لكنّه يلخص بعض العوامل المؤثرة في سيولة الأسهم.

ولمعرفة إحدى هذه العوامل في سيولة سوق دمشق وعوائد أسهمه سيتم دراسة ذلك في الفصل الآتي.

⁸² هندي، منير إبراهيم، 1997، الإدارة المالية مدخل تحليلي معاصر، الإسكندرية، ص: 95-97.

الفصل الثالث:

الدراسة التطبيقية

3.1 المبحث الأول: منهجية الدراسة الإحصائية

تم افتتاح سوق دمشق للأوراق المالية في العاشر من آذار 2009، لتسهيل عمليات التداول وتوفير قناة لالتقاء المستثمرين والمدخرين وجذب الاستثمارات لإنشاء شركات مساهمة جديدة، مما يؤدي إلى رفع مستوى الاقتصاد المحلي وبالتالي رفع مستوى معيشة الفرد.

كما تم وضع مؤشر للسوق مع بداية عام 2010 في اليوم الرابع منه من أجل قياس أداء السوق ككل، ويميز هذا المؤشر أنه يعتمد أسلوب التثقيل بالقيمة السوقية للشركات الداخلة في احتساب معادلته، حيث تعطى كل شركة وزناً بقدر قيمتها السوقية نسبة للقيمة السوقية للشركات المدرجة في السوقيين النظامية والموازية ككل.

$$\text{المؤشر المثلث بالقيمة} = \text{مجموع} \frac{(\text{عدد الأسهم المدرجة}) (\text{متوسط سعر السهم})}{(\text{عدد الأسهم للشركة}) (\text{سعر الأساس للسهم})} * \text{المعامل}$$

السوقية للشركات

$$\text{المعامل الجديد} = \text{مجموع} \frac{\text{المؤشر قبل التعديل}}{\text{المؤشر بعد التعديل}} * \text{المعامل}$$

وبما أنه لا تتوافر قيم لمؤشر السوق في عام 2009 وما قبل فقد تم استبعاد تلك الفترة من الدراسة لعدم القدرة على قياس عائد السوق.

يتم التداول حالياً في سوق دمشق للأوراق المالية على مدار 5 أيام أسبوعياً من الأحد حتى الخميس، من الساعة 11 صباحاً حتى 1 ظهراً بعد أن تعرضت أيام التداول لتغيرات متعددة.

كما أنه توجد عطل رسمية للسوق ككل لا يتم التداول فيها، بينما توجد أيام يتم إيقاف التداول فيها وفقاً لظروف السهم، منها عند الإعلان عن اجتماع الجمعية العمومية للشركة من أجل اتخاذ قرار توزيع أرباح نقدية أو لا. ولا يتم عودة السهم للتداول إلا بعد أن يتم إحضار نسخة من الاجتماع، وإقرار قرار التوزيع النقدي للأرباح في السوق، وتعديل السعر المرجعي له.

3.1.1 عينة الدراسة:

تشمل عينة الدراسة جميع الشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية والتي قامت بتوزيع أرباح منذ عام 2010 حتى 2018 وتتضمن جميع قطاعات السوق المتمثلة في (قطاع البنوك، قطاع التأمين، قطاع الخدمات، قطاع الزراعة وقطاع الصناعة)، مع الأخذ بعين الاعتبار أنه تم استبعاد توزيعات الشركات قبل عام 2010 لأنه لم يكن هناك مؤشر لسوق دمشق للأوراق المالية، وبالتالي لا يمكن قياس عائد السوق، حيث بلغت عينة الدراسة 14 شركة قامت بالتوزيع نتجت عنها 55 حالة توزيع نقدي موزعة على القطاعات كالآتي:

جدول (4): عينة الدراسة		
القطاع	عدد التوزيعات	عدد الشركات الموزعة
المصارف	8	5
التأمين	27	5
الخدمات	8	2
الصناعي	3	1
الزراعي	9	1
المجموع	55	14

*الجدول إعداد الباحثة

وكان لقطاع التأمين النصيب الأكبر من التوزيعات النقدية في السوق المالي السوري، حيث بلغت توزيعاتها حوالي 50% من إجمالي التوزيعات في السوق.

وتمركزت تواريخ صدور قرارات توزيع أرباح نقدية في الأشهر 2 و 3 و 4 وبلغت الذروة في شهر نيسان:

جدول (5): تواريخ صدور قرارات توزيع الأرباح النقدية		
شهر صدور قرار التوزيع	عدد التوزيعات	النسبة المئوية
1	1	2%
2	7	13%
3	18	33%
4	22	40%
5	3	5%
6	3	5%
8	1	2%
المجموع	55	100%

*الجدول إعداد الباحثة

قد يفسر هذا التركز في شهر نيسان سبباً لتفسير العوائد الإيجابية المثبتة في شهر أيار في سوق دمشق للأوراق المالية (Mouslli & Alsamman, 2016).

أما بالنسبة لسياسات التوزيع المتبعة في العينة فكانت كالتالي:

جدول (6): سياسات توزيع الأرباح النقدية المتبعة في عينة الدراسة					
اسم الشركة	أرباح موزعة مستقرة مبلغ ثابت أو متوسط عام	توزيع الفائض: تحتجز للاستثمار ثم توزع ما تبقى	نسبة ثابتة من صافي الأرباح	نسبة ثابتة من القيمة السوقية	مقدار نقدي منخفض دائم مع علاوة
البنك العربي		2010			
بنك بيبيلوس		2010			
بنك الشام		2017			
البنك الدولي		2010 – 2011			
بنك البركة					2016 – 2017 – 2018
العقيلة للتأمين		2011 – 2016			
سولدارتي للتأمين		2016 – 2017			
آروب للتأمين	من 2011 حتى 2017				
الوطنية للتأمين					من 2011 حتى 2017
المتحدة للتأمين	من 2010 حتى 2017				
المتحدة للإعلان		2011			
الأهلية للنقل	2010 – 2011				من 2014 حتى 2018
نماء	2011 – 2012-2013				
الأهلية للزيوت	من 2010 حتى 2018				

*الجدول إعداد الباحثة

كانت السياسة العامة للشركات المدرجة في سوق دمشق لتوزيع الأرباح على ثلاثة أنواع:

- سياسة توزيع الفائض من الأرباح بعد اقتطاع الأرباح المحتجزة من أجل الاستثمار والتوسع وزيادة رأس المال خاصة بالنسبة لقطاع البنوك لتطبيق قانون زيادة رأسمالها.⁸³

⁸³ قانون الشركات رقم 3 لعام 2010

- سياسة توزيع أرباح مستقرة ثابتة كل عام أو متوسط عام ثابت، وهذه السياسة تكون موجودة أكثر لدى الشركات المستقرة وظهرت في القطاع الصناعي والزراعي وقطاع الخدمات والتأمين، وهذه السياسة تعطي ثقة للمستثمر أكثر بالشركة وأدائها.
- سياسة توزيع دائمة منخفضة مع علاوة عند الرواج، هذه السياسة تعطي ثقة بالتوزيع الدائم للأرباح وتأخذ بعين الاعتبار الحالة الاقتصادية للشركة من كساد أو رواج.

3.1.2 مصادر البيانات:

تم أخذ البيانات من موقع سوق دمشق للأوراق المالية⁸⁴.

3.1.4 متغيرات الدراسة:

1. من أجل دراسة أثر الإعلان عن توزيعات الأرباح في سوق دمشق للأوراق المالية في السيولة، تم أخذ بيانات الإغلاق اليومية لأسعار وحجم وقيم التداول للشركات التي قامت بتوزيع أرباح منذ عام 2010 حتى 2018 وقد نتج عن ذلك 55 حالة توزيع نقدي للأرباح، تم أخذ بيانات كل حالة توزيع كالتالي:
 - بيانات يومية تمثل 20 يوم تداول قبل يوم الإعلان عن توزيع أرباح نقدية.
 - بيانات يومية تمثل 20 يوم تداول بعد يوم الإعلان عن توزيع أرباح نقدية.
 ودراسة فروق متوسطات كل متغير على حدة.

2. من أجل دراسة أثر الإعلان عن توزيعات الأرباح في سوق دمشق للأوراق المالية في العوائد، تم أخذ بيانات الإغلاق اليومية لأسعار أسهم الشركات التي قامت بتوزيع أرباح منذ عام 2010 حتى 2018 وبيانات يومية لمؤشر سوق دمشق للأوراق المالية، وتم حساب العوائد اليومية للأسهم وللسوق كالتالي:

$$R_{it} = \ln[P(t) + D] - \ln[P(t - 1)]$$

$$R_{mt} = \ln[DWX(t)] - \ln[DWX(t - 1)]$$

⁸⁴ www.dse.sy

Rit: يمثل العائد على السهم i في اليوم t .

P(t): سعر السهم السوقي في اليوم t .

P(t-1): سعر السهم السوقي في اليوم السابق لليوم t .

D: التوزيعات النقدية في حال وجدت.

Rmt: عائد السوق في اليوم t .

DWX(t): مؤشر السوق في اليوم t .

DWX(t-1): مؤشر السوق في اليوم السابق لليوم t .

وبعد حساب العوائد اليومية لكل من الأسهم والسوق، تم حساب العوائد غير العادية للأسهم (Abnormal Return) وفق نموذج السوق MAR كالتالي:

العائد غير العادي للورقة i في اليوم t = عائد الورقة i - عائد السوق

$$AP(R_{it}) = R_{it} - R_{mt}$$

وبعد حساب العوائد غير العادية يتم اختبار الأهمية الإحصائية للعوائد غير العادية المجمعة خلال فترة الحدث، أي خلال فترة دراسة حالة توزيع أرباح نقدية وفق الآتي:

- أخذت بيانات يومية تمثل 20 يوم تداول قبل يوم الإعلان عن توزيع أرباح نقدية.
- أخذت بيانات يومية تمثل 20 يوم تداول بعد يوم الإعلان عن توزيع أرباح نقدية.

وتمت دراسة العوائد المجمعة وفق حالات ثلاث:

- دراسة أثر حالة التوزيع كلها، وذلك بأخذ بيانات يومية تمثل 40 مشاهدة، 20 يوم تداول قبل يوم الإعلان و20 يوم بعده.
- دراسة الأثر قبل الإعلان عن توزيعات بأخذ بيانات يومية تمثل 20 يوم تداول قبل يوم الإعلان عن توزيع أرباح نقدية.
- دراسة الأثر بعد الإعلان عن توزيعات بأخذ بيانات يومية تمثل 20 يوم تداول بعد يوم الإعلان عن توزيع أرباح نقدية.

3.2 المبحث الثاني: أثر الإعلان عن توزيعات أرباح نقدية على سيولة الأسهم في سوق دمشق للأوراق المالية.

الفرضية (1): لا يوجد فروق بين متوسطات أحجوم وقيم التداول والأسعار قبل الإعلان عن توزيع الأرباح وبعده.

إن من أهم ما تحققه السوق المالي للمستثمر هو سهولة تسيل الأوراق المدرجة فيها عند الحاجة لذلك، ولكن هذه السيولة تختلف وتتأثر وفقاً للأحداث الاقتصادية العامة بالاقتصاد والخاصة بالشركة مثل توزيع أرباح نقدية أو عدم توزيعها.

وإن مما تعانيه سوق دمشق بطء التداول أو انعدامه في بعض الفترات بسبب حداثة السوق، نظراً لقلّة الشركات المدرجة والأزمة التي مرت بها سورية، حيث واكبت زمنياً توقيت افتتاح سوق دمشق، فلم يتح للسوق الفرصة لتعيش ضمن ظروف طبيعية كسوق حديثة العهد، ورغم ذلك كان هناك إعلان عن توزيعات أرباح نقدية للشركات المدرجة أدت إلى تغييرات في سيولة الشركات.

وفق هذا المبحث تم اختبار الفرضية الأولى والتعبير عن السيولة بمتغيرات ثلاث:

- سعر السهم السوقي.
- حجم التداول.
- قيمة التداول.

إن توزيع أرباح نقدية نتج عنه تغير في السيولة (أسعار الأسهم السوقية) وذلك في جميع حالات التوزيع؛ لأن السوق من نظامها تخفيض السعر المرجعي للسهم بمقدار التوزيعات النقدية، ولكن هل هذا التغير كان جوهرياً أم لا؟

أما بالنسبة لحجم وقيم التداول فقد تبين أنه في 24% من حالات التوزيع لم يحدث تداول على السهم في السوق، ففي بعض الحالات لم يحصل تداول على بعض الأسهم في فترة الحدث (20 يوم قبل الإعلان عن التوزيع و20 يوم بعده)، وفي حالات أخرى لم يحصل تداول قبل الإعلان فقط، وفي حالات أخرى لم يحصل تداول بعده فقط.

جدول (7): حالات التوزيع النقدي حسب التداول في فترة الحدث		
النسبة المئوية	عدد حالات التوزيع	البيان
13%	7	التداول معدوم خلال فترة الحدث (-20,20+)
5%	3	التداول معدوم خلال فترة الحدث (فقط،20+)
5%	3	التداول معدوم خلال فترة الحدث (-20،فقط)
76%	42	وجود تداول خلال فترة الحدث (-20,20+)
100%	55	الإجمالي

*الجدول إعداد الباحثة

3.2.1 اختبار أثر الإعلان عن توزيعات نقدية في حجم التداول:

باختبار تأثير إعلان توزيع الأرباح النقدية على حجم التداول باستخدام اختبار ت ستيودنت للمتوسطات⁸⁵ (20 يوم تداول قبل الإعلان، 20 يوم تداول بعده) على برنامج SPSS وجدت النتائج الآتية:

في عام 2010:

جدول (8): حجم التداول لتوزيعات عام 2010			
الشركة	متوسط الحجم قبل الإعلان	متوسط الحجم بعد الإعلان	مستوى دلالة الاختبار
البنك العربي	1,740	1,149	0.438
بنك بيبيلوس	937	106	0.271
البنك الدولي للتجارة والتمويل	3,340	4,667	0.24
المتحدة للتأمين	289	387	0.525
الأهلية للنقل	123	398	0.008
الأهلية للزيوت	2,319	5,572	0.022

*الجدول إعداد الباحثة بالاعتماد على مخرجات SPSS.

في عام 2010 نجد أنه لا يوجد اختلاف جوهري لمتوسط حجم التداول قبل الإعلان عما بعده، إلا في حالتي شركتي الأهلية للنقل والأهلية للزيوت فقد ازداد حجم التداول جوهرياً بعد الإعلان عما كان عليه.

⁸⁵ تم اختيار اختبار Paired Sample t-taste وهو دراسة العينة ذاتها قبل وبعد حدث التوزيع، أما لو كانت العينتين مستقلتين كان يجب استخدام اختبار Independent Sample t-taste.

في عام 2011:

جدول (9): حجم التداول لتوزيعات عام 2011			
الاختبار	متوسط الحجم بعد الإعلان	متوسط الحجم قبل الإعلان	الشركة
0.133	1,342	2,658	البنك الدولي للتجارة والتمويل
0.334	3,130	1,685	العقيلة للتأمين
0.257	46	11	آروب للتأمين
0.411	85	47	الوطنية للتأمين
0.761	72	89	المتحدة للتأمين
0.103	32	120	المتحدة للإعلان
0.053	103	47	الأهلية للنقل
0.639	43	61	نماء
0.36	1,104	1,446	الأهلية للزيوت

*الجدول إعداد الباحثة بالاعتماد على مخرجات SPSS.

في عام 2011 نجد أنه لا يوجد اختلاف جوهري لمتوسط حجم التداول قبل الإعلان عن توزيعات نقدية عما هو عليه بعده.

في عام 2012:

جدول (10): حجم التداول لتوزيعات عام 2012			
الاختبار	متوسط الحجم بعد الإعلان	متوسط الحجم قبل الإعلان	الشركة
-	-	-	آروب للتأمين
-	-	-	الوطنية للتأمين
0.261	⁸⁶ 1	9	المتحدة للتأمين
0.072	1,027	14	نماء
0.003	8	293	الأهلية للزيوت

*الجدول إعداد الباحثة بالاعتماد على مخرجات SPSS.

في عام 2012 نجد أنه رغم وجود توزيعات نقدية في شركتي آروب والوطنية إلا أنه لم يحدث تأثير إيجابي في التداول على أسهمهما ربما بسبب انخفاض عدد

⁸⁶ متوسط حجم التداول صغير جدا حيث تم تداول 13 سهم فقط خلال 20 يوم تداول.

المساهمين، أما بالنسبة للأهلية للزيوت فقد تأثر تداولها سلباً بشكل جوهري بعد الإعلان بما يعادل 39 مرة عما كان عليه قبل الإعلان.

في عام 2013:

جدول (11): حجم التداول لتوزيعات عام 2013			
الاختبار	متوسط الحجم بعد الإعلان	متوسط الحجم قبل الإعلان	الشركة
0.661	11	18	أروب للتأمين
0.298	675	0	الوطنية للتأمين
0.514	663	334	الوطنية للتأمين
0.533	30	10	المتحدة للتأمين
0.751	4	6	نماء
0.957	2,713	2,820	الأهلية للزيوت

*الجدول إعداد الباحثة بالاعتماد على مخرجات SPSS.

في عام 2013 نجد أنه لا يوجد اختلاف جوهري لمتوسط حجم التداول قبل الإعلان عن توزيعات نقدية عما هو عليه بعده.

في عام 2014:

جدول (12): حجم التداول لتوزيعات عام 2014			
الاختبار	متوسط الحجم بعد الإعلان	متوسط الحجم قبل الإعلان	الشركة
-	-	-	أروب للتأمين
0.573	65	32	الوطنية للتأمين
-	-	-	المتحدة للتأمين
0.29	46	170	الأهلية للنقل
0.092	83	478	الأهلية للزيوت

*الجدول إعداد الباحثة بالاعتماد على مخرجات SPSS.

في عام 2014 نجد أنه لا يوجد أثر جوهري لإعلان توزيع الأرباح النقدية على متوسط حجومات التداول إلا أن حجم التداول بشكل عام منخفض قبل الإعلان عن توزيعات أرباح وبعده أيضاً، كما نلاحظ أن شركتي التأمين أروب والمتحدة كانتا في حالتي تداول معدوم لم يغيرها توزيع الأرباح.

في عام 2015:

جدول (13): حجم التداول لتوزيعات عام 2015			
الاختبار	متوسط الحجم بعد الإعلان	متوسط الحجم قبل الإعلان	الشركة
0.25	655	3	أروب للتأمين
0.33	-	13	الوطنية للتأمين
0.194	113	973	المتحدة للتأمين
0.163	96	-	الأهلية للنقل
0.657	535	395	الأهلية للزيوت

*الجدول إعداد الباحثة بالاعتماد على مخرجات SPSS.

لا يوجد اختلاف جوهري لمتوسط حجم التداول قبل الإعلان عن توزيعات نقدية عما هو عليه بعده في عام 2015، إلا أن متوسط حجوم التداول أفضل مما كانت عليه في عام 2014.

في عام 2016:

جدول (14): حجم التداول لتوزيعات عام 2016			
الاختبار	متوسط الحجم بعد الإعلان	متوسط الحجم قبل الإعلان	الشركة
0.001	405	3,356	بنك البركة
0.638	1,834	1,380	العقيلة للتأمين
0.052	4	644	سولدراتي للتأمين
-	-	-	أروب للتأمين
-	-	-	الوطنية للتأمين
1	10	10	المتحدة للتأمين
0.455	45	98	الأهلية للنقل
0.042	6,301	1,186	الأهلية للزيوت

*الجدول إعداد الباحثة بالاعتماد على مخرجات SPSS.

انخفض متوسط حجم تداول بنك البركة 7 مرات بعد الإعلان عن توزيعات جوهرياً عما كان عليه قبل الإعلان، كما ارتفع حجم تداول الأهلية للزيوت بشكل جوهري حوالي 5 مرات بعد الإعلان عن توزيعات أرباح نقدية بالمقارنة مع ما كان

عليه قبل الإعلان، كما أن شركتي التأمين آروب والوطنية لم يحدث أي تداول على أسهمها خلال فترة الحدث (قبل الإعلان وبعده) رغم قيامهما بتوزيع أرباح نقدية.

في عام 2017:

جدول (15): حجم التداول لتوزيعات عام 2017			
الاختبار	متوسط الحجم بعد الإعلان	متوسط الحجم قبل الإعلان	الشركة
0.026	56	2,986	بنك الشام
0.166	6,004	2,727	بنك البركة
-	-	-	سولدراتي للتأمين
0.745	133	85	آروب للتأمين
0.277	-	35	الوطنية للتأمين
0.33	-	100	المتحدة للتأمين
0.171	1,036	-	الأهلية للنقل
0.12	559	1,485	الأهلية للزيوت

*الجدول إعداد الباحثة بالاعتماد على مخرجات SPSS.

وزع بنك الشام 5 ليرات في 2017 إلا أن متوسط حجم التداول انخفض جوهرياً بعد الإعلان، حيث وصل متوسط حجم التداول إلى 2% من متوسط حجم التداول قبل الإعلان، أما باقي حالات التوزيع لم تشهد حجوم التداول فيها تغيراً جوهرياً، كما أن شركة سولدراتي للتأمين لم تتغير حالة عدم التداول على أسهمها قبل الإعلان عن التوزيع وبعده.

في عام 2018:

جدول (16): حجم التداول لتوزيعات عام 2018			
الاختبار	متوسط الحجم بعد الإعلان	متوسط الحجم قبل الإعلان	الشركة
0.528	3,042	2,281	بنك البركة
0.107	10	487	الأهلية للنقل
0.10	12	250	الأهلية للزيوت

*الجدول إعداد الباحثة بالاعتماد على مخرجات SPSS.

وجد في عام 2018 أنه لا يوجد فارق جوهري بين متوسطات حجم التداول قبل الإعلان عن توزيع أرباح نقدية وبعده.

الخلاصة مما ورد أعلاه:

مما ورد يتبين أنه فقط في 6 حالات توزيع من أصل 55 حالة كان هناك فارق جوهري بين متوسطات أحجام التداول قبل التوزيع وبعده (3 حالات ازدياد، 3 حالات انخفاض)، و7 حالات لم تتأثر ولم يحدث لها أي تداول قبل الإعلان أو بعده ، و42 حالة توزيع كان فيها اختلاف للمتوسطات ولكن ليس لها مدلول إحصائي معنوي، وذلك عند مستوى دلالة 5%.

وبالمجمل فليس هناك أثر جوهري للإعلان عن توزيعات أرباح نقدية في أحجام تداول الأسهم التي جرى لها التوزيع في سوق دمشق للأوراق المالية عند مستوى دلالة 5%.

3.2.2 اختبار أثر الإعلان عن توزيعات نقدية في قيم التداول:

يعبر عن قيمة التداول بأنها ناتجة عن جداء حجم التداول للسهم والسعر السوقي له، وبالتالي فإن أي تغير في قيمة التداول هو تغير ناتج عن أحدهما (الحجم أو السعر) أو كليهما معاً.

وباختبار قيم التداول لحالات توزيع أرباح نقدية وفق اختبار فروق المتوسطات على برنامج SPSS وجدت أن هنالك فقط 7 حالات توزيع كانت فروقات قيم تداولها قبل الإعلان عن التوزيع تختلف جوهرياً عما بعدها، منها 6 حالات بسبب الأثر الجوهري لفروقات متوسطات أحجام التداول وفروقات متوسطات الأسعار، وحالة واحدة كانت بسبب الأثر الجوهري لفروقات متوسطات الأسعار فقط.

كما وجدت 7 حالات تداول ذات قيم تداول معدومة خلال فترة الحدث بسبب عدم تداول أسهمها رغم وجود حالة توزيع أرباح نقدية.

أما في باقي حالات الإعلان عن توزيع أرباح نقدية فإنها لم تختلف جوهرياً قيم تداولها بحالة الإعلان عن التوزيعات النقدية، وهي 41 حالة توزيع.

جدول (17): اختبار أثر الإعلان عن توزيع الأرباح النقدية في قيم التداول					
الشركة	العام	متوسط القيمة قبل الإعلان	متوسط القيمة بعد الإعلان	الاختبار	سبب التغير
الوطنية للتأمين	2012	-	-	-	تداول معدوم
آروب للتأمين	2012	-	-	-	تداول معدوم
آروب للتأمين	2014	-	-	-	تداول معدوم
المتحدة للتأمين	2014	-	-	-	تداول معدوم
الوطنية للتأمين	2016	-	-	-	تداول معدوم
آروب للتأمين	2016	-	-	-	تداول معدوم
سولدراتي للتأمين	2017	-	-	-	تداول معدوم
الأهلية للنقل	2010	162,458	476,493	0.011	حجم + سعر
الأهلية للزيوت	2010	1,599,219	3,807,924	0.025	حجم + سعر
بنك الدولي للتجارة والتمويل	2011	3,804,090	1,433,010	0.048	سعر فقط
الأهلية للزيوت	2012	158,956	4,142	0.003	حجم + سعر
الأهلية للزيوت	2016	431,959	2,884,307	0.033	حجم + سعر
بنك البركة	2016	1,966,433	255,143	0.001	حجم + سعر
بنك الشام	2017	1,280,000	23,100	0.025	حجم + سعر

*الجدول إعداد الباحثة بالاعتماد على مخرجات SPSS.

خلاصة الاختبار:

مما ورد أعلاه يتبين أنه فقط في 7 حالات توزيع من أصل 55 حالة كان هناك فارق جوهري بين متوسطات قيم التداول قبل التوزيع وبعده (3 حالات ازدياد، 43 حالات انخفاض)، و7 حالات لم تتأثر ولم يحدث لها أي تداول قبل الإعلان أو بعده وكانت جميعها من قطاع التأمين، و41 حالة توزيع كان فيها اختلاف للمتوسطات ولكن ليس لها معنى إحصائي جوهري، وذلك عند مستوى دلالة 5%.

وبالتالي فليس هناك أثر جوهري للإعلان عن توزيعات أرباح نقدية في قيم تداول الأسهم التي جرى لها التوزيع في سوق دمشق للأوراق المالية عند مستوى دلالة 5%.

3.2.3 اختبار أثر الإعلان عن توزيعات نقدية في أسعار الأسهم:

تنص المادة (10) من قرار (355) ⁸⁷ في سوق دمشق للأوراق المالية على أن:

"تقوم السوق بتخفيض السعر المرجعي للورقة المالية المدرجة في السوق لدى إعادتها للتداول وذلك بمقدار التوزيعات المقررة في الاجتماع والمرسل نسخاً عنها أصولاً للسوق"

وبالتالي فإن كافة أسعار الأسهم التي قامت بتوزيع نقدي تخفض أسعارها قانونياً بمقدار التوزيعات بعد صدور قرار التوزيع النقدي للأرباح وقبل التداول عليها ثانية.

ولاختبار الأسعار وأثر الإعلان عن توزيع أرباح فيها تم أخذ 20 مشاهدة لأسعار الإغلاق اليومية قبل يوم الإعلان عن توزيع أرباح، وتم أخذ 20 مشاهدة بعده، واختبارهما وفق اختبار فروق المتوسطات على برنامج SPSS وفق مستوى دلالة 5%.

وكانت نتيجة الاختبار كالتالي:

جدول (18): نتائج اختبار فروق متوسطات أسعار أسهم الشركات الموزعة لأرباح نقدية				
الاختبار	متوسط السعر بعد الإعلان	متوسط السعر قبل الإعلان	العام	الشركة
0	1,354.30	1,197.10	2010	البنك العربي
0.065	755.10	779.10	2010	بنك بيبيلوس
0.214	1,430.23	1,479.28	2010	البنك الدولي للتجارة والتمويل
0.151	920.95	939.84	2010	المتحدة للتأمين
0	1,201.90	1,319.21	2010	الأهلية للنقل
0.01	680.61	687.80	2010	الأهلية للزيوت
0	1,118.09	1,399.25	2011	البنك الدولي للتجارة والتمويل
0	539.33	595.30	2011	العقيلة للتأمين
0	972.17	1,012.80	2011	أروب للتأمين
0	888.49	925.39	2011	الوطنية للتأمين

⁸⁷ دليل إجراءات توزيع أرباح الشركات في سوق دمشق للأوراق المالية، قرار /355/، المادة (10).

الشركة	العام	متوسط السعر قبل الإعلان	متوسط السعر بعد الإعلان	الاختبار
المتحدة للتأمين	2011	1,027.52	930.50	0
المتحدة للإعلان	2011	372.06	340.95	0
الأهلية للنقل	2011	1,260.27	1,053.23	0
نماء	2011	868.83	818.33	0
الأهلية للزيوت	2011	548.25	501.13	0
أروب للتأمين	2012	924.51	776.59	0.042
الوطنية للتأمين	2012	900.00	900.00	-
المتحدة للتأمين	2012	882.00	882.00	-
نماء	2012	829.00	888.35	0.001
الأهلية للزيوت	2012	540.09	552.30	0
أروب للتأمين	2013	184.90	178.90	0
الوطنية للتأمين	2013	900.00	734.45	0
الوطنية للتأمين	2013	726.38	660.01	0
المتحدة للتأمين	2013	882.00	815.50	0
نماء	2013	980.00	962.50	0
الأهلية للزيوت	2013	123.38	122.94	0.86
أروب للتأمين	2014	178.90	172.90	0
الوطنية للتأمين	2014	133.50	118.50	0
المتحدة للتأمين	2014	163.10	155.10	0
الأهلية للنقل	2014	193.54	180.50	0
الأهلية للزيوت	2014	205.35	178.42	0
أروب للتأمين	2015	172.90	161.41	0
الوطنية للتأمين	2015	143.25	118.25	0
المتحدة للتأمين	2015	149.24	139.41	0
الأهلية للنقل	2015	177.00	162.00	0
الأهلية للزيوت	2015	234.91	208.06	0
بنك البركة	2016	606.92	642.69	0.026
العقيلة للتأمين	2016	100.54	102.48	0
سولدراتي للتأمين	2016	134.73	131.56	0
أروب للتأمين	2016	157.43	150.43	0
الوطنية للتأمين	2016	118.25	107.66	0

الشركة	العام	متوسط السعر قبل الإعلان	متوسط السعر بعد الإعلان	الاختبار
المتحدة للتأمين	2016	180.00	167.19	0
الأهلية للنقل	2016	162.00	150.00	0.711
الأهلية للزيوت	2016	362.53	499.30	0
بنك الشام	2017	437.30	415.10	0
بنك البركة	2017	190.45	264.35	0
سولدراتي للتأمين	2017	170.51	178.95	0
آروب للتأمين	2017	151.89	156.43	0.005
الوطنية للتأمين	2017	403.93	438.50	0
المتحدة للتأمين	2017	175.69	174.90	0.088
الأهلية للنقل	2017	165.25	176.41	0.009
الأهلية للزيوت	2017	499.40	448.26	0
بنك البركة	2018	1,392.85	1,296.23	0
الأهلية للنقل	2018	630.58	611.50	0
الأهلية للزيوت	2018	678.43	651.00	0

*الجدول إعداد الباحثة بالاعتماد على مخرجات SPSS.

تبين من الجدول أعلاه:

أنه في جميع حالات الإعلان عن توزيع أرباح نقدية تم وجود فروقات جوهرية في متوسطاتها قبل الإعلان عما بعده، كانت ذات اختلاف جوهري، عدا حالتين في 2012 فلم يتغير متوسط السعر قبل الإعلان عما بعده، وذلك لأمرين: تم إصدار قرار في 2012 بإيقاف مادة تعديل السعر المرجعي وبالتالي لم يخفض السوق سعريهما بمقدار التوزيعات، وكذلك لم يتم التداول على أحدهما بينما تم التداول على الآخر بالسعر ذاته من غير تغيير، ومن ثم لم يتغير سعر أي منهما.

أيضاً تبين وجود 6 حالات لم تكن فيها فروق متوسط السعر لها دلالة إحصائية وهذه الحالات هي:

جدول (19): الحالات التي لم تتأثر أسعارها جوهرياً بالإعلان عن توزيع الأرباح النقدية

الشركة	العام	متوسط السعر قبل الإعلان	متوسط السعر بعد الإعلان	الاختبار	السبب
بنك بيبلس	2010	779.10	755.10	0.065	تم زيادة رأس المال مترافقة مع فترة ما بعد التوزيع مما أثر على السعر بعد إعلان التوزيعات
البنك الدولي للتجارة والتمويل	2010	1,479.28	1,430.23	0.214	تم التداول عليه ارتفاعاً بالسعر بعد تخفيض السعر المرجعي مما أدى لإلغاء أثر الانخفاض
المتحدة للتأمين	2010	939.84	920.95	0.151	تم التداول عليه ارتفاعاً بالسعر بعد تخفيض السعر المرجعي مما أدى لإلغاء أثر الانخفاض
الأهلية للزيوت	2013	123.38	122.94	0.86	لم يحدث تداول ومقدار التوزيعات التي تم تخفيض السعر بها قليل جداً
الأهلية للنقل	2016	162.00	150.00	0.711	لم يحدث تداول ومقدار التوزيعات التي تم تخفيض السعر بها قليل جداً
المتحدة للتأمين	2017	175.69	174.90	0.088	تم التداول عليه ارتفاعاً بالسعر بعد تخفيض السعر المرجعي مما أدى لإلغاء أثر الانخفاض

*الجدول إعداد الباحثة

الخلاصة:

تبين ما يلي من دراسة أثر الإعلان عن توزيعات أرباح في سيولة أسهم سوق دمشق للأوراق المالية عند مستوى دلالة 5%:

- ليس هناك أثر جوهري للإعلان عن توزيعات أرباح نقدية في حجم وقيم تداول الأسهم التي أجري لها التوزيع في سوق دمشق للأوراق المالية.
- إن الإعلان عن توزيعات أرباح نقدية يؤثر سلباً وبشكل جوهري في أسعار الأسهم التي أجري لها التوزيع في سوق دمشق للأوراق المالية.

أي أن الحالة العامة في سوق دمشق للأوراق المالية عند وجود حالة توزيع نقدي هي تغير متوسطات أسعار الأسهم، بحيث تختلف جوهرياً عن الصفر، حيث تبين أنه توجد 36 حالة انخفضت جوهرياً متوسطات أسعار الأسهم فيها بعد الإعلان عن توزيعات للأرباح عما كانت عليه قبل الإعلان، وهذا يفسره طبيعياً ما يحدث في السوق من تخفيض للسعر المرجعي للورقة المالية بمقدار التوزيعات بعد الإعلان عن توزيعات أرباح وفق القرار /355/.

3.3 المبحث الثالث: أثر الإعلان عن توزيعات أرباح نقدية في عوائد الأسهم في سوق دمشق للأوراق المالية.

من أهم ما يريده المستثمر من الاستثمار في السوق المالي هو تعظيم ثروته إما من خلال تحقيق الأرباح الرأسمالية أو استلام التوزيعات النقدية، فما هو أثر توزيع هذه الأرباح النقدية على عوائد الأسهم المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية؟

من أجل ذلك تمت دراسة هذا الأثر على ثلاث مراحل وفقاً للفرضيات الثانية والثالثة والرابعة.

تم أخذ فترة دراسة الحدث وهي عبارة عن 20 يوم تداول قبل يوم الإعلان عن توزيع أرباح نقدية و20 يوم تداول بعد الإعلان عن توزيع أرباح نقدية.

تم اعتبار فترة نافذة الحدث الأيام التي لا يسمح فيها بالتداول من يوم اجتماع الجمعية العمومية لإعلان قرار توزيع الأرباح حتى يوم ورود محضر الاجتماع للسوق من أجل تعديل السعر المرجعي للورقة المالية وإعادتها للتداول.

تم الأخذ بعين الاعتبار إلغاء أثري التجزئة وزيادات رأس المال من العوائد عندما تتوافق مع البيانات المدروسة في حالات توزيع الأرباح حتى لا تتشوّه نتائج الدراسة بعائد غير طبيعي ناتج عن التجزئة أو زيادات رأس المال.

الخطوات العملية للدراسة: 88

1) تم أخذ فترة دراسة الحدث (40 يوم تداول يتوسطها نافذة الحدث) وحساب العوائد غير العادية اليومية لها وفق:

العائد غير العادي للورقة i في اليوم الواحد = عائد الورقة i - عائد السوق

$$AP(R_{it}) = R_{it} - R_{mt}$$

⁸⁸ خولاني وموصلي، 2019، مرجع سابق، ص: 156.

(2) تم حساب العوائد غير العادية المجمعة للحدث وفق:

مجمع العوائد غير العادي للورقة i = مجموع العوائد اليومية غير العادية خلال 40 يوم

$$CAP(R_i) = \sum AP(R_i: -20, +20)$$

(3) تم الاعتماد في حساب العوائد غير العادية اليومية على العوائد الفعلية للأوراق

المالية وعائد السوق الفعلي، وهذا ما يدعى نموذج MAR (The Market Adjusted Returns Model) ⁸⁹، ومن خصائصه أنه يفترض أن العائد المتوقع للأسهم ثابت لكن ليس بالضرورة أن يبقى ثابتاً مع مرور الزمن، ويعتمد على الفرق بين عائد السوق الفعلي وعائد السهم الفعلي كمقياس يعبر عن العائد الغير عادي للسهم. ⁹⁰

(4) تم الاعتماد على 60 مشاهدة (يوم تداول) قبل فترة الحدث وأخذ عوائدها غير العادية لحساب تباين العوائد غير العادية.

(5) تم حساب كافة العوائد غير العادية للدراسة وفق نموذج MAR.

(6) تم إجراء الدراسة عند مستوى دلالة 5%.

⁸⁹ Dilip, Ghosh, Khaksari, 2005, Managerial Finance in the Corporate Economy, P:150.

⁹⁰ مع العلم أنه تم أخذ بيانات يومية لـ 60 يوم تداول قبل فترة الحدث من أجل حساب كل من b, a من أجل حساب العوائد المتوقعة وفق نموذج السوق MM (Market Model)، ولكنه تبين في العديد من الحالات المدروسة وجود حالة عدم تداول تام مما أدى إلى أن العوائد الفعلية للأسهم كانت صفراً، وبالتالي نتيجة كل من a, b تساوي الصفر، وتباين العوائد غير العادية صفر مما أدى إلى نتائج لا يمكن دراستها.

3.3.1 اختبار أثر الإعلان عن توزيعات نقدية في عوائد الأسهم (الفرضية الثانية).
الفرضية (2): إن مجموع العوائد غير العادية عند الإعلان عن توزيع الأرباح النقدية لا يختلف عن الصفر.

تم اختبار الفرضية على مستويين $(20+, 20-)$ و $(10+, 10-)$ وفق اختبار t للعوائد غير العادية المجمعة التي ذكرت في الخطوات العملية للدراسة.

3.3.1.1 اختبار الفرضية الثانية وفترة دراسة الحدث $(20+, 20-)$:

تم حساب العوائد غير العادية المجمعة لـ 40 يوم تداول (فترة الحدث): $(20+, 20-)$ من الإعلان، ويظهر الجدول التالي نتائج الاختبارات:

جدول (20): العوائد غير العادية المجمعة لعينة الدراسة خلال فترة الحدث $(20+, 20-)$									
الشركة	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
البنك العربي	-0.9%	-	-	-	-	-	-	-	-
بنك بيبيلوس	10.9%	-	-	-	-	-	-	-	-
بنك الشام	-	-	-	-	-	-	-	-0.1%	-
البنك الدولي للتجارة والتمويل	1.0%	-2.5%	-	-	-	-	-	-	-
بنك البركة	-	-	-	-	-	-	39.2%	10.2%	-3.3%
العقيلة للتأمين	-	11.3%	-	-	-	-	5.9%	-	-
الكويتية للتأمين	-	-	-	-	-	-	6.6%	20.5%	-
أروب للتأمين	-	21.1%	3.5%	-2.1%	-2.9%	0.9%	-8.5%	17.0%	-
الوطنية للتأمين	-	13.4%	0.7%	-8.9%	-7.4%	3.4%	10.7%	16.8%	-
	-	-	-	-31.5%	-	-	-	-	-
المتحدة للتأمين	-6.0%	20.0%	6.0%	-28.6%	-6.6%	4.5%	-7.5%	3.7%	-
المتحدة للإعلان	-	25.8%	-	-	-	-	-	-	-
الأهلية للنقل	-28.3%	1.0%	-	-	-3.3%	2.5%	-11.0%	11.4%	9.2%
نماء	-	10.2%	21.5%	-37.7%	-	-	-	-	-
الأهلية للزيوت	-24.0%	23.0%	15.0%	-3.0%	-8.6%	1.7%	46.3%	11.2%	1.3%

*الجدول إعداد الباحثة

يتضح من الجدول أنه خلال فترة الإعلان عن توزيع أرباح تتحقق عوائد غير عادية موجبة وسالبة، حيث إن 62% من حالات الإعلان كانت عوائدها المجمعة موجبة و38% من الحالات كانت عوائدها المجمعة سالبة.

ومن أجل اختبار الأهمية الإحصائية لهذه العوائد غير العادية تم تطبيق المعادلة التالية لحساب ت ستيودنت:

$$T = \text{CAP} (R_i: -20, +20) / (\text{STDEV AP} (R_i: -60 \text{ before } -20) / \text{Sqrt} (40))$$

حيث إن:

▪ **CAP (R_i: -20,+20)**: العوائد غير العادية المجمعة خلال فترة الإعلان عن توزيعات أرباح: 20 يوم تداول قبل يوم الإعلان عن توزيع أرباح و 20 يوم تداول بعد الإعلان.

▪ **STDEV AP (R_i: -60 before -20)**: تباين العوائد غير العادية لـ 60 يوم تداول قبل فترة الحدث المدروسة أي 20 يوم قبل يوم الإعلان عن توزيعات أرباح.

▪ **Sqrt (40)**: الجذر التربيعي لأيام فترة الحدث (-20,+20) أي 40 يوم تداول.

كانت نتيجة اختبار t عند مستوى دلالة 5%:

جدول (21): اختبار معنوية العوائد غير العادية المجمعة لعينة الدراسة خلال فترة الحدث (-20 ، +20)									
الشركة	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
البنك العربي	-4.59	-	-	-	-	-	-	-	-
بنك بيبيلوس	26.00	-	-	-	-	-	-	-	-
بنك الشام	-	-	-	-	-	-	-	0.48-	-
البنك الدولي للتجارة	5.36	-19.42	-	-	-	-	-	-	-
بنك البركة	-	-	-	-	-	-	175.54	32.99	13.43-
العقيلة للتأمين	-	68.62	-	-	-	-	34.58	-	-
الكويتية للتأمين	-	-	-	-	-	-	36.04	70.82	-
أروب للتأمين	-	101.06	35.88	-11.40	-46.53	22.75	-98.74	82.44	-
الوطنية للتأمين	-	77.48	5.18	-452.59	-103.64	24.95	238.40	46.37	-
	-	-	-	-401.78	-	-	-	-	-
المتحدة للتأمين	40.46-	154.16	61.63	527.18-	112.10-	83.88	43.07-	17.58	-
المتحدة للإعلان	-	31.75	-	-	-	-	-	-	-
الأهلية للنقل	-97.97	6.20	-	-	-41.44	51.44	-170.25	56.65	29.25
نماء	-	89.69	158.79	-483.77	-	-	-	-	-
الأهلية للزيوت	73.28-	129.41	67.07	13.11-	-152.51	11.06	336.34	72.81	4.97

*الجدول إعداد الباحثة

نلاحظ أن جميع قيم t المحسوبة أكبر من 1.96^{91} عدا بنك الشام، وبالتالي نجد أن العوائد غير العادية المجمعة خلال فترة الإعلان عن توزيع أرباح نقدية تختلف جوهرياً عن الصفر، وذلك عند مستوى دلالة 5% وفترة إعلان (+20,-20).

3.3.1.2 اختبار الفرضية الثانية وفترة دراسة الحدث (+10,-10):

تم حساب العوائد غير العادية المجمعة لـ 20 يوم تداول (فترة الحدث) : (+10,-10) من الإعلان، وكانت النتائج كالتالي:

جدول (22): العوائد غير العادية المجمعة لعينة الدراسة خلال فترة الحدث (-10 ، +10)									
الشركة	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
البنك العربي	-1.2%	-	-	-	-	-	-	-	-
بنك بيلوس	15.2%	-	-	-	-	-	-	-	-
بنك الشام	-	-	-	-	-	-	-	-1.4%	-
البنك الدولي للتجارة والتمويل	0.7%	-7.3%	-	-	-	-	-	-	-
بنك البركة	-	-	-	-	-	-	30.0%	6.3%	-5.2%
العقيلة للتأمين	-	9.6%	-	-	-	-	9.3%	-	-
الكويتية للتأمين	-	-	-	-	-	-	3.5%	12.7%	-
أروب للتأمين	-	13.0%	1.7%	-1.5%	-2.5%	0.4%	-5.5%	12.2%	-
الوطنية للتأمين	-	8.0%	-1.1%	-3.6%	-2.5%	2.4%	1.9%	13.7%	-
	-	-	-	-32.7%	-	-	-	-	-
المتحدة للتأمين	-9.0%	5.2%	3.1%	-24.3%	-3.0%	0.4%	-2.3%	7.0%	-
المتحدة للإعلان	-	6.7%	-	-	-	-	-	-	-
الأهلية للنقل	-15.3%	2.2%	-	-	-3.2%	2.3%	-11.3%	-1.2%	4.3%
نماء	-	7.6%	6.7%	-20.0%	-	-	-	-	-
الأهلية للزيوت	-8.0%	0.0%	14.0%	-0.8%	-3.6%	-4.6%	34.7%	7.4%	-2.5%

*الجدول إعداد الباحثة

يتضح من الجدول تحقق عوائد غير عادية موجبة وسالبة، حيث إن 58% من حالات الإعلان عن توزيع أرباح نقدية كانت عوائدها المجمعة موجبة و42% من الحالات كانت عوائدها المجمعة سالبة، ضمن فترة دراسة للحدث هي (+10,-10).

⁹¹ تم مقارنة (أكبر من 1.96 أو أصغر من 1.96) للدلالة على الأهمية الإحصائية عند مستوى دلالة 5%.

ولكن هل هذه العوائد غير العادية لها دلالة إحصائية؟ وبتطبيق اختبار t ضمن فترة الحدث $(-10,+10)$ أي أن أيام الحدث 20 يوم تداول توصلت للنتائج التالية:

جدول (23): اختبار مغنوية العوائد غير العادية لمجموعة لعينة الدراسة خلال فترة الحدث $(-10, +10)$									
الشركة	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
البنك العربي	-4.35	-	-	-	-	-	-	-	-
بنك بيبيلوس	25.56	-	-	-	-	-	-	-	-
بنك الشام	-	-	-	-	-	-	-	3.75-	-
البنك الدولي للتجارة	2.66	-41.69	-	-	-	-	-	-	-
بنك البركة	-	-	-	-	-	-	95.11	14.43	11.82-
العقيلة للتأمين	-	41.08	-	-	-	-	38.36	-	-
الكويتية للتأمين	-	-	-	-	-	-	13.58	31.19	-
أروب للتأمين	-	42.58	12.58	-5.43	-28.45	7.16	-45.36	41.64	-
الوطنية للتأمين	-	32.77	-4.59	-131.80	-24.72	12.55	29.11	26.69	-
	-	-	-	-294.04	-	-	-	-	-
المتحدة للتأمين	45.08-	21.63	21.14	316.66-	35.64-	5.03	9.53-	23.57	-
المتحدة للإعلان		5.82	-	-	-	-	-	-	-
الأهلية للنقل	-52.96	9.70	-	-	-28.99	33.42	-122.87	-3.98	9.59
نماء		47.41	34.70	-181.72	-	-	-	-	-
الأهلية للزيوت	23.58-	1.22	59.65	2.47-	-45.10	-20.61	178.12	34.15	-6.90

*الجدول إعداد الباحثة

نلاحظ أن جميع قيم t المحسوبة أكبر من 1.96 عدا الأهلية للزيوت في 2011 وبالتالي نخلص إلى أن العوائد غير العادية المجمعة خلال فترة الإعلان عن توزيع أرباح نقدية تختلف جوهرياً عن الصفر، وذلك عند مستوى دلالة 5% وفترة إعلان $(-10,+10)$.

الخلاصة: باختبار الفرضية الثانية وجد أن الإعلان عن توزيع أرباح يؤدي إلى مجاميع عوائد غير عادية مجمعة تختلف جوهرياً عن الصفر وذلك عند مستوى دلالة

5%؁ سواء كانت فترة الحدث المدروسة (-20؁+20) أم (-10؁+10)؁ من الحالات حوالي 60% عوائد موجبة و40% عوائد سالبة.

3.3.2 اختبار أثر الإعلان عن توزيعات نقدية في عوائد الأسهم (الفرضية الثالثة).
الفرضية (3): إن مجموع العوائد غير العادية قبل الإعلان عن توزيع أرباح نقدية لا يختلف عن الصفر.

تختبر الفرضية جوهريّة العوائد غير العادية المجمعة قبل يوم الإعلان عن توزيع أرباح فقط، وذلك عند مستوى دلالة 5% وفترتي دراسة للحدث هما (0,-20) و(0,-10).

3.3.2.1 اختبار الفرضية الثالثة وفترّة دراسة الحدث (0,-20):

اختبار هذه الفرضية يختبر كفاءة سوق دمشق للأوراق المالية على المستوى القوي من حيث إنه لا يوجد معلومات لدى المطلعين عن قرار توزيع الأرباح قبل الإعلان عنه، أي لا يوجد عوائد غير عادية جوهريّة قبل يوم الإعلان عن توزيع أرباح نقدية. كانت العوائد غير العادية المجمعة قبل الإعلان عن توزيع أرباح نقدية كالتالي:

جدول (24): العوائد غير العادية المجمعة لعينة الدراسة خلال فترة الحدث (-20 ، 0)									
الشركة	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
البنك العربي	-2.55%	-	-	-	-	-	-	-	-
بنك بيبيلوس	5.89%	-	-	-	-	-	-	-	-
بنك الشام	-	-	-	-	-	-	-	-4.34%	-
البنك الدولي للتجارة والتمويل	8.68%	4.31%	-	-	-	-	-	-	-
بنك البركة	-	-	-	-	-	-	10.92%	16.29%	-1.52%
العقيلة للتأمين	-	-5.51%	-	-	-	-	-1.38%	-	-
الكويتية للتأمين	-	-	-	-	-	-	4.62%	9.06%	-
أروب للتأمين	-	8.66%	-2.74%	-4.69%	-6.00%	2.04%	-12.30%	0.46%	-
الوطنية للتأمين	-	11.26%	-1.71%	-1.59%	-2.56%	1.50%	-11.81%	3.26%	-
	-	-	-	-16.97%	-	-	-	-	-
المتحدة للتأمين	-4.00%	11.00%	-1.00%	-17.00%	-2.00%	-2.00%	-10.00%	-2.00%	-
المتحدة للإعلان	-	9.51%	-	-	-	-	-	-	-
الأهلية للنقل	-13.38%	9.59%	-	-	-2.40%	1.27%	-4.65%	-13.98%	6.53%
نماء	-	1.54%	2.51%	-33.95%	-	-	-	-	-
الأهلية للزيوت	-9.00%	4.00%	3.00%	5.00%	-5.31%	-1.82%	21.17%	12.23%	-2.18%

*الجدول إعداد الباحثة

يتضح من الجدول أن 30 حالة توزيع حققت قبل الإعلان عن توزيعاتها عوائد سالبة، و25 حالة حققت عوائد موجبة، وذلك عند فترة دراسة للحدث (0، -20).

وللحكم على كفاءة سوق دمشق وفق المستوى القوي، تم اختبار هذه العوائد وفق اختبار t علماً أن فترة الدراسة كانت 20 يوم تداول قبل يوم الإعلان عن توزيع أرباح نقدية.

كانت نتائج اختبار جوهريّة العوائد كالآتي:

جدول (25): اختبار معنوية العوائد غير العادية المجمعة لعينة الدراسة خلال فترة الحدث (-20 ، 0)

الشركة	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
البنك العربي	-9.62	-	-	-	-	-	-	-	-
بنك بيلوس	9.90	-	-	-	-	-	-	-	-
بنك الشام	-	-	-	-	-	-	-	-11.90	-
البنك الدولي للتجارة	33.09	24.11	-	-	-	-	-	-	-
بنك البركة	-	-	-	-	-	-	34.61	37.29	-4.44
العقيلة للتأمين	-	-23.56	-	-	-	-	-5.70	-	-
الكويتية للتأمين	-	-	-	-	-	-	17.86	22.19	-
أروب للتأمين	-	30.84	-19.91	-17.54	-68.88	42.15	-100.68	1.58	-
الوطنية للتأمين	-	45.97	-6.98	-58.59	-25.23	7.72	-185.41	6.38	-
	-	-	-	-152.61	-	-	-	-	-
المتحدة للتأمين	-20.75	58.26	-4.89	-217.32	-18.46	-23.70	-40.76	-7.17	-
المتحدة للإعلان	-	8.27	-	-	-	-	-	-	-
الأهلية للنقل	-46.30	42.10	-	-	-21.50	18.62	-50.66	-47.92	14.61
نماء		9.55	13.13	-308.01	-	-	-	-	-
الأهلية للزيوت	-28.56	16.29	13.13	16.08	-66.23	-8.18	108.77	56.12	-6.05

*الجدول إعداد الباحثة

تبين النتائج أن جميع حالات الإعلان عن توزيع أرباح ينتج عنها عوائد مجمعة غير عادية تختلف جوهرياً عن الصفر عدا أروب للتأمين في عام 2017، ضمن فترة

دراسة للحدث (20,0-)، حيث يظهر الجدول أعلاه أن 55% منها عوائد غير عادية سالبة، و45% منها عوائد غير عادية موجبة.

أي أن هناك معلومات تصل للمستثمرين حول الإعلان عن توزيع أرباح قبل يوم الإعلان، وهذا ما يضعف كفاءة سوق دمشق للأوراق المالية وفق المستوى القوي.

3.3.2.2 اختبار الفرضية الثالثة وفترة دراسة الحدث (10,0-):

وفقاً للفرضية الثالثة سيتم اختبار جوهرية العوائد غير العادية المجمعة قبل يوم الإعلان عن توزيع أرباح نقدية، وذلك عند مستوى دلالة 5% وفترة دراسة للحدث (10,0-).

يعرض الجدول التالي العوائد المجمعة غير العادية المتحققة ضمن فترة دراسة لحدث الإعلان (10,0-):

جدول (26): العوائد غير العادية المجمعة لعينة الدراسة خلال فترة الحدث (10- ، 0)									
الشركة	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
البنك العربي	2.02%	-	-	-	-	-	-	-	-
بنك بيبيلوس	7.25%	-	-	-	-	-	-	-	-
بنك الشام	-	-	-	-	-	-	-	-4.63%	-
البنك الدولي للتجارة والتمويل	4.79%	0.01%	-	-	-	-	-	-	-
بنك البركة	-	-	-	-	-	-	7.07%	15.30%	0.64%
العقيلة للتأمين	-	-5.52%	-	-	-	-	-0.10%	-	-
الكويتية للتأمين	-	-	-	-	-	-	3.26%	5.05%	-
أروب للتأمين	-	1.41%	-2.10%	-3.05%	-3.22%	0.57%	-7.92%	4.07%	-
الوطنية للتأمين	-	9.00%	-2.41%	0.84%	-0.01%	0.58%	-8.82%	0.15%	-
	-	-	-	-14.80%	-	-	-	-	-
المتحدة للتأمين	-3.97%	2.70%	-2.11%	-12.51%	0.29%	-1.29%	-4.13%	4.54%	-
المتحدة للإعلان	-	2.69%	-	-	-	-	-	-	-
الأهلية للنقل	-8.25%	6.79%	-	-	-3.31%	0.55%	-1.74%	-5.09%	2.39%
نماء	-	-2.16%	1.29%	-21.15%	-	-	-	-	-
الأهلية للزيوت	-2.00%	-9.00%	3.10%	1.00%	-3.64%	-2.86%	9.28%	8.25%	-3.05%

*الجدول إعداد الباحثة

إن 49% من حالات التوزيع تولد عنه عوائد سالبة، و51% من الحالات تولد عنها عوائد موجبة، ولأجل معرفة دلالتها إحصائياً سيتم اختبارها إذا كانت تختلف عن الصفر أم لا.

جدول (27): اختبار معنوية العوائد غير العادية المجمعة لعينة الدراسة خلال فترة الحدث (-10 ، 0)									
الشركة	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
البنك العربي	5.39	-	-	-	-	-	-	-	-
بنك بيبلس	8.62	-	-	-	-	-	-	-	-
بنك الشام	-	-	-	-	-	-	-	-8.98	-
البنك الدولي للتجارة والتمويل	12.92	0.03	-	-	-	-	-	-	-
بنك البركة	-	-	-	-	-	-	15.84	24.76	1.04
العقيلة للتأمين	-	-16.70	-	-	-	-	-0.28	-	-
الكويتية للتأمين	-	-	-	-	-	-	8.92	8.74	-
أروب للتأمين	-	3.25	-10.79	-7.60	-26.17	7.98	-45.87	9.86	-
الوطنية للتأمين	-	25.05	-6.97	21.92	-0.08	2.11	-97.93	0.20	-
	-	-	-	-94.12	-	-	-	-	-
المتحدة للتأمين	-14.02	7.36	-10.03	-115.41	2.47	-11.97	-11.88	10.90	-
المتحدة للإعلان	-	1.65	-	-	-	-	-	-	-
الأهلية للنقل	-20.19	21.08	-	-	-20.94	5.66	-13.42	-12.33	3.78
نماء	-	-9.48	4.77	-135.69	-	-	-	-	-
الأهلية للزيوت	-4.12	-24.11	9.61	1.58	-32.08	-9.08	33.72	26.78	-5.98

*الجدول إعداد الباحثة

تشير نتائج الاختبار إلى أن: 11% من حالات التوزيع للأرباح النقدية في سوق دمشق للأوراق المالية لم تحقق عوائد جوهرية غير عادية، أما 89% من حالات التوزيع كانت عوائدها غير العادية تختلف جوهرياً عن الصفر وذلك ضمن فترة دراسة للحدث (-10,0).

الخلاصة:

إن العوائد غير العادية المجمعة قبل الإعلان عن توزيع أرباح تختلف جوهرياً عن الصفر، وذلك وفق مستوى دلالة 5%، وضمن فترة للحدث (-20,0) و(-10,0). أي أن هناك معلومات تصل للمستثمرين حول قرار توزيع أرباح نقدية قبل يوم الإعلان عنه، وهذا يحدث فعلاً لأن قبل اجتماع الهيئة العامة يتم إرسال دعوة

للمساهمين لحضوره ويتم نشرها في الصحف الرسمية، ويتم ذكر البنود التي سوف يتم تداولها ومناقشتها في اجتماع الهيئة العامة للشركة، وضمن بنودها ينوّه لمناقشة اقتراح توزيع أرباح كتأكيد على إقراره، أو ينوه إلى أنه لن يتم توزيع أرباح.

وسنذكر بعض الأمثلة حول كيفية نشر معلومات عن توزيع أرباح في بنود دعوة اجتماع الهيئة قبل يوم الإعلان عنها وإقرارها:

بنك الشام: 92

- اقتراح مجلس الإدارة بتوزيع 5% من رأسمال البنك.
- لم يرد هذا البند عندما لا يوجد توزيعات أرباح.

سولدارتي للتأمين: 93

- دراسة ترحيل الأرباح أو توزيعها.
- ورد بند في الأعوام التي لم توزع أرباح: دراسة ترحيل أرباح العام.

أروب للتأمين: 94

- تعيين الأرباح التي يجب توزيعها بناء على اقتراح مجلس الإدارة.
- لم يرد هذا البند في الدعوة عندما لم يتم التوزيع.

الوطنية للتأمين: 95

- تخصيص الأرباح للعام الحالي.
- تعيين الأرباح التي يجب توزيعها عن العام بناء على اقتراح مجلس الإدارة وإقرار توزيعها.

شركة العقيلة: 96

- إقرار توزيع الأرباح بموجب اقتراح مجلس الإدارة.
- مناقشة توزيع الأرباح على المساهمين بناء على مقترحات مجلس الإدارة.
- إقرار توزيع الأرباح (إن وجدت) بموجب اقتراح مجلس الإدارة - في حال لم توزع -.

92 موقع سوق دمشق للأوراق المالية، الأوراق المدرجة، بنك الشام، إفصاحات الشركة، دعوة محضر اجتماع الهيئة العامة.

93 موقع سوق دمشق للأوراق المالية، الأوراق المدرجة، الكويتية للتأمين، إفصاحات الشركة، دعوة محضر اجتماع الهيئة العامة.

94 موقع سوق دمشق للأوراق المالية، الأوراق المدرجة، أروب للتأمين، إفصاحات الشركة، دعوة محضر اجتماع الهيئة العامة.

95 موقع سوق دمشق للأوراق المالية، الأوراق المدرجة، الوطنية للتأمين، إفصاحات الشركة، دعوة محضر اجتماع الهيئة العامة.

96 موقع سوق دمشق للأوراق المالية، الأوراق المدرجة، العقيلة للتأمين التكافلي، إفصاحات الشركة، دعوة محضر اجتماع الهيئة العامة.

البنك العربي: 97

- تعيين الأرباح التي يجب توزيعها بناء على اقتراح مجلس الإدارة. (تم التوزيع).
- اتخاذ القرار بخصوص الأرباح إن وجدت وفق اقتراح مجلس الإدارة (لم توزع).

الأهلية للنقل: 98

لم يتم ذكر أي شيء له علاقة بالأرباح أو التتويه له، فقط مناقشة الحسابات وذلك في جميع الأعوام رغم أنها كانت توزع أرباحاً، إلا في عام 2018 تم ذكر ذلك صراحة بأنه سيتم مناقشة توزيع أرباح نقدية.

⁹⁷ موقع سوق دمشق للأوراق المالية، الأوراق المدرجة، البنك العربي، إفصاحات الشركة، دعوة محضر اجتماع الهيئة العامة.
⁹⁸ موقع سوق دمشق للأوراق المالية، الأوراق المدرجة، الأهلية للنقل، إفصاحات الشركة، دعوة محضر اجتماع الهيئة العامة.

3.3.3 اختبار أثر الإعلان عن توزيعات نقدية في عوائد الأسهم (الفرضية الرابعة).
الفرضية (4): إن مجموع العوائد غير العادية بعد الإعلان عن توزيع أرباح نقدية لا يختلف عن الصفر.

تختبر الفرضية جوهريّة العوائد غير العادية المجمعة بعد يوم الإعلان عن توزيع أرباح فقط، وذلك عند مستوى دلالة 5% وفترتي دراسة للحدث (0,+20) و(0,+10).

3.3.2.1 اختبار الفرضية الرابعة وفترّة دراسة الحدث (0,+20):

اختبار هذه الفرضية يمثل في ذات الوقت اختباراً لكفاءة سوق دمشق للأوراق المالية على المستوى شبه القوي، أي أن السوق يعكس فوراً المعلومات الواردة لديه، أي لا يوجد عوائد غير عادية جوهريّة بعد يوم الإعلان عن توزيع أرباح نقدية. وفيما يلي جدول يبين العوائد غير العادية المجمعة بعد الإعلان عن توزيع أرباح:

جدول (28): العوائد غير العادية المجمعة لعينة الدراسة خلال فترة الحدث (0,+20)									
الشركة	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
البنك العربي	1.69%	-	-	-	-	-	-	-	-
بنك بيبلس	5.05%	-	-	-	-	-	-	-	-
بنك الشام	-	-	-	-	-	-	-	4.21%	-
البنك الدولي للتجارة والتمويل	-7.69%	-6.77%	-	-	-	-	-	-	-
بنك البركة	-	-	-	-	-	-	28.24%	-6.10%	-1.73%
العقيلة للتأمين	-	16.84%	-	-	-	-	7.30%	-	-
الكويتية للتأمين	-	-	-	-	-	-	1.97%	11.39%	-
أروب للتأمين	-	12.39%	6.24%	2.56%	3.13%	-1.18%	3.77%	16.54%	-
الوطنية للتأمين	-	2.16%	2.38%	-7.32%	-4.87%	1.92%	22.55%	13.50%	-
	-	-	-	14.51%	-	-	-	-	-
المتحدة للتأمين	-1.57%	9.74%	7.19%	11.92%	-5.08%	6.35%	2.53%	5.78%	-
المتحدة للإعلان	-	16.33%	-	-	-	-	-	-	-
الأهلية للنقل	14.93%	-8.59%	-	-	-0.87%	1.21%	-6.39%	25.40%	2.71%
نماء	-	9.18%	18.99%	-3.75%	-	-	-	-	-
الأهلية للزيوت	15.00%	19.00%	12.00%	-8.47%	-3.34%	3.57%	25.12%	-1.01%	3.45%

*الجدول إعداد الباحثة

38% من الحالات تحقق عوائد سالبة بعد الإعلان عن توزيع أرباح، و62% منها تحقق عوائد موجبة، ضمن مستوى فترة دراسة للحدث (0,+20).

ولدراسة معنوية هذه العوائد تم اختبارها وفق اختبار t ومستوى معنوية 5%، وتبين من الاختبار النتائج التالية:

جدول (29): اختبار معنوية العوائد غير العادية المجمعة لعينة الدراسة خلال فترة الحدث (20+0)									
الشركة	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
البنك العربي	6.38	-	-	-	-	-	-	-	-
بنك بيبيلوس	8.49	-	-	-	-	-	-	-	-
بنك الشام	-	-	-	-	-	-	-	11.56	-
البنك الدولي للتجارة والتمويل	-29.30	-37.84	-	-	-	-	-	-	-
بنك البركة	-	-	-	-	-	-	89.52	-13.96	-3.96
العقيلة للتأمين	-	72.09	-	-	-	-	30.15	-	-
الكويتية للتأمين	-	-	-	-	-	-	7.63	27.89	-
أروب للتأمين	-	40.83	45.37	9.34	35.99	-24.86	30.86	56.71	-
الوطنية للتأمين	-	8.82	9.72	-269.68	-48.05	9.92	353.98	26.40	-
المتحدة للتأمين	-	-	-	-130.50	-	-	-	-	-
المتحدة للإعلان	-	14.19	-	-	-	-	-	-	-
الأهلية للنقل	-51.67	-37.72	-	-	-7.80	17.75	-69.72	87.06	6.07
نماء	-	57.07	99.15	-34.07	-	-	-	-	-
الأهلية للزيوت	-44.71	75.22	54.44	-25.35	-41.61	16.01	129.06	-4.63	9.57

*الجدول إعداد الباحثة

إن جميع العوائد المجمعة التي تحققت بعد الإعلان عن توزيع أرباح ذات دلالة إحصائية، وبالتالي إن الإعلان عن توزيع أرباح نقدية يؤدي إلى تحقق عوائد غير عادية موجبة بنسبة 62%، وعوائد غير عادية سالبة بنسبة 38%، مما يدل على عدم كفاءة السوق حسب المستوى شبه القوي.

3.3.2.2 اختبار الفرضية الرابعة وفترة دراسة الحدث (0,+10):

سيتم اختبار جوهرية العوائد غير العادية المجمعة بعد يوم الإعلان عن توزيع أرباح نقدية، وذلك عند مستوى دلالة 5% وفترة دراسة للحدث (0,+10).

الجدول التالي يعرض العوائد المجمعة المتحققة بعد الإعلان ضمن فترة دراسة لحدث الإعلان (0,+10):

جدول (30): العوائد غير العادية المجمعة لعينة الدراسة خلال فترة الحدث (10+0)									
الشركة	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
البنك العربي	-3.17%	-	-	-	-	-	-	-	-
بنك بيبيلوس	7.96%	-	-	-	-	-	-	-	-
بنك الشام	-	-	-	-	-	-	-	3.26%	-
البنك الدولي للتجارة والتمويل	-4.10%	-7.28%	-	-	-	-	-	-	-
بنك البركة	-	-	-	-	-	-	22.94%	-8.99%	-5.81%
العقيلة للتأمين	-	15.12%	-	-	-	-	9.39%	-	-
الكويتية للتأمين	-	-	-	-	-	-	0.25%	7.69%	-
أروب للتأمين	-	11.57%	3.83%	1.55%	0.75%	-0.22%	2.38%	8.08%	-
الوطنية للتأمين	-	-1.00%	1.29%	-4.42%	-2.50%	1.85%	10.68%	14.09%	-
	-	-	-	17.90%	-	-	-	-	-
المتحدة للتأمين	-5.05%	2.52%	5.41%	11.77%	-3.27%	1.68%	1.79%	2.40%	-
المتحدة للإعلان	-	4.01%	-	-	-	-	-	-	-
الأهلية للنقل	-7.05%	-4.58%	-	-	0.07%	1.73%	-9.53%	3.93%	1.90%
نماء	-	9.78%	5.36%	1.12%	-	-	-	-	-
الأهلية للزيوت	-6.00%	9.00%	10.49%	-1.57%	0.02%	-1.73%	25.39%	-0.81%	0.56%

*الجدول إعداد الباحثة

يظهر الجدول أنه بعد الإعلان عن توزيع أرباح نقدية يتم تحقيق عوائد موجبة وسالبة وذلك خلال 10 أيام تداول لاحقة ليوم الإعلان عن توزيع الأرباح، حيث إنه في 36% من الحالات تحققت عوائد سالبة، وفي 64% منها تحقق عوائد موجبة، ولكن هل هذه العوائد ذات دلالة إحصائية؟ سيتم اختبارها وفق اختبار t ومستوى دلالة 5%.

جدول (31): اختبار معنوية العوائد غير العادية المجمعة لعينة الدراسة خلال فترة الحدث (10+0)									
الشركة	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
البنك العربي	-8.47	-	-	-	-	-	-	-	-
بنك بيلوس	9.46	-	-	-	-	-	-	-	-
بنك الشام	-	-	-	-	-	-	-	6.33	-
البنك الدولي للتجارة والتمويل	-11.04	-28.79	-	-	-	-	-	-	-
بنك البركة	-	-	-	-	-	-	51.41	14.56-	9.40-
العقيلة للتأمين	-	45.76	-	-	-	-	27.40	-	-
الكويتية للتأمين	-	-	-	-	-	-	0.68	13.32	-
أروب للتأمين	-	26.46	19.69	3.82	6.06	-3.46	13.79	19.58	-
الوطنية للتأمين	-	-1.88	3.72	-115.12	-17.40	6.76	118.52	19.49	-
	-	-	-	-113.79	-	-	-	-	-
المتحدة للتأمين	17.85-	6.58	25.76	108.50-	27.67-	15.53	5.14	5.77	-
المتحدة للإعلان	-	2.46	-	-	-	-	-	-	-
الأهلية للنقل	-17.26	-14.22	-	-	0.44	17.97	-73.47	9.52	3.01
نماء	-	43.01	19.77	7.19	-	-	-	-	-
الأهلية للزيوت	12.56-	24.97	32.57	3.32-	0.19	-5.50	92.24	-2.63	1.10

*الجدول إعداد الباحثة

تظهر نتائج اختبار معنوية العائد ضمن دراسة فترة حدث بعد الإعلان (0,+10) أن 51 حالة توزيع كانت عوائدها المجمعة غير العادية بعد الإعلان هامة إحصائياً.

الخلاصة:

إن مجموع العوائد غير العادية بعد الإعلان عن توزيع أرباح يختلف جوهرياً عن الصفر، وذلك وفق مستوى دلالة 5%، وضمن فترة حدث مدروسة (-20,0) و(0,-10)، حيث إنه تحقق عوائد غير عادية موجبة بعد الإعلان عن توزيعات الأرباح رغم أنه يتم تخفيض السعر المرجعي قانونياً بعد الإعلان، وبالتالي يفترض أن يتحقق عوائد سالبة استجابة لتخفيض السعر المرجعي بعد الإعلان بدلاً من العوائد الموجبة.

أي أن سوق دمشق للأوراق المالية غير كفؤ على المستوى شبه القوي إذ إن المعلومات الواردة للسوق حول توزيع أرباح أدت إلى عوائد غير عادية موجبة بعد الإعلان عنها.

ولنتأكد من نتائج العينة السابقة التي ذكرت في الجدول (4) تم تخصيص العينة أكثر، كما تم ملاحظة النتائج، حيث أخذت سنة كاملة للوراء لكل حالة توزيع نقدي من تاريخ الإعلان عن التوزيعات النقدية وإحصاء عدد أيام التداول المتاحة في السوق وكذلك إحصاء عدد أيام تداول سهم الشركة خلال العام ذاته ومعرفة نسبة أيام تداول السهم خلال العام إلى أيام التداول المتاحة له خلاله، فكانت النتائج التالية:

الجدول (32): نسب تداول الشركات لعام سابق من تاريخ الإعلان عن توزيعات أرباح نقدية

الشركة	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
البنك العربي	128* ⁹⁹ **91 ***71%								
بنك بيبيلوس	53 34% 18								
بنك الشام							196 80% 156		
البنك الدولي للتجارة	127 80% 101	190 99% 188							
بنك البركة					201 78% 156			201 60% 121	241 76% 182
العقيلة للتأمين		139 84% 117					200 55% 109		
الكويتية للتأمين							201 11% 22	201 12% 25	
أروب للتأمين		189 25% 48	180 4% 8	148 3% 5	150 1% 2	188 1% 2	201 5% 11	200 1% 2	
الوطنية للتأمين		173 40% 69	187 8% 15	149 0% 0	223 7% 16	149 17% 26	175 18% 31	201 1% 3	234 1% 2
المتحدة للتأمين	97 69% 67	188 52% 98	184 12% 22	147 1% 2	149 3% 4	186 4% 7	200 13% 25	199 3% 5	
المتحدة للإعلان		188 82% 155							
الأهلية للنقل	127 61% 77	193 75% 144			148 4% 6	180 14% 25	199 6% 11	200 7% 13	240 31% 75
نماء		180 61% 109	191 18% 35	148 7% 11					
الأهلية للزيوت	111 85% 94	190 96% 182	175 70% 123	148 40% 59	148 46% 68	135 42% 57	199 25% 50	200 34% 68	240 54% 130

*الجدول إعداد الباحثة

⁹⁹ (*) عدد أيام التداول المتاح في السوق خلال عام للوراء من تاريخ الإعلان عن التوزيعات النقدية.
(**) عدد أيام التداول الفعلي للسهم في السوق خلال عام للوراء من تاريخ الإعلان عن التوزيعات النقدية.
(***) نسبة أيام تداول السهم خلال العام المدروس.

كانت النتائج وجود 19 حالة توزيع أرباح نقدية (من أصل 55 حالة توزيع) نسبة أيام تداول أسهمها في السوق أكبر من 50% من أيام التداول المتاح.

ووجد أن سلوك العوائد عند توزيع أرباح نقدية في سوق دمشق نتيجة العينة المخصصة بعدد أيام التداول (19 حالة توزيع) مشابه جداً لسلوك العوائد في حالة أخذ العينة كاملة (55 حالة توزيع)، وبالتالي نتائج العينة المأخوذة لا علاقة لها بتأثير ضعف تداول الأسهم في سوق دمشق للأوراق المالية.

النتائج والتوصيات

4.1 النتائج:

مما ورد أعلاه من دراسة أثر الإعلان عن توزيع أرباح في سيولة الأسهم وعوائدها تبين الآتي:

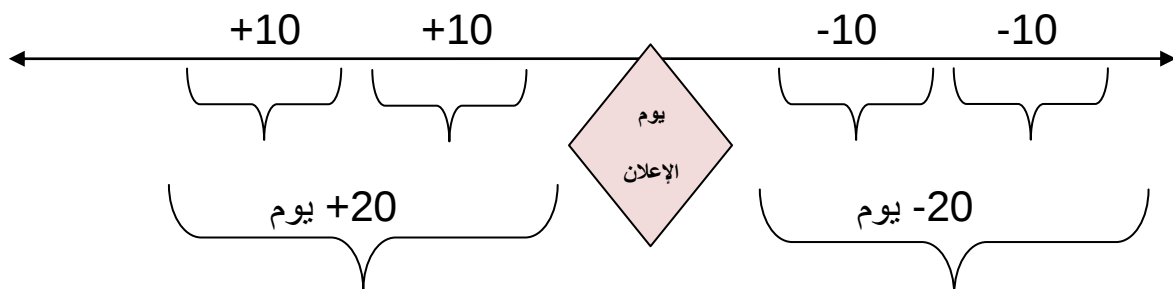
■ أولاً:

إن الإعلان عن توزيع أرباح نقدية لا يؤثر جوهرياً في حجم وقيم تداول الأسهم التي تم الإعلان عن توزيع أرباح لها في سوق دمشق للأوراق المالية، وهذا يوافق ما نتج عن دراسة (علي، 2017) في سوق العراق المالي، واعتمد في دراسته على تقسيم العينة إلى ثلاث مراحل زمنية حسب الظروف الأمنية للعراق، أما الدراسة الحالية فكانت الفترة الزمنية واحدة خلال ظروف الأزمة السورية.

إن الإعلان عن توزيع أرباح نقدية في سوق دمشق للأوراق المالية يؤثر جوهرياً في أسعار الأسهم التي تم الإعلان عن توزيع أرباح لها، حيث نتج في 65% من الحالات انخفاض متوسطات أسعارها بعد الإعلان، وهذا يوافق ما نتج في سوق فلسطين المالي وفق ما أظهرته دراسة (قشطة، 2017) ودراسة (نصر، 2015). حيث إنه في سوق دمشق ظهر هذا التأثير للسعر بسبب التعديل القانوني من السوق الذي تقوم به بتخفيض السعر المرجعي للسهم قبل إعادته للتداول ثانية بعد صدور الإعلان عن توزيع أرباح.

■ ثانياً:

تم دراسة العوائد المجمعة لكل 10 أيام تداول وأخذ بعين الاعتبار العوائد المجمعة هل كانت موجبة أو سالبة، ومن ثم دراسة محصلة أيام التداول قبل الإعلان ومحصلة أيام التداول بعد الإعلان لمعرفة السلوك العام للعوائد المجمعة عندما يتم الإعلان عن توزيع أرباح نقدية.



تبين أن سلوك العوائد المجمعة في سوق دمشق قبل الإعلان عن توزيعات نقدية وبعده كان الآتي:

الجدول(33): سلوك العوائد في سوق دمشق للأوراق المالية في حالات الإعلان عن توزيع أرباح نقدية					
المجموع	ازدياد - تناقص	تناقص - ازدياد	تناقص - تناقص	ازدياد - ازدياد	أيام التداول (+10,-10;-10,-10)
2	-	1	1	-	تناقص ازدياد - تناقص ازدياد
2	-	-	2	-	تناقص ازدياد - تناقص تناقص
6	-	5	-	1	ازدياد تناقص - ازدياد ازدياد
5	5	-	-	-	ازدياد ازدياد - تناقص تناقص
3	2	-	-	1	ازدياد ازدياد - تناقص ازدياد
10	-	-	-	10	ازدياد ازدياد - ازدياد ازدياد
3	-	1	2	-	تناقص تناقص - ازدياد تناقص
8	-	8	-	-	تناقص تناقص - ازدياد ازدياد
3	-	1	-	2	تناقص ازدياد - ازدياد ازدياد
3	-	-	3	-	تناقص تناقص - تناقص ازدياد
4	-	-	4	-	تناقص تناقص - تناقص تناقص
3	-	-	-	3	ازدياد ازدياد - ازدياد تناقص
2	-	-	1	1	ازدياد تناقص - ازدياد تناقص
1	-	1	-	-	ازدياد تناقص - تناقص ازدياد
55	7	17	13	18	المجموع

*الجدول إعداد الباحثة

نتج عن السلوك العام للعوائد المجمعة في سوق دمشق للأوراق المالية عند وجود إعلان عن توزيع أرباح نقدية ما يلي:

- 25 حالة توزيع كانت عوائدها قبل الإعلان في ازدياد.
- 30 حالة توزيع كانت عوائدها قبل الإعلان في تناقص.
- 35 حالة توزيع كانت عوائدها بعد الإعلان في ازدياد.
- 20 حالة توزيع كانت عوائدها بعد الإعلان في تناقص.

أي أن السلوك العام في سوق دمشق للأوراق المالية هو تناقص العوائد قبل يوم الإعلان عن توزيع أرباح وازديادها بعده، ولها معنى إحصائي أي أنها عوائد غير عادية.

■ ثالثاً:

إن الإعلان عن توزيع أرباح نقدية يؤثر جوهرياً في عوائد الأسهم التي تم الإعلان عن توزيع أرباح لها ويؤدي إلى عوائد غير عادية تختلف عن الصفر سواء قبل يوم الإعلان أو بعده، وسواء كانت فترة دراسة الحدث $(-20, +20)$ أو $(-10, +10)$ ، بمستوى دلالة 5%.

حيث إن الإعلان عن توزيع أرباح يؤدي إلى عوائد غير عادية سالبة بنسبة 55% قبل الإعلان، وإلى عوائد غير عادية موجبة بنسبة 64% بعد يوم الإعلان عن توزيع أرباح، بينما أظهرت دراسة (Mehta et al, 2014) أن الإعلان عن توزيعات الأرباح في سوق الهند المالي أدى إلى عوائد غير عادية موجبة قبل الإعلان وعوائد غير عادية سالبة بعده.

وبالتالي إن سوق دمشق للأوراق المالية غير كفؤ على المستوى القوي بسبب وجود عوائد غير عادية قبل الإعلان عن توزيع الأرباح.

كما أن سوق دمشق للأوراق المالية غير كفؤ على المستوى شبه القوي لوجود عوائد غير عادية مجمعة موجبة بعد الإعلان عنها رغم أن المتوقع أن تكون العوائد غير العادية المجمعة سالبة لأن السعر المرجعي يتم تخفيضه بعد التوزيع من إدارة السوق وليس وفقاً لقوى العرض والطلب على السهم.

■ رابعاً:

ورد أن معظم حالات توزيعات الأرباح يتم الإعلان عنها في شهر نيسان وبالتالي فإن فترة الحدث المدروسة التي تقع بعد يوم الإعلان تكون معظمها في شهر أيار، وبدراسة العوائد بعد الإعلان تبين أن معظمها موجبة وهامة إحصائياً، أي أن توزيع الأرباح يسهم في تفسير ظاهرة وجود عوائد موجبة في شهر أيار، وهي من الحالات الشاذة المشاهدة في سوق دمشق للأوراق المالية "ظاهرة شهر أيار (Mouselli and AlSamman, 2016)" التي تشير إلى وجود عوائد موجبة وهامة إحصائياً في شهر أيار من كل عام، بينما عوائد باقي الأشهر سالبة أو غير هامة إحصائياً.

4.2 التوصيات:

أولاً:

تشير الممارسة العملية للشركات المساهمة في سوق دمشق للأوراق المالية إلى أن هذه الشركات التي تنوي توزيع أرباح على المساهمين تعرض اقتراحها بالتوزيع على هيئة الأسواق والأوراق المالية السورية وتحصل على موافقتها المبدئية على مقدار التوزيع الذي يجري تضمينه في دعوة المساهمين لحضور اجتماع الجمعية العامة للمساهمين، مما يفقد اجتماع الجمعية العامة للمساهمين أهميته، وبالتالي يبدأ أثر الإعلان عن توزيع الأرباح بالظهور قبل الإعلان الفعلي عن التوزيع، وتُعلم الهيئة والسوق بمقدار التوزيعات قبل إرسال الدعوات للمساهمين، مما يتيح ذلك لأطراف إضافية غير المطلعين في الشركة فرصة الاستفادة من تلك المعلومة، ويعد بمثابة تسريب قانوني لمعلومات داخلية. ويفسر الانخفاضات التي تحدث في عوائد الأسهم قبل الإعلان عن توزيعات الأرباح لاسيما إن كانت التوزيعات المقترحة تقل عن التوزيعات المتوقعة. كما ينبغي إضافة تلك الجهات إلى المطلعين الذين يحظر عليهم التداول على تلك المعلومات أو توجيه دعوة للمساهمين لحضور اجتماع الهيئة العامة من غير التنويه حول توزيع أرباح من عدمه.

ثانياً:

ينبغي أن تولي الشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية عناية خاصة باختيار السياسة المناسبة لتوزيع الأرباح والإعلان عنها بما يترك تأثيراً إيجابياً على أسعار أسهم الشركات، حيث أظهرت دراسة (Sehran et al, 2017) أن سياسة توزيع الأرباح قد يكون لها أثر إيجابي على أسعار أسهم الشركات فيما لو تم وضعها وتنفيذها بعد دراسة متعمقة لهيكلية رأس المال وسياسات التوزيع المختلفة.

ثالثاً:

أقترح تطوير آلية الإعلان عن توزيعات الأرباح بحيث يكون الإعلان عن التوزيعات النقدية كنسبة مئوية من القيمة السوقية للسهم في تاريخ يوم معين (يوم معين بين يومي الإعلان عن توزيع أرباح والتوزيع الفعلي لها)، مع فتح فترة التداول على الأسهم (بعد الإعلان عن التوزيعات النقدية لغاية ما قبل يوم التوزيع) وتحديد يوم ما قبل التوزيع، وجعل كل من يمتلك أسهم ضمن تلك الفترة له أحقية الحصول على الأرباح المعلن عنها، مما يشجع المستثمرين للتداول على الأسهم وتحسين السعر

السوقي للشركات التي أعلنت عن توزيع أرباح على أسهمها، حيث إن الآلية الحالية لتوزيع الأرباح تعتمد مقدار نسبة مئوية من القيمة الاسمية للسهم وتعتمد عند الإعلان عن توزيع أرباح نقدية إيقاف التداول فوراً حتى يتم إحضار محضر اجتماع الهيئة وتعديل السعر المرجعي قانونياً وإعادة السهم للتداول وبذلك لن يحصل تشجيع وتحفيز على التداول كما لو تم اتباع الآلية المقترحة.

■ رابعاً:

التشجيع على تفعيل أسلوب توزيع الأرباح النقدية للشركات التي لا توزع أرباحاً، وحض الشركات التي توزع أرباحاً على توقيت التوزيع مرتين كل عام بحيث يتحفز المساهمون للاستثمار في السوق المالي أكثر، حيث أظهرت دراسة (Chen et al, 2009) أن للتغير في توزيعات الأرباح أثراً إيجابياً على سلوك الأسهم، وهذا ما تؤكده نظرية الإشارة حول توزيعات الأرباح.

■ خامساً:

فتح الحدود السعرية لأول يوم تداول للورقة المالية بعد الإعلان عن توزيع أرباح، فقط من الحد الأدنى انخفاضاً بمقدار التوزيعات، أي فتح الحدود الدنيا للسماح للسوق بأن يعدل سعره الجديد بنفسه، فإن انتهت جلسة التداول من غير أن يعود السهم لسعره الحقيقي بعد تخفيض التوزيعات، هنا يتم تدخل السوق وتخفيض سعره قانونياً بمقدار التوزيعات النقدية.

■ سادساً:

لوحظ عدم وجود تداول في عدة حالات لعدم توافق أوامر البيع والشراء سواء قبل التوزيع وبعده، فلو تمت دراسة الحدود السعرية بما يأخذ بعين الاعتبار حجم التداول الذي يتم عليها أي أن تكون الحدود السعرية كنظام شرائح يتوافق مع حجم التداول، لكان ذلك أدى إلى تداول أنشط ضمن حدود سعرية تضمن سلامة السوق وعدم تقييده.

■ سابعاً:

لم تبحث هذه الدراسة أسباب العوائد المجمعّة السالبة والموجبة وهل كان مردّها مفاجآت الأرباح أم مفاجآت مقترحات توزيع الأرباح ما يثير أسئلة يمكن للباحثين تناولها بمزيد من البحث. كما لم تتناول هذه الدراسة تأثير تغيير سياسة التوزيع على أسعار الأسهم أو سيولة السهم والتي تعد مجالاً واعداً لمزيد من الدراسات.

الملاحق

ملحق (1): ملخص الدراسات السابقة المتعلقة بالتوزيعات

عنوان الدراسة	الباحث	بلد الدراسة	فترة الدراسة	نتائج الدراسة
مدى تأثير سياسات توزيع الأرباح والمكافآت الإدارية في تخفيض تكاليف الوكالة لدى الشركات المدرجة في بورصة فلسطين	النجار	فلسطين 2018	2006- 2016	المكافآت الإدارية تؤثر سلباً على تكاليف الوكالة
أثر الإعلان عن توزيعات الأرباح على أسعار أسهم الشركات المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية	علي	العراق 2017	2007- 2015	وجود علاقة عكسية: بين نصيب السهم من الأرباح وسعر السهم السوقي لا يوجد تأثير للإعلان عن توزيعات أرباح نقدية في سيولة الأسهم
دراسة تأثير سياسة توزيع الأرباح على السلوك التمويلي للمؤسسة الاقتصادية المدرجة في البورصة	علاوي	قطر 2017	2013- 2015	وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين توزيعات الأرباح والتمويل المقترض عدم وجود علاقة بين التمويل الذاتي وتوزيعات الأرباح
أثر الإعلان عن توزيعات الأرباح على أسعار وقيم تداول أسهم الشركات المدرجة في بورصة فلسطين	قشطة	فلسطين 2017	2007–2015	وجود تأثير للإعلان عن توزيعات أرباح في سيولة الأسهم حيث انخفضت قيم وأسعار التداول بعد الإعلان
تحليل أثر توزيع الأرباح على أسعار الأسهم: دراسة عينة من الشركات المدرجة في مؤشر CAC40 للفترة 2012–2015	سبيحي	فرنسا 2016	2012 إلى 2015	وجود تأثير لسياسة توزيع الأرباح على سعر السهم حيث إن المستثمر الفرنسي يفضل الحصول على السيولة على شكل توزيعات نقدية بدلاً من تراكم الثروة.

ملحق (1): ملخص الدراسات السابقة المتعلقة بالتوزيعات

عنوان الدراسة	عنوان الدراسة	عنوان الدراسة	عنوان الدراسة	عنوان الدراسة
أثر المحتوى الإعلامي لتوزيع أرباح في صورة أسهم على العوائد غير العادية لأسهم الشركات المدرجة في سوق عمان للأوراق المالية	الأردن 2016	2006-2010	حيدر	الإعلان عن توزيع أسهم مجانية يؤدي إلى عوائد غير عادية سلبية في اليوم (11) الذي يلي تاريخ الإعلان
هل لجوء الشركات البحرينية لسياسة توزيع الأرباح من أجل تخفيض تكاليف الوكالة	البحرين 2016	2002 حتى 2014	حمدان	الشركات البحرينية تلجأ لاستخدام سياسة توزيع الأرباح من أجل تخفيض تكاليف الوكالة
أثر الإعلان عن توزيع الأرباح وربحية السهم في القيمة السوقية لأسهم الشركات الأردنية المدرجة في بورصة عمان للأوراق المالية	الأردن 2015	2009 إلى 2013	نصر	الإعلان عن توزيع الأرباح وربحية السهم أدى إلى انخفاض متوسط سعر السهم عما كان عليه قبل الإعلان.
أثر الإعلان عن سياسة توزيع الأرباح على أسعار الأسهم المدرجة في سوق دبي المالي	الإمارات 2015	2011	مزوزي	الإعلان عن توزيعات الأرباح لا يؤثر على الأسعار السوقية للأسهم المدرجة في سوق دبي المالي

ملحق (1): ملخص الدراسات السابقة المتعلقة بالتوزيعات

عنوان الدراسة	عنوان الدراسة	عنوان الدراسة	عنوان الدراسة	عنوان الدراسة
تأثير سياسات توزيع الأرباح على قيمة الشركة	عمر	مصر 2014	2005-2011	مجرد الإعلان عن توزيعات الأرباح كان له أثر إيجابي ومعنوي على أسعار الأسهم
أثر سياسة توزيع الأرباح على القيمة البورسية للمؤسسات الاقتصادية	قنون	قطر 2013	2012-2011	علاقة ذات دلالة إحصائية: بين (سياسة توزيع الأرباح) و(قيمة المؤسسة) تعتبر التوزيعات النقدية السياسة الأكثر تأثيراً على قيمة الشركة
محددات سياسة توزيع الأرباح في المؤسسات الخاصة الجزائرية	بدروني وبريش	الجزائر 2013	2008	العوامل المحددة لنسبة توزيعات هي الأرباح والضرائب في المؤسسات الخاصة الجزائرية
تأثير سياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسات المسعرة	دادن وبديدة	فرنسا 2012	2009-2007	لا يوجد تأثير للإعلان عن توزيع أرباح على قيمة الشركة. هناك تأثير لسياسة توزيع الأرباح النقدية على قيمة الشركة
اختبار العلاقة بين توزيع الأرباح وكل من القيمة السوقية والدفترية للأسهم المتداولة في سوق فلسطين للأوراق المالية	البراجنة	فلسطين 2009	2008-2000	توجد علاقة ذات دلالة إحصائية: بين كل من (معدل توزيع الأرباح، صافي التدفقات النقدية، كمية الأسهم المتداولة) و(القيمة السوقية للأسهم). لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية: بين كل من (معدل توزيع الأرباح وارتفاع القيمة السوقية) و(القيمة الدفترية للأسهم)
دراسة تأثير الهيكل المالي وسياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة الاقتصادية المدرجة بالبورصة	الضرب	الكويت 2009	2008-2006	متغير الهيكل المالي ومتغير سياسة توزيع الأرباح كان لهما النسبة الأكبر في تفسير القيمة السوقية للشركات بمعنوية إحصائية جوهريّة

ملحق (1): ملخص الدراسات السابقة المتعلقة بالتوزيعات

عنوان الدراسة	عنوان الدراسة	عنوان الدراسة	عنوان الدراسة	عنوان الدراسة
العوامل المؤثرة على سياسة توزيع الأرباح في الشركات المساهمة	حسين	العراق 2008	2008	علاقة عكسية: بين (مديونية الشركة وحاجات الشركة في التوسع) و(نسبة توزيع الأرباح). علاقة طردية: بين (الأرباح المحتجزة) و(فرص النمو) معظم المساهمين يفضلون توزيع أرباح أكثر من احتجازها بغض النظر عن حصصهم.
أثر الإعلان عن توزيعات الأرباح على أسعار أسهم الشركات المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية	شراب	فلسطين 2006	1997-2005	توجد علاقة ذات دلالة إحصائية: تاريخ الإعلان عن توزيع أرباح نقدية وسعر السهم نصيب الأسهم من التوزيع النقدي يؤثر على السعر وقيم التداول أكثر من نصيبها من الأرباح المحتجزة.
تأثير سياسات توزيع الأرباح على القيمة السوقية للمنشأة	عبد الصمد	السودان 2006	2002-2005	أسعار الأسهم تتأثر بتوزيعات الأرباح وتعتمد عليها. سياسة توزيعات الأرباح المعلنة تعكس قدرة الشركة على تحقيق مكاسب مستقبلية للمستثمرين.
العلاقة بين توزيعات الأرباح والعوائد السوقية غير العادية للأسهم ومدى تأثرها بربحية الشركة وحجمها ودرجة مخاطرتها اللانظامية	نور	العراق الأردن 2003	1995-2001	المستثمر الأردني لا يهتم بالمعلومات المحاسبية عند اتخاذ قرار التداول إنما يهتم فقط بالأرباح السنوية. المستثمر العراقي يهتم بالوضع السياسي والأمني عند اتخاذ القرارات الاستثمارية. المستثمرون في كلا السوقين يفضلون الأرباح النقدية الموزعة على الأرباح المحتجزة.

ملحق (1): ملخص الدراسات السابقة المتعلقة بالتوزيعات

عنوان الدراسة	عنوان الدراسة	عنوان الدراسة	عنوان الدراسة	عنوان الدراسة
الإعلان عن زيادة توزيعات الأرباح لم يكن له تأثير جوهري في سلوك أسعار الأسهم	2007 حتى 2012	فيتنام 2018	Hung & Hieu	Impacts of Dividend Announcement on Stock Price: An Empirical Study of the Vietnam Stock Market
وجود تأثير جوهري إيجابي بين توزيعات الأرباح وكل من معدلات ROE العائد على حقوق الملكية، نسبة القيمة السوقية إلى الدفترية M.V/B.V، وكل من حجم التداول وسيولة الأسهم	2009 حتى 2015	تركيا 2018	Bostanci et al	Determinants of Dividend Payout Decisions :A Dynamic Panel Data Analysis of Turkish
نسب الربحية ومؤشراتها (معدل العائد على حقوق الملكية، معدل العائد على الأصول، نصيب السهم من الأرباح المحتجزة) لها أكبر تأثير على أداء أسعار الأسهم، ولم يكن لنصيب السهم من الأرباح الموزعة التأثير الجوهري على أسعار الأسهم للشركات المدروسة	2003 و 2016	مصر 2018	Masry et al	Factors Affecting Dividend Policy in an Emerging Capital Markets (ECM's) Country: Theoretical and Empirical Study

ملحق (1): ملخص الدراسات السابقة المتعلقة بالتوزيعات

عنوان الدراسة	عنوان الدراسة	عنوان الدراسة	عنوان الدراسة	عنوان الدراسة
سياسة توزيع الأرباح المتبعة تلعب دوراً هاماً في جذب المستثمرين ذوي الملاءة والسمعة الحسنة	2005 حتى 2014	لباكستان 2017	Sehran et al	IMPACT OF DIVIDEND POLICY ON STOCK PRICES OF FIRM
الإعلان عن توزيعات الأرباح يؤدي إلى ارتفاع العوائد وانخفاض سيولة الأسهم.	2010-2002	الهند 2014	Mehta et al	Market reaction and stock returns: Evidence from India
لتوزيعات الأرباح النقدية أثر سلبي على تقلب سعر السهم في سوق ماليزيا المالي	من 2005 إلى 2010	ماليزيا 2012	Hashemi joo	The Impact of Dividend Policy on Share Price Volatility in the Malaysian Stock Market
علاقة عكسية: بين (الأرباح الموزعة) و(تغيرات أسعار الأسهم) علاقة طردية: بين (ربحية السهم) و(تغيرات أسعار الأسهم)	2010-2006	الباكستان 2012	Sajid	How Dividend Policy Affects Volatility Of Stock Prices Of Financial Sector Firm Of Pakistan

ملحق (1): ملخص الدراسات السابقة المتعلقة بالتوزيعات

عنوان الدراسة	عنوان الدراسة	عنوان الدراسة	عنوان الدراسة	عنوان الدراسة
مجموعة الأسهم ذات حجم التداول المرتفع حققت عوائد موجبة غير عادية. مجموعة الأسهم ذات حجم التداول المنخفض حققت عوائد سالبة غير عادية.	2006 - 2002	نيجيريا 2011	Campbel I & Ohuocha	the stock market reaction to stock dividends in Nigeria and their information content
الإعلان عن التغير في التوزيعات الأرباح له أثر إيجابي على سلوك الأسهم.	2004 - 2000	الصين 2009	Chen et al	The Announcement Effect Of Cash Dividends On Changes Share Prices

*الجدول إعداد الباحثة.

ملحق (2): ملخص الدراسات السابقة المتعلقة بالعوائد

عنوان الدراسة	الباحث	بلد الدراسة	فترة الدراسة	نتائج الدراسة
العلاقة بين صافي الدخل وعوائد الأسهم في عينة من الشركات المدرجة في سوق عمان المالي	مشوقة	عمان 2013	2001 إلى عام 2009	هناك علاقة ضعيفة بين الأرباح والعوائد لكافة القطاعات المستثمرون يفهمون مكونات صافي الدخل ويدركون الممارسات المحاسبية
العوامل المؤثرة على معدل عائد السهم السوقي	الصعيدى	فلسطين 2011	2009-2006	علاقة طردية: بين (معدل العائد للسهم) وبين (معدل التوزيعات)
أثر مقاييس التدفقات النقدية في تفسير العوائد السوقية للأسهم	الظاهر والعطوط	فلسطين 2010	2005-2004	عدم وجود علاقة ذات دلالة إحصائية: بين (عوائد الأسهم) وكل من (التدفقات النقدية بأنشطتها الثلاث).
The Asset Growth Effect in Stock Returns	Cooper et al	أمريكا 2009	2007-1968	علاقة سلبية قوية: بين (نمو الأصول) و(عوائد السهم)
How Do Accounting Variables Explain Stock Price Movements?	hen & Zhang	الصين 2007	2001-1983	(عوائد الأسهم) ترتبط بكل من (ريع عائد السهم، الاستثمار الرأسمالي، التغيرات في الربحية وفرص النمو، التغيرات في معدل الخصم)
The Cross-section of Expected Stock Returns For The Athens Stock Exchange	Michailidis et al	اليونان 2007	2003-1997	عدم وجود علاقة: بين (متوسط العوائد) وكل من (معامل بيتا والحجم). علاقة طردية: بين (العوائد) وبين نسبة (B/M لحقوق الملكية).
The Cross-Section of Expected Stock Returns	Fama & French	أمريكا 1992	1989-1962	علاقة طردية: بين (العائد) ونسبة (B/M)

ملحق (2): ملخص الدراسات السابقة المتعلقة بالعوائد

عنوان الدراسة	عنوان الدراسة	عنوان الدراسة	عنوان الدراسة	عنوان الدراسة
ارتفاع معدل التضخم يؤدي إلى ارتفاع أسعار الأسهم بالتالي انخفاض العوائد	1971-1953	أمريكا 1977	Fama & Schwert	Asset Returns and Inflation

*الجدول إعداد الباحثة.

ملحق (3): ملخص الدراسات السابقة المتعلقة بالسيولة

عنوان الدراسة	الباحث	بلد الدراسة	فترة الدراسة	نتائج الدراسة
أثر حجم التداول على أسعار الأسهم للشركات المدرجة في بورصة عمان للفترة 2015-2016	فاضل	الأردن 2017	2015- 2016	وجود علاقة معنوية ذات دلالة إحصائية بين المتغيرات المستقلة (قيمة الأسهم المتداولة، عدد أيام التداول، عدد الأسهم المتداولة، عدد الصفقات) كل على حدة مع أسعار الأسهم، في حين لا توجد علاقة معنوية ذات دلالة إحصائية بين المتغير التابع سعر السهم والمتغير الأكثر تأثيراً هو قيمة الأسهم المتداولة. أما الانحدار المتعدد فقد أشار إلى عدم وجود علاقة معنوية ذات دلالة إحصائية بين المتغيرات المستقلة مجتمعة وبين أسعار أسهم شركات العينة.
العلاقة بين سيولة السهم والتوزيع الاحتمالي لعوائده ومخاطره النظامية	الدّكي	سورية 2015	2011- 2014	مقياس احتمالية التداول هو المقياس الأكثر ملاءمة للتعبير عن سيولة السهم في سوق دمشق للأوراق المالية
العوامل المؤثرة في سيولة الأسهم في سوق عمان المالي	كفوري	الأردن 2013	2010	وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين (سيولة السهم) مقاسة بمعدل دورانه وكل من (القيمة السوقية والتوزيعات النقدية) عدم وجود علاقة ذات دلالة إحصائية: بين (سيولة السهم) مقاسة بمعدل دورانه وكل من (ROA و ROE).
العوامل المؤثرة على سيولة السهم في سوق فلسطين للأوراق المالية	داود	فلسطين 2006	2002- 2005	وجود علاقة موجبة بين كل من: (متوسط القيمة السوقية، ROE، ROI) و(سيولة السهم) توجد علاقة سالبة بين: توزيعات الأسهم وقيمة الأسهم المتداولة. عدم وجود تأثير جوهري لـ: (ربحية السهم، درجة الرفع المالي، توزيعات الأسهم) على (سيولة السهم)

ملحق (3): ملخص الدراسات السابقة المتعلقة بالسيولة

عنوان الدراسة	الباحث	بلد الدراسة	فترة الدراسة	نتائج الدراسة
Liquidity, Profitability and the Dividends Payout Policy	Ahmed	الإمارات 2015	2005-2012	إن نسبة توزيعات الأرباح لها أثر إيجابي وجوهري على سيولة القطاع المصرفي في دولة الإمارات. لا يوجد علاقة جوهريّة ذات دلالة إحصائية: بين التوزيعات وربحية القطاع المصرفي فيها
Analysis of Factors Affecting Share Prices: The Case of Bahrain Stock Exchange	Sharif et al	البحرين 2015	2006 إلى 2010	وجود علاقة إيجابية ذات دلالة إحصائية بين العائد على حقوق المساهمين والقيمة الدفترية وأرباح السهم الواحد وحجم الشركة مع سعر السهم وجود تأثير سلبي ذي دلالة إحصائية لتوزيعات الأرباح على سعر السهم السوقي
Liquidity , liquidity risk and stock returns	Li et al	اليابان 2014	1975-2006	علاقة سلبية قوية: بين (السيولة) و(العوائد)
liquidity and assets pricing	Iam & Tam	الصين 2011	1981-2004	وجود علاقة ذات دلالة إحصائية: بين السيولة وعوائد الأسهم. عدم وجود علاقة ذات دلالة إحصائية: بين مؤشر (السيولة) وكل من (حجم الشركة ونسبة B/M)
liquidity and stock returns in Japan	Chang et al	اليابان 2010	1975-2004	علاقة سلبية قوية: بين (سيولة الأسهم) و(العائد) في فترة التوسع. عدم وجود علاقة ذات دلالة إحصائية: بين (سيولة الأسهم) و(العائد) في فترة الانكماش.
liquidity and Autocorrelations in Individual Stock Returns	Avramov et al	أمريكا 2006	1962-2002	وجود علاقة سلبية قوية: بين تقلبات أسعار الأسهم على المدى القصير وسيولة السهم مقاسة بمعدل الدوران

*الجدول إعداد الباحثة.

• المراجع العربية:

الكتب العلمية:

1. التميمي، أرشد؛ وسلام، أسامة عزمي (2004). الاستثمار بالأوراق المالية. دار المسيرة للنشر: عمان.
2. الشماع، خليل (1992). الإدارة المالية. جامعة بغداد: بغداد.
3. الصعيدي، اسماعيل جميل (2011). العوامل المؤثرة على معدل عائد السهم السوقي. جامعة الأزهر: غزة.
4. الهواري، سيد (1986). الاستثمار والتمويل طويل الأجل. دار المعارف: القاهرة.
5. حنفي، عبد الغفار (2000). أساسيات الإدارة المالية. دار المعرفة الجامعية: الإسكندرية.
6. حسين، علي محمد (1998). الإدارة المالية في المنشآت الاقتصادية. مكتبة عين شمس: القاهرة.
7. خربوش، حسين؛ وأرشيد، عبد المعطي (1998). الأسواق المالية. دار زهران: عمان.
8. رمضان، زياد (1998). الإدارة المالية في الشركات المساهمة. دار صفاء للنشر والتوزيع: عمان.
9. قاسم، عبد الرزاق؛ والعلي، أحمد (2011). إدارة الاستثمارات والمحافظ. كلية الاقتصاد: دمشق.
10. كنعان، علي (2009). الأسواق المالية. الاقتصاد: دمشق.
11. هندي، منير إبراهيم (1993). الأوراق المالية وأسواق رأس المال. القاهرة.
12. هندي، منير إبراهيم (1997). الإدارة المالية مدخل تحليلي معاصر. الإسكندرية.
13. هينجر، ليستر؛ ماتولتش، سيرج (2000). المحاسبة الادارية. دار المريخ: الرياض.

الأبحاث المنشورة:

1. الظاهر، مفيد؛ وسامح العطعوط (2010). أثر مقاييس التدفقات النقدية في تفسير عوائد السوق. مجلة جامعة القدس المفتوحة، العدد 21، 53 – 78.
2. النجار، جميل (2018). مدى تأثير سياسات توزيع الأرباح والمكافآت الإدارية في تخفيض تكاليف الوكالة لدى الشركات المدرجة في بورصة فلسطين. مجلة جامعة القدس المفتوحة للبحوث الإدارية والاقتصادية، العدد 9.

3. بدروني، عيسى؛ بريش، عبد القادر (2013). محددات سياسة توزيع الأرباح في المؤسسات الخاصة الجزائرية. مجلة الأكاديمية للدراسات الاجتماعية والإنساني، العدد 10، 22 – 12.
4. بوسلمة، حكيمة (2016). اختبار كفاءة أسواق الأوراق المالية العربية عند المستوى شبه القوي: دراسة سوق عمان المالي. المجلة الجزائرية للتنمية الاقتصادية، عدد 5، 37-44.
5. حمدان، علام (2014). هل تلجأ الشركات البحرينية لسياسة توزيع الأرباح من أجل تخفيض تكاليف الوكالة. المجلة الأردنية في إدارة الأعمال، العدد 3، 505 - 518.
6. خولاني، فلك؛ موصللي، سليمان (2019). أثر الإعلان عن توزيعات الأرباح في عوائد الأسهم: دراسة تطبيقية على الشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية، مجلة جامعة البعث، العدد 92، 143-176.
7. قريشي، محمد الجموعي (2011). أهمية السيولة النقدية وأهمية القطاع المصرفي للاقتصاد. مجلة الباحث: عدد 9.
8. مشوقة، طارق (2013). العلاقة بين صافي الدخل وعوائد الأسهم في عينة من الشركات المدرجة في سوق عمان المالي. المجلة الأردنية في إدارة الأعمال، العدد 2، 555 – 564.
9. موصللي، سليمان (2018). اختبار ظاهرة يوم من الأسبوع في سوق دمشق للأوراق المالية. الجامعة العربية الدولية: دمشق.
10. نور، عبد الناصر؛ والفضل، مؤيد (2003). العلاقة بين توزيعات الأرباح والعوائد السوقية غير العادية للأسهم ومدى تأثرها بربحية الشركة وحجمها ودرجة مخاطرتها اللانظامية: دراسة ميدانية مقارنة بين الشركات المساهمة العامة العراقية والأردنية. مجلة العلوم الإدارية، العدد (1)، 183-197.

الرسائل الجامعية:

1. أبو الهيجاء، أيمن (2004). سياسات توزيع الأرباح وأثرها على القيمة السوقية للسهم: دراسة ميدانية في سوق عمان المالي. رسالة ماجستير، جامعة آل البيت: الأردن.
2. البراجنة، أمجد ابراهيم (2009). اختبار العلاقة بين توزيع الأرباح وكل من القيمة السوقية والدفترية للأسهم المتداولة في سوق فلسطين للأوراق المالية. رسالة ماجستير، الجامعة الإسلامية: غزة.

3. الدّكي، رنيم (2015). العلاقة بين سيولة السهم والتوزيع الاحتمالي لعوائده ومخاطره النظامية: دراسة تحليلية على أسهم الشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية. رسالة ماجستير، جامعة دمشق: دمشق.
4. الشريف، حمادو (1990). سياسات توزيع الأرباح وأثرها على سعر السهم في الشركات الصناعية الأردنية. رسالة ماجستير، الجامعة الأردنية: الأردن.
5. الضب، علي (2009). دراسة تأثير الهيكل المالي وسياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة الاقتصادية المدرجة بالبورصة. رسالة ماجستير، جامعة ورقلة: الجزائر.
6. النوباني، هيثم جميل (1994). العلاقة بين سيولة السهم وكل من التوزيع الاحتمالي لعوائده ومخاطره النظامية: دراسة تطبيقية على بورصة عمان المالية. رسالة ماجستير، الجامعة الأردنية: الأردن.
7. حسين، هاشم حسن (2008). العوامل المؤثرة على سياسة توزيع الأرباح في الشركات المساهمة. رسالة ماجستير، جامعة الإسراء: عمان.
8. حيدر، مضر (2014). أثر المحتوى الإعلامي لتوزيع أرباح في صورة أسهم على العوائد غير العادية لأسهم الشركات المدرجة في سوق عمان للأوراق المالية. رسالة ماجستير، جامعة تشرين: سورية.
9. دادن، عبد الوهاب؛ وحورية بديدة (2012). تأثير سياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسات المسعرة: حالة المؤشر CAC40 خلال الفترة الممتدة ما بين 2007 و2009. رسالة ماجستير، جامعة ورقلة: الجزائر.
10. داوود، عبد اللطيف (2006). العوامل المؤثرة على سيولة السهم في سوق فلسطين للأوراق المالية. رسالة ماجستير، الجامعة الإسلامية: غزة.
11. زرقون، محمد (2010). أثر الاكتتاب العام على سياسات توزيع الأرباح في المؤسسات الاقتصادية المسعرة في البورصة: دراسة تحليلية مقارنة لمؤسسة تسيير فندق الأوراسي الجزائري. رسالة ماجستير، جامعة ورقلة: الجزائر.
12. سبيحي، إكرام (2016). تحليل أثر توزيع الأرباح على أسعار الأسهم: دراسة عينة من الشركات المدرجة في مؤشر CAC40 للفترة 2012 - 2015. رسالة ماجستير، جامعة ورقلة: الجزائر.
13. شراب، صباح (2006). أثر الإعلان عن توزيعات الأرباح على عوائد اسهم الشركات المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية. رسالة ماجستير، الجامعة الإسلامية: غزة.
14. عبد الصمد، مختار (2006). تأثير سياسات توزيع الأرباح علي القيمة السوقية للمنشأة: الشركة السودانية للاتصالات المحدودة. رسالة ماجستير، جامعة السودان للعلوم والتكنولوجيا: الخرطوم.

15. علاوي، محمد (2017). دراسة تأثير سياسة توزيع الأرباح على السلوك التمويلي للمؤسسة الاقتصادية المدرجة في البورصة. رسالة ماجستير، جامعة ورقلة: الجزائر.
16. علي، غالب (2017). أثر الإعلان عن توزيعات الأرباح على أسعار أسهم الشركات المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية. رسالة ماجستير، جامعة النيلين: العراق.
17. عمرو، محمد (2014). تأثير سياسات توزيع الأرباح على قيمة الشركات: دراسة تطبيقية على سوق الأوراق المالية المصرية. رسالة ماجستير، جامعة طنطا: مصر.
18. فاضل، سفيان (2017). دراسة أثر حجم التداول على أسعار الأسهم للشركات المدرجة في بورصة عمان للفترة 2015 - 2016. رسالة ماجستير، جامعة ورقلة: الجزائر.
19. قشطة، حسين (2017). أثر الإعلان عن توزيعات الأرباح على أسعار أسهم الشركات المدرجة في بورصة فلسطين. رسالة ماجستير، الجامعة الإسلامية: غزة.
20. قنون، عبد الحق (2013). أثر سياسة توزيع الأرباح على القيمة البورصية للمؤسسات الاقتصادية: دراسة عينة من المؤسسات المدرجة في سوق قطر للأوراق المالية خلال الفترة 2011 - 2012. رسالة ماجستير، جامعة ورقلة، الجزائر.
21. كفوري، محمد عيد (2013). العوامل المؤثرة في سيولة الأسهم في سوق عمان المالي. رسالة ماجستير، جامعة دمشق: دمشق.
22. مزوزي، خيرة (2015). أثر الإعلان عن سياسة توزيع الأرباح على أسعار الأسهم المدرجة في سوق دبي المالي دراسة حديثة خلال سنة 2011. رسالة ماجستير، جامعة ورقلة: الجزائر.
23. نصر، خالد (2015). أثر الإعلان عن توزيع الأرباح وربحية السهم في القيمة السوقية لأسهم الشركات الأردنية المدرجة في بورصة عمان للأوراق المالية، أطروحة ماجستير. رسالة ماجستير، جامعة العلوم التطبيقية الخاصة: الأردن.
24. نور، عبد الناصر (2003). العلاقة بين توزيعات الأرباح والعوائد السوقية غير العادية للأسهم ومدى تأثيرها بربحية الشركة وحجمها ودرجة مخاطرتها الانظامية: دراسة ميدانية مقارنة بين الشركات المساهمة العامة العراقية والأردنية. رسالة ماجستير، جامعة الإسراء: عمان.

• المراجع الأجنبية:

الأبحاث المنشورة:

1. Ahmed, Ibrahim. (2015). **Liquidity, Profitability and the Dividends Payout Policy.** World Review of Business Research. Vol.5. No.2. P: 73-85.
2. Anwar, S; Singh, S; and Jain, P. (2017). **Impact of Cash Dividend Announcements: Evidence from the Indian manufacturing Companies.** Journal of SAGE Publications , 16(1), 29–60.
3. AVRAMOV, D; CHORDIA, T; and GOYAL A. (2006). **Liquidity and Autocorrelations in Individual Stock Returns.** THE JOURNAL OF FINANCE . VOL. LXI, NO. 5 . OCTOBER.
4. Bostanci, F; Kadioglu, E; and Sayilgan, G. (2018). **Determinants of Dividend Payout Decisions: A Dynamic Panel Data Analysis of Turkish.** Article of MDPI:International Journal of Financial Studies, 6, 93.
5. Campbell, K; Stirling, UK; and Ohuocha, C. (2011). **The stock market reaction to stock dividends in Nigeria and their information content.** Journal of Emerald Group Managerial Finance. Vol.37, No.3, P: 295-311.
6. Canbas, S; Kandir, S; and Erismis, A. (2007). **Test of the Some of the Firm Properties Affecting Stock Efficiency in ISE (In Turkish).** Finance Politics & Economic Comments.44 (512). P: 15-27.
7. Chen; Peter, F; and Zhang, G. (2007). **How Do Accounting Variables Explain Stock Price Movements? Theory and Evidence.** Journal of Accounting and

- Economics; HKUST Business School Research Paper. No. 07-02. Available at SSRN: <http://ssrn.com>.
8. Chen, H; Liu, H; and Huang, C. (2009). **The Announcement Effect of Cash Dividend Changes on Share Prices: An Empirical Analysis of China.** Article Chinese Economy. January.
 9. Cooper; Michael, J; Gulen; Huseyin; and Schill; Michael, J. (2009). **The Asset Growth Effect in Stock Returns.** Darden Business School Working Paper. No. 1335524. Available at SSRN: <http://ssrn.com>
 10. Elton, E.J; and Gruber, M.J. (1970). **Marginal Stock Holders Tax Effect and the Clientele Effects.** Review of Economics and Statistics.
 11. Faff, R; Chang, Y; and Hwang, C. (2010). **Liquidity and stock returns in Japan: New evidence Pacific-Basin.** Finance Journal. (18). P:90-115.
 12. Fama, E; and French. (1992). **The Cross-Section of Expected Stock Returns.** Journal of Finance. (47), P: 427-465.
 13. Fama, E; and Schwert, G. (1977). **Asset Returns and Inflation.** Journal of Financial Economics. (5). P: 115-146.
 14. Gordon, M; and Lintner, J. (1962). **The Savings Investment and Valuation of the Corporation.** Review of Economics and Statistics. P: 37-51
 15. Hung, Q; and Hieu, L. (2018). **Impacts of Dividend Announcement on Stock Price: An Empirical Study of the Vietnam Stock Marke.** Journal of Business and Management Sciences. 6 (2). P: 59-69.
 16. Iftikhar, A; Jalal; Raja N; and Sehran, K. (2017). **Impact Of Dividend Policy On Stock Prices Of Firm.** Theoretical & Applied Science. (47). P: 32-37.

17. Li, B; Sun, Q; and Wang, C. (2014). **Liquidity, Liquidity Risk and Stock Returns: Evidence from Japan.** European Financial Management, Vol.20. P: 126-151.
18. Lam, K; and Tam, L. (2011). **Liquidity and asset pricing: Evidence from Hong Kong stock market.** Journal of Banking & Finance. (35). P:2217-2230.
19. Masry, M; Sakr, A; and Amer, M. (2018). **Factors Affecting Dividend Policy in an Emerging Capital Markets (ECM's) Country: Theoretical and Empirical Study.** Journal of science publishing group. 6 (4). P:139-152.
20. Mehta, C; Jain, P K; and Yadav, S. (2014). **Market reaction and stock returns: Evidence from India.** Journal of VIKALPA . VOLUME 39. NO 4. P: 55-75.
21. Michael, J; and Bommarito, I. (2018). **Spectral analysis of time-dependent Market Adjusted Return correlations matrix.** Physica A. VOL.503. August. P:273-282.
22. Michailidis, G; Tsopoglou, S; and Papanastasiou, D. (2007). **The cross-section of expected stock returns for the Athens stock exchange.** International Research Journal of Finance and Economics. (8). P: 63-96.
23. Miller, M; and Modigliani, H. (1961). **Dividend Policy, Growth and Evaluation of Shares.** Review of Economics and Statistics, Oct.
24. Mouselli, S; and Samman, H. (2016). **An Examination of the Month-of-the-year Effect at Damascus Securities Exchange.** Review of International Journal of Economics and Financial Issues. 6 (2). P:573-577.
25. Sajid, N; Nawaz, M; and Abdullah. (2012) .**How Dividend Policy Affects Volatility Of Stock Prices Of**

Financial Sector Firm Of Pakistan. American Journal of Scientific Research. Issue (61). P:132-139.

26. Samuels, J.M; Wilkes, F.M; Brayshaw; and Robin. (1996). **Management of Company Finance.** Published by Cengage Learning Emea. 6th ed.
27. Sharif, T; Purohit, H; Pillai; and Rekha. (2015). **Analysis of Factors Affecting Share Prices: The Case of Bahrain Stock Exchange.** International Journal of Economics and Finance. (7).
28. Tomas, D; and Ibanez, A. (2018). **Semi-strong efficiency of Bitcoin.** Article in Finance Research Letters. (27). P:259-265.

الرسائل الجامعية:

1. Almawllam R; and El-Khori, M. (1997). **The Effect of Dividend Changes on security prices "case of jordanian companies".** Alyarmouk.

الكتب العلمية:

1. Chan, L; Hamao, Y; and Lakonishok J. (1991). **Fundamentals and Stock Returns in Japan.**
2. Dilip, K; Ghosh; and Khaksari. (2005). **Managerial Finance in the Corporate Economy.** Business & Economics, 416 pages.
3. Hillier and Others. (2010). **Corporate Finance.** Chapter 18, P:488-526.
4. Weston, J; Brigham; and Eugene F. (1993). **Essential of Managerial Finance,** 10th edition, Harcourt, Brace College Publishers.

• المواقع الالكترونية:

www.dse.sy

Abstract

The Effect of Dividends Announcement on Liquidity and Stock Returns

(Empirical Study on Companies Listed at Damascus Securities Exchange)

The aim of this study is to determine the effect of dividend announcements on liquidity and stock returns of companies listed at Damascus Securities Exchange (DSE) during the period from 2010 to 2018.

This research used event study approach on 55 **Dividend** instances during the study period. The liquidity measure was proxied by the values, volumes and trading prices of stocks that distributed cash dividends. The daily abnormal returns were calculated using the MAR (The Market Adjusted Returns) Model as the difference between actual stock returns and market returns.

The results showed that there was insignificant impact of dividend announcements on trading volume and values, while there was a significant decline in stock prices after dividend announcements due to the legal requirement to modify the stock reference price after distributing dividends by DSE.

The results also revealed that the general behavior of stock returns at DSE is to decrease before dividend announcements, and to increase after it, as abnormal returns proved statistically significant. That is, DSE is neither strong form efficient, because there were negative returns before the announcement of dividends, nor semi-strong efficient, because there were positive returns after the announcement of dividends.

Syrian Arab Republic
Damascus University – Faculty of Economics
Master in Financial Markets



The Effect of Dividends Announcement on Liquidity and Stock Returns

(Empirical Study on Companies Listed at Damascus Securities Exchange)

Prepared by:

Falak Moner Kholani

Supervision:

Dr. Sulaiman Mouselli

1441 - 2020