

تأثير سياسة توزيع الأرباح على قيمة الشركات المدرجة في المؤشر CAC40
تحليل إحصائي خلال الفترة 2007-2009

د. دادن عبد الوهاب

أ. بديدة حورية

جامعة ورقلة

Résumé

Ce travail vise à analyser l'influence de la politique des dividendes sur la valeur boursière des sociétés du CAC40, tenant compte d'autres décisions financière. Deux axes principaux ont été pris en considération: l'étude de l'influence de la politique des dividendes (DPA, Rachat d'action et BPA) sur la valeur de l'entreprise, et l'étude du contenu informationnel de cette politique sur la valeur. Après avoir fourni une analyse statistique de la politique des dividendes et du contenu informationnel pour les sociétés du CAC40, nous avons relevé l'existence d'une forte relation entre le DPA et la valeur, par contre, la relation est neutre entre le rachat d'action et la valeur, d'une part, et entre le contenu informationnel et la valeur, d'autre part.

الملخص:

تهدف هذه الدراسة إلى التعرف على مدى تأثير سياسة توزيع الأرباح على قيمة مؤسسات المؤشر CAC40، وذلك في ظل وجود قرارات مالية أخرى. وفي هذا الإطار، تناولت 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.

وقد خلصت الدراسة إلى أن هناك تأثير لسياسة التوزيعات النقدية على قيمة المؤسسة، بينما لا توجد علاقة خطية بين كل من إعادة شراء الأسهم وربحية السهم على القيمة. هذا بالإضافة إلى عدم وجود تأثير للمحتوى الإعلامي لهذه السياسة على قيمة مؤسسات المؤشر CAC40. الكلمات الدالة: قيمة المؤسسة، سياسة توزيع الأرباح، التوزيعات النقدية، إعادة شراء الأسهم، ربحية السهم، مؤشر CAC40، المحتوى الإعلامي.

تمهيد: بدأت النظرية المالية من سنة 1958 تدرس بشكل عام وبدقة علمية أكبر موضوع تأثير القرارات المالية على قيمة المؤسسة، حيث بينت أن قرار الاستثمار له تأثير مباشر على قيمة المؤسسة، كما أضافت قرارات التمويل وتأثيرها على قيمة المؤسسة، ثم أضافت

قرارا ماليا آخر يتمثل في سياسة توزيع الأرباح، وعليه تحاول جل الدراسات المتعلقة بالقرارات ضمن النظرية المالية معرفة ما مدى تأثيرها على قيمة المؤسسة من عدمه، وقد كانت محل تيارات مؤيدة ومعارضة لها.

يعتبر قرار توزيع الأرباح، من القرارات المالية الهامة التي تؤثر على قيمة المؤسسة، و التي يترتب عليها تأثير على الخطط الاستثمارية والتمويلية لتلك المؤسسة، كما تقوم سياسة توزيع الأرباح بإعطاء إشارات لجمهور المستثمرين الحاليين والمحتملين حول وضعية وأداء المؤسسة، والتي تندرج في إطار ما يعرف بنظرية الإشارة أو المحتوى الإعلامي. وهو ما يجعل من هذه السياسة تحظى بأهمية بالغة، ليس عند مالكي المؤسسة ومسيرها فقط، بل يتعدى ذلك لجمهور المستثمرين والمحلين الماليين.

تعد بورصة باريس من أهم البورصات العالمية، ويعد مؤشر CAC40 المؤشر الرئيسي لهذه البورصة، حيث يعكس الأداء الإجمالي للسوق، ومختلف قطاعات البورصة. وتولي المؤسسات المكونة لهذا المؤشر أهمية بالغة لسياسة توزيع الأرباح، حيث شهدت هذه السياسة نموا واهتماما كبيرا من طرف تلك المؤسسات.

مما سبق، تحاول هذه الدراسة معرفة مدى تأثير سياسة توزيع الأرباح على قيمة مؤسسات المؤشر CAC40، وذلك من خلال التعريف بالمؤشر CAC40 وعرض أدائه وتطورات، كما نتناول الدراسة الاختبارية بالاعتماد على نماذج الانحدار الخطي المتعدد والبسيط، وفي الأخير نتطرق إلى الدراسة الحديثة.

أولاً: تقديم عام للمؤشر CAC40

1. تاريخ مؤشر CAC40 :

يشير الرمز CAC إلى شركة أعوان الصرف (Compagnie des agents en de change)، وهي اليوم اختصار لتحديد السعر المساعد والمستمر Cotation Assistée en Continu، إذن المؤشر يوفر الاستمرار، وفكرة عن تطورات واتجاهات السوق.

ولد المؤشر رسميا يوم 15 جوان 1988، مع قاعدة ثابتة بـ1000 نقطة في 31 ديسمبر 1987، ويتعلق إنشاؤه بأزمة 1987 الذي عدل احتكار التداول البورصي، الذي كان يدار سابقا مباشرة من قبل ضباط وزاريين Officiers ministériels de Bourse، والتي تحولت إلى شركات سماسرة الأوراق المالية، و تسمى الآن مؤسسات الاستثمار. وكما يوحي اسمه

CAC40، فإنه مركب من عينة 40 قيمة (مؤسسة) فرنسية مسعرة من بين 100 قيمة الأولى ذات الرسملة البورصية المعومة، والممثلة لمختلف قطاعات الاقتصاد الفرنسي، والتي تعكس الاتجاه العام للاقتصاد الفرنسي، ويتم تعديل قائمة 40 سهما واستحداثها للحفاظ على الطابع التمثيلي للسوق المالي الفرنسي، على حد سواء من حيث حجم وشروط أنشطة القطاعات. حيث يتم إعادة النظر في تركيبة المؤشر فصليا (كل 3 أشهر) من قبل لجنة خبراء Comité d'experts، وعندما يتم شطب مؤسسة من المؤشر، فإنه يتم استبدالها من حيث المبدأ بقيم CAC Next20، التي تضمن المتطلبات المالية للإدراج في مؤشر CAC40 (سيولة الورقة المالية، رسملة بورصية كافية، حجم التبادل اليومي للأوراق المالية كبير.....)¹

2. كيفية حساب المؤشر CAC40 :

منذ 1 ديسمبر 2003 أصبح المؤشر CAC40 والمؤشرات العالمية² الكبرى تعتمد نظام التعويم الحر، الذي يأخذ في الحسبان بالإضافة إلى الرسملة البورصية للمؤسسات المكونة له عدد الأسهم المتاحة فعلا في السوق، وهذا القرار أُتخذ من طرف المجلس العلمي لمؤشرات أورونكست باريس، مما يسمح بتأمين أكثر اتساق (ترابط) بين الواقع البورصي للمؤسسات وترجمة هذا الواقع في المؤشرات، والحد من ظواهر التقلب الناتجة عن التنشويه الكبير جداً بين وزن القيمة في المؤشر وحصص رأس المال المعوم المتاحة في السوق.

يقصد بالرسملة البورصية المعومة flottante، ذلك الجزء من رأسمال المؤسسة المملوك من قبل جمهور المستثمرين، وطبقا للتعديل المطبق على منهجية حساب المؤشر CAC40 فإن تقييم أوزان القيم المركبة لهذا المؤشر، تأخذ في الحسبان نسبة المال المحتجز (المملوك) من قبل جمهور المستثمرين بدلا من رأس المال الإجمالي الصادر عن المؤسسات.

انطلاقا مما سبق يمكن التفريق بين طريقتين لحساب المؤشر CAC40:

أ - الحساب المرجح بالرسملة البورصية:

ويتم حساب مؤشره السعري وفق الشكل التالي:

$$I_t = 1000 \frac{\sum_{i=0}^N Q_{i,t} C_{i,t}}{E_0 K_t} \dots \dots \dots (1)$$

حيث:

t : يوم الحساب.

N: عدد القيم في العينة.

$Q_{i,t}$: عدد الأسهم (الأوراق المالية) المستخدمة في المؤسسة i في التاريخ t.

$C_{i,t}$: سعر السهم (القيمة) i في التاريخ t.

B_0 : الرسملة البورصية في يوم الأساس 1987/12/31.

K_t : المعامل المعدل في التاريخ t للرسملة القاعدية ($K_0=1$).

ب - الحساب على قاعدة التعويم الحر:

عند التبديل للحساب على قاعدة التعويم الحر، فإن عدد الأوراق المالية $Q_{i,t}$ السابقة ستستبدل بالمتغير $F_{i,t} \cdot f_{i,t} \cdot Q_{i,t}$ ، حيث $f_{i,t}$ هو معامل محتمل للسقف الأعلى و $F_{i,t}$ هو معامل التعويم (أو حصة الرسملة البورصية المعمومة). كما أن معامل السقف الأعلى هو محدد على قاعدة أسعار الإغلاق عشية التزجيج³ Veille de la bascule. يتم حساب مؤشره السعري وفق الصيغة التالية:

$$I_t = 1000 \frac{\sum_{i=0}^N F_{i,t} f_{i,t} Q_{i,t} C_{i,t}}{B_0 K_t} \dots \dots (2)$$

3. سير عمل المؤشر:

تنشر قيمة المؤشر CAC40 من الاثنين إلى الجمعة من الساعة 9:00 إلى 17:00، ويتم تحديثه كل 15 ثانية، ويبدأ كل يوم من 7:15 إلى 9:00 وتسمى هذه الفترة بـ Pré-ouverture، حيث تتراكم الأوامر بدون وجود صفقات محققة (مكتملة)، ثم يتبع التداول من 9:00 إلى 17:30، ويتم التصويت بصفة مستمرة، ويحدد سعر الإغلاق في 17:35 أي 5 دقائق بعد حساب سعر التوازن.

4. أهم التواريخ في المؤشر:

- أكتوبر 1987 : تحطم سوق الأسهم (أزمة بورصية).

- أوت 1990 : أزمة الطاقة.

- 1991 : اجتياح الكويت (أزمة سياسية)

- سبتمبر 1998: الأزمة الروسية (أزمة الاستدانة للمؤسسات الكبرى الآسيوية)

- نهاية 1999/2000: فقاعة الانترنت.

- سبتمبر 2001: أحداث 11 سبتمبر 2001.

- مارس 2003: بدأ الحرب في العراق.

- 2003 / نوفمبر 2007: 4 سنوات متتالية شهد فيها المؤشر ارتفاع.

- 2007 : أزمة العقارات الأمريكية (استنادة العائلات الأمريكية).

- 2008 : الأزمة البنكية⁴.

5. التطورات الإحصائية لمؤشر CAC40 :

اختلفت قيمة مؤشر CAC40 اختلافاً كبيراً منذ إنشائه، وشهد عدة فترات صعود وانخفاض، كما يوضحه الشكل (1)، ويمكن من خلال الشكل أن نقسم تطوره إلى دورتين أساسيتين، حيث الدورة الأولى تمتد من أكتوبر 1998 إلى غاية شهر مارس 2003، وخلال هذه الدورة مر المؤشر بفترة صعود من 08-10-1998 إلى 04-09-2000، هذه الفترة التي تميزت بتشكيل فقاعة مضاربة bulle spéculative تسمى بفقاعة الانترنت bulle internet، وعلى خلفية ذلك ارتفع مؤشر CAC40 إلى أعلى مستوى له في 4 سبتمبر 2000 إلى 6944.77 نقطة. وأعقب الفترة السابقة فترة من التراجع انطلقا من 05/09/2000 إلى 12/03/2003، وفي هذه الفترة تراجع المؤشر إلى 15,2401 نقطة يوم 12/03/2003 (أدنى مستوى له منذ 1997). وذلك بعد انفجار فقاعة المضاربة في قطاعات الاتصالات والانترنت والتي تفاقمت في 11 سبتمبر 2001.

أما الدورة البورصية الثانية، فتمتد من مارس 2003 إلى مارس 2009، وهي تتكون من فترة ارتفاع من 13/03/2003 إلى نوفمبر 2007، وفي هذه الفترة سجل المؤشر ارتفاع بشكل ثابت، حيث في 1 جانفي 2007 ارتفع المؤشر إلى أعلى من 5600 نقطة، وهو مستوى لم يشهده منذ شهر ماي 2001، كما وصل المؤشر إلى 5713 نقطة في 28 سبتمبر 2007، وأعقب هذه الفترة فترة تراجع ابتداء من نوفمبر 2007 إلى غاية 09-03-2009. وفي هذه الفترة شهد المؤشر أدنى مستوى له في 09-03-2009 بـ 2519 نقطة، كما أنه منذ بداية هذه الفترة وإلى غاية الفصل الثاني لـ 2008 شهدت 17 مؤسسة أرقام أعمالها المعدلة بالتضخم انخفاضا ومن بينها: (6%) Lagardère، (11%) Accor، وبشكل طبيعي (بدون حساب معدل التضخم) أسهم القطاع البنكي مثل (19%) Société générale.

كما يمكن ملاحظة تطور قيم مؤشر CAC40 خلال السنوات الأخيرة، وهي ذاتها فترة الدراسة في مقالنا هذا، من خلال الشكل رقم (2)، ويتضح من خلال الشكل أن مؤشر CAC40 شهد دورة جديدة منذ بدء شهر مارس 2009، حيث سجل المؤشر ارتفاع مستمر، والذي حدث بعد التصحيح الصارم للانخفاض الحاد التابع لأزمة الرهن العقاري La crise des subprimes، والتي وقعت في الولايات المتحدة الأمريكية. ومع نهاية 2009 وبداية 2010 شهد المؤشر انخفاض في قيمته⁵.

ثانياً: الدراسة الاختيارية لتأثير سياسة توزيع الأرباح على قيمة مؤسسات المؤشر CAC40

لدراسة تأثير سياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة نستخدم أسلوب الانحدار الخطي البسيط والمتعدد، للكشف عن مدى وجود تأثير، وقبل ذلك نرى أنه لا بد من تقديم عام لدراسة الحالة. وفي هذا الإطار، سوف نحاول تقديم مجتمع الدراسة ثم عينة الدراسة... كما يلي:

1. مجتمع الدراسة:

يشمل مجتمع الدراسة المؤسسات المسعرة في بورصة باريس للأوراق المالية، والتي تعتبر من بين أهم الأسواق المالية الأوروبية من حيث الرسمة البورصية، وحجم التداول، وعدد المؤسسات، ووجود التنظيم، والاستعمال المكثف لوسائل الاتصال الحديثة...

2. عينة الدراسة:

تتمثل عينة الدراسة في أربعين 40 مؤسسة المنتمية لمؤشر CAC40، وهو المؤشر الأساسي لبورصة باريس، والذي يعكس أداء السوق الإجمالي، حيث تنتمي هذه المؤسسات لمختلف قطاعات الاقتصاد الفرنسي، وقد تم الاعتماد في الدراسة على 33 مؤسسة فقط⁶، وذلك بإلغاء المؤسسات التي تنتمي للقطاع المالي وهي ست مؤسسات تتمثل في : مؤسسة AXA، Dexia، BNP Paribas، Société Générale، Crédit Agricole SA، Unibail، Rodamco، بالإضافة إلى إلغاء مؤسسة Technip كونها دخلت المؤشر في سنة 2009 وبالتالي لا تعكس تطور المؤشر خلال فترة الدراسة. - مع الأخذ بعين الاعتبار المؤسسات التي تم حذفها- والذي يبين مختلف مجالات القطاعات التي تنتمي إليها مؤسسات المؤشر CAC40 ووزنها في المؤشر.

3. مصادر البيانات:

تم تجميع البيانات حول المؤسسات محل الدراسة، من المواقع الإلكترونية للسوق المالي الفرنسي وللمؤسسات، وكذلك التقارير السنوية التي تنشرها ricol lasteyrie Expert et conseil financier، والمعلومات المنشورة في موقع www.vernimmen.net⁷، اعتقاداً أن المعلومات المنشورة في المواقع الرسمية على الإنترنت تتمتع بمصداقية مقبولة.

4. متغيرات الدراسة التطبيقية وكيفية قياسها:

تشمل متغيرات الدراسة التطبيقية كل من المتغير التابع والمتغيرات المستقلة المؤثرة في قيمة المؤسسة، وذلك على مستوى كل المؤسسات محل الدراسة والتي سيتم استخدامها في اختبار فروض الدراسة.

أ - المتغير التابع:

يتمثل المتغير التابع للدراسة في قيمة المؤسسة، ومن أجل الحصول على أفضل تمثيل لهذا المتغير فقد اعتمدنا متوسط سعر السهم للمؤسسة خلال الفترة الممتدة من 2008 إلى غاية 2010، وتعتبر القيمة السوقية للسهم المعيار الأساسي بالنسبة للمستثمر لتقييم الحالة المالية للمؤسسة ومدى إمكانية استمرارها ونموها، حيث يعتقد أنه يعكس قيمة المؤسسة.

ب - المتغيرات المستقلة:

على ضوء تحليل الدراسة النظرية وهدف الدراسة، تم الاعتماد على ثلاث متغيرات أساسية تعكس سياسة توزيع الأرباح، والمتمثلة في:

- نصيب السهم من التوزيعات DPA:

ويعتبر هذا المتغير مقياساً أساسياً لسياسة توزيع الأرباح، ويتم حسابه بقسمة التوزيعات النقدية للأرباح على عدد الأسهم العادية، ومن المتوقع أن يكون هناك علاقة طردية بين العائد الموزع للسهم والقيمة السوقية له.

- ربحية السهم الواحد BPA:

ويمثل نصيب السهم العادي من الأرباح الصافية للمؤسسة، ويعتبر مؤشراً لمقدار الثروة النظرية التي سيحصل عليها المستثمر في المستقبل، فكلما زاد نصيب السهم من الربح كلما زاد سعر السهم في السوق.

- إعادة شراء الأسهم Rachat:

تتمثل في نسبة الأسهم المعاد شراؤها بالنسبة للرسملة البورصية. وقد تم الاعتماد على نسبة ما تم إعادة شراؤه من أسهم وليس القيمة، وذلك من أجل إعطاء مقارنة جيدة بين المؤسسات حول هذه السياسة.

ت - الخطأ العشوائي :

ويرجع وجود حد الخطأ إلى عدة أسباب منها⁸ :

- إهمال بعض المتغيرات المستقلة التي يمكن أن تؤثر على المتغير التابع في النموذج.
- الصياغة الرياضية غير السليمة للنموذج.
- حدوث خطأ في كل من تجميع البيانات وقياس المتغيرات المالية.

5. الأسلوب والأدوات الإحصائية المعتمدة:

تعتمد الدراسة على استخدام أسلوب الانحدار الخطي البسيط والمتعدد لإثبات مدى صحة فروض الدراسة، وذلك لاختبار العلاقة بين المتغير التابع والمتغيرات المستقلة، ومن أجل ذلك تم الاستعانة بالبرنامج الإحصائي 4 Eviews.

وتسعى دراستنا إلى الوصول إلى الهدف الأول والثاني فقط من بين أهداف ومناهج الاقتصاد القياسي الرئيسية والمتمثلة في⁹:

بناء النماذج القياسية الاقتصادية في شكل قابل للاختبار الميداني، وتمثل هذه المرحلة مشكلة تصور الصياغة الرياضية في منهجية القياس الاقتصادي.

تقدير واختبار هذه النماذج مستعملين البيانات المتوفرة، وتمثل هذه العملية المرحلة الإحصائية في القياس الاقتصادي.

استعمال النماذج المقدره لغرض التنبؤ، التحليل الاقتصادي أو اتخاذ القرارات المناسبة.

6. فروض الدراسة:

تسعى الدراسة الحالية إلى اختبار الفروض التالية:

- H_1 : توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين التوزيعات النقدية وسعر السهم.
 H_2 : توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين ربحية السهم وسعر السهم.
 H_3 : توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين إعادة شراء الأسهم وسعر السهم .

7. دراسة اتجاهات قيمة المؤسسة من خلال مؤشري PER و PBR :

قبل اختبار فروض الدراسة السابقة، نقوم بدراسة اتجاهات قيمة المؤسسة من خلال مؤشري PER و PBR وذلك كما يلي :

أ - دراسة اتجاهات قيمة المؤسسة من خلال مؤشر PBR :

تمثل هذه النسبة قيمة الرسملة البورصية الى الأموال الخاصة، وبالتالي فهي تعكس قيمة المؤسسة. ويمكن ملاحظة اتجاهات قيمة مؤسسات المؤشر CAC40 من خلال مؤشر PBR، انطلاقاً من الشكل (3). حيث يوضح الشكل متوسط قيم PBR لمؤسسات مؤشر CAC40 - والتي تمثل عينة الدراسة- خلال سنوات الدراسة 2007، 2008، 2009. ويمكن ملاحظة أن قيم PBR خلال هذه الفترة كانت أكبر من الواحد، وهو دليل على أن الرسملة البورصية لهذه المؤسسات أكبر من قيمة الأموال الخاصة لها، أي القيمة السوقية مرتفعة. كما نلاحظ أن أكبر قيمة ل PBR في سنة 2007، وهو ما يعكس انتعاش السوق خلال تلك الفترة، ويبين أن قيمة مؤسسات المؤشر كانت مرتفعة في تلك السنة، بينما انخفضت قيم المؤسسات في السنة التي تليها، حيث يمكن أن يرجع ذلك الى تداعيات الأزمة المالية، وفي سنة 2009 شهدت القيمة ارتفاع طفيف عما كانت عليه في سنة 2008.

ب - دراسة اتجاهات قيمة المؤسسة من خلال مؤشر PER :

يمثل PER مضاعف السعر إلى العائد وهو مقلوب معدل المردودية، ويتم حسابه بقسمة الرسملة البورصية على النتيجة الصافية. ويستعمل لرسملة العوائد، بمعنى إيجاد قيمة أصل بدلالة عدد المرات الواجب تحققها من العوائد لتغطية قيمته¹⁰. كما يتم استعماله في تقييم المؤسسات، وبالتالي معرفة قيمة المؤسسة في السوق المالي. ويمكن ملاحظة اتجاهات قيمة مؤسسات المؤشر CAC40 من خلال مؤشر PER، انطلاقاً من الشكل (4)، ونلاحظ

من الشكل أن قيم PER شهدت حالات ارتفاع وانخفاض خلال هذه الفترة، حيث في سنة 2008 كانت قيمة PER منخفضة مقارنة بسنة 2007، ويمكن ارجاع السبب الى توقع ارتفاع الخطر بالتالي انخفاض سعر السهم، نتيجة تداعيات الازمة المالية، وهو ما يعكس انخفاض قيمة المؤسسة في تلك السنة. أما في سنة 2009 فقد شهد ارتفاع كبير (ويعود السبب الى قيمة PER لمؤسسة Arcelor-Mittal المقدرة ب558، أما خارج هذه القيمة فكان متوسط PER هو 21.89)، ويرجع هذا الارتفاع الى انخفاض الارباح وارتفاع الاسعار، بسبب حصول بعض الاطمئنان حول مستقبل الازمة، وبالتالي قيمة المؤسسة السوقية في هذه السنة شهدت ارتفاع.

مما سبق، نلاحظ أن قيمة مؤسسات المؤشر CAC40 شهدت ارتفاع سنة 2007، لكن بسبب الأزمة المالية فقد شهدت هذه القيمة انخفاض ملحوظ في السنة التي تليها نتيجة انخفاض الأسعار، أما في سنة 2009 فقد عرفت هذه القيمة ارتفاعا بسبب الاطمئنان حول مستقبل الازمة.

8. تحليل نتائج الدراسة الاختبارية

انطلاقا من متغيرات الدراسة الحالية، يظهر نموذج الدراسة المقترح كما يوضحه الشكل (5)، ووفقا لنموذج الدراسة المقترح والذي يوضحه الشكل السابق، فإن نموذج دالة الانحدار المتعدد لمتغيرات الدراسة الحالية يبدو كما توضحه المعادلة التالية:

$$\text{Prix}_{i,t} = C_0 + C_1 \text{DPA}_{i,t-1} + C_2 \text{BPA}_{i,t-1} + C_3 \text{Rachat}_{i,t-1} + \varepsilon_{i,t} \quad (3)$$

حيث أن:

$\text{Prix}_{i,t}$: القيمة السوقية للسهم i في الفترة t .

$\text{DPA}_{i,t-1}$: توزيعات السهم الواحد للمؤسسة i في الفترة $t-1$.

$\text{BPA}_{i,t-1}$: ربحية السهم الواحد للمؤسسة i في الفترة $t-1$.

$\text{Rachat}_{i,t-1}$: إعادة شراء الأسهم للمؤسسة i في الفترة $t-1$.

$\varepsilon_{i,t}$: حد الخطأ العشوائي لنموذج الانحدار المتعدد.

وكما يبدو من نموذج الانحدار للدراسة الحالية، فقد استخدمنا فاصلا زمنياً مقداره فترة واحدة (سنة)، بين المتغيرات المستقلة والمتغير التابع للدراسة، حيث تقاس توزيعات السهم الواحد وإعادة شراء الأسهم وربحية السهم الواحد في الفترة السابقة على فترة قياس التغيرات بالنسبة للقيمة السوقية للسهم.

ومن أجل دراسة تأثير سياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة نقوم بما يلي:

أ. تحليل نتائج الارتباط:

يوضح الجدول (1) نتائج تحليل الارتباط لعينة الدراسة، والذي يتضمن المتغيرات المستقلة (DPA, Rachat, BPA) وقيمة المؤسسة (القيمة السوقية لأسهم مؤسسات العينة). وقد كشفت نتائج مصفوفة معاملات الارتباط لبيانات المؤسسات الفرنسية في سوق باريس للأوراق المالية، عن وجود علاقة ارتباط قوية بين المتغير التابع - القيمة السوقية للسهم - والمتغير المستقل DPA (توزيعات السهم الواحد)، وبدرجة أقل نجد علاقة الارتباط مع المتغير المستقل BPA (ربحية السهم الواحد)، بينما تظهر النتائج وجود علاقة ضعيفة جدا وسالبة بين المتغير التابع و المتغير المستقل Rachat (إعادة شراء الأسهم)، حيث بلغت معاملات الارتباط حوالي 71%، 20%، 5%- على التوالي.

كذلك كشفت نتائج تحليل الارتباط عن وجود علاقات بين بعض المتغيرات المستقلة للدراسة الحالية، فقد أظهرت معاملات الارتباط عن وجود علاقة قوية بين نصيب السهم من التوزيعات DPA وربحية السهم، حيث بلغ معامل الارتباط بالتقريب 0.50، كذلك كشفت نتائج معاملات الارتباط عن وجود علاقة ارتباط لا بأس بها بين ربحية السهم وإعادة شراء الأسهم بمعامل ارتباط 0.13، بينما أظهرت النتائج عن استقلالية المتغيرين المفسرين توزيعات السهم الواحد DPA وإعادة شراء الأسهم Rachat، وذلك ما يوضحه معامل الارتباط حيث بلغ نسبة ضعيفة جداً 0.03.

ب. تحليل الانحدار المتعدد:

يبين الجدول رقم (2) نتائج تحليل الانحدار المتعدد، من أجل تقدير معالم النموذج وتحديد القدرة التفسيرية للنموذج.

يمكن ملاحظة أن المتغيرات المستقلة للدراسة الحالية تفسر 53.36% من التغير في السعر السوقي للسهم (قيمة المؤسسة)، حيث بلغ معامل التحديد R-squared 53.36 %، ومعامل التحديد المعدل Adjusted R-Squared 48.53 %، أما بخصوص المعنوية الإحصائية للمعالم فيمكن قبول مقدرات نصيب السهم من التوزيعات DPA، كأساس لمعالم المجتمع الإحصائي، وفي هذا الصدد فإن فرضيات النموذج هي كالتالي:

$$H_0 : C_j = 0$$

$$H_1 : C_j \neq 0 / j = 0.1.2.3.$$

حيث:

z : مؤشر المتغيرات المستقلة.

C_j : مقدرات النموذج.

انطلاقاً من الجدول (2)، نجد قيمة t- statistic للمتغير المستقل DPA أكبر تماماً من القيمة المجدولة للتوزيع الطبيعي (1.96) بنسبة دلالة 5%، وهذا ما نلاحظه من خلال نسبة الاحتمال Prob لنفس المتغير والتي تساوي 0.000 (في العمود الأخير)، فهي أقل من نسبة المعنوية 0.05 (5%)، إذن نرفض الفرضية H₀ ونقبل الفرضية H₁، أي مقدر نصيب السهم من التوزيعات تختلف معنوياً عن الصفر. أما بالنسبة للمعنوية الإحصائية لمقدر ربحية السهم الواحد BPA وإعادة شراء الأسهم Rachat فليست لهما معنوية إحصائية، كون القيمة المطلقة لقيمة t-static أقل من القيمة المجدولة للتوزيع الطبيعي (1.96)، وبالتالي هذه المقدرات لا تختلف معنوياً عن الصفر.

ت - اختبار المعنوية الكلية :

يمكن اختبار مدى قبول هذا النموذج إحصائياً، وذلك من خلال اختبار المعنوية الإحصائية الكلية له، من خلال مستوى الدلالة المرفقة بإحصائية فيشر في الجدول Prob(F-statistic)، والمقدرة ب 0.000052، فهي أقل من نسبة المعنوية 0.05 (5%)، كما يمكن اختبار المعنوية الكلية عن طريق حساب إحصائية Fisher.

$$F_c = \frac{\frac{R^2}{K}}{\frac{(1 - R^2)}{(n - K - 1)}} \dots \dots \dots (4)$$

حيث:

n : عدد المشاهدات.

K: عدد المتغيرات المستقلة في النموذج.

R²: معامل التحديد.

F_c: إحصائية Fisher المحسوبة.

نتم مقارنة قيمة F_c بقيمة Fisher المجدولة (K, n-k-1, α)، أي (3, 29, 0.05)، حيث نجد قيمة F_c أكبر تماماً من القيمة المجدولة لتوزيع Fisher بدرجتي حرية 3 و 29 ونسبة

معنوية $\alpha=5\%$ والتي تساوي 2.93، ومنه للنموذج معنوية إحصائية.

ث - اختبار الارتباط الذاتي بين الأخطاء:

يمكن ملاحظة وجود ارتباط ذاتي بين الأخطاء من عدمه من خلال إحصائية درين وواتسن Durbin-Watson stat والتي تساوي 2.007692، حيث نلاحظ عدم وجود ارتباط بين الأخطاء، فهذه الإحصائية موجودة في منطقة قبول الفرضية H_0 أي فرضية الاستقلالية— وعليه هناك دليل على عدم وجود ارتباط ذاتي بين الأخطاء، حيث أن مقدر معامل الارتباط الذاتي يساوي 0.0038 -.

$$\rho = 1 - \frac{DW}{2} = -0.0038 \dots \dots (5)$$

حيث :

ρ : مقدر معامل الارتباط.

DW: قيمة درين وواتسن في الجدول رقم (2).

ج - اختبار تجانس تباين الأخطاء:

نستعمل اختبار WHIT من أجل اختبار تجانس تباين الأخطاء، وذلك بالاعتماد على

مضاعف lagranch، والذي يتوزع توزيع KHi.deux، حيث :

$$\longrightarrow LM = n.R^2 \quad X^2(2K)$$

نقبل بتباين الأخطاء متجانس أو ثابت $LM \leq X^2_{\alpha}(2K)$ نقبل بتباين الأخطاء غير متجانس

$$LM \geq X^2_{\alpha}(2K)$$

حيث :

LM : مضاعف lagranch

$X^2_{\alpha}(2K)$: الإحصائية المجدولة لتوزيع كاي تربيع بدرجة حرية 2K

K: عدد المتغيرات المستقلة

نلاحظ من خلال الجدول (3) أن إحصائية lagranch والتي تساوي Obs*R-

squared = 7.010216 أقل تماما من القيمة المجدولة لتوزيع x^2 بدرجة حرية 6

($x^2 = 12.592$) في حدود معنوية 5%، وهذا دليل على تجانس تباين البواقي.

انطلاقاً مما سبق، ونظراً لعدم وجود ارتباط ذاتي بين الأخطاء وثبات تجانس الأخطاء، فإن هناك احتمال وجود مشكل تعدد خطي بين المتغيرات المستقلة، ومن أجل الكشف عن هذا المشكل نقوم بدراسة الانحدار بين المتغيرات المستقلة و المتغير التابع، وذلك بحذف في كل مرة إحدى المتغيرات المستقلة.

نبدأ بدراسة الانحدار بين كل من المتغيرين: نصيب السهم من التوزيعات وربحية السهم و متغير سعر السهم، وذلك من أجل معرفة مدى وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين المتغيرين المستقلين السابقين و متغير إعادة شراء الأسهم، وقد قمنا بإقصاء متغير إعادة شراء الأسهم أولاً، كون المتغير له أكبر معنوية إحصائية في نموذج الانحدار المتعدد، وأسفرت نتائج الانحدار بين المتغيرات على النتائج المبينة في الجدول (4)، حيث تشير النتائج أن متغير ربحية السهم ليست له معنوية إحصائية، وهذا بالرغم من إلغاء متغير إعادة شراء الأسهم، وبالتالي ليس هناك مشكل تعدد خطي بين متغير إعادة شراء الأسهم و المتغيرين المستقلين السابقين، كما تشير النتائج إلى قبول النموذج من الناحية الإحصائية كون F_c والتي تساوي 16.91 أكبر تماماً من القيمة المحدولة لتوزيع Fisher بدرجتي حرية 2 و 32 ونسبة معنوية $\alpha = 5\%$ والتي تساوي 3.32، ومنه للنموذج معنوية إحصائية.

أما بالنسبة لدراسة الانحدار بين كل من المتغيرين نصيب السهم من التوزيعات وإعادة شراء الأسهم و متغير سعر السهم، فقد أسفرت نتائج تحليل الانحدار المبينة في الجدول (5) عن عدم وجود مشكلة التعدد الخطي بين ربحية السهم وكل من إعادة شراء الأسهم و نصيب السهم من التوزيعات، حيث أن مقدر إعادة شراء الأسهم ليست له معنوية إحصائية، وهذا بعد إلغاء متغير ربحية السهم. كما تشير النتائج إلى قبول النموذج من الناحية الإحصائية كون F_c والتي تساوي 15.59 أكبر تماماً من القيمة المحدولة لتوزيع Fisher بدرجتي حرية 2 و 32 ونسبة معنوية $\alpha = 5\%$ ، والتي تساوي 3.32، ومنه للنموذج معنوية إحصائية.

مما سبق يمكن القول بأنه لا توجد مشكلة تعدد خطي بين المتغيرات المستقلة، وأن كل من متغير ربحية السهم وإعادة شراء الأسهم ليست لهما علاقة خطية مع سعر السهم وبالتالي قيمة المؤسسة، ولذلك تم استبعاد كل من متغير ربحية السهم و متغير إعادة شراء الأسهم، وبالتالي تبقى العلاقة بين نصيب السهم من التوزيعات والقيمة السوقية للسهم،

ولأجل ذلك نجري الانحدار بين متغير نصيب السهم من التوزيعات DPA والقيمة السوقية للسهم. والجدول رقم (6) يبين نتائج انحدار القيمة السوقية للسهم كدالة في نصيب السهم من التوزيعات.

تبين نتائج تحليل الانحدار أن متغير نصيب السهم من التوزيعات يفسر 50% من التغير في القيمة السوقية للسهم (قيمة المؤسسة)، كما أن متغير نصيب السهم من التوزيعات يختلف معنوياً عن الصفر عند نسبة معنوية 5% ($\alpha = 5\%$)، بالإضافة إلى أنه للنموذج معنوية إحصائية كون F_c والتي تساوي 31 أكبر تماماً من القيمة المجدولة لتوزيع Fisher بدرجتي حرية 1 و 31 ونسبة معنوية $\alpha = 5\%$ ، والتي تساوي 4.17، ومنه للنموذج معنوية إحصائية، كما أن هذا النموذج أفضل من نموذج الانحدار المتعدد، عند مقارنة النموذجين من حيث إحصائية Akaike و Shwarz، حيث بلغت قيمتهما في النموذج الأخير 8.600415، 8.691112 على الترتيب، وهي أقل من قيمتهما في نموذج الانحدار المتعدد والتي بلغت 8.657948، 8.839343 على الترتيب، وبالتالي النموذج في الجدول رقم (6) أفضل من حيث هذا المعيار.

يمكن ملاحظة عدم وجود ارتباط ذاتي بين الأخطاء من خلال إحصائية درين واتسن Durbin-Watson stat، والتي تساوي 2.150606، حيث نلاحظ عدم وجود ارتباط بين الأخطاء، فهذه الإحصائية موجودة في منطقة قبول الفرضية H_0 أي فرضية الاستقلالية، أي بين DW_2 (1.51) و $4-DW_2$ (2.49). أما اختبار تجانس تباين الأخطاء، فقد كشفت النتائج الموضحة من خلال الجدول (7) أن إحصائية Iagranch والتي تساوي $R^2 = 13.72873$ squared أكبر تماماً من القيمة المجدولة لتوزيع x^2 بدرجة حرية 2 ($5.991 = x^2$) في حدود معنوية 5%، وهذا دليل على عدم تجانس تباين البواقي.

9. تفسير النتائج:

تمت دراسة تأثير سياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة، حيث أخذنا متغير القيمة البورصية للسهم كمتغير يعكس ويفسر قيمة المؤسسة، أي يعكس كفاءة وأداء المؤسسة وقيمتها في السوق المالي، كما تم أخذ قيم السعر السوقي للسهم خلال سنوات 2008-2009 و 2010 وذلك بأخذ المتوسط الحسابي، وهي فترة تتميز بحدوث الأزمة المالية الخاصة

بالرهن العقاري حيث انتشرت هذه الأزمة خلال هذه السنوات وهو ما قد يؤثر على نتائج الدراسة.

بالنسبة لسياسة توزيع الأرباح، اعتمدنا على ثلاث متغيرات رئيسية - والتي تمثل المتغيرات المستقلة في الدراسة - وذلك لسنوات 2007-2008-2009، حيث تم أخذ متغير نصيب السهم من التوزيعات، باعتباره يعكس قيمة الأرباح التي توزعها المؤسسة وأهم متغير في سياسة توزيع الأرباح، أما المتغير الثاني لسياسة توزيع الأرباح، فكان متغير ربحية السهم الواحد، وهو يعكس القاعدة التي يتم من خلالها تحديد قيمة الأرباح الموزعة، أما المتغير الثالث والأخير، فقد تم اختيار متغير إعادة شراء الأسهم باعتبار أن هذه السياسة من بين أهم أنواع سياسات توزيع الأرباح، والتي شهدت تطوراً كبيراً خلال السنوات الأخيرة.

- يمكن تبرير اعتماد قيم متغيرات سياسة توزيع الأرباح لسنوات 2007-2008-2009، و أخذ فاصل زمني بفترة واحدة مقارنة بالقيمة السوقية للسهم، ذلك كون المعلومات المعلن عنها في سنة 2007 سوف تتعكس على القيم السوقية للأسهم في السنة التي تليها، ونفس الشيء بالنسبة للسنوات الأخرى، لهذا تم اخذ هذا الفاصل الزمني من أجل إعطاء نتائج أكثر دقة وأكثر معنوية.

تم اختيار هذه المتغيرات الثلاث لتعكس سياسة توزيع الأرباح، وذلك من أجل معرفة أيهما أكثر تأثيراً بين التوزيعات النقدية أو الاحتفاظ واحتجاز الأرباح، بالإضافة إلى معرفة الاختلاف في التأثيرات بين التوزيعات النقدية وإعادة شراء الأسهم، وذلك من أجل معرفة أيهما أكثر تأثيراً باعتبار العديد من المؤسسات تقوم باستبدال سياسة التوزيعات النقدية بسياسة إعادة شراء الأسهم.

من خلال الدراسة الاختبارية يمكن الإشارة إلى ما يلي:

- قبول الفرض الأول على مستوى المتغير المستقل الخاص بنصيب السهم من التوزيعات، الذي يقر بوجود علاقة إحصائية ذات دلالة معنوية بين المتغير المستقل نصيب السهم من التوزيعات والمتغير التابع، حيث كشفت النتائج أن نصيب السهم من التوزيعات يفسر التغير في القيمة السوقية للسهم بنسبة 50%، كذلك كشفت نتائج أفضل نموذج في تحليل الانحدار انه يمكن الاعتماد على متغير نصيب السهم من التوزيعات

- النقدية في تفسير المتغير التابع للدراسة الحالية.
- رفض الفرض الثاني على مستوى المتغير المستقل الخاص بربحية السهم، والذي يقر بوجود علاقة إحصائية ذات دلالة معنوية بين المتغير المستقل ربحية السهم والمتغير التابع. بينما توصلت دراسة Brown et.al 1987 ودراسة Lev 1989، بأن ربحية السهم لا تفسر بشكل عام أكثر من 10% من التغير في عائد السهم، وهو ما توصلت له أغلب الدراسات¹¹.
 - رفض الفرض الثالث على مستوى المتغير المستقل الخاص بإعادة شراء الأسهم، والذي يقر بوجود علاقة إحصائية ذات دلالة معنوية بين المتغير المستقل إعادة شراء الأسهم والمتغير التابع.
 - كشفت نتائج التحليل عن أن متغير نصيب السهم من التوزيعات هو المتغير المدرك من قبل متخذي القرارات و المتعاملين في سوق باريس للأوراق المالية، والمحدد للسعر السوقي للسهم (قيمة المؤسسة)، أكثر من متغير ربحية السهم وإعادة شراء الأسهم بالنسبة لسياسة توزيع الأرباح، وهو ما يؤكد على أهمية المعلومات المحاسبية المتعلقة بالتوزيعات النقدية، والتي تعتبر أهم معلومة تتعلق بسياسة توزيع لأرباح وتأثيرها في قيمة المؤسسة.
 - كشفت نتائج تحليل الانحدار المتعدد على أن متغيرات سياسة توزيع الأرباح تفسر قيمة المؤسسة بنسبة 53%، وهذا على الرغم من عدم وجود دلالة إحصائية لمتغير ربحية السهم ومتغير إعادة شراء الأسهم، غير أن هذا لا يعني بالضرورة عدم وجود اثر لهذه المتغيرات على قيمة المؤسسة أو القيمة السوقية للسهم، وقد يرجع عدم وجود علاقة بسبب الأزمة المالية وتأثيرها على أسعار الأسهم حيث الأسعار أكثر حساسية إلى الأزمة المالية، بالتالي لا يمكن ملاحظة وجود تأثير من عدمه، وفي هذا الصدد نلاحظ أنه بالرغم من وجود أزمة مالية إلا أن للتوزيعات النقدية تأثير ملحوظ على القيمة السوقية للسهم (قيمة المؤسسة)، وهو ما يؤكد أهميته هذه السياسة.

- يتأثر سعر السهم بتوزيعات الأرباح النقدية أما ربحية السهم فليست له علاقة بسعر السهم، ويمكن إرجاع ذلك إلى أن اهتمام المستثمر بنصيب السهم من التوزيعات يفوق اهتمامه بربحيته، كون المستثمرين يولون أهمية أكبر للسيولة.
- نفس النتائج المتوصل إليها حول التوزيعات النقدية وإعادة شراء الأسهم وعلاقتها بسعر السهم، بأن موقف المساهمين لا يكون على جد سواء بين التوزيعات النقدية من جهة والتوزيعات في شكل أسهم من جهة أخرى، فعادة ما تؤدي التوزيعات النقدية إلى زيادة سعر السهم بشكل اكبر من سياسة إعادة شراء الأسهم يضاف إلى ذلك أن المساهمين عادة ما يفقدون لمعرفة كاملة بشأن الإجراءات التي تتبعها المؤسسة في برامج إعادة شراء الأسهم، كذلك فإن المساهمين لا يحوزون معلومات ملائمة بشأن حاضر ومستقبل أنشطة المؤسسة، ليس هذا فحسب فعادة ما تعلن المؤسسة عن برامجها لإعادة شراء الأسهم قبل أن يشرع هؤلاء المستثمرين في التحوط إزاء ذلك. وأخيرا عادة ما تعرض المؤسسة سعرا عاليا للسهم المعاد شراؤه، وهو ما يعني تعرض المساهمين الباقيين الذين لا يعرضون أسهمهم للبيع للخسارة، خاصة بعد إتمام عملية إعادة شراء الأسهم، فعادة ما ينخفض سعر السهم عن السعر الذي كانت تعرضه المؤسسة لإعادة شراء بعض الأسهم.
- يمكن أن يرجع السبب في عدم وجود علاقة بين ربحية السهم وإعادة شراء الأسهم إلى أخطاء القياس، وأخطاء المعلومات المتحصل عليها، أو لأن هناك متغيرات أخرى مهمة ولم تؤخذ في الاعتبار بالنموذج، كما يمكن أن يرجع السبب في الفرق بين الشكل الحقيقي للعلاقة والشكل الرياضي الذي تبينناه في الدراسة (علاقة خطية)، أو لأسباب أخرى.
- تتفق النتائج المتوصل إليها مع ما قدمه نموذج قوردن ولينتر، حيث المستثمرون الفرنسيون يفضلون التوزيعات النقدية الآن، بدلا من تأجيلها للحصول على الأرباح الرأسمالية الناتجة عن نمو التوزيعات.
- بالنظر إلى ما تشير إليه نظرية العميل، فإن النتائج المتوصل إليها في دراستنا تبين أن المستثمرين الفرنسيين هم من الفئة التي تفضل التوزيعات المرتفعة، ويمكن أن يرجع ذلك إلى تأثير الأزمة المالية وأزمة السيولة، حيث المستثمرون يميلون إلى السيولة

أكثر والتي تلبي حاجاتهم، وبالتالي اغلب المؤسسات تقوم بعمليات توزيع الأرباح.
- تتنافى النتائج المتحصل عليها حول إعادة شراء الأسهم وربحية السهم وعلاقتها بسعر السهم، مع ما جاءت به النظرية المالية

ثالثاً: دراسة الحدث لسياسة توزيع الأرباح

1. الإطار النظري لدراسة الحدث:

تهدف دراسة الحدث¹² في هذه الدراسة إلى بيان أثر الإعلان عن توزيعات الأرباح لمؤسسات عينة الدراسة على أسعار الأسهم في مؤشر CAC40، وبالتالي التعرف على مدى تأثير سياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة من وجهة نظر نظرية الإشارة. ويقوم أسلوب دراسة الحدث على اختيار فترة معينة حول الحدث وقياس الفرق بين العائد الفعلي لعينة الأسهم المختارة في كل يوم من أيام هذه الفترة وبين العائد العادي، وهذا الفرق يطلق عليه العائد غير العادي، والذي يمثل رد فعل السوق اتجاه هذا الحدث. والخطوات المنهجية لتطبيق أسلوب دراسة الحدث خطوات معيارية، يمكن تطبيقها في مختلف الدراسات المتعلقة بأسواق المال، ويتم تطبيق أسلوب دراسة الحدث في هذه الدراسة بإتباع الخطوات التالية:

أ. تحديد الحدث موضوع الدراسة :

وهو الإعلان عن توزيعات الأرباح النقدية لمؤسسات المؤشر CAC40 لسنة 2009، وهذا الحدث يطلق عليه حدث نوعي Type of Event حيث يكون تاريخ الحدث لكل مؤسسة مختلف عن الأخرى¹³.

ب. تحديد نافذة الحدث :

ويطلق عليها فترة الحدث، وهي الفترة التي تدور حول الحدث قبله وبعده. ولا توجد فترة حدث مثالية ولكن هناك فترة حدث مناسبة. وفي هذا الصدد نشير إلى دراسة chan et al., 2002 والتي تناولت مقارنة بين نماذج دراسة الحدث للشركات الأجنبية المسجلة في بورصة الأوراق المالية الأمريكية، وقد قامت الدراسة بالمقارنة بين استخدام نوافذ كبيرة لفترة الحدث واستخدام النوافذ الصغيرة، واستخدمت الدراسة نافذة لفترة الحدث قصيرة نسبياً في إطار نموذج السوق المعدل واختبار الحساسية. وأوضحت الدراسة أن ميزة استخدام نوافذ الحدث القصيرة، تتمثل في إعطاء قياسات للعائد المتوقع أقل تحيزاً من القياسات في الأجل الطويل،

مع إعطاء قناعة أكبر عن مدى تأثير الإعلان عن معلومات المبادئ المحاسبية الأمريكية أو الدولية على أسعار الأسهم. وقد انتهت الدراسة إلى أن جميع النماذج المستخدمة في قياس المحتوى الإعلامي للمعلومات المحاسبية، تعطى نتائج قوية في حالة استخدام توزيع أحداث منفصلة وعدم تجميع تواريخ الحدث. فهناك درجة عالية من الأخطاء عند تجميع تواريخ الحدث معاً، ووقوع أحداث متعددة في تاريخ واحد. وفترة الحدث المستخدمة في هذه الدراسة هي خمسة أيام قبل وبعد الإعلان عن التوزيعات النقدية، وهي ذاتها الفترة التي تم اختياره في دراسة كل من Imed Chkir و Fodil Adjaoud والتي تدور حول La Politique de Dividende des Entreprises Canadiennes : Coûts d'Agence ou Asymétrie d'Information?, Mai 2004، و دراسة عادل عبد الفتاح الميهي حول المحتوى الإعلامي للمعلومات المحاسبية الأولية بالتطبيق على سوق الأسهم السعودي 2004-2005 . حيث الفترة قبل حدث الإعلان عن توزيعات الأرباح النقدية هي لاختبار مدى تسريب المعلومات، والفترة بعد الحدث من أجل اختبار مدى قدرة السوق على امتصاص المعلومات الجديدة بسرعة وبالكامل. أي أن إجمالي فترة الحدث في هذه الدراسة هي إحدى عشر يوماً $(t = -5, -4, -3, -2, -1, 0, +1, +2, +3, +4, +5)$

ت. تقدير العائد العادي:

يتم ذلك باستخدام إحدى نماذج المحتوى الإعلامي، وتستخدم هذه الدراسة نموذج السوق في تقدير العائد العادي، والذي يأخذ الشكل التالي:

$$\bar{R}_{it} = \alpha_i + B_i R_{mt} + \varepsilon_{it} \dots\dots\dots(6)$$

مع

$$t = -5, -4, -3, -2, -1, 0, +1, +2, +3, +4, +5$$

حيث:

\bar{R}_{it} : العائد العادي المتوقع للسهم i خلال الفترة t .

R_{mt} : عائد السوق m خلال الفترة t وقد تم استخدام المؤشر الرئيسي CAC40 .

$(\alpha_i ; B_i)$: معاملات نموذج السوق للسهم i .

ε_{it} : الخطأ العشوائي والذي تعبر قيمته عن تأثير المعلومات الخاصة بالمؤسسة.

ث. تحديد فترة التقدير :

وهي فترة قبل فترة الحدث، يتم من خلالها تقدير معاملات نموذج السوق السابقة (B_i) و

(α_i) ، وحساب العائد العادي لكل يوم من أيام فترة الحدث. والفترة المناسبة لفترة التقدير هي

الفترة التي تتراوح بين 60 يوماً و 600 يوماً في الدراسات التي اعتمدت على بيانات يومية، و قد اعتمدت هذه الدراسة على فترة تقدير قدرها 60 يوم قبل بداية فترة الحدث.

ج. قياس العائد غير العادي AR_{it} :

وهو الفرق بين العائد الفعلي للسهم i خلال فترة الحدث وبين العائد العادي السابق حسابه من نموذج السوق. وهذا الفرق يعمل على تحييد عوامل السوق ككل، ومعرفة أثر المعلومات الخاصة بالمؤسسة فقط على أسعار الأسهم.

$$AR_{it} = R_{it} - \bar{R}_{it} \dots \dots \dots (7)$$

ح - قياس متوسط العائد غير العادي (AR_t) :

ويتم حساب هذا المتوسط لجميع المؤسسات محل الدراسة وعددها N ، وفي كل يوم من أيام فترة الحدث، وتتمثل في دراستنا في 33 مؤسسة، ويتم حساب متوسط العائد غير العادي عن طريق المعادلة التالية:

$$AR_t = \frac{1}{N} \sum_{i=1}^N AR_{it} \dots \dots \dots (8)$$

يعكس هذا المتوسط تأثير حدث الإعلان عن توزيعات الأرباح النقدية على أسعار الأسهم، وتحديد العوامل الأخرى المرتبطة بالمؤسسة. وإذا كان متوسط العائد غير العادي (AR_t) مساوياً للصفر فهذا يعني عدم وجود محتوى إعلامي للإعلان عن توزيعات الأرباح النقدية. وإذا كان موجباً يعني وجود تأثير إيجابي، بمعنى أن التوزيعات النقدية تحمل أخبار سارة Good News، والعكس لو كان سالباً، فهذا يعني أن توزيعات الأرباح النقدية تحمل أخبار سيئة Bad News. ويتم اختبار العلاقة بين العائد غير العادي وتوزيعات الأرباح وذلك خلال فترة الحدث باستعمال برنامج Eviews 4، وذلك من أجل اختبار معنوية تأثير الإعلان عن توزيعات الأرباح على أسعار الأسهم.

خ - قياس التأثير التراكمي للحدث (CAR_t) :

وذلك بحساب المتوسط التراكمي للعائد غير العادي، لمعرفة تأثير حدث الإعلان عن توزيعات الأرباح النقدية على أسعار الأسهم خلال فترة الحدث. ويتم حساب المتوسط التراكمي للعائد غير العادي عن طريق المعادلة التالية:

$$CAR_t = \sum_{t=-5}^t AR_t \dots \dots \dots (9)$$

يتضح من العرض السابق، أن المحتوى الإعلامي لتوزيعات الأرباح النقدية يتم معرفته إذا كانت قيمة متوسط العائد غير العادي (التغير في أسعار الأسهم) في يوم الإعلان عن هذه التقارير كبيراً ومعنوياً، وإذا كان هذا المتوسط غير معنوي في الفترة ما قبل الإعلان أو الفترة بعد الإعلان¹⁴.

2. نتائج دراسة الحدث.

من أجل معرفة أثر الإعلان عن توزيعات الأرباح النقدية على أسعار الأسهم للمؤسسات محل الدراسة. و بالتالي تفسير سياسة توزيع الأرباح النقدية من وجهة نظر نظرية الإشارة، تم تطبيق خطوات منهجية دراسة الحدث السابقة الذكر، وذلك للحصول على قيمة متوسط العائد غير العادي ومعنويته، وقيمة المتوسط التراكمي للعائد غير العادي، وذلك خلال فترة الحدث. وهو ما يوضحه الجدول (8).

يلاحظ من الجدول السابق أن قيمة متوسط العائد غير العادي، وكذلك قيمة المتوسط التراكمي للعائد غير العادي خلال يوم الإعلان عن توزيعات الأرباح النقدية من أكبر القيم (بالقيمة المطلقة) خلال فترة الحدث. كما يلاحظ أن متوسط العائد غير العادي في يوم الإعلان عن توزيعات الأرباح النقدية يمثل أكبر القيم (بالقيمة المطلقة) حيث بلغ -0.71 ، غير أن هذه القيمة ليست معنوية حيث بلغت 0.0756 أكبر من قيمة ألفا ($\alpha = 0.5\%$)، وهذا يعنى رفض الفرض الأخير من فروض الدراسة، وبالتالي عدم وجود علاقة بين الإعلان عن توزيعات الأرباح النقدية وأسعار الأسهم للمؤسسات المدرجة في مؤشر CAC40، أي في سوق باريس المالي .

يتضح من الجدول (8) أن قيمة متوسط العائد غير العادي قبل الإعلان عن توزيعات الأرباح النقدية متوسطة، حيث بلغت في اليوم السابق ($t=-1$) -0.24 ، وهي قيمة ليست لها معنوية إحصائية، حيث بلغت 0.5398 أكبر من قيمة ألفا ($\alpha = 5\%$)، كما أن قيمة متوسط العائد غير العادي قبل الإعلان عن توزيعات الأرباح النقدية قبل يومين من الإعلان ($t=-2$) هي من أكبر القيم، حيث بلغت 0.43 ، وهي قيمة ليست لها معنوية إحصائية حيث بلغت 0.8045 أكبر من قيمة ألفا ($\alpha = 5\%$).

كما تشير النتائج إلى ضعف حجم متوسط العائد غير العادي بعد الإعلان عن

توزيعات الأرباح النقدية. حيث بلغ متوسط العائد غير العادي في اليوم التالي ($t=1$) للإعلان عن التوزيعات النقدية -0.09 وبقيمة ليست معنوية قدرها 0.2338 أكبر من ألفا (α) $=5\%$ ، كما أن قيمة متوسط العائد غير العادي في اليوم الثاني بعد الإعلان عن التوزيعات النقدية ($t=2$)، يمثل قيمة صغيرة بالنسبة لقيم المتوسط بعد الإعلان، حيث بلغ 0.07 وبقيمة ليست معنوية قدرها 0.9818 أكبر من ألفا ($\alpha = 5\%$).

وتشير النتائج السابقة في مجملها، إلى عدم وجود تأثير للإعلان عن توزيعات الأرباح النقدية على أسعار الأسهم في سوق باريس المالي - وهي ذاتها النتائج التي توصلت لها دراسة عادل عبد الفتاح الميهي حول المحتوى الإعلامي للمعلومات المحاسبية الأولية بالتطبيق على سوق الأسهم السعودي 2004-2005 - . ويمكن أن يرجع السبب في عدم وجود تأثير للمحتوى الإعلامي إلى الأزمة المالية التي مست جميع الأسواق المالية، وبالتالي عدم كفاءة سوق باريس المالي، حيث المستثمر الفرنسي يفقد ثقته في المعلومات المنشورة، بالتالي لا يتأثر بالمعلومات المعلن عنها.

كما يمكن إرجاع السبب إلى عدم كفاءة السوق، كون في سياق الأسواق الكفوءة، فإن قرار الإعلان عن توزيعات الأرباح هو متوقع من طرف المساهمين، وبالتالي فإن الأسعار المستقبلية لا تستجيب لتاريخ الإعلان، غير انه عندما تكون توزيعات الأرباح المعلن عنها أعلى (أقل) من التوزيعات المتوقعة، يعيد المستثمرون النظر في توقعاتهم وترتفع (تنخفض) الأسعار نتيجة لذلك كرد فعل وذلك يوم الإعلان فقط، أما قبل هذا اليوم وبعده فلا يوجد تأثير، وهو ما يتنافى مع النتائج المتوصل إليها.

يمكن أن يرجع السبب في عدم وجود تأثير للإعلان عن توزيعات الأرباح النقدية على أسعار الأسهم في هذه الدراسة إلى أخطاء القياس، أو أخطاء المعلومات المتحصل عليها، أو لأسباب أخرى.

رابعاً: خلاصة و استنتاجات

حاولنا من خلال هذه الدراسة الإجابة على الإشكالية المتعلقة بتأثير سياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة المكونة للمؤشر CAC 40، وهل هناك تأثير للمحتوى الإعلامي

للتوزيعات النقدية على أسعار الأسهم السوقية وبالتالي قيمة المؤسسة، ويمكن أن نلخص النتائج والملاحظات المتوصل إليها فيما يلي :

- كشفت نتائج اختبار الانحدار المتعدد عن عدم وجود تأثير لكل من سياسة الأرباح المحتجزة وسياسة إعادة شراء الأسهم وذلك عند مستوى معنوية 0.05، ويمكن أن يرجع عدم وجود علاقة بسبب تأثير الأزمة المالية على أسعار الأسهم، كما يمكن أن يرجع السبب إلى أخطاء القياس، وأخطاء المعلومات المتحصل عليها، أو لان هناك متغيرات أخرى مهمة ولم تأخذ بالاعتبار في النموذج، كما يمكن أن يرجع السبب في الفرق بين الشكل الحقيقي للعلاقة والشكل الرياضي الذي تبينناه في الدراسة (علاقة خطية)، أو لأسباب أخرى.
- كشفت نتائج التحليل أن سياسة التوزيعات النقدية هي السياسة التي يهتم بها المستثمرون والمتعاملون في سوق باريس المالي، وأن التوزيعات النقدية هي المحدد لسعر السهم السوقي (قيمة المؤسسة)، أكثر من المتغيرات الأخرى لسياسة توزيع الأرباح، وهو ما يؤكد على أهمية المعلومات المتعلقة بالتوزيعات النقدية.
- بالنظر إلى ما تشير إليه نظرية العميل، فإن النتائج المتوصل إليها في دراستنا تبين أن المستثمرين الفرنسيين هم من الفئة التي تفضل التوزيعات المرتفعة، ويمكن أن يرجع ذلك إلى تأثير الأزمة المالية وأزمة السيولة، حيث المستثمرون يميلون إلى السيولة أكثر والتي تلبي حاجاتهم، وبالتالي اغلب المؤسسات تقوم بعمليات توزيع الأرباح. كما أن المستثمرين الفرنسيين يفضلون التوزيعات النقدية الآن، بدلا من تأجيلها للحصول على الأرباح الرأسمالية الناتجة عن نمو التوزيعات.
- نظرا لكون التوزيعات النقدية أهم عنصر في سياسة توزيع الأرباح بالنسبة لسوق باريس المالي، تم اختبار تأثير المحتوى الإعلامي لهذه التوزيعات على سعر السهم السوقي، وقد تبين عدم وجود تأثير للمحتوى الإعلامي.

¹ تم الاعتماد بشكل أساسي لإتمام هذا الجزء على المراجع الآتية :

- le CAC40 a 20ans, www.euronext.com/Fic/000/038/321/383210.pdf.

- François Benhmad, LA WVAR(WAVELET VALUE AT RISK) UNE ANALYSE TEMPS-FREQUENCE DE LA VAR DU CAC40, Thèse présentée pour l'obtention du grade de docteur, l'université Montpellier, 2010, p 135.

² أهم المؤشرات العالمية هي مؤشر نيويورك Dow Jones، مؤشر أوروبي Dow Jones، مؤشر لندن FTSE100، مؤشر طوكيو NIKKEI225، مؤشر أمريكي NASDAQ، مؤشر فرنكفورت DAX30.

³ تم الاعتماد بشكل أساسي لإتمام هذا الجزء على المراجع الآتية :

تأثير سياسة توزيع الأرباح على قيمة الشركات المدرجة في المؤشر CAC40 تحليل إحصائي خلال الفترة 2007-2009

- Le calcul de l'indice CAC40 sur la base de la capitalisation flottante,
www.euronext.com/Fic/000/010/913/109137.pdf.
- Nyse Euronext, Règles de l'indice CAC 40, www.euronext.com/fic/000/042/715/427158.pdf
- ⁴ تم الاعتماد بشكل أساسي لإتمام هذا الجزء على المراجع الآتية :
- Amiral Gestion, Lettre de décembre 2009, www.zonecours.hec.ca/.../H2011-1-2548262.2009-12-la-theorie-deficiente-des-marches.pdf.
 - le CAC40 a 20ans, www.euronext.com/Fic/000/038/321/383210.pdf.
- ⁵ تم الاعتماد بشكل أساسي لإتمام هذا الجزء على المراجع الآتية :
- le CAC40 a 20ans, www.euronext.com/Fic/000/038/321/383210.pdf.
 - François Benhmad, OP .CIT, p 136.
 - ricol lasteyrie Expert et conseil financier, Profil financier du CAC40 , Présentation du 28 juin 2010 ,
www.ricol-lasteyrie.fr/.../presentation%20profil%20ca%2040%202010.pdf, p9.
 - <http://www.club.du.CAC40.com/definition.htm> . consulté le 2011/01/28
 - Nyse Euronext, Règles de l'indice CAC 40, www.euronext.com/fic/000/042/715/427158.pdf.
- ⁶ للتعرف على مؤسسات المؤشر CAC40 والتي تم الاعتماد عليها في دراسة الحالة انظر :
- ⁷ تم الاعتماد على المراجع الآتية :
- Pascal Quiry et Yann Le Fur, la lettre vernimmen.net, N°63Mars 2008
 - Pascal Quiry et Yann Le Fur, la lettre vernimmen.net, N°73Février 2009
 - Pascal Quiry et Yann Le Fur, la lettre vernimmen.net, N°84Février 2010
- ⁸ سعيد هتهات، دراسة اقتصادية وقياسية لظاهرة التضخم في الجزائر، رسالة ماجستير ، غ منشورة، جامعة ورقلة، 2004-2005، ص 97.
- ⁹ المرجع السابق ، ص 89.
- ¹⁰ هواري سويبي، تقييم المؤسسة ودوره في اتخاذ القرار في إطار التحولات الاقتصادية بالجزائر، أطروحة دكتوراه، غ منشورة، جامعة الجزائر، 2007-2008، ص 180 .
- ¹¹ عبد الإله جميل وطن، محتوى المعلومات للتقارير المالية دراسة مقارنة بين سوق بغداد للأوراق المالية وعمان المالي، القادسية للعلوم الإدارية والاقتصادية، المجلد 8، العدد 4، 2006، www.joq-adeq.com/add/4%20-2006/almhwralaadarealawl/3T.pdf
- ¹² دراسة الحدث Event Study هي وسيلة إحصائية لتقييم تأثير هذا الحدث على قيمة المؤسسة، فعلى سبيل المثال يمكن تحليل الإعلان عن الاندماج بين مؤسستين لمعرفة ما إذا كان المستثمرون يعتقدون أن هذا الاندماج سوف يؤدي إلى رفع قيمة المؤسسة أم العكس.
- ¹³ انظر الى الموقع التالي: 31-12-2010: www.bnains.org/archives/action.php?codeISIN... consulté le
- ¹⁴ تم الاعتماد بشكل أساسي لإتمام هذا الجزء على المراجع الآتية :
- عادل عبد الفتاح الميهي، المحتوى الإعلامي للمعلومات المحاسبية الأولية بالتطبيق على سوق الأسهم السعودي : دراسة اختبارية وحديثة، ص ص: 38-39.
 - عبد الإله جميل وطن، محتوى المعلومات للتقارير المالية دراسة مقارنة بين سوق بغداد للأوراق المالية وعمان المالي، القادسية للعلوم الإدارية والاقتصادية، المجلد 8، العدد 4، 2006، www.joq-adeq.com/add/4%20-2006/almhwralaadarealawl/3T.pdf