

## مدى استجابة العوائد غير العادية لأسهم الشركات المتداولة في سوق بغداد للأوراق المالية للمحتوى الإعلامي للإعلان

سالم صلال راهي الحسناوي / مدرس مساعد كلية الإدارة والاقتصاد / جامعة القادسية

### الملخص

# ت

شير الأدبيات في الإدارة المالية ، أن هناك اتفاقاً بين الاقتصاديين والماليين على ان تعظيم قيمة الشركة ، من خلال تعظيم قيمة السهم في السوق فهو يعد العامل الحاسم الذي يقف خلف سلوك إدارة الشركة ، ألا أن هذا الاتفاق غير موجود عند الحديث عن الأدوات التي تساعد على تحقيق الهدف السالف الذكر . أي أن هناك اتفاق على الهدف دون الاتفاق على الوسيلة لبلوغ ذلك الهدف ، ويعود سبب ذلك إلى الإخفاق في التعرف على الظروف التي تؤثر في القرارات المالية بسبب زيادة نسبة اللاتأكد تناولت الدراسة اثر ردود فعل السوق المالية للمحتوى المالي للإعلان عن توزيعات الأرباح وذلك عن طريق فحص مدى استجابة العوائد غير العادية للأسهم لذلك المحتوى الإعلامي ، لذلك سعى الباحث من خلال دراسته لأثبات وجود اثر ذي دلالة إحصائية للمحتوى الإعلامي للإعلان عن توزيعات الأرباح على العوائد غير العادية لأسهم الشركات المدرجة في سوق بغداد للأوراق المالية ، واثبات عدم اختلاف ذلك الأثر باختلاف نجاح الشركة أو فشلها، باختلاف حجم الشركة ، و باختلاف نوع ملكية الشركة (مختلطة كانت أو خاصة ) وأخيراً إثبات عدم اختلاف نوع القطاع الذي تمارس الشركة نشاطها فيه .

أثبتت النتائج بطلان الفرضية القائلة بأن للمحتوى الإعلامي للإعلان عن توزيعات الأرباح أثراً ذا دلالة إحصائية على العوائد غير العادية لأسهم الشركات عينة الدراسة . وكذلك أثبتت بالاختبار الإحصائي عدم اختلاف ذلك الأثر باختلاف نجاح الشركة أو فشلها وكذلك لا تماثل الأثر سواء أكانت الشركة كبيرة الحجم أو صغيرة ، مختلطة كانت أو خاصة ولكن اتضح بالاختبار الإحصائي اختلاف أثر المحتوى الإعلامي للإعلان عن توزيعات الأرباح على العوائد غير العادية لأسهم الشركات فيما إذا كانت صناعية أو زراعية أو خدمية .

### أولاً : المقدمة :

نال مقسوم الأرباح أهمية في أدبيات الفكر المالي المعاصر ، وتناقضت الأطروحات حول مدى تأثير المحتوى الإعلامي للإعلان عن توزيعات الأرباح على القيمة السوقية للأسهم، وهذا التناقض احتل مشكلة أساسية في جوانبها النظرية والتطبيقية . فإذا ما تحققت القيمة الحقيقية الأساسية للأسهم ، فإنها ستعكس حالة التوازن و ستستجيب الأسعار السائدة في هذه الأسواق للإعلان عن هذه التدفقات (مقسوم الأرباح) وتصح اتجاهها نحو هذه القيمة . وان هذه المشكلة النظرية والتطبيقية لطبيعة العلاقة بين المحتوى الإعلامي لتوزيعات الأرباح و أسعار الأسهم ، لا تقل شأناً في البيئة المالية العراقية ممثلة بظروف سوق بغداد للأوراق

عند دراستهم لأثر المحتوى الإعلامي لتوزيعات الأرباح على القيمة السوقية للأسهم في أبحاثهم التي جرت في العديد من الدول المتقدمة كالولايات المتحدة وبريطانيا واليابان وأستراليا وألمانيا وغيرها ، وعدم توصلهم بشكل تام إلى نتائج محددة ، فمنهم من يرى بان قرارات الاستثمار تحدد قيمة الشركات ولا علاقة لسياسة توزيع الأرباح في تحديد هذه القيمة ومنهم من يرى بان لسياسة توزيع الأرباح الأثر الكبير في تحديد القيمة السوقية لأسهم الشركات ولا يمكن التغاضي عنها ، ولذلك ما زال الجدل قائما ، منذ أن بدأ البحث العلمي في موضوع العلاقة بين العوائد السوقية للأسهم وسياسة توزيع الأرباح بدراسة Ball and Brown عام 1968 م وحتى وقتنا الحالي ، وإزاء الأهمية التي يحضى بها الموضوع من قبل المعنيين بالفكر المحاسبي لذا فإنها تستدعي اهتمامهم بأجراء المزيد من الميدانية للمساهمة في إغناء هذا المجال المعرفي ، ولهذا يعنى البحث بأهمية كبيرة تحليليا وعلميا لواقع البيئة العراقية التي تتسم بفرق قات كبيرة بينها وبين البيئة التي تمت فيها الدراسات السابقة نظرا لما يتصف به سوق بغداد للأوراق المالية قياسا بالأسواق المالية الأخرى من حيث مستوى الكفاءة وحادثة السوق ونوعية المعلومات وحجمها للمستثمرين والمحتوى الإعلامي للتقارير السنوية للشركات المساهمة ، كذلك تكمن أهمية البحث في الإسهام بالجهود البحثية في مجال دراسة اثر المحتوى الإعلامي للإعلان عن توزيعات الأرباح على العوائد غير العادية لأسهم الشركات المتداولة في سوق بغداد للأوراق المالية وإظهار هذا الأثر في تباين الشركات من حيث النجاح والفشل وتبعاً لحجم الشركة ونوع ملكيتها

المالية ، إذ أن عملية المتاجرة بالأسهم مازالت تكتفها العديد من الصعوبات والمعوقات منها بطء الإجراءات ، و عدم كفاية الإفصاح المحاسبي التي أسهمت بدورها في التأثير على كفاءة السوق ، وهذا بدوره انعكس على سلوك المستثمر العراقي (التميمي ، ٢٠٠٠ : ٣١٥) .

وساد في أواخر عقد الستينات اعتقاد عند عدد من الباحثين في الفكر المحاسبي يفيد بأنه من الممكن أن تكون المعلومات التي يتضمنها الإعلان عن العائد ذات منفعة في تسعير الأوراق المالية . وتأتي هذه الدراسة مكملة لجهود الباحثين في هذا الخصوص ، إذ تهدف إلى معرفة :

١. اثر المحتوى الإعلامي للإعلان عن توزيعات الأرباح على سلوك أسعار الأسهم المتداولة في سوق بغداد للأوراق المالية عن طريق فحص ذلك الأثر على العوائد غير العادية للأسهم .

٢. إذا ما كان اثر المحتوى الإعلامي لتوزيعات الأرباح على العوائد غير العادية للأسهم يختلف ما بين الشركات الناجحة والفاشلة .

٣. هل يكون لحجم الشركة اثر على طبيعة تأثير المحتوى الإعلامي عن توزيعات الأرباح على العوائد غير العادية للأسهم .

٤. هل يختلف اثر المحتوى الإعلامي لتوزيعات الأرباح على العوائد غير العادية للأسهم تبعاً لاختلاف نوع ملكية الشركة والقطاع الذي نشاطها فيه .

#### أهمية الدراسة :

برز أهمية الدراسة نتيجة للتباين الكبير بين آراء الباحثين والمضامين الفلسفية لنظرياتهم ،

للأوراق المالية باختلاف القطاع الذي تمارس الشركة نشاطها فيه.

### عينة الدراسة :

تألف عينة الدراسة من (٢١) شركة مسجلة في سوق بغداد للأوراق المالية ، وهي تشكل ما يقارب نسبة (٢٢%) من عدد الشركات المسجلة فيه سنة (٢٠٠٠م) من مجتمع البحث الأصلي .

ويبين الجدول رقم (١) توزيع عينة الدراسة من حيث نوع القطاع الذي تنتمي إليه ، والذي يبدو منه أن شركات القطاع الصناعي قد احتلت المركز الأول بنسبة (٨٤،٤٢%) ثم يليها القطاع الزراعي و الخدمي بنسبة (٦٤،٢٨%) لكل منها ، و يتضح ايضاً من الجدول المذكور أن نسبة الشركات ذات الملكية المختلطة تشكل حوالي (٢٥،٥٧%) بينما تشكل الشركات المساهمة الخاصة نسبة (٨٤،٤٢%) .

والجدير بالذكر أن اختبار الشركات عينة الدراسة كان وفقاً للمعايير الآتية :

[ Levant , 1970 : 25-46 ; Al-Qudah , 1996 : 145 – 165 ]

١. أن الشركات عينة الدراسة يتم تداول أسهمها فيه من خلال مدة دراسة البحث الميداني ولم ينقطع التداول فيها مدة اثني عشر شهراً متتالياً .

٢. لم يتم إيقاف التداول في اسهم الشركات المختارة بقرار من مجلس إدارة السوق خلال مدة الدراسة .

٣. لم يتم تحويل نوعية ملكية الشركات أو دمجها خلال نافذة البحث .

والقطاع الذي تنتمي إليه تظهر أهمية الدراسة في النقاط الآتية :

١-ستقدم هذه الدراسة الدليل المستمد من التطبيق في الواقع العراقي عن وجود المحتوى الإعلامي لتوزيعات الأرباح و أثره على العوائد غير العادية لاسهم.

٢-ستساهم الدراسة في دعم الدراسات السابقة ، إذ سيتضح بالاختبار الإحصائي قدرة المحتوى الإعلامي لتوزيعات الأرباح على تفسير العوائد غير العادية لاسهم:

### فرضيات الدراسة :

تحقيق اهداف الدراسة ، قام الباحث بوضع الفرضيات وصياغت على الشكل الاتي:

١. يوجد اثر ذو دلالة احصائية للمحتوى الإعلامي لتوزيعات الأرباح على العوائد غير العادية لاسهم الشركات المتداولة في سوق بغداد للأوراق المالية .

٢. لا يختلف اثر المحتوى الإعلامي لتوزيعات الأرباح على العوائد غير العادية لاسهم الشركات الناجحة المتداولة في سوق بغداد للأوراق المالية عن نظيرتها في الشركات الفاشلة.

٣. لا يختلف المحتوى الإعلامي لتوزيعات الأرباح على العوائد غير العادية لاسهم الشركات المتداولة في سوق بغداد للأوراق المالية باختلاف حجم الشركة .

٤. لا يختلف المحتوى الإعلامي لتوزيعات الأرباح على العوائد غير العادية لاسهم الشركات المتداولة في سوق بغداد للأوراق المالية باختلاف نوع الملكية .

٥. لا يختلف أثر المحتوى الإعلامي لتوزيعات الأرباح على العوائد غير العادية لاسهم الشركات المتداولة في سوق بغداد

جدول رقم (١)  
توزيع عينة الدراسة حسب القطاع ونوع الملكية

نوع القطاع / نوع الملكية	صناعي	زراعي	خدمي
مختلطة	٥٥,٦ %	٥٠ %	٦٦,٧ %
خاصة	٤٤,٤ %	٥٠ %	٣٣,٣ %
المجموع	١٠٠ %	١٠٠ %	١٠٠ %

### بيانات الدراسة :

عتمد الباحث على النشرات والتقارير المالية التي اصدرها سوق بغداد للأوراق المالية الخاصة بأسعار تداول الأسهم وحركتها وغطت مصادر المعلومات فترة زمنية قدرها اربع سنوات للمدة من ٧/١ ١٩٩٦م ٢٠٠٠/٦/٣٠م وكذلك على المعلومات الخاصة بتوزيعات ارباح الشركات عينة الدراسة لسنة ١٩٩٩ م وذلك لتوفر البيانات عنها .

ونظرا لاهتمام الدراسة باختبار علاقة المحتوى الاعلامي لتوزيعات الارباح والعائد غير العادي لاسهم الشركات عينة الدراسة قام الباحث عن طريق مراجعة ادارات الشركات عينة الدراسة اذ تم تحديد الشهر الذي اعلنت فيه ادارة كل شركة قرار مجلس ادارتها بتوزيع الارباح لسنة ١٩٩٩م وقد تم تحديد تاريخ اعلان لاختبار اثرها على العائد الاضافي المتوقع لكل شركة مدة شهرين متمثلة بشهر الاعلان والشهر السابق له ، ويوضح الجدول رقم (١) في الملحق شهر الاعلان عن توزيعات ارباح الشركات

### تحديد متغيرات الدراسة وقياسها:

تطلب الاختبار الإحصائي لفرضيات الدراسة قياس المتغيرات الآتية :

#### أولا : العائد غير العادي للسهم :

هو ما يفوق السعر الاعتيادي للسهم في السوق المالية ،مثلا :سعر سهم في السوق المالية (١٠)دينار (قيمة سوقية)،تم بيع سهم من هذا النوع بـ(١٠) دينار نفسها .وغير الاعتيادي هو ان يباع سهم بالمواصفات نفسها للسهم السابق (١٢)دينار ،(٢) دينار هي عائد غير اعتيادي .ولقياس العائد غير العادي لسهم كل شركة من الشركات المختارة ، اتبع الباحث المنهج الذي اتبعه [ يوسف ، ١٩٩٢ : ١-٣٥ ؛ الخلايلة ، ١٩٩٧ : ٤٢-١٥١ : الفضل ، ١٩٩٨ : ٢٥٩-٢٨٠ ] وعلى النحو الآتي :

$$R_{it} = \frac{P_{it} - P_{it-1}}{P_{it-1}} \dots \dots \dots (1)$$

### (١) حساب العائد الفعلي على السهم لكل شركة :

ويستعمل الباحث لحساب هذا العائد الآتي:

(٢) حساب العائد المتوقع إلى السهم لكل شركة :

لغرض حساب العائد المتوقع على السهم لكل شركة لشهر الإعلان عن توزيعات الأرباح والشهر السابق له ، قام الباحث بالاعتماد على بيانات العائد الفعلي باستخراج قيمة معاملات معادلة السوق الآتية :

$$Rit = ai + biRmt + ei \dots\dots\dots(2)$$

مستوى ثقة لا يقل عن ٩٥% ، مما يعني ذلك إمكانية استعمال النموذج في تقدير العائد المتوقع لسهم كل شركة لشهر الإعلان والشهر السابق له .

(٣) حساب العائد غير العادي لكل شركة : على ضوء نتائج المعادلتين (١،٢) تم تقدير العائد غير العادي على سهم كل شركة خلال الشهر الذي يسبق حدوث الحدث المؤدي إلى تغير في توزيع الأرباح وشهر الحدث ، وباستعمال المتوسط لهذين الشهرين ، وذلك على أساس النموذج الذي استعمله كل من : [ Mc Connel , 1985 : 399 - 422 ; Al-Qudah , 1996 : 145 - 165 ; 35 ; 1992 : 1 - يوسف ]

وكتالي

$$ALit = Rit - \bar{Rit} \dots\dots\dots(3)$$

حيث :  
ALit = العائد غير العادي للشركة ( i ) في الشهر ( t ) .  
Rit = العائد المتوقع للشركة ( i ) في الشهر ( t ) .

حيث :  
Rit = العائد الفعلي للشركة ( i ) في الوقت ( t ) .  
Pit = سعر الإغلاق لسهم الشركة ( i ) في الشهر ( t ) .  
Pit - 1 = سعر افتتاح لسهم الشركة ( i ) في بداية الشهر الحالي .  
وقد قام الباحث بحساب العائد الفعلي لكل شركة في العينة للمدة من ١٩٩٦/٧/١ ولغاية شهر الإعلان عن توزيعات الأرباح في سنة ٢٠٠٠ .

حيث :  
ai = الحد الثابت للمعادلة وهو يمثل الجزء من العائد الذي يتحقق بغض النظر عن العلاقة بين عائد السوق على السهم والعائد على سهم الشركة ( i ) .  
bi = معدل ميل العلاقة الخطية بين العائد على السهم Rit والعائد على مخطط السوق Rmt  
ei = الخطأ العشوائي .  
والجدير بالذكر أن عائد السوق الشهري ( Rmt ) تم احتسابه على قسمة مجموع العوائد الفعلية للشركات عينة الدراسة على عددها .

ويوضح الجدول رقم (٢) في الملحق ، نتائج معاملات نموذج السوق للشركات ، حيث تشير نتائج معاملات السوق إلى العلاقة الإيجابية (الطردية) بين معدل عائد السهم (Rit) ومعدل عائد السوق (Rmt) لكافة الشركات عينة الدراسة مما يدل على قوة العلاقة بين المتغيرين التي أكدها اختبار ( t ) ( بان لعائد السوق اثراً ذا دلالة إحصائية عند مستوى ثقة ٩٥%، كذلك يبين ( F ) اختبار للنموذج قبوله الإحصائي عند

### التمييز بين الشركات الناجحة والشركات الفاشلة :

استعمل الباحث المتوسط لمعدل العائد على الاستثمار للشركات عينة الدراسة ولسنة ١٩٩٩ للتمييز بين الشركات الناجحة والشركات الفاشلة ، إذ توصف الشركات التي يكون معدل العائد على استثماراتها أكبر من المتوسط ، بأنها شركات ناجحة ، بينما عد الباحث الشركات التي يكون معدل العائد على استثماراتها دون المتوسط ، بأنها شركات فاشلة ، وقد لجأ الباحث إلى استخدام المتوسط وذلك لعدم وجود معايير لأداء الصناعة في العراق لكي يتم الاسترشاد بها لتحديد ما إذا كانت ناجحة أو فاشلة .

وعلى ضوء هذا المعيار بلغت الشركات الناجحة (١١) شركة ، في حين بلغت الشركات الفاشلة (١٠) شركات ، وقد بلغ المتوسط للعائد على الاستثمار (٢٤،٦٩%)

### حجم الشركة :

تم استعمال الوسيط للقيمة السوقية لاسهم الشركات لسنة ١٩٩٩ للتمييز بين الشركات الكبيرة الحجم والشركات الصغيرة ، فالشركات التي تكون القيمة السوقية لأسهمها أعلى من المتوسط تصنف على أنها شركات كبيرة الحجم . في حين ينظر إلى الشركات التي تكون القيمة السوقية لأسهمها أقل من المتوسط ، أنها شركات صغيرة الحجم . [ يوسف ١٩٩٢ : ١-٣٥ ؛ الفضل ١٩٩٨ : ٢٥٩-٢٨٠ ]

وعلى ضوء هذا المعيار تم تصنيف الشركات عينة الدراسة إلى (٨) شركات كبيرة الحجم ، و (١٣) شركة صغيرة الحجم ، وقد بلغ المتوسط للقيمة السوقية السنوية (٢٠،٣٢) دينار .

### الأساليب الإحصائية المستعملة في الدراسة :

لتحقيق هدف الدراسة واختبار فرضياتها يستعمل الباحث الأساليب الإحصائية الآتية

١. لاختبار  $H_1$  ويستعمل الباحث  $t$ -test .

٢. لاختبار  $H_2$  ،  $H_3$  ،  $H_4$  ،  $H_5$  يستعمل الباحث اختبار  $M-W$  test .

### ثانياً : الدراسات السابقة :

فلت الدوريات الأجنبية منذ أواخر عقد الستينات بعدد من الدراسات التي هدفت إلى اختبار العلاقة بين المحتوى الإعلامي عن توزيعات

الأرباح و أسعار الأسهم وعوائدها. وتعد دراسة ( Ball and Brown , 1968 : 156 – 177 ) أولى الدراسات التي تناولت موضوع المحتوى الإعلامي لتوزيعات الأرباح ، في العالم . وخلصت نتائج الدراسة إلى أن المعلومات التي تتطلبها البورصة من الشركات المسجلة لديها تحقق منفعة في عملية تسعير الأوراق المالية لأسهم هذه الشركات التي لا تتوفر في حالة الشركات الأخرى التي تتداول خارج البورصة .

وقد سعت دراسة ( Beaver , 1968 : 67 – 92 ) إلى اختبار مدى إمكانية قياس المحتوى الإعلامي للتوزيعات السنوية المعلنة باستعمال التباين للعوائد غير العادية للأسهم وخلصت النتائج إلى أن هناك ارتباطاً عكسياً بين المحتوى الإعلامي لعائد السهم وحجم المعلومات المتاحة للشركة .

1 + ) ترتبط بربح الأسهم في المدة الزمنية ( T ) الحالية. وتعد دراسة ( يوسف ، ١٩٩٢ : ١ - ٣٧ ) من الدراسات العربية التي تناولت اختبار العلاقة بين العائد المحاسبي والمحتوى الإعلامي للإعلان عن التوزيعات ، وخلصت نتائج الدراسة إلى أن حدث الإعلان عن التوزيعات يتضمن محتوى إعلاميا في حالة الشركات الفاشلة الكبيرة والصغيرة الحجم في حين لا يظهر ذلك بوضوح في الشركات الناجحة فضلا عن أن اثر المحتوى الإعلامي لا يرتبط بحجم الشركة إلا انه يرتبط بمستوى نجاح أو فشل الشركة حيث يظهر في حالة الشركات الفاشلة ولا يظهر في حالة الشركات الناجحة .

وتوصلت دراسة ( عبد الله ، ١٩٩٣ : ١ - ٢٠ ) إلى أن نصيب السهم من الأرباح له علاقة معنوية مع التغير في أسعار الأسهم في مدى قصير ، أي بعد الإعلان مباشرة ، ولكن هذا المتغير يفقد قدرته على تفسير التغير في أسعار الأسهم كلما بعد الفاصل الزمني .

والى جانب ذلك سعت دراسة ( EL. Kouri and AL-Mwalla ; 87 - 92 : 1997 ) إلى اختبار العلاقة بين قيمة الأسهم العادية وسياسة توزيع الأرباح وخلصت بعض نتائج الدراسة إلى :

١. تغير سعر السهم ذو علاقة بالتغيرات المعلن عنها لمقسوم الأرباح بغض النظر عن اتجاه العلاقة .

٢. عدم وجود تأثير للمعلومات على تغيرات مقسوم الأرباح في أسعار الأسهم لعدم المعنوية الإحصائية للتأثيرات في عوائد محفظة الأسهم العادية للشركات .

وتوصلت دراسة ( Collinst , 1987 : 138 - 111 ) إلى نتائج تشير إلى أن العلاقة تكون قوية بين حجم الشركة والمحتوى الإعلامي للمعلومات في حالة الإعلان عن التوزيعات في الشركات الكبيرة الحجم مقارنة بنظيرتها المتوسطة أو الصغيرة الحجم .

أما دراسة ( Bron , Moser & officer , 1988 : 56 - 62 ) التي كانت تهدف إلى اختبار العلاقة بين الإيرادات وسياسة توزيع الأرباح والتغير في إيرادات السهم الفصلي فقد توصلت الدراسة إلى إن الإعلان عن التغيرات في توزيعات الأرباح ترتبط بشكل كبير بالتغير في الإيرادات .

و أكدت دراسة ( Partington , 1989 : 182 - 162 ) التي قامت باختبار المتغيرات المؤثرة في سياسة توزيع الأرباح في استراليا ، وهي تقضيل المستمر للمقسوم و آثار الضريبة و اثر المحتوى الإعلامي لمقسوم الأرباح واستقرارية المقسوم ، عن طريق توزيع استبيان للمديرين ، بان المحدد الأكثر أهمية للمقسوم هو الربحية يتبعه بعد ذلك الرغبة في تامين المقسوم واستقراريته ثم دعم سعر السهم للشركة أي ضمنا إرضاء حملة الأسهم .

وتوصلت دراسة ( Lipe , 1990 : 47 - 71 ) إلى نتائج تشير إلى أن العلاقة بين ربحية وعائد السهم تعتمد على معلومات البديلة في التنبؤ بهذه العلاقة مستقبلا خاصة اذا كانت هناك درجة من الثبات والاستقرار لهذه العوائد خلال مدة زمنية ، فضلا عن انها بينت أن ربحية السهم هي دالة كل من درجة الثبات والاستقرار للعوائد ومعدل الفائدة المستعمل مع خصم العوائد المستقبلية في ضوء المعلومات البديلة وكذلك إن عوائد الأسهم في المدة الزمنية اللاحقة ( T

العادية للأسهم فضلا عن اختبار الأثر وفقا لحجم الشركة ونوع الملكية والقطاع الذي تمارس الشركة نشاطها فيه .

### ثالثا : نتائج الدراسة :

#### نتائج اختبار H1 :

تشير نتيجة اختبار ( t ) المدرجة في الجدول رقم ( ٢ ) إلى عدم وجود اثر ذي دلالة إحصائية للمحتوى الإعلامي للإعلان عن توزيعات الأرباح على العوائد غير العادية لأسهم الشركات عينة الدراسة . جاءت هذه النتيجة غير مدعمة للنتائج التي توصلت إليها دراسة كل من Ball and Brown , 1968 ; Lip,1990 ; Born , Moser and officer , 1988 ; EL Kouri & AL-Mwallal , 1997 ، وجاءت كذلك غير مدعمة لدراسة ( الحسني ، ١٩٩٤ ) في حين كانت متفقة مع دراسة ( Beaver ، 1968 ) التي خلصت نتائج الدراسة إلى أن زيادة المعلومات تؤدي إلى انخفاض العائد من هذه المعلومات ، ولذلك فالشركات الكبيرة ذات المعلومات الكثيرة ، العائد المتوقع من المعلومات عن العائد لها غير مرتبط بالمعلومات المتوفرة وقت الإعلان عن التوزيعات ، في حين أن الشركات صغيرة الحجم خارج البورصة OTC فيها العلاقة قوية إذ أن توفر معلومات لهذه الشركات في تأريخ الإعلان يحقق منفعة وعائد أكبر مما لو كانت الشركات مسجلة في سوق نيويورك NYSE .

وتعد دراسة ( الحسني ، ١٩٩٤ ) من الدراسات العراقية التي تناولت سياسة توزيع الأرباح وأثرها على القيمة السوقية للأسهم ، إذ تشير نتائج الدراسة باستعمال الباحث نموذج ( Fishbein ) لتحديد مواقف المستثمرون اتجاه خصائص توزيع الأرباح في الشركات يرى المستثمرين أن من الضروري أن يتم الإعلان في وقت مبكر عن نسبة مقسوم الأرباح المقترح توزيعها عليهم ، وان يتم اختصار زمن حصولهم على هذا المقسوم ، وكذلك بينت النتائج أن وضوح سياسة توزيع الأرباح والإعلان المسبق عن نسب مقسوم الأرباح النقدي والمقسوم على شكل اسهم سوف يؤثر إيجابيا على القيمة السوقية للأسهم .

وتوصلت دراسة ( الفضل ، ١٩٩٨ : ٢٥٩ - ٢٨٠ ) التي تناولت اثر الإعلان عن الأنفاق الاستثماري على العائد وحجم التداول غير العاديين للأسهم وخلصت النتائج إلى إن الإعلان عن الأنفاق الاستثماري له اثر ذو دلالة إحصائية على أسعار الأسهم في السوق للمدة الممتدة أربعة أسابيع كذلك بينت النتائج أن الإعلان عن القرارات الاستثمارية يترتب عليه زيادة في حجم الطلب على اسهم الشركات التي أعلنت عن تلك القرارات خلال نافذة الحدث . والجدير بالذكر أن هذه الدراسة مشابهة في منهجها مع الدراسة التي قام بها (الفضل ، ١٩٩٨) .

ويظهر التحليل المقارن للدراسة السابقة أن هذا البحث مكمل لها من حيث المنهجية واطرافها من الناحية العملية ، إذ ستختبر تأثير اختلاف طبيعة النشاط الذي تمارسه الشركة على العوائد غير العادية للأسهم ، وهل يؤثر المحتوى الإعلامي للإعلان عن توزيعات الأرباح على المستوى العائد غير



جدول رقم (٢)  
نتائج اختبار t-test للفرضية الأولى للشركات عينة الدراسة

متوسط القياس	عدد المشاهدات N	قيمة t المحسوبة	القيمة الجدولية	قاعدة القرار عند مستوى معنوية ٩٥%
٠,٠١٦٦	٢١	١,٠٦	١,٤٩٧	ترفض الفرضية

اسهم الشركات المماثلة التي لم تعلن عن توزيعات الأرباح واستنادا إلى نظرية السوق فإن هذه الزيادة في حجم الطلب تؤدي إلى ارتفاع أسعار أسهم تلك الشركة التي زاد الطلب على أسهمها قياسا بأسعار اسهم مثيلاتها ، مما يوفر ذلك فرصة للمستثمر من تحقيق عوائد غير عادية على استثماراته من الأسهم ( الفضل ، ١٩٩٨ : ٢٧٣ ) ، وبذلك فإن اثر المحتوى الإعلامي للإعلان عن توزيع الأرباح لا يختلف تبعا لنجاح أو فشل الشركة ، إذ باستطاعته كل من الشركات الناجحة والشركات الفاشلة أن تحقق عوائد غير عادية على أسهمها المتداولة في السوق عندما تعلن عن توزيعات أرباحها . والجدير بالذكر ان هذه النتيجة لا تدعم نتيجة دراسة ( يوسف ، ١٩٩٢ ) التي أوضحت بان حدث الإعلان عن التوزيعات يتضمن محتوى إعلامي في حالة الشركات الفاشلة في حين لا يظهر ذلك بوضوح في الشركات الناجحة .

## نتائج اختبار H2 :

شير نتائج اختبار M-W إلى قبول فرضية دراسة وبذلك تؤكد عدم اختلاف اثر محتوى الإعلامى للإعلان عن توزيعات الأرباح على العوائد غير العادية لأسهم الشركات الناجحة والفاشلة على السواء مما يعني أن تأثير المحتوى الإعلامي متماثل في كل من الشركات الناجحة والفاشلة والموضحة في الجدول رقم ( ٣ ) وهذه النتيجة لاشك أنها متوقعة بسبب الظرف الاقتصادي الذي يمر فيه القطر حيث يفرض على المستثمر إنقاذ الكتلة النقدية التي يمتلكها من خطر انخفاض قيمتها الشرائية وذلك بتوجيه نحو الاستثمار في الشركات سواء أكانت ربحيتها عالية أم متدنية ، مما يعني أن الإعلان عن التوزيعات الأرباح يترتب عليه زيادة في حجم الطلب على اسهم الشركة التي تعلن عن تلك التوزيعات قياسا بحجم الطلب على

جدول رقم (٣)  
نتائج اختبار M-W للفرضية الثانية للشركات الناجحة والفاشلة

قاعدة القرار مستوى معنوية ٩٥%	قيمة M-W المحسوبة	عدد N المشاهدات	متوسط القياس	العائد غير العادي
تقبل الفرضية	٠,١٦٩٤	١١	٠,٢٩٠	الناجحة
		١٠	٠,٠٠٦-	الفاشلة

### نتائج اختبار H3 :

أظهرت نتيجة اختبار M-W للفرضية الثالثة أن هناك أثراً ذا دلالة إحصائية للإعلان عن توزيعات الأرباح على العوائد غير العادية لأسهم الشركات الكبيرة والشركات الصغيرة والموضحة في الجدول رقم (٤) وتعزى النتيجة التي توصلت إليها هذه الدراسة إلى حالة التضخم غير الطبيعي التي تسود الاقتصاد العراقي بفعل الحصار المفروض عليه، فإنه من المتوقع أن يكون الطلب عالي على اسهم الشركات التي تعلن عن توزيعات الأرباح مقارنة بمثيلاتها التي لم تجر عملية إعلان

عن توزيع لأرباحها وذلك لاتجاه الفرد نحو زيادة استثمار أمواله مقابل تقليص ادخاراته إلى أدنى مستوياتها، وجاءت هذه النتيجة غير مدعومة لدراسة ( Collinst , 1987 ) التي أوضحت قوة العلاقة بين حجم الشركة والمحتوى الإعلامي للمعلومات في حالة الإعلان عن توزيعات الأرباح في الشركات الكبيرة الحجم مقارنة بالشركات المتوسطة والصغيرة، بينما اتفقت مع دراسة ( يوسف ، ١٩٩٢ ) التي بينت أن أثر المحتوى الإعلامي لتوزيعات الأرباح لا يرتبط بحجم الشركة .

### جدول رقم (٤)

#### نتائج اختبار M-W للفرضية الثالثة للشركات الكبيرة والصغيرة

قاعدة القرار مستوى معنوية ٩٥%	قيمة M-W المحسوبة	عدد N المشاهدات	متوسط القياس	العائد غير العادي
تقبل الفرضية	٠,٤٩١٢	٨	٠,٠٣٢	الكبيرة
		١٣	٠,٠٢٩	الصغيرة

### نتائج اختبار H4 :

بي تضح من نتائج اختبار M-W المدرجة في الجدول رقم (٥) أنها تتفق وتوجهات فرضية الدراسة التي تشير إلى عدم اختلاف أثر المحتوى الإعلامي للإعلان عن توزيعات الأرباح على العوائد غير العادية لأسهم

الشركات المختلطة والشركات الخاصة، ويرى الباحث ان السبب وراء ذلك- وبالرغم من أن المشاركة الحكومية وتدخل الدولة في الشركات المختلطة مقارنة بالشركات الخاصة- حيث تتمثل تلك المشاركة في خلق الاستقرار المالي والتنظيمي للشركات المساهمة وكذلك بحكم الإمكانيات والمقدرات

بغض النظر عن نوع ملكية الشركة بفعل الظرف الاقتصادي غير المستقر نتيجة للحصار المفروض عليه ، مما يؤدي الى ارتفاع أسعار الأسهم في السوق .

التي تتمتع بها الدولة قياسا بالشركات الخاصة ، يعود إلى اطمئنان المستثمر العراقي نحو الاستثمار في الشركات المساهمة التي تعلن عن توزيعات الأرباح

جدول رقم (٥)

نتائج اختبار M-W للفرضية الرابعة للشركات المختلطة والخاصة

قاعدة القرار مسـتوى معنوية ٩٥%	قيمة M-W المحسوبة	عدد N المشاهدات	متوسط القياس	العائد غير العادي
تقبل الفرضية	٠,٨٠٣٦	١٢	٠,٠٢٩	المختلطة
		٩	٠,٠١٩	الخاصة

البحث لذا يتم رفض الفرضية لعدم تماثل الأثر في القطاعات الثلاث مما يعني أن اثر المحتوى الإعلامي للإعلان عن توزيعات الأرباح يتأثر بنوع النشاط الذي تمارسه الشركة ومن ثم فهو يختلف من نشاط لآخر ، وعليها يمكن الاستنتاج بان نوع النشاط يعد حافزاً للإفصاح عن المعلومات الخاصة بتوزيعات الأرباح .

نتائج اختبار H5 :

شير نتائج اختبار M-W المتبادلة بين القطاعات للفرضية الخامسة والموضحة في الجدول (٦) إلى اختلاف اثر المحتوى الإعلامي للإعلان عن توزيعات الأرباح على العوائد غير العادية لأسهم الشركات للقطاع الصناعي والزراعي والخدمي وهذا لا يتفق وتوجيهات فرضية

جدول رقم (٦)

نتائج اختبار M-W للفرضية الخامسة للقطاع الصناعي والزراعي والخدمي

قاعدة القرار عند مستوى معنوية ٩٥%	قيمة M-W المحسوبة	عدد N المشاهدات	متوسط القياس	القطاع
ترفض الفرضية	٠,٢٣٨٢	٠,٠١٩٠	٩	الصناعي
		٠,٠٣١٥	٦	الزراعي
	٠,٢٣٨٢	٠,٠١٩٠	٩	الصناعي
		٠,٠١١٥	٦	الخدمي

الزراعي	٦	٠,٠٣١٥	٠,٥٢١١	
الخدمي	٦	٠,٠١١٥		

العادية لأسهم الشركات المدرجة في سوق بغداد للأوراق المالية .

٤. لم يكن لانخفاض أو ارتفاع عدد الأسهم المتداولة وكذلك صغر أو كبر حجم التداول للشركات المساهمة الأثر على المحتوى الإعلامي للتوزيعات لتمثل ذلك الأثر في الشركات الكبيرة والشركات الصغيرة على السواء .

٥. عدم استقرار معدلات النمو لسياسة توزيع الأرباح لأسباب تتعلق بالظروف الاقتصادية التي واجهتها الشركات العاملة ضمن الاقتصاد الوطني وبذلك تنعكس آثار هذه الظروف على السياسات المالية والإدارية لهذه الشركات وعلى قراراتها المتعلقة بتوزيع أو عدم توزيع الأرباح .

#### توصيات الدراسة :

١. انطلاقاً من الاستنتاجات التي تم التوصل إليها في هذه الدراسة التي من الممكن أن تساهم في معالجة مشكلات الدراسة ، يخصص الباحث في هذا المضمون بعض التوصيات ومنها :

١- ضرورة نشر كافة البيانات المالية عن الشركات المساهمة العراقية وحركة تداول

#### استنتاجات الدراسة وتوصياتها :

١. يمكن تلخيص أهم الاستنتاجات التي توصل إليها الباحث من دراسة لأثر المحتوى الإعلامي للإعلان عن توزيعات الأرباح على العوائد غير العادية للأسهم بالنقاط الآتية :

١. أضافت هذه الدراسة إلى أدبيات الموضوع جانبا مهما إذ لم يتم بحثه في الدراسات السابقة ، فقد اهتم بتوضيح اثر اختلاف نوع الملكية ونوع النشاط الذي تمارس الشركة نشاطها فيه ، وجاءت نتيجة هذه الدراسة بعدم اختلاف اثر تدخل الدولة من عدمه في المحتوى الإعلامي للإعلان عن توزيعات الأرباح فيما كان لنوع النشاط الذي تمارس الشركة عملها فيه دافعاً لإفصاح الشركات عن المعلومات ذات العلاقة بالمحتوى الإعلامي للتوزيعات .

٢. لم يكن معدل العائد على الاستثمار معبراً عن كفاءة الأداء التشغيلي للشركة لتمثل أثر المحتوى الإعلامي للتوزيعات في كل من الشركات الناجحة والشركات الفاشلة .

٣. أثبتت بالاختبار الإحصائي انعدام اثر المحتوى الإعلامي للإعلان عن توزيعات الأرباح على العوائد غير

كوضوح أسس توزيع الأرباح وتحقيق العدالة والإعلان بوقت مبكر على نسبة توزيعات الأرباح على المساهمين .

٤- حث الدوائر المالية على تزويد المتعاملين بالمعلومات الضرورية والتعاون مع مراكز البحث العلمي في الجامعات .

٥- ينبغي التعامل مع نتائج هذه الدراسة بحذر لصغر حجم العينة الناتج من صغر حجم السوق فضلا عن الظرف غير الطبيعي الذي يمر به الاقتصاد العراقي ، ناهيك بتدني كفاءة السوق مقارنة بالأسواق المالية المتطورة .

(٤) يوسف ، محمد محمود ، "العائد المحاسبي والمحتوى الإعلامي للإعلان عن التوزيعات"، مجلة المحاسبة والإدارة والتأمين ، جامعة القاهرة ، العدد ٤١ ، ١٩٩٢

(٥) الخلايلة ، محمود عبد الحليم وغدير استنبولي ، "أثر التغير في النفقات الرأسمالية على أسعار وحركة أسعار الأسهم : دراسة ميدانية على الشركات المساهمة العامة الأردنية"، مجلة دراسات ، العدد ٩ ، ١٩٩٧ م .

(٦) الفضل ، مؤيد محمد علي ، "أثر الإعلان على الإنفاق الاستثماري على العائد وحجم التداول غير العاديين للأسهم : دراسة ميدانية في العراق" ، المجلة العلمية لكلية الإدارة والاقتصاد ، جامعة قطر ، العدد ٩ ، ١٩٩٨ م .

(7) Mc Connel , J. J. and Muscarella , C. J. "Capital of Expenditure Decisions and The Market Value of

الأسهم بصورة منتظمة وإنشاء مراكز معلومات وتطوير الخدمات المالية لزيادة الوعي الاستثماري لدى الجمهور العراقي .

٢- تكرار اجراء مثل هذه الدراسة على شركات اخرى للتأكد من النتائج التي توصلت اليها ولاسيما فيما يتعلق بالشركات المختلطة والخاصة والقطاع الذي تنتمي إليه الشركة .

٣- السماح للمستثمر بإبداء وجهة نظره في سياسة الشركة ومنحه المزايا عند العمل بسياسة توزيع الأرباح عن طريق الاجتماعات الدورية أو اللقاءات المنتظمة ، مراجع الدراسة :

(١) التميمي ، ارشد فؤاد مجيد ، استجابة أسعار الأسهم السوقية لمقسوم الأرباح ومدى انعكاس ذلك لكفاءة سوق الأوراق المالية ، مجلة العلوم الاقتصادية والإدارية ، جامعة بغداد ، المجلد السابع ، العدد ٢١ ، ٢٠٠٠ م .

(2) Levant, J and dpb. Zarwin , "The incremental information content of cash - Flow Components" , Journal of Accounting and Economics, 13 1970.

(3) Al- Qudah, Kamel , et. al. , "Preliminary Evidence of the Association Between Abnormal Return and Change in Capital Expenditure for U. S. A. and U.K. Companies, Al- Manarah, vol. 1, 1996.

(13) Lipe , Robert , “The Relationship Between Stock Returns and Returns and Accounting Earnings Given Alternative Information”, Journal of The Accounting Review , vol. 65 , No. 1 , Jan. , 1987 .

(١٤) عبد الله ، عبد القادر ، " العلاقة بين نصيب السهم من الأرباح وأسعار الأسهم في السوق الأسهم السعودي " مجلة العلوم الاقتصادية والإدارية ، جامعة الإمارات العربية ، ٩٤ ، ديسمبر ، ١٩٩٣ .

(15) Elkhouri , Ritab and Mona , Al-Mwalla , “The Effect of Dividend Changes On Security Prices : The Case of Jordanian Corporation”, Abhath Al- Yarmouk , vol. 13 , 1997 .

(١٦) الحسيني ، فلاح حسن عداي ، " سياسة توزيع الأرباح وأثرها على القيمة السوقية للأسهم : دراسة تطبيقية في عينة من الشركة العراقية ، أطروحة دكتوراه (غير منشورة) ، الجامعة المستنصرية ، ١٩٩٤ .

The Firm”. Journal of Financial and Economics , vol. 14, 1965 .

(8) Ball , R. and P. Brown “An Empirical Evaluation of Accounting income Numbers” Journal of Accounting Research , Aut, 1968 .

(9) Beaver , W. , “The information Content of Annual Earnings Announcement, Journal of Accounting Research ( supplement 1968 ).

(10) Collinst , Daniel W. et. al. , “Firm Size and The Information Content of Prices with Respect to Earnings” , Journal of Accounting and Economics, No. 9 , 1987 .

(11) Bron , Jeffery , A. , Moser , James and Officer , Dennis T. , “Changes In Divided Policy and Subsequent Earnings”, Journal of portfolio Management , Summer , 1988 .

(12) Partington , G. “Variables Influencing Dividend Policy In Australia : Survey Results”, Journal of Business Finance and Accounting, vol. 16 , No. 2 , Spring , 1987 .

الملاحق :

جدول رقم (١)  
شهر الإعلان عن توزيعات الأرباح لسنة ١٩٩٩

ت	شهر الإعلان عن توزيعات الأرباح	الشركة
١	حزيران / ٢٠٠٠ م	الخطاطة الحديثة
٢	مايس	السجاد والمفروشات
٣	حزيران	غازية شمالية
٤	مايس	العراقية للدائن
٥	حزيران	بغداد غازية
٦	حزيران	الهلال الصناعية
٧	مايس	الكندي للقاحات
٨	مايس	فلوجة الإنشائية
٩	مايس	الصناعات الغذائية
١٠	حزيران	بابل للإنتاج الحيواني
١١	مايس	الثرار
١٢	حزيران	حديثة حيواني
١٣	حزيران	العراقية للبذور
١٤	حزيران	تسويق اللحوم
١٥	مايس	المنتجات الزراعية
١٦	حزيران	ألعاب الرصافة
١٧	حزيران	البلاد التجارية
١٨	حزيران	فندق السدير
١٩	مايس	الاستثمارات السياحية
٢٠	مايس	البادية للنقل العام
٢١	مايس	المنتجات النفطية

جدول رقم (٢)  
نتائج معاملات نموذج السوق

الشركة	F		T		الحد الثابت A	معدل الميل B	درجات الحرية DF
	الجدولية	المحسوبة	الجدولية	المحسوبة			
١	٤,٠٩	٢١,٢٣	١,٦٨٦	٤,٦١	-٠,٠٢٣	١,٢٠٥	٣٨
٢	٤,٠٧	١١,٠٠	١,٦٨٢	٣,٧٤	-٠,٠٠٤	٠,٨٢٧	٤٢
٣	٤,٠٩	٤١,٤٥	١,٦٨٦	٦,٤٤	٠,٠٠٨	١,١٥٦	٣٨
٤	٤,١٢	١,٥٤	١,٦٩	١,٢٤	٠,٠٢	٠,٤٥	٣٥
٥	٤,٠٨	١٩,٢٨	١,٦٨٤	٤,٣٩	٠,٠١٠	١,١٦	٤٠
٦	٤,٠٨	١٤,٣٠	١,٦٨٤	٣,٧٨	-٠,٠٠١	١,٠١٧	٤٠
٧	٤,٠٧	٢٥,٩٥	١,٦٨٢	٥,٠٩	-٠,٠٠٧	١,٢٩٣	٤٢
٨	٤,٠٩	١٠,٠٨	١,٦٨٥	٣,١٧	٠,٠١٠	٠,٧٤٩	٣٩
٩	٤,٠٨	٢٧,٣٠	١,٦٨٤	٥,٢٢	٠,٠١٣	١,٤٦٦	٤٠
١٠	٤,٠٧	٢٣,١٣	١,٦٨٠	٤,٨١	٠,٠٠٣	١,١٠٩	٤٤
١١	٤,٠٩	٣١,٢٢	١,٦٨٥	٥,٥٩	-٠,٠٢٥	١,٧٣١	٣٩
١٢	٤,٠٧	١٢,٤٨	١,٦٨٠	٣,٥٣	-٠,٠١٤	٠,٨٠٠	٤٤
١٣	٤,٠٨	٨,٠٢	١,٦٨٣	٢,٨٣	٠,٠٢٦	٠,٨٠٩	٤١
١٤	٤,٠٨	١٩,٤٧	١,٦٨٣	٤,٤١	-٠,٠٣١	١,١١٧	٤١
١٥	٤,٠٩	١٠,٩٧	١,٦٨٦	٣,٣١	٠,٠٠٢	٠,٩٨٨	٣٨
١٦	٤,٠٨	١٤,١٥	١,٦٨٤	٣,٧٦	٠,٠٣٧	١,٢٣٤	٤٠
١٧	٤,٠٧	٥,٢٧	١,٦٨٠	٢,٣٠	-٠,٠١١	٠,٤٣٨	٤٤
١٨	٤,١٠	٨,٣٠	١,٦٨٧	٢,٨٨	-٠,٠١٥	١,٦٧٧	٣٧
١٩	٤,٠٩	٩,١٩	١,٦٨٥	٣,٠٣	٠,٠١٤	١,١٨٨	٣٩
٢٠	٤,٠٧	٢٤,٢٢	١,٦٨١	٤,٩٢	-٠,٠٠٩	١,٣٦	٤٣
٢١	٤,٠٧	٥٤,٥١	١,٦٨١	٧,٣٨	-٠,٠٠٧	١,١٥١	٤٣