

رد فعل السوق المالي تجاه إعلانات التغيير في توزيعات الأرباح النقدية: حالة السوق المالي الفرنسي
للفترة الممتدة (2010-2015).

The reaction of the financial market to announcements of changes in cash dividends The
situation of the French financial market: For the period from 2010 to 2015.

حورية بديدة¹، لعروسي العربي^{2*}

¹كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، جامعة حمه لخضر السوادي (الجزائر).

²كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، جامعة قاصدي مرباح ورقلة (الجزائر).

تاريخ الاستلام : 2018/11/30 ؛ تاريخ المراجعة : 2018/12/01 ؛ تاريخ القبول : 2018/12/03

ملخص : تهدف هذه الدراسة إلى دراسة المحتوى الإعلامي لسياسة توزيع الأرباح، وذلك للتعرف على مدى تأثير الإعلان عن التغيير في توزيع الأرباح النقدية على رد فعل السوق المالي الفرنسي. من خلال الاستعانة بأسلوب دراسة الحدث ومنهج بيانات البانل، والتي أجريت على عينة تشمل 153 حدث لـ 39 شركة مدرجة في المؤشر CAC40، للفترة الممتدة من 2010 إلى غاية 2015.

خلصت الدراسة إلى أن السوق الفرنسي يتفاعل مع إعلانات توزيعات الأرباح. ويتفاعل أكثر مع الزيادات في التوزيعات. أما التخفيض في التوزيعات فلم يكن هناك أي ردة فعل. ولا تتماشى هذه النتيجة مع فرضية المحتوى الإعلامي. علاوة على ذلك، فإن نتائجنا تشير إلى أنه عندما تقوم الشركات بزيادة توزيعات الأرباح عندما يكون أداء السوق سيئاً، فإنها إشارة أو ضحبا أنها لا تعاني من مشاكل، إلا أنه لا يوجد أي دليل على الاستجابات غير المتماثلة في الأسواق صعوداً ونزولاً. كما توصلت نتائجنا إلى أن التخفيض له أثر أقوى من الزيادة في التوزيعات، وأن حركة التغيير متوازنة مع العوائد غير العادية التراكمية، كما أن الزيادة في التوزيعات في ظل السوق النازل تكون أقوى تأثيراً من الزيادة في التوزيعات في السوق الصاعد، أما في حالة الانخفاض في التوزيعات المعلنة فيحدث العكس.

الكلمات المفتاح: عوائد غير عادية، إعلان عن التغيير في التوزيعات، ردة فعل السوق المالي، حركة السوق المالي، محتوى إعلامي، منهج بيانات البانل.

تصنيف JEL : C12, C33, G15

Abstract: The aim of this study is to study the media content of the profit distribution policy to determine the impact of the announcement of change in the distribution of cash profits on the reaction of the French financial market. Using the event study method and the PANEL data methodology, conducted on a sample of 153 events for 39 companies listed in the CAC40 index for the period 2010 to 2015.

The study concluded that the French market is reacting to dividend announcements. And reacts more with increases in distributions. There was no reaction to the reduction in distributions. This result is not consistent with the premise of media content. Moreover, our results suggest that when companies increase dividends when the market is performing badly, they signal or draw that they have no problems, but there is no evidence of asymmetric market responses up and down. Our results also show that the reduction has a stronger effect than the increase in distributions, that the movement of change is parallel to the cumulative extraordinary returns, and that the increase in distributions under the down market is stronger than the increase in distributions in the bullish market. The advertiser is the opposite.

Keywords: Unusual returns; announcement of change in distributions; financial market reaction; financial market movement; media content; Panel data methodology.

Jel Classification Codes : C12, C33, G15

* Corresponding author, e-mail: laroussilarbi@hotmail.fr

I- تمهيد :

تشير سياسة توزيع الأرباح إلى سياسة الشركة في تحديد مبلغ الأرباح الموزعة للمساهمين ومبلغ الأرباح المحتجزة لإعادة استثمارها في المشاريع، وفي مجال المالية تعد سياسة توزيع الأرباح واحدة من أهم القرارات التي يجب على المدير المالي اتخاذها، كونها ترتبط بشكل واضح بعوائد المستثمرين. وعلى الرغم من كل البحوث التي أجريت في هذا الموضوع، لا يزال لغز توزيعات الأرباح موضوعًا مثيرًا للجدل في الأدبيات المالية للشركات. وفي الواقع منذ نحو 40 عامًا، كتب بلاك (Black 1976) كلما نظرنا بصعوبة إلى صورة توزيعات الأرباح، كلما كان الأمر يبدو وكأنه أحجية puzzle، مع قطع لا تتناسب مع بعضها"، وفي سنة 2001 حدد More recently Brealey, Myers & Marcus قائمة بالمشاكل التي لم يتم حلها بعد في مجال المالية، وكان أحدها موضوع توزيع الأرباح، وأشار Allen & Michaely topic & Allen (2003) إلى أن الأدلة التجريبية على إشارات توزيع الأرباح لم يتم حسمها بعد، الأمر الذي يثبت بأن هذا ليس موضوع البحث النهائي، مما يعزز الآراء السابقة. بعد ما يزيد على أربعة عقود منذ قراءة بلاك، استمر لغز توزيعات الأرباح.

تبين الأبحاث النظرية والتجريبية أيضا أن تفضيلات المستثمرين لتوزيعات الأرباح تختلف باختلاف أنواع المساهمين. فعلى سبيل المثال، اعتمادًا على شريحة الضرائب الخاصة بهم، قد يفضل بعض المساهمين توزيع الأرباح، في حين قد يفضل غيرهم من المساهمين عدم توزيع الأرباح. إلا أنه ظهرت بعض الدراسات التي تحاول التحقق مما إذا كانت تفضيلات المستثمرين لتوزيع الأرباح تعتمد على ظروف السوق.

I.1- إشكالية الدراسة:

انطلاقًا مما سبق سوف نحاول في هذا المقال معرفة إلى أي مدى يمكن أن يؤثر الإعلان عن سياسة توزيع الأرباح للشركات الفرنسية على ردة فعل السوق المالي؟ وذلك من خلال معرفة هل يمكن أن تتحقق عوائد غير عادية تراكمية نتيجة التغيير في قيم توزيعات الأرباح المعلن عنها في فترة الإعلان؟ وهل يمكن أن يتأثر تحقق هذه العوائد بحالة السوق المالي (صعودي ونزولي)؟ وما مدى تفسير الإعلان عن التغيير في قيم توزيعات الأرباح النقدية للعوائد غير العادية التراكمية خلال فترة الإعلان؟ وما مدى تفسير الإعلان عن التغيير في قيم توزيعات الأرباح النقدية للعوائد غير العادية التراكمية خلال فترة الإعلان تبعًا لحالة السوق المالي (صعودي ونزولي)؟

I.2- فرضيات الدراسة:

- أ- الفرضية الأولى: توجد عوائد غير عادية تزامنت مع الإعلان عن التغيير في توزيعات الأرباح.
- ب- الفرضية الثانية: توجد عوائد غير عادية ترجع لحالة السوق خلال فترة الإعلان عن التغيير في توزيعات الأرباح.
- ت- الفرضية الثالثة: يوجد أثر للتغير في القيم المعلنة للتوزيعات على العوائد غير العادية التراكمية.
- ث- الفرضية الرابعة: يوجد أثر للتغير في القيم المعلنة للتوزيعات وحالة السوق على العوائد غير العادية التراكمية.

I.3- أهداف الدراسة:

- نسعى من خلال هذه الدراسة لتحقيق الأهداف التالية:
- فحص سلوك السوق اتجاه إعلانات التغيير في توزيعات الأرباح، وذلك لتقديم أدلة إضافية ذات علاقة بفرضية "المحتوى المعلوماتي لتوزيعات الأرباح". والتي قد تكون ذات أهمية للأكاديميين، بالإضافة إلى المستثمرين لأنها ستساعدهم على اتخاذ قرارات حول استثماراتهم، مثل شراء وبيع الأسهم، والمحللين لأن توقعاتهم وتوصياتهم ستكون أكثر جدوى إذا كان المحللون يدركون ما إذا كانت سياسة توزيع الأرباح تؤثر على الشركات والأسواق؛
- دراسة تأثير حالة السوق الصاعد والنازل على ردة فعل السوق للإعلان عن التغيير في توزيعات الأرباح. وتعتبر هذه الدراسة من بين الدراسات القليلة التي تناولت هاته الجزئية؛
- التركيز على الحالات التي يتفاعل فيها السوق بشكل مختلف عما هو متوقع في ظل نظرية الإشارة، أي الحالات الغامضة عندما يتفاعل السوق سلبيًا مع زيادات الأرباح وإيجابيًا في انخفاض الأرباح. وتعتبر هذه الدراسة من بين الدراسات القليلة التي تناولت هاته الجزئية؛
- يحلل هذا البحث سوق أوروبية ذات خصائص مختلفة عن باقي الأسواق الأخرى والمتمثلة في السوق الفرنسية. والتي تعتبر من بين بعض الأسواق التي يتم استكشافها، وهي بحاجة إلى بحث أكثر، حيث أن الجزء الأكبر من البحث التجريبي قد تم تنفيذه في

السوق الأمريكية. في عدد أقل، في البلدان المتقدمة الأخرى، مثل كندا والمملكة المتحدة. هناك نقص في الأدلة حول كيفية تصرف الشركات الأوروبية من حيث سياسات توزيع الأرباح، ولا يزال القليل معروفاً حول سياسة توزيع الأرباح للشركات العاملة خارج نظام حوكمة الشركات الأنجلو-أمريكية. في البلدان المعتمدة على البنوك (مثل فرنسا)؛

- التعرف على أسلوب دراسة الحدث، ومدى أهميته في مثل هذا النوع من الدراسات؛
- يعتبر موضوع دراسة أثر الاعلان عن التغيير في توزيعات الأرباح على العوائد غير العادية، وموضوع دراسة حالة السوق ومدى تأثيرها على العلاقة السابقة، بالإضافة إلى تطبيق أسلوب دراسة الحدث.

4.I- أهمية الدراسة:

هناك العديد من الدراسات التي اهتمت بدراسة ردة فعل السوق المالي اتجاه الإعلان عن سياسة توزيع الأرباح، وذلك من أجل مساعدة المدراء الماليين على اتخاذ القرار الحاسم فيما يخص التغيير في توزيع الأرباح أو التغيير في العوائد غير العادية التراكمية تزامنا مع حالة السوق المالي، والذي سيساعد في تحقيق الهدف الرئيسي للإدارة المالية في تعظيم أرباح ملاك الأسهم ومن تم تقييم الأداء المالي لهذه الوحدات المالية.

5.I- الدراسات السابقة:

إن فرضية المحتوى المعلوماتي لتوزيعات الأرباح هي فرضية طويلة الأمد في مجال المالية، حيث أجريت بحوث نظرية ودراسات اختبارية عديدة من أجل فحص العلاقة بين تغيرات توزيعات الأرباح وردة فعل السوق المالي لها، فقد قام (1979) John and Bhattacharya و (1985) Williams و (1985) Miller and Rock بتطوير النماذج الكلاسيكية لنظرية الإشارة، مما يدل على أنه في ظل نقص المعلومات، ستكون توزيعات الأرباح بمثابة إشارة للتدفقات النقدية المتوقعة، مما يقلل من عدم التماثل في المعلومات. وبالتالي، فإن زيادة الأرباح الموزعة تشير إلى تحسن في حالة الشركة المستقبلية، والتي ينبغي أن تعكس زيادة في أسعار الأسهم، في حين يحدث العكس في حالة انخفاض الأرباح الموزعة.

كما تم إجراء عدد كبير من الدراسات التجريبية للتحقق من تأثير إعلانات التغيير في توزيعات الأرباح على عوائد الأسهم. وتوصلت هذه الدراسات إلى نتائج متضاربة. حيث نجد دراسة (2001) Nissim and Ziv حول السوق البريطانية¹، دراسة David M. Power و (2002) Abeyratna Gunasekaragea للسوق البريطانية²، دراسة (2003) Henryk Gurgul and al حول السوق النمساوية³، دراسة (2012) Thanwarat Suwana حول السوق التايلاندية⁴، دراسة (2015) Yaovi Sélom و (2017) Urszula Mrzygłód1, Sabina Nowak حول السوق البولندية⁶ وغيرها من الدراسات، تظهر بأن إعلانات التغيير في توزيعات الأرباح ترتبط بشكل إيجابي مع العوائد غير العادية. ويؤكد المؤيدون عن نظرية إشارات توزيعات الأرباح بأن العوائد غير العادية الناتجة عن إعلانات تغيير توزيعات الأرباح ترسل معلومات داخلية حول الآفاق المستقبلية للشركة. ومع ذلك، لا تجد بعض الدراسات علاقة ذات دلالة إحصائية بين تغيرات توزيعات الأرباح وردة فعل السوق المالي. من بينها دراسة (2002) Chen, Firth and Gao في السوق المالي الصيني⁷، دراسة (2005) Vieira Elisabete Fátima Simões والتي أجريت على ثلاث أسواق أوروبية تشمل السوق البرتغالي والفرنسي والسوق البريطانية⁸، ودراسة (2017) Ijaz Ali1, Noor Muhammad & Ali Gohar حول السوق الفرنسية والألمانية⁹، وغيرها من الدراسات.

بالإضافة إلى ذلك قامت بعض الدراسات بالتحقق من تأثير ظروف السوق المالي على تفضيلات المستثمرين لتوزيع الأرباح، وتتمثل هذه الدراسات في دراسة (2003) Kathleen Fuller & Michael Goldstein حول السوق الأمريكية¹⁰، ودراسة Diane Scott Docking et (2005) Paul D. Koch والتي قامت أيضا بدراسة السوق الأمريكي¹¹، والتي بينت بأن هناك استجابات مختلفة للمستثمرين بناءً على حالة السوق المالي والتغير في توزيعات الأرباح، أما دراسة (2005) Vieira Elisabete Fátima Simõe والتي أشارت في دراستها إلى تأثير حالة السوق المالي¹²، فتوصلت إلى أنه لا يوجد اختلاف بين استجابات المستثمرين وفقا لظروف السوق المالي.

II - الطريقة والأدوات :**II 1 - مجتمع وعينة الدراسة :**

يتمثل مجتمع الدراسة في بورصة باريس الفرنسية، أما الوحدات الإحصائية لهذا المجتمع تتمثل في مجموع مؤشرات الأسهم، حيث عينة الدراسة تتمثل في جميع أحداث توزيعات الأرباح النقدية الصادرة عن أربعين 40 مؤسسة المنتمية للمؤشر CAC40 خلال الفترة الممتدة من سنة 2010 إلى سنة 2015، وباعتبار هذه الدراسة تركز على الإعلان عن التغير في توزيعات الأرباح لذلك سوف نقسم الأحداث إلى أحداث تتعلق بالزيادة في التوزيعات وأحداث تتعلق بالنقصان وأحداث الاستقرار. وقد فعلية تحديد العينة في مرحلة أولى إلى اختيار الشركات غير المالية* التي قامت بتوزيع أرباحها**، إضافة إلى هذين المعيارين الأساسيين تضمن اختيار العينة النهائية مجموعة من المعايير، وللوصول للأحداث النهائية، يجب أن تستوفي إعلانات توزيع الأرباح المعايير التالية¹³:

- أن تكون الشركة مدرجة في المؤشر CAC 40 لتلك السنة***؛
- ألا تكون الشركة مؤسسة مالية. ويساعد هذا المعيار على تحسين تجانس العينة نظرًا لأن المؤسسات المالية لديها خصائص وقواعد محاسبية مختلفة عن الشركات الأخرى؛
- أن تتوفر عن الشركة المعلومات المالية، وذلك فيما يتعلق بتوزيعات العام الماضي، وتاريخ الإعلان عن التوزيعات وليس تنفيذها، أسعار الأسهم ومتوسط الأسعار في المؤشر خلال فترة الدراسة والسنة التي تسبقها دون انقطاع،... الخ؛
- أن تكون الشركة قد وزعت أرباح عادية في العام الحالي والسابق. ويستثنى هذا المعيار أحداث البدء initiation بالتوزيعات بعد غيابها والامتناع عن التوزيع omission؛
- ألا تكون هناك إعلانات أرباح الشركات أو أي إعلانات مشوشة أخرى خلال 5 أيام تداول من إعلان توزيعات الأرباح، مثلًا نقس الأسهم و الأسهم المجانية وعمليات الاندماج والاستحواذ... الخ.

تألفت العينة الأولية من 209 ملاحظة. ونتج عن معايير اختيار العينة عينة أخيرة من بيانات البانل غير المتوازنة لـ 153 حدثًا: 95 زيادة و 13 انخفاضًا و 45 استقرارًا، والتي تتطابق مع 39 شركة مدرجة في المؤشر CAC40، حيث حدث تم حذفه من العينة، لديهم نوع آخر من إعلانات توزيعات الأرباح في نفس التاريخ، ومن الواضح فإن الأحداث الملقاة مسؤولة عن حوالي 85.57% من الأحداث المستبعدة. بعد حصولنا على العينة النهائية قمنا بتوزيع الأحداث المدروسة حسب اتجاه التغير في التوزيعات بالنسبة إلى كل سنة، وهو ما يبينه الجدول رقم 1 توزيع الأحداث المدروسة لكل سنة (أنظر الملحق، ص 13)، نلاحظ من خلال الجدول أن الزيادة في توزيعات الأرباح تزداد مع مرور السنوات، أما بالنسبة للتخفيض في مستوى التوزيعات فنلاحظ أن عدد الشركات كان أكثر في سنتي 2010 و 2011 لينخفض في سنتي 2012 و 2013 إلى شركة واحدة فقط، أما في السنتين الأخيرتين فنلاحظ أنها لا توجد أي شركة قامت بالتخفيض في توزيعات الأرباح. ويرجع السبب في هذا الانخفاض في عددا لشركات الملحوظ إلى تأثير الأزمة المالية لسنة 2008، حيث تعتبر الفترة من 2010 إلى 2012 الفترة الموالية للخروج من الأزمة، لذلك من المنطقي أن تكون هناك بعض الشركات مازالت لا تستطيع القيام بالرفع من قيم التوزيعات، وهذا ما تم ملاحظته أيضا من خلال دراسة (2015) Yaovi Sélom ABETONYO حول تأثير الأزمة.

II 2 - مصادر بيانات العينة المدروسة:

تم جمع بيانات الدراسة من التقارير المالية الأولية المنشورة للشركات المساهمة للفترة 2010 إلى 2015، إذ تعد هذه الفترة كافية لتحقيق أهداف الدراسة، وقد تم الحصول على تواريخ الإعلان لهذه الفترة لشركات العينة من موقع www.bnains.org، أما البيانات المالية والمتمثلة في توزيعات الأرباح فقد تم الحصول عليها للفترة من 2009 إلى غاية 2015 وذلك لحساب التغير في توزيعات الأرباح وذلك من نفس الموقع. أما أسعار الأسهم فتم الحصول عليها للفترة 2009 إلى غاية 2016 من الموقعين www.euronext.com، www.boursedeparis.fr.

II 3- المنهجية المتبعة للدراسة:**II 3-1. الفرضية الأولى: توجد عوائد غير عادية تزامنت مع الإعلان عن التغير في توزيعات الأرباح.**

من أجل دراسة رد فعل سوق الأسهم الفرنسي لأحداث إعلانات توزيعات الأرباح سوف نستخدم منهجية دراسة الأحداث العادية. تم استخدام التغييرات في توزيعات الأرباح باعتبارها بديلا للتغيرات غير المتوقعة في توزيعات الأرباح. وقد استخدم هذا البديل (التغيرات البسيطة في

توزيعات الأرباح****) في دراسات أخرى مثل دراسة (2001) Nissim and Ziv ودراسة (2005) Vieira وهو يعبر عن الجزء غير المتوقع من توزيعات الأرباح مع وجود بعض الأخطاء، لأننا لا نملك إمكانية الوصول إلى توقعات المحللين*****. الإجراء الكلاسيكي لدراسات الأحداث هو التحقيق فيما إذا كانت هناك عوائد غير عادية حول تاريخ إعلان توزيعات الأرباح. ويوجد تأثير الإعلان إذا كانت العوائد غير العادية ذات معنوية. ولقياس رد فعل السوق للإعلان عن التغيير في توزيعات الأرباح قمنا أولاً بتحديد تاريخ الإعلان (الحدث) وهو اليوم الذي شهد وقوعاً لحدث لأول مرة وينتظر أن يؤثر على عوائد الأسهم وتم الحصول عليه من موقع www.bnains.org. حيث يختلف هذا عن بعض الدراسات التي تحدد تاريخاً لإعلان فيا ليوم الذي يتم فيه توزيع الأرباح. كما تم تحديد نافذة الحدث بإحدى عشرة يوم تتمثل في خمسة أيام تسبق الحدث، وخمسة أيام تلي يوم الحدث بالإضافة إلى يوم الحدث. تم حساب العائد على السهم (Ri) لكل مؤسسة، والعائد على السوق (Rm) وفقاً لمعادلات التالية:

• قياس العوائد اليومية للأسهم

تعددت طرق قياس العوائد اليومية للأسهم العادية بتعدد الدراسات، ولا يوجد إجماع على أفضل طريقة منها، وفي هذه الدراسة تم قياس عوائد الأسهم اليومية باستخدام اللوغاريتم الطبيعي لأسعار الأسهم. ومن المعلوم أن العوائد اللوغارتمية، هي عوائد متصلة عبر الزمن continuous time returns وتعطى بالمعادلة التالية:

$$R_{i,t} = \ln \left(\frac{P_t}{P_{t-1}} \right) = \ln P_t - \ln P_{t-1}$$

حيث: $R_{i,t}$: العائد على سهم الشركة i في الفترة t ، $P_{i,t}$: سعر الإغلاق لسهم الشركة i في الفترة t ، $P_{i,t-1}$: سعر الإغلاق لسهم الشركة i في الفترة $(t-1)$ ، Ln: اللوغاريتم الطبيعي

وقد اختار الباحث وبطريقة قياس عوائد الأسهم اليومية باستخدام اللوغاريتم الطبيعي استناداً إلى ما أشار إليه 1992 Strong بأن العوائد اللوغارتمية مفضلة نظرياً أو تجريبياً، فمن الناحية النظرية وجد أنها أكثر قابلية tractable عند تجميع عوائد الفترات الجزئية sub-period لتشكل عوائد في الفترات الأطول، أما من الناحية التجريبية، فإن العوائد اللوغارتمية هي أكثر احتمالية أن تكون موزعةً طبيعياً، وبالتالي تتفق مع افتراضات الطرق الإحصائية القياسية.

. قياس العوائد اليومية للسوق: تم احتسابها باستخدام المعادلة التالية:

$$R_m = \ln \left(\frac{Index_t}{Index_{t-1}} \right) = \ln Index_t - \ln Index_{t-1}$$

حيث أن: R_m : العائد على السوق، $Index_t$: مؤشر السوق في نهاية الفترة t ، $Index_{t-1}$: مؤشر السوق في نهاية الفترة $(t-1)$ ، Ln: اللوغاريتم الطبيعي

- تقدير العائد العادي وغير العادي: تم تقدير العوائد العادية وغير العادية باستخدام طريقتين.

- المقارنة الأولى: نموذج تسعير الأصول المالية CAPM

نقيس رد فعل السوق على إعلانات تغيير توزيعات الأرباح بالنظر إلى العوائد غير العادية المحسوبة من خلال النموذج الأخذ بعين الاعتبار أنه تم استخدام معدل الأرباح الخالي من المخاطر الشهري وذلك لعدم تمكينا من الحصول على المعدل اليومي. أما عائد السوق لليوم فقد تم استخدام عائد المؤشر CAC 40، وبالنسبة للخطر النظامي للسهم β_i فقد تم الاستعانة بطريقة المربعات الصغرى العادية OLS على أساس نموذج السوق، خلال الفترة من اليوم $t = -120$ إلى اليوم $t = +120$ ، باستثناء 31 يوماً حول إعلان توزيعات الأرباح ($t = -15$ إلى $t = +15$). وفقاً لهذا النموذج، يحسب العائد المتوقع للأصل i كما يلي:

$$\overline{R_{it}} = R_f + \beta_i * (R_{mt} - R_f)$$

حيث R_f هو معدل الأصل الخالي من المخاطر، والذي يجب التأكد من أن السلسلة الزمنية للعوائد الخالية من المخاطر ليست سنوية، وإنما تتطابق مع بيانات الدراسة.

أما العائد غير العادي فيحسب بالفرق بين العائد الفعلي R_{it} والعائد المتوقع، كما يلي:

$$AR_{it} = R_{it} - (R_f + \beta_i * (R_{mt} - R_f))$$

تم استخدام العائد غير العادي التراكمي لمدة 3 أيام ***** (CAR) لقياس رد فعل السوق لإعلانات توزيعات الأرباح وتم احتسابه حول تاريخ الإعلان كما يلي:

$$CAR_{i,t} = \sum_{t=-1}^{t=+1} (AR_{i,t})$$

إذا كانت فرضية محتوى المعلومات صحيحة فإن CAR سوف تختلف اختلافا كبيرا عن الصفر. وتتوقع الفرضية أن أسهم الشركات التي تعلن عن زيادة (نقصان) في توزيعات الأرباح يجب أن تحقق في المتوسط عائدات غير عادية إيجابية (سلبية)، في حين أن أسهم الشركات التي لا تقوم بتعديل توزيعات أرباحها يجب أن تحقق في المتوسط عائدات عادية.

- المقاربة الثانية: نموذج السوق

تمثل المقاربة الثانية في استخدام طريقة المربعات الصغرى العادية OLS في قياس العوائد العادية، و التي تقاس من خلال علاقة المخاربه لعائد السهم بدلالة العائد السوق R_{mt} في تاريخ الإعلان t ، ما يشكل لدينا نموذج انحدار خطي بسيط، يمكننا في الأخير من حساب العوائد غير العادية AR_{it} للشركة i في الفترة t :

$$\overline{R_{it}} = B_0 + B_1 R_{mt}$$

$$AR_{it} = R_{it} - (B_0 + B_1 R_{mt})$$

حددت فترة التقدير 120 يوماً تبدأ من 15 يوم قبل الحدث وتنتهي في 135 يوم قبل الحدث، وذلك من أجل تقدير معلمات النموذج

(B_0, B_1) .

وأخيراً نقوم بحساب العوائد غير العادية التراكمية CAR_{it} بنفس طريقة الحساب المذكورة أعلاه في المعادلة السابقة. ولدراسة الدلالة الإحصائية لوجود عوائد غير عادية نستخدم اختبار t للعينة الوحيدة أو اختبار ولكاكسن Wilcoxon Test وهذا بحسب طبيعة البيانات المختبرة باعتبارها تتبع التوزيع الطبيعي أم لا.

II 3-2. الفرضية الثانية: توجد عوائد غير عادية ترجع لحالة السوق خلال فترة الإعلان عن التغير في توزيعات الأرباح

بالإضافة إلى ذلك، نقوم باختبار ما إذا كان الإعلان عن التغير في توزيعات الأرباح يعتمد على ظروف السوق من خلال فحص رد فعل السوق على إعلانات تغير توزيعات الأرباح خلال السوق الصاعد والنازل. ومن وجهة نظر تسعير الأصول، فإنه يتوقع ألا تعتمد استجابة السوق لإعلانات تغير توزيعات الأرباح على حالة السوق ***** . ومن منظور الإشارة، ومع ذلك، فإنه يتوقع ردة فعل غير مماثلة. ويتوقع أنه في الأسواق النازلة الزيادة في توزيعات الأرباح يكون للأسعار ردة فعل أعلى منها في الأسواق الصاعدة، كما أن الانخفاض في توزيعات الأرباح سيكون للأسعار ردة فعل أقل (الأقل سلبية less negative) في الأسواق النازلة مقارنة بالأسواق الصاعدة. وعلاوة على ذلك، إذا كان الحفاظ على توزيعات الأرباح يوفر معلومات، فإنه يتوقع أن العائد غير العادي سيكون في الأسواق النازلة أعلى مما عليه في الأسواق الصاعدة ***** .

يعتبر السوق الصاعد إذا كان العائد الشهري للسوق (المؤشر) إيجابياً في هذا البلد، في حين أن السوق النازل هو السوق الذي سجل فيه المؤشر عائداً شهرياً سلبياً. سنقوم بتحليل ما إذا كانت هناك اختلافات في العوائد غير العادية (المحسوبة وفقاً للمقاربتين) بين الأسواق الصاعدة والنازلة ذات معنوية إحصائية للثلاث المجموعات من الأحداث (الزيادات والنقصان والاستقرار). ولدراسة الدلالة الإحصائية لوجود فروق بين متوسطات بين حالي السوق (صاعدة أو نازلة) نستخدم اختبار t لعينتين مستقلتين أو اختبار كروسكال وليس Kruskal-Wallis test وهذا بحسب طبيعة البيانات المختبرة باعتبارها تتبع التوزيع الطبيعي أم لا¹⁴.

II 3-3. الفرضية الثالثة: يوجد أثر للتغير في القيم المعلنة للتوزيعات على العوائد غير العادية التراكمية.

ولاستكشاف تأثير تغييرات توزيعات الأرباح بحالاتها الثلاث (حالات الزيادة، النقصان والاستقرار في التوزيعات) على السوق المالي ملخصاً في العوائد التراكمية خلال ثلاث أيام متضمنة بذلك يوم الإعلان ويوم قبل ويوم بعد استخدمنا نموذج الانحدار التالي:

$$CAR3_i = \alpha + \beta_1 DI \times \Delta D_{i,0} + \beta_2 DD \times \Delta D_{i,0} + \varepsilon_{i,t}$$

حيث :

$CAR3_i$: العائد غير العادي التراكمي للسهم i خلال فترة 3 أيام، والمحسوب بالطرق الأربعة.

DI : متغير وهمي يأخذ القيمة 1 في حالة الزيادة في توزيعات الأرباح وصفر خلاف ذلك.

DD : متغير وهمي يأخذ القيمة 1 في حالة الانخفاض في توزيعات الأرباح وصفر خلاف ذلك.

$\Delta D_{i,0}$: التغيرات في التوزيعات للسهم i مقارنة بالتوزيع السابق بالنسبة لسعر السهم يوم الإعلان.

إذا كانت التغيرات في توزيعات الأرباح تنقل معلومات حول التوقعات المستقبلية للشركة، على النحو الذي اقترحه فرضية المحتوى المعلوماتي لتوزيعات الأرباح، فإننا نتوقع أن يكون B_1 و B_2 إيجابيا وذو دلالة إحصائية، مما يعكس علاقة إيجابية معنوية بين الإعلان عن تغير في توزيعات الأرباح وحجم ردة فعل سعر السهم لهذه الإعلانات.

II 3-4. الفرضية الرابعة: يوجد أثر للتغير في القيم المعلنة للتوزيعات وحالة السوق على العوائد غير العادية التراكمية.

ولاستكشاف تأثير تغييرات توزيعات الأرباح بحالاتها الثلاث (حالات الزيادة، النقصان والاستقرار في التوزيعات)، وحالة السوق المالي على العوائد التراكمية خلال ثلاث أيام متضمنة بذلك يوم الإعلان ويوم قبل ويوم بعد استخدمنا نموذج الانحدار التالي:

$$CAR3_i = \alpha + \beta_1 INM \times DI \times \Delta D_{i,0} + \beta_2 DEM \times DI \times \Delta D_{i,0} + \beta_3 INM \times DD \times \Delta D_{i,0} + \beta_4 DEM \times DD \times \Delta D_{i,0} + \varepsilon_{i,t}$$

حيث:

- $CAR3_i$: العائد غير العادي التراكمي للسهم i خلال فترة 3 أيام، والمحسوب بالطرق الأربعة.
- INM : متغير وهمي يأخذ القيمة 1 في حالة السوق الصاعد و صفر في خلاف ذلك.
- DEM : متغير وهمي يأخذ القيمة 1 في حالة السوق النازل و صفر في خلاف ذلك.
- DI : متغير وهمي يأخذ القيمة 1 في حالة الزيادة في توزيعات الأرباح و صفر خلاف ذلك.
- DD : متغير وهمي يأخذ القيمة 1 في حالة الانخفاض في توزيعات الأرباح و صفر خلاف ذلك.
- $\Delta D_{i,0}$: التغيرات في التوزيعات للسهم i مقارنة بالتوزيع السابق بالنسبة لسعر السهم يوم الإعلان.

III - النتائج ومناقشتها :

III 1- نتائج دراسة العوائد غير العادية في فترة الإعلان عن توزيعات الأرباح:

في إطار دراسة العوائد غير العادية في فترة الإعلان عن توزيعات الأرباح جاءت النتائج على النحو التالي (أنظر الملحق، الجدول رقم 2 ورقم 3: متوسط العوائد غير العادية التراكمية المحسوبة بطريقتي OLS و CAPM ، ص 13)، حيث العلامات (*)، (**)، (***) تشير إلى مستوى الدلالة الإحصائية 1%، 5%، 10% على التوالي. نلاحظ أن النتائج المتحصل عليها من خلال استخدام أسلوب CAPM & OLS كانت متقاربة جدا، حيث يمكننا ملاحظة عوائد سلبية قبل وبعد الحدث في حالة الزيادة، وأن العوائد تعرف أقصى متوسط لها في فترة الإعلان (-1+1)، حتى في حالة الإعلانات التي تحوي نقصان في التوزيعات حيث تحققت عوائد سلبية (خسائر) في جميع الفترات، حيث نلاحظ تزايد في حجم الخسائر، وكانت أفصها خلال الفترة (-5+5). وبعد التحقق من وجود دلالة إحصائية للعوائد غير العادية التراكمية، كانت قيم p-value لاختباري t one sample test و wilcoxon test one sample كما هي موضحة في الجدولين أعلاه (القيم بين قوسين). نلاحظ أن النتائج المتحصل عليها أيضا كانت متقاربة إلى حد ما من خلال استخدام الأسلوبين، ففي حالة الزيادة في التوزيعات المعلنة اتفقت نتائجنا بأنه هناك عوائد غير عادية تراكمية للفترة من يوم قبل ويوم بعد وحتى ليومين قبل ويومين بعد قد سجلت بها مستويات لها معنوية إحصائية عالية جدا بدرجة ثقة بلغت 99% تدل على وجود عوائد غير عادية في هاته الفترات، أما الفترة (-5-2) والفترة (-5+5) فقد كانت العوائد غير العادية التراكمية ذات دلالة إحصائية عند مستوى معنوية 10% وذلك بالنسبة لأسلوب CAPM. كما اتفقت نتائج الأسلوبين في حالة الاستقرار فقد كانت للعوائد غير العادية للفترة من يوم قبل ويوم بعد وحتى ليومين قبل ويومين بعد دلالة إحصائية عند مستوى معنوية 10%. أما باقي الحالات لم تسجل وجود أي عوائد غير عادية.

III 2- نتائج دراسة العوائد غير العادية التراكمية عن توزيعات الأرباح في حالي السوق الصاعد والنازل:

بعد تصنيف العوائد غير العادية التراكمية الناجمة عن إعلانات توزيع الأرباح بحسب وضعية السوق التي صاحبت عملية التوزيع سواء كان سوق صاعد أو سوق نازل، حيث ركزنا فقط على فترة الإعلان (-1+1) لأن الهدف هو دراسة أثر الإعلان وليس دراسة وجود إمكانية لتسريب المعلومات أم لا أو مدى امتصاص المعلومات. وقد تحصلنا على النتائج التالية (أنظر الملحق، الجدول رقم 4: متوسط العوائد غير العادية التراكمية المحسوبة بأسلوب CAPM في ظل السوق الصاعد والنازل، و الجدول 5: متوسط العوائد غير العادية التراكمية المحسوبة بطريقة الانحدار في ظل السوق الصاعد والنازل، ص 13).

انطلاقاً من نتائج الجدولين 4 و 5 يظهر أنه في حالة الزيادة والنقصان كانت نتائج الأسلوبين متشابهة، حيث نلاحظ أن متوسط العوائد غير العادية التراكمية في ظل السوق النازل أعلى مقارنة بالسوق الصاعد في حالة الزيادة في التوزيعات، حيث كانت للقيم معنوية إحصائية، بينما في حالة النقصان فقد القيم بدون أي دلالة إحصائية، وهو ما ينطبق أيضاً على قيم الفروق بين السوقين في جميع الحالات. بينما اختلفت نتائج الأسلوبين فيما يتعلق بحالة الاستقرار، فحسب أسلوب CAPM لم تكن للعوائد غير العادية أي معنوية إحصائية. أما حسب أسلوب OLS فنلاحظ أنه في حالة السوق الصاعد يشهد متوسط العوائد غير العادية انخفاض مقارنة بالسوق النازل، وكانت النتائج ذات دلالة إحصائية.

III.3- نتائج دراسة أثر التغيير في قيم التوزيعات المعلن عنها على السوق المالي:

من أجل تحليل بيانات البانل لا بد أولاً من اختيار التوصيف الملائم للنموذج حيث وفقاً لاختبار Hausman واختبار Breusch Pagan LM فإن نموذج التوصيف الملائم هو نموذج الانحدار التجميعي، كما نشير هنا إلى أن نتائج النماذج الأربعة (الجدول 6.7.8.9) بناءً على اختبار Hausman واختبار Breusch Pagan LM تظهر أن التوصيف الملائم هو نموذج الانحدار التجميعي (أنظر الملحق، الجدول رقم 6: نتائج أسلوب CAPM لأثر حالة قيم التوزيعات المعلن عنها على السوق المالي باستخدام نماذج تحليل بيانات البانل، ص 14). استناداً إلى نتائج الانحدار التجميعي وفقاً للأسلوبين المتبعين، يمكننا أن نرى معامل الثابت ذو قيمة موجبة والذي يجسد تأثيرات إعلانات الاستقرار، وهي ذات دلالة إحصائية، مما يدل على أن الاستقرار في توزيعات الأرباح في حد ذاته يحمل معلومات مفيدة إلى السوق. كما كانت معاملات توزيعات الأرباح إيجابية، مما يشير إلى أن حجم رد فعل سعر السهم الإيجابي (السليبي) يزداد مع كثافة المعلومات الإيجابية (السلبية) التي يتم نقلها.

يتبين لنا من خلال الجدول (أنظر الملحق، الجدول رقم 7: نتائج نماذج تحليل بيانات البانل للعوائد المحسوبة بأسلوب OLS، ص 14)، أنه هناك أثر لقيم التوزيعات المعلن عنها على العوائد غير العادية حيث كانت قيمة معامل التحديد 15% (18% بالنسبة للأسلوب الثاني) مما يدل على أن 85% من التغيرات الباقية تتحكم فيها عوامل أخرى لم تدخل في الدراسة حيث تعتبر هذه النتائج ذات دلالة إحصائية بمعنوية مرتفعة تصل فيها درجة الثقة إلى 99%.

III.4- دراسة رد فعل السوق المالي تجاه إعلانات توزيعات الأرباح حسب حالة السوق -الصاعد أو النازل-:

يتبين لنا من خلال النتائج المتوصل إليها (أنظر الملحق، جدول رقم 8 و 9 نتائج أسلوب CAPM باستعمال طريقي بانال و OLS، ص 14)، أن معامل التحديد ذو دلالة إحصائية حيث يمتلك مستوى معنوية عالي جداً تصل فيه درجة الثقة 99%، حيث يقدر معامل التحديد بـ 15% (17% للأسلوب الثاني). ومن خلال معاملات النموذج الخطي يتبين لنا أن جميع المعلمات موجبة أي أن التغير في التوزيعات يقابله تغير في نفس الاتجاه في العوائد غير العادية، مع العلم أن معاملات النموذج ذات دلالة إحصائية فيما عدا المعلمة المتعلقة بحالة الزيادة في التوزيعات المعلن عنها في ظل السوق الصاعد.

IV- الخلاصة :

إن الأشكال الرئيسية لدراستنا هو التعرف على مدى تأثير الإعلان عن التغير في توزيعات الأرباح النقدية على رد فعل السوق الفرنسي، وقد توصلنا من خلال دراستنا إلى مجموعة من النتائج.

وفقاً للعيبة المختارة تدعم العوائد غير العادية لفترة الإعلان لمدة ثلاثة أيام فرضية محتوى توزيعات الأرباح في سوق المال الفرنسي، والتي تدعم الفرضية القائلة بأن تغيرات توزيعات الأرباح توصل معلومات جديدة مهمة للسوق. يتفق هذا مع النتائج المتوقعة على أنه يمكن استخدام توزيعات الأرباح كجهاز إشارات، فوجدنا دليلاً على أن إعلانات الزيادة في توزيعات الأرباح فقط تؤدي إلى زيادة في العوائد غير العادية، وذلك انطلاقاً من نتائج الأسلوبين، ولكن الاستقرار في التوزيعات كان له تأثير انطلاقاً من نتائج أسلوب OLS، وبالتالي نجدد عملاً ضعيفاً لمحتوى المعلومات الخاص باستقرار توزيع الأرباح. كما تشير نتائج الدراسة أيضاً إلى أن إعلانات النقصان في توزيعات الأرباح ليس لديها تأثير على رد فعل السوق المالي، والتي يمكن أن يرجع السبب في ذلك، إلى أن أحداث الانخفاض في التوزيعات كانت منحصرة خلال سنتي 2010 و 2011 ونظراً لكون هذه الفترة جاءت بعد الخروج من الأزمة مباشرة فمن الممكن أن يكون المستثمر الفرنسي متوقع لهذه الانخفاضات لذلك لا يوجد أي ردة فعل.

أما نتائج الانحدار تسمح لنا بقبول فرضية أن تغيرات توزيعات الأرباح ترتبط بتفاعل السوق التالي في نفس الاتجاه لجميع الأنواع المختلفة من إعلانات تغيير الأرباح، لذلك نجد دعماً قوياً لفرضية إشارات توزيعات الأرباح، كذلك تشير النتائج المتحصلة عليها والمتعلقة بأثر الإعلان

عن التغير في التوزيعات حسب حالة السوق المالي، بأن هناك عوائد غير عادية ذات دلالة إحصائية في حالة السوق النازل بالنسبة للزيادة في التوزيعات، وهذا يشير إلى أنه عندما تقوم الشركات بزيادة توزيعات الأرباح عندما يكون أداء السوق سيئاً، فإنها إشارة أوضح بأنها لا تعاني من مشاكل. كما لم لا تقدم النتائج أي دليل على الاستجابات غير المتماثلة في الأسواق صعوداً ونزولاً، وتدعم نتائجنا منظور تسعير الأصول. وعليه، فإن نتائج الانحدار المتعلقة بحالة السوق المالي تدعم النتيجة الأخيرة، بالإضافة إلى أنه في حالة الانخفاض في التوزيعات المعلنة يكون الأثر أقوى في ظل السوق الصاعد من السوق النازل.

- ملاحق :

الجدول (1): توزيع الأحداث المدرسة لكل سنة

البيان	زيادة		الثبات		النقصان		الإجمالي
	النسبة %	التكرار	النسبة %	التكرار	النسبة %	التكرار	
2010	16	16.84	6	13.33	5	38.46	27
2011	13	13.68	7	15.55	6	46.15	26
2012	17	17.89	6	13.33	1	7.69	24
2013	14	14.73	10	22.22	1	7.69	25
2014	17	17.89	9	20	0	0	26
2015	18	18.94	7	15.55	0	0	25
المجموع	95	100	45	100	13	100	153

المصدر: من إعداد الباحثين بالاعتماد على بيانات الموقع الإلكتروني www.bnains.org وباستخدام Excel

الجدول (2): متوسط العوائد غير العادية التراكمية المحسوبة بطريقة CAPM

الزيادة	CAR-5,-2	CAR-2,+2	CAR-1,+1	CAR-5,+5	CAR+2,+5
-0.26288 (***0.07161)	1.349819 (*0.001)	1.436861 (*0.000)	0.969639 (***0.053)	-0.20434 (0.388)	
-0.358985302 (0.4098)	1.188389094 (***0.089)	1.076411333 (***0.082)	1.030687487 (0.191)	0.313261455 (0.431)	
-0.272841758 (0.566)	-0.353765777 (0.861)	-0.501762054 (0.801)	-1.465261043 (0.477)	-0.690657232 (0.223)	

المصدر: من إعداد الباحثين بالاعتماد على مخرجات الحزمة الإحصائية Minitab14.1

الجدول (3): متوسط العوائد غير العادية التراكمية المحسوبة بأسلوب التوقع من خلال الانحدار الخطي البسيط

الزيادة	CAR-5,-2	CAR-2,+2	CAR-1,+1	CAR-5,+5	CAR+2,+5
-0.32053 (0.2392)	1.309081 (*0.002)	1.405308 (*0.000)	0.735735 (0.154)	-0.34905 (0.167)	
-0.257306841 (0.406)	1.23208819 (***0.077)	1.126900239 (***0.067)	1.229667819 (***0.099)	0.360074421 (0.341)	
-0.099595225 (0.814)	-0.224918544 (0.914)	-0.453344043 (0.824)	-1.087189555 (0.616)	-0.534250287 (0.383)	

المصدر: من إعداد الباحثين بالاعتماد على مخرجات الحزمة الإحصائية Minitab14.1

الجدول (4): متوسط العوائد غير العادية التراكمية المحسوبة بأسلوب CAPM في ظل السوق الصاعد والنازل

الفرق بين السوقين	السوق النازل	السوق الصاعد	
1.171- (0.184)	2.308 (*0.010)	1.137 (*0.009)	زيادة
0.2234 (0.995)	0.9456 (0.376)	1.169 (0.126)	استقرار
0.83767 (0.848)	0.7810- (0.789)	0.05667 (0.590)	نقصان

المصدر: من إعداد الباحثين بالاعتماد على مخرجات الحزمة الإحصائية Minitab14.1

الجدول (5): متوسط العوائد غير العادية التراكمية المحسوبة بطريقة الانحدار في ظل السوق الصاعد والنازل

الفرق بين السوقين	السوق النازل	السوق الصاعد	
0.767- (0.211)	1.907 (*0.001)	1.140 (*0.009)	زيادة
0.734- (0.737)	2.034 (*0.024)	1.300 (*0.093)	استقرار
0.5427 (0.810)	0.2779- (0.343)	0.2648 (0.590)	نقصان

المصدر: من إعداد الباحثين بالاعتماد على مخرجات الحزمة الإحصائية Minitab14.1

الجدول (6): نتائج أسلوب CAPM لأثر حالة قيم التوزيعات المعلن عنها على السوق المالي باستخدام نماذج تحليل بيانات البانل

Coefficient	Pooled OLS	FEM	REM
C	0.640893)0.0071(*	1.218071 (*0.0008)	1.222867 (*0.0004)
INCH	56.43667 (*0.0016)	8.363786 (0.7160)	9.393206 (0.5016)
DECH	97.33510 (*0.0000)	31.13129 (0.5414)	34.26109 0.2987
N	153	153	153
Adjusted R ²	0.150169 (*0.0000)	0.139298 (*0.006911)	-0.004638 (0.566083)
Hausman test	0.9874		
Breush Pagan LM	0.8004		

المصدر: من إعداد الباحثين بالاعتماد على مخرجات الحزمة الإحصائية Eviews10

الجدول (7): نتائج نماذج تحليل بيانات البانل للعوائد المحسوبة بأسلوب OLS

Coefficient	Pooled OLS	FEM	REM
C	0.581196 (*0.00106)	1.204028 (*0.0007)	1.207086 (*0.0005)
INCH	60.86137 (*0.0002)	12.15827 (0.5997)	13.26413 (0.952203)
DECH	90.00104 (*0.0000)	26.53433 (0.6016)	29.39907 (0.860093)
N	153	153	153
Adjusted R ²	0.175720 (*0.0000)	0.135793 (*0.008068)	-0.005336 (0.606705)
Hausman test	0.9878		
Breush Pagan LM	0.7534		

المصدر: من إعداد الباحثين بالاعتماد على مخرجات الحزمة الإحصائية Eviews10

الجدول (8) نتائج أسلوب CAPM لأثر حالة قيم التوزيعات المعلن وحالة السوق (صاعد أو نازل) على السوق المالي ب استخدام تحليل بيانات البانل

Coefficient	Pooled OLS	FEM	REM
C	0.633263 (*0.0000)	1.235041 (*0.0000)	1.241033 (*0.0002)
INMINCH	10.72087 (0.6097)	9.277052 (0.7197)	-5.335128 (0.7290)
DEMINCH	62.47053 (*0.0000)	9.249555 (0.6271)	19.45909 (0.3399)
INMDECH	125.2508 (*0.0000)	92.97686 (*0.0000)	106.0965 (*0.0000)
DEMDECH	95.99597 (*0.0000)	24.24792 (0.6004)	17.71626 (0.7341)
N	153	153	153
Adjusted R²	0.152889 (*0.0000)	0.012284 (0.787097)	-0.009059 (0.678923)
Hausman test	1.0000		
Breush Pagan LM	0.8002		

المصدر: من إعداد الباحثين بالاعتماد على الحزمة الإحصائية Eviews10

الجدول (9): نتائج أسلوب OLS لأثر حالة قيم التوزيعات المعلن وحالة السوق (صاعد أو نازل) على السوق المالي باستخدام تحليل بيانات البانل

Coefficient	Pooled OLS	FEM	REM
C	0.581262 (*0.0000)	1.230398 (*0.0002)	1.223714 (*0.0003)
INMINCH	20.13278 (0.4003)	-17.33729 (0.3486)	1.134820 (0.9445)
DEMINCH	64.40772 (*0.0000)	33.72097 (0.2793)	21.56388 (0.3038)
INMDECH	125.9249 (*0.0000)	117.7335 (*0.0002)	102.0604 (*0.0000)
DEMDECH	88.75036 (*0.0000)	2.465543 (0.9748)	12.80765 (0.8107)
N	153	153	153
Adjusted R²	0.174426 (*0.0000)	0.136564 (*0.009172)	-0.010122 (0.714543)
Hausman test	1.0000		
Breush Pagan LM	0.7621		

المصدر: من إعداد الباحثين بالاعتماد على مخرجات الحزمة الإحصائية Eviews10

- ¹Nissim, Doron, and Amir Ziv., Dividend changes and future profitability, The Journal of Finance, V
- ²Abeyratna Gunasekarage and David M. Power (June 2002), The post-announcement performance of dividend-changing companies: The dividend-signalling hypothesis revisited, Accounting and Finance, Volume42, Issue2, P 1.
- ³Henryk Gurgul, Roland Mestel and Christoph Schleicher, Stock Market Reactions to Dividend Announcements: Empirical Evidence from the Austrian Stock Market, FINANCIAL MARKETS AND PORTFOLIO MANAGEMENT(2003), Volume 17, Number 3, , pp 332-350.
- ⁴Thanwarat Suwanna (2012), Impacts of Dividend Announcement on Stock Return, The 2012 International (Spring) Conference on Asia Pacific Business Innovation and Technology Management, Procedia – Social and Behavioral Sciences 40, Published by ELSEVIER Ltd, , p 1.
- ⁵Yaovi Sélom ABETONYO (10-12 juin 2015), Les réactions du marché boursier français aux annonces de variations des dividendes en temps de crise: une analyse comparative par rapport à la crise financière de 2007-2009, Centre de Recherche en Economie et Management (CREM) – CNRS, Université de Rennes 1, Congrès IAE France, France, p1
- ⁶Mrzygłód Urszula and Nowak Sabina(2017), Market reactions to dividends announcements and payouts. Empirical evidence from the Warsaw Stock Exchange, Contemporary Economics, vol 11, issue 2, Warsaw, p p187-204.
- ⁷Gongmeng Chen, Michael Firth and Ning Gao(2002), The Information Content of Concurrently Announced Earnings, Cash Dividends, and Stock Dividends: An Investigation of the Chinese Stock Market, Journal of International Financial Management & Accounting, Vol13, no. 2, p 1.
- ⁸Vieira Elisabete Fátima Simões(2005), signalling with dividends? new evidence from Europe, Instituto Superior de Ciências do Trabalho e da Empresa (ISCTE), PhD Thesis, <https://repositorio.iscteuiul.pt/bitstream/10071/609/1/Thesis.pdf>, consulter le 19-08-2017, pp177-178.
- ⁹Ijaz Ali, Noor Muhammad & Ali Gohar(2017), Do Firms Use Dividend Changes to Signal Future Earnings? An Investigation Based on Market Rationality, International Journal of Economics and Finance, Published by Canadian Center of Science and Education, Vol. 9, No. 4, p 1.
- ¹⁰Kathleen Fuller & Michael Goldstein(2003), Dividend Policy and Market Movements, <http://faculty.babson.edu/goldstein/research/divpapkfmng.pdf>, p 1.
- ¹¹Diane Scott Docking et Paul D. Koch(2005), Sensitivity of Investor Reaction to Market Direction and Volatility: The Case of Dividend Change Announcements, Journal of Financial Research, p1.
- ¹²Vieira Elisabete Fátima Simões, op.cit, pp 151-152.

* نستنتج الشركات المالية لتكون متنسقة مع الدراسات الأخرى التي تم إجراؤها في هذا الموضوع، مثل الدراسات التي أجريت في دراسات (2002).
 ** تقلص حجم العينة بعد إلغاء الشركات التي لم تقم بالتوزيع والتي تمثل 12 حالة. بالنسبة إلى دراسة الشركات التي امتنعت عن التوزيع فهناك دراسات تدرس هذا النوع من الإعلان، انظر على سبيل المثال دراسة:

-Roni Michaely, Richard H. Thaler and Kent L. Jirassakuldech (1995), Womack, Price Reactions to Dividend Initiations and Omissions: Overreaction or Drift?, The Journal of Finance, Vol. 50, No. 2, Published by: Wiley for the American Finance Association, USA.

¹³Vieira Elisabete Fátima Simões, op.cit, p112.

*** باعتبار أن المؤشر CAC40 يتم تعديله كل 3 أشهر، فقد طرأت مجموعة تغيرات في العينة على امتداد فترة الدراسة، لذا تم التركيز على الشركات المدرجة في المؤشر خلال فترة الدراسة مما قلص حجم العينة، بحيث تم اختيار المؤسسات التي تكون مدرجة في المؤشر في سنة معينة، وإلغائها في حالة خروجها من المؤشر لأنها لا تعكس تطور المؤشر خلال تلك الفترة، باعتبار أن هناك المحافظ الاستثمارية التي تتبع تطور المؤشر.

**** في الواقع، أظهرت دراسة (Dhillon, Raman and Ramírez (2003) أن نموذج توقعات توزيعات الأرباح البسيط ليس أفضل نموذج لتحديد توزيعات الأرباح غير المتوقعة. وبدلاً من ذلك، يقترحون استخدام توقعات المحللين في توزيعات الأرباح. إلا أنه ليس لدينا إمكانية الوصول إلى هذه المعلومات.

**** تحدد عملية توزيع الأرباح لتكون مارتينغال martingale، مع وجود خلفية في الإحجام عن تغيير توزيعات الأرباح، والذي يفترض أن المديرين لا يرغبون في تغيير توزيعات الأرباح إلا إذا توقعوا تغييرات جوهرية في الوضع الاقتصادي المستقبلي لشركتهم.

***** اعتمادنا على CAR لمدة 3 أيام، من تاريخ الإعلان عن توزيعات الأرباح، والذي قد يكون قد نشر في اليوم السابق عبر الصحافة المالية قبل الإعلان الرسمي (يوم $t = -1$)، كما يسمح اليوم التالي للسوق باستيعاب رد فعلها للإعلان (اليوم $t = +1$). وهو ما اعتمد عليه من قبل Brown and Warner (1985)، والذي يعتبر أن إطالة نافذة الحدث تؤدي إلى انخفاض الدلالة الإحصائية للنتائج.

***** ينبغي أن يستجيب السوق بشكل مماثل للزيادات في توزيعات الأرباح سواء في الأسواق الصاعدة أو النازلة، وليس من المرجح أن يكون لتغير توزيعات الأرباح تأثير ضئيل من منظور تسعير الأصول بغض النظر عن الحالة العامة للسوق وذلك وفقاً لدراسة Goldstein & Fulter (2003).

***** يتوقع المستثمرون في الأسواق النازلة انخفاض أرباحهم المستقبلية، بينما توقعاتهم في ظل السوق الصاعد تكون إيجابية. ولذلك، فإن زيادة توزيعات الأرباح في الأسواق النازلة تعطي إشارة أقوى حول المستقبل من الزيادات في حالة السوق الصاعد. وبالمثل، فإن عدم تغيير توزيعات الأرباح خلال السوق الصاعد قد لا يوفر سوى القليل من المعلومات الإضافية للمستثمرين. ومع ذلك، في السوق الهبوطي، والذي يفترض أن يكون المستثمرون أكثر تشاؤماً حول التوقعات الاقتصادية العامة، فإن الاستقرار في التوزيعات يوفر للمستثمرين إشارة مطمئنة إلى أن الشركة لا تواجه مشاكل. وأخيراً، فإن الانخفاض في توزيعات الأرباح في السوق النازل والذي قد يكون متوقعا من قبل المستثمرين وبالتالي ينقل معلومات أقل من تلك التي تقوم بها الشركات عندما تخفض توزيعاتها في السوق الصاعدة. نقلاً عن Goldstein & Fulter (2003).

¹⁴Kathleen Fuller & Michael Goldstein (2003), Dividend Policy and Market Movements, University of Georgia working paper, <http://faculty.babson.edu/goldstein/research/divpapkfmng.pdf>, p19

كيفية الاستشهاد بهذا المقال حسب أسلوب APA :

بديدة حورية، لعروسي العربي (2018)، رد فعل السوق المالي تجاه إعلانات التغير في توزيعات الأرباح النقدية: حالة السوق المالي الفرنسي للفترة الممتدة

(2010 - 2015)، مجلة الباحث، المجلد 18 (العدد 01)، الجزائر: جامعة قاصدي مرباح ورقلة، ص.ص 507-519.