

جامعة غرداية
كلية العلوم الاقتصادية، التجارية وعلوم التسيير
قسم العلوم الاقتصادية



مذكرة مقدمة لاستكمال متطلبات شهادة ماستر أكاديمي
الميدان: العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير
الشعبة: علوم اقتصادية
تخصص: اقتصاد نقدي و بنكي
بعنوان:

تأثير سياسة توزيع الأرباح على الأداء المالي للمؤسسات الاقتصادية
دراسة عينة من المؤسسات المدرجة في بورصة قطر خلال الفترة الممتدة من 2023/2014

- تحت إشراف:
- أ.د حميدات عمر

من إعداد:
- بيشي عمر
- علماوي أسماء

السنة الجامعية: 2024/2023

بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ
الْحَمْدُ لِلَّهِ الَّذِي
خَلَقَ السَّمَوَاتِ وَالْأَرْضَ
وَالَّذِي جَعَلَ الْمَوْتَ
وَالْحَيَاةَ وَالَّذِي
يُعِيدُ النَّاسَ
وَالَّذِي يُعَلِّمُ
بِالْقُرْآنِ وَالَّذِي
يُعَلِّمُ بِالْقُرْآنِ
وَالَّذِي يُعَلِّمُ
بِالْقُرْآنِ

جامعة غرداية
كلية العلوم الاقتصادية، التجارية وعلوم التسيير
قسم العلوم الاقتصادية



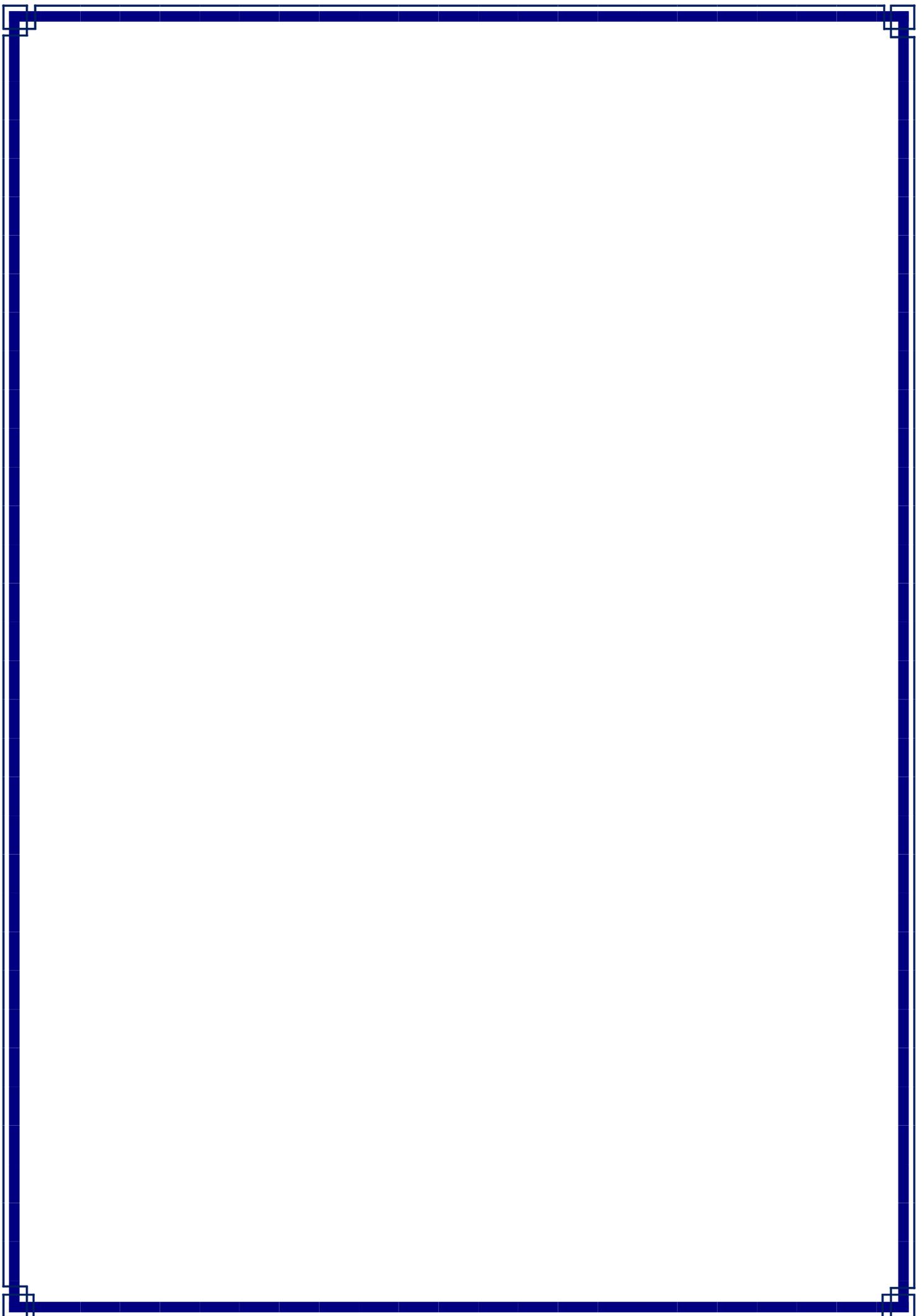
مذكرة مقدمة لاستكمال متطلبات شهادة ماستر أكاديمي
الميدان: العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير
الشعبة: علوم اقتصادية
تخصص: نقدي و بنكي
بعنوان:

تأثير سياسة توزيع الأرباح على الأداء المالي للمؤسسات الاقتصادية
دراسة عينة من المؤسسات المدرجة في بورصة قطر خلال الفترة الممتدة من 2023/2014

- تحت إشراف:
- أ.د حميدات عمر

من إعداد:
- بيشي عمر
- علماوي أسماء

السنة الجامعية: 2024/2023



الإهداء

حارت الكلمات منا و اغرورقت عينا القلم فسالت قطرات الحبر خجلا مما نقول كيف لا و من

نتشرف بذكر أسمائهم هم سبب وجودنا و نبع روحنا و نور درينا

أتقدم بأسمى عبارات الشكر و التقدير و الامتنان بعد الله سبحانه و تعالى إلى: الوالدين العزيزين

أمي و أبي سراج حياتي .

إلى زوجتي و أبنائي رفقاء دربي.

إلى إخوتي و أخواتي و أبنائهم كل باسمه .

إلى كل عائلتي من قريب أو بعيد.

و أخص بالذكر من شجعتني على المضي قدما أختي التي لم تلدها أمي و ابنتها حميدة يحي.

و إلى من شاركتني هذا العمل السيدة علماوي أسماء و فقها الله و سدّد خطاها و أبقى عليها ستره

الجميل .

إلى كل من حثني و شجعتني على هذا المسار.

شكرا لأننا منكم و أنتم منا.

بيشي عمر

الإهداء

الحمد لله الذي بنعمته تتم الصالحات و بفضلله و يمنه تنتزل البركات

اهدي ثمرة مجهوداتي إلى والدي العزيز و أمي الغالية حفظهما الله عز وجل

كما اهدي تعبتي و عملي إلى أخواني و إخوتي متمنية لهم التوفيق في حياتهم المستقبلية

إليك يا من تقاسمت معي هذا العمل ببشئ عمر وفقك الله و أتمنى لك السداد في حياتك

المستقبلية

إلى صديقاتي الوفيات المخلصات .

علماوي أسماء

شكر وعرّفان

عندما تجثوا على ركبتك تعباً و تثن عضلاتك وهنا تنتظر من يلبي حاجتك الملحة في النهوض
قدما .

في هذا المقام يسعدني أن أقوم بتقديم شكري إلى أطراف فاعلة ساهمت في وصولنا إلى هذه
النقطة

أولا على الصعيد العائلي الأخ الأستاذ الدكتور بيّشي إسماعيل و الزوجة الفاضلة

ثانيا على الصعيد الخارجي الأستاذ الدكتور حميدات عمر

كما لا أنسى طرفا آخر و هو فعال موظفو المكتبة و الذين لهم فضل في تسهيل وصولنا إلى هذا
العمل.

فشكرا لكل من ساهم في نجاح هذا العمل من قريب أو بعيد

بيّشي عمر

نشكر المولى عز وجل لتوفيقه لنا في إنجاز عملنا.

كما نتقدم بالشكر الجزيل و العرفان إلى الأستاذ الدكتور حميدات عمر

كما نتقدم بالشكر إلى أعضاء لجنة المناقشة

و نخص بالشكر إلى كل من ساندنا في هذا العمل عائلتنا ،أصدقائنا

علماي أسماء

* الحمد لله رب العالمين *

المخلص:

تهدف هذه الدراسة إلى معرفة مدى تأثير سياسة توزيع الأرباح على الأداء المالي لعينة من المؤسسات المدرجة في بورصة قطر ، حيث شملت العينة 08 مؤسسات مدرجة في بورصة قطر في مختلف القطاعات ، خلال الفترة الممتدة 2023/2014 ، ومن اجل معالجة هذه الدراسة واختبار الفرضيات تم الاعتماد على المنهج الوصفي للتعريف بمتغيرات الدراسة في الجانب النظري وكذا الاستعانة بنماذج "panel" وبرنامج المعالجة الإحصائي EVIEWS10 .

وقد توصلت الدراسة إلى أن نصيب السهم من الأرباح الموزعة له تأثير كبير ودال إحصائيا على الأداء المالي مقارنة مع المؤشرات الأخرى المتمثلة في الأرباح المحتجزة والموزعة أي انه لا يوجد تأثير لسياسة توزيع الأرباح على الأداء المالي في المؤسسات المدرجة في بورصة قطر خلال فترة الدراسة .

الكلمات المفتاح: أداء مالي، أرباح موزعة، أرباح محتجزة، بورصة قطر ، Panel data .

Abstract

This study aims to determine the extent of the impact of the dividend policy on the financial performance of a sample of institutions listed on the Qatar Stock Exchange. The sample included 08 institutions listed on the Qatar Stock Exchange in various sectors, during the period extending from 2014/2023. In order to address this study and test the hypotheses, the The descriptive approach is used to introduce the variables of the study from the theoretical aspect, as well as the use of "panel" models and the statistical processing program EVIEWS10.

The study found that the share of distributed profits has a significant and statistically significant impact on financial performance compared to other indicators represented in retained and distributed profits in institutions listed on the Qatar Stock Exchange.

Keywords: financial performance, distributed profits, retained earnings, Qatar Stock Exchange, data panel.

[قائمة المحتويات]

أ-ز	المقدمة
02	الفصل الأول: أساسيات حول توزيع الأرباح و الأداء المالي للمؤسسة
02	تمهيد
03	المبحث الأول : الإطار النظري لسياسة توزيع الأرباح و الأداء المالي لمؤسسة
03	المطلب الأول : الإطار المفاهيمي لسياسة توزيع الأرباح
22	المطلب الثاني : الإطار المفاهيمي للأداء المالي
36	المطلب الثالث : العلاقة بين سياسة توزيع الأرباح و الأداء المالي
40	المبحث الثاني : تحليل الدراسات السابقة
40	المطلب الأول : الدراسات الوطنية
43	المطلب الثاني : الدراسات الأجنبية
45	المطلب الثالث : مقارنة الدراسة مع الدراسات السابقة
53	الفصل الثاني : الدراسة التطبيقية لتأثير سياسة توزيع الأرباح على الأداء المالي
53	المبحث الأول : الطريقة و الأدوات المستعملة في الدراسة
53	المطلب الأول : الطريقة المعتمدة في الدراسة
56	المطلب الثاني : أداء السوق المالي و المؤسسات المدرجة في بورصة قطر
60	المبحث الثاني : تقديم نتائج الدراسة و عرضها
60	المطلب الأول : ماهية البانل
66	المطلب الثاني : عرض متغيرات الدراسة
69	المطلب الثالث : عرض نتائج الدراسة

[قائمة المحتويات]

91	خلاصة الفصل :
93	خاتمة :

[قائمة الجداول والأشكال]

رقم الصفحة	عنوان الجدول	الرقم
13	تحليل سياسة توزيع الأرباح	(1-1)
40	مقارنة الدراسات الوطنية	(1-2)
43	مقارنة الدراسات الأجنبية	(1-3)
56	الأداء السنوي للتداول في السوق المالي القطري 2023-1997	(2-1)
58	الشركات المدرجة في بورصة قطر إلى غاية سنة 2023	(2-2)
68	مؤسسات عينة الدراسة المدرجة في بورصة قطر	(2-3)
69	الإحصاء الوصفي لمتغيرات الدراسة للفترة 2023-2014	(2-4)
70	متوسط متغيرات الدراسة للفترة 2023-2014	(2-5)
72	مصفوفة معاملات الارتباط لمتغيرات الدراسة للفترة 2023-2014	(2-6)
74	نتائج تقدير نماذج بيانات السلاسل المقطعية للمتغير العائد على الأصول ROA للفترة الممتدة 2023-2014	(2-7)
78	نتائج اختبار لاغرانج (LM)	(2-8)
79	نتائج اختبار هوسمان	(2-9)
80	دراسة علاقة التكامل المتزامن بين متغيرات الدراسة من خلال اختبار بيدروني	(2-10)
81	دراسة علاقة التكامل المتزامن بين متغيرات الدراسة من خلال اختبار كأو	(2-11)

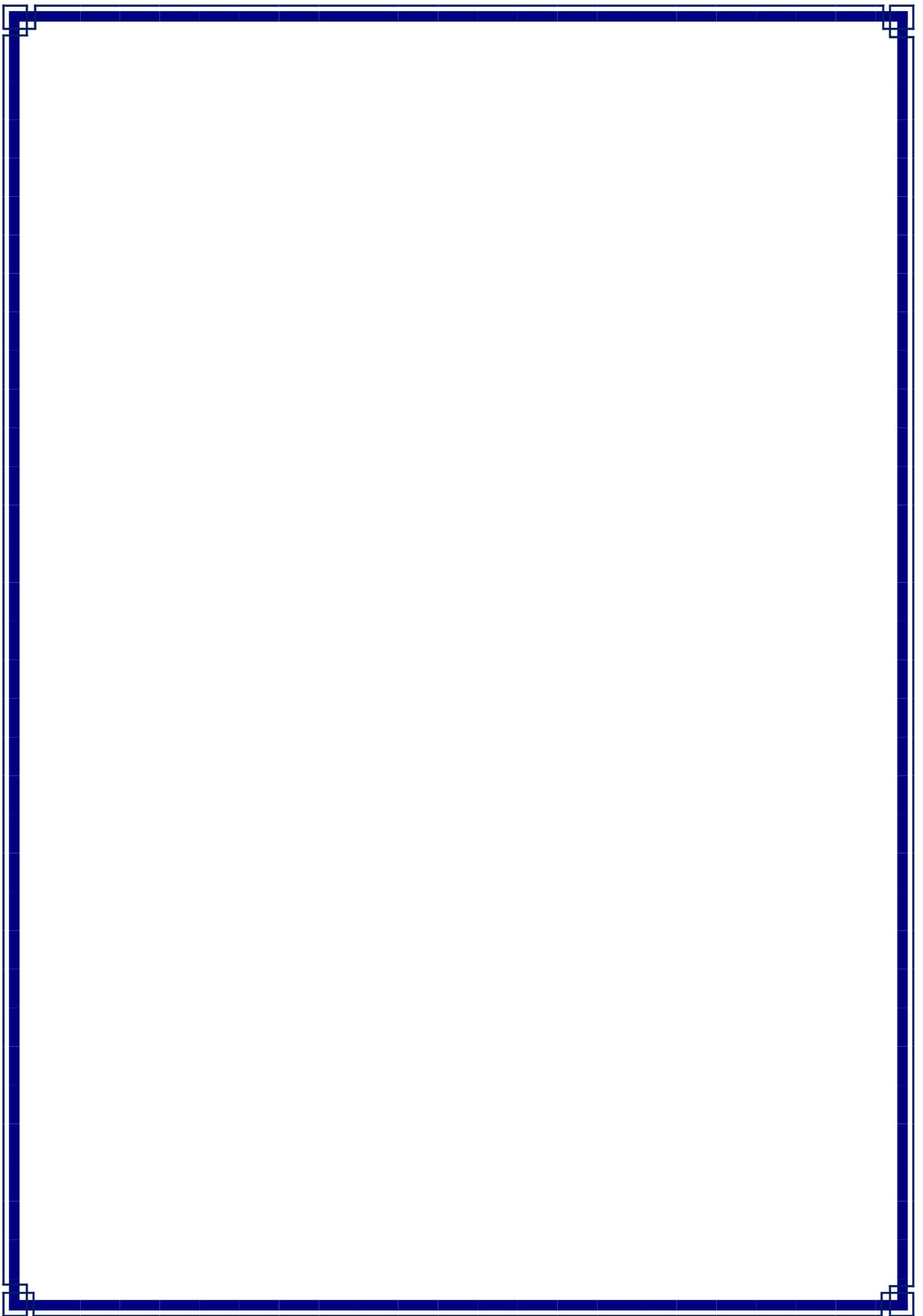
[قائمة الجداول والأشكال]

رقم الصفحة	عنوان الشكل	الرقم
66	متغيرات الدراسة المستقلة و التابعة	(2-1)
71	متوسط متغيرات الدراسة	(2-2)

[الرموز والاختصارات]

الرمز / الاختصار	المعنى
ROA	العائد على الأصول
ROE	العائد على حقوق الملكية
DPS	نسبة الأرباح الموزعة
RE	نسبة الأرباح المحتجزة
DPA	نصيب السهم من التوزيعات
ROI	العائد على الاستثمار
CMPC	تكلفة رأس المال
CI	رأس المال
TN	الخزينة
EVA	القيمة الاقتصادية المضافة
BE	القيمة الدفترية لإجمالي حقوق الملكية
MVA	القيمة السوقية
MEV	القيمة السوقية لحقوق الملكية
PRM	نموذج الانحدار التجميعي
REM	نموذج التأثيرات العشوائية
FEM	نموذج التأثيرات الثابتة
NIM	نسبة هامش الربح

مقدمة



[مقدمة]

أ. توطئة:

تعد سياسة توزيع الأرباح من القرارات الهامة لإدارة المؤسسة بغض النظر عن طبيعة المؤسسة ، و حجمها ومجال النشاط الذي تمارسه ، و هو ما يضع تعظيمها للريح احد أهم الأهداف الرئيسية ضمن إستراتيجيتها إلى جانب الثروة ، و من اجل ضمان الوصول إلى هذه الأهداف ، يجب عليها اختيار سياسة مثلى لتوزيع الأرباح ، و التي يجب أن تكون في ضوء أهداف المؤسسة على المديين المتوسط و الطويل ، فتوقع المؤسسة لتحقيق عوائد عالية حافز مهم لتحديد مقدار التوزيعات على الملاك ، و من ثم تحديد مقدار الأرباح التي يتم احتجازها داخل المؤسسة باعتبارها احد المصادر الداخلية و الرئيسية للتمويل ، كما أن لسياسة توزيع الأرباح أهمية كبيرة في مجال الإدارة المالية التي بدورها لها تأثير كبير على الأداء المالي للمؤسسة ، و هي عبارة عن اللوائح و الإرشادات التي تستخدمها المؤسسة لتحديد ما إذا كانت ستقوم بتوزيع الأرباح على المساهمين أو الاحتفاظ بجزء منها كأرباح محتجزة لإعادة استثمارها من اجل تحقيق أرباح إضافية أي أن السياسة التي تتبعها المؤسسة بشأن الأرباح المحققة ستؤثر على أدائها المالي .

لذا فإن سياسة توزيع الأرباح على المساهمين تستوجب على المؤسسات وخصوصا المدرجة في السوق المالي ، أن تعلنها و تقوم بتحديدتها و ذلك لعلاقتها بالمساهمين ، و أثرها الفعال على سعر السهم السوقي ، و ينظر إلى قرار التوزيعات باعتباره المكون الأساسي لسياسة المؤسسة و احد أهم القضايا في الأدب المحاسبي ، و التي مازالت تخضع للكثير من الجدل في مجال التمويل و تعتبر مكافأة للمساهمين عن استثمارهم في المؤسسة ، و تحملهم للمخاطر ، و تعتبر بورصة قطر من أهم البورصات العربية في الشرق الأوسط ، و شمال إفريقيا لما تتميز به من رسملة بورصية ، و حجم تداول مرتفع ، إضافة إلى التطور الملاحظ في شأنها ، حيث تولي المؤسسات المدرجة فيها أهمية بالغة لسياسة توزيع الأرباح ، و من هنا نقوم بطرح الإشكالية التالية :

ب. الإشكالية:

كيف تؤثر سياسة توزيع الأرباح على الأداء المالي للمؤسسات المدرجة في بورصة قطر في الفترة الممتدة من 2014 إلى 2023 ؟

[مقدمة]

ت. الأسئلة الفرعية:

و على ضوء الإشكالية سابقة الذكر نطرح الأسئلة الفرعية التالية:

- ما المقصود بسياسة توزيع الأرباح والأداء المالي في المؤسسة الاقتصادية ؟
- ما مدى تأثير الأرباح المحتجزة للعائد على الأصول في المؤسسات المدرجة في بورصة قطر خلال فترة الدراسة ؟
- ما مدى تأثير الأرباح الموزعة للعائد على الأصول في المؤسسات المدرجة في بورصة قطر خلال فترة الدراسة ؟
- ما مدى تأثير نصيب السهم من الأرباح الموزعة للعائد على الأصول في المؤسسات المدرجة في بورصة قطر خلال فترة الدراسة ؟

ث. الفرضيات :

- تعتبر سياسة توزيع الأرباح قرار يحدد مصير الأرباح قد تكون محتجزة أو موزعة و نصيب السهم منها لدى المؤسسات الاقتصادية؛
- يشير الأداء المالي إلى التزام المؤسسات الاقتصادية بالوفاء المالي وخلق قيمة للمساهمين من خلال زيادة سعر السهم أو توزيع الأرباح؛
- يوجد اثر ذو دلالة إحصائية للأرباح المحتجزة على العائد على الأصول في المؤسسات المدرجة في بورصة قطر خلال فترة الدراسة؛
- يوجد اثر ذو دلالة إحصائية للأرباح الموزعة على العائد على الأصول في المؤسسات المدرجة في بورصة قطر خلال فترة الدراسة؛
- يوجد اثر ذو دلالة إحصائية لنصيب السهم من الأرباح الموزعة على العائد على الأصول في المؤسسات المدرجة في بورصة قطر خلال فترة الدراسة؛

ج. مبررات الدراسة

- من أهم مبررات الدراسة محاولة الاضطلاع و الفهم الأكثر للموضوع محل الدراسة المتمثلة في :
- جانب من جوانب بحثنا يعتبر مقياس ندرسه خلال السنة الدراسية حيث أثار فضولنا في التطلع عليه أكثر نظريا وتطبيقيا لإثراء معارفنا في هذا مجال؛

[مقدمة]

- اكتساب خبرة ولو بسيطة عند إسقاط الجانب النظري على الواقع الميداني ؛
- مساعدة الطلبة من بعدنا على الحصول على مراجع تتناسب مع تخصصهم وإثراء المكتبة بمثل هذه المواضيع

ح . أهداف الدراسة :

قمنا بإعداد هذه الدراسة من أجل تحقيق هدف رئيسي هو معرفة اثر سياسة توزيع الأرباح على الأداء المالي للمؤسسات المدرجة في بورصة قطر للفترة الممتدة 2014 إلى 2023.

- تقديم النظريات المفسرة لسياسة توزيع الأرباح و الأداء المالي؛
- التعرف على سياسة توزيع الأرباح التي تتبعها المؤسسة محل الدراسة و ذلك من خلال تحديد نسبة كل من الأرباح المحتجزة و الموزعة؛
- اختبار و قياس اثر سياسة توزيع الأرباح ممثلة في نسبة الأرباح الموزعة للسهم الواحد و الأرباح المحتجزة على الأداء المالي للمؤسسات الاقتصادية المدرجة في بورصة قطر؛
- إثراء البحث الأكاديمي في هذا الموضوع و تقديم معلومات علمية جديدة؛

خ. أهمية الدراسة :

تظهر أهمية الدراسة من أهمية الموضوع الذي تعالجه حيث تعد سياسة توزيع الأرباح من أهم القرارات الاستراتيجية التي تمارسها المؤسسة و يكون لها اثر كبير على الأداء المالي ، كما أنه لكونها تختبر و تقيس اثر سياسة توزيع الأرباح على الأداء المالي للمؤسسات المدرجة في بورصة قطر .

د . منهجية الدراسة و الأدوات المستعملة:

بناء على طبيعة الأشكال المطروح وبغية الوصول إلى الأهداف المرجوة في هذه الدراسة وقصد الإحاطة بجوانب الموضوع والتمكن منه حاولنا استخدام المناهج المعتمدة في الدراسات المالية والاقتصادية وعليه، اعتمدت الدراسة على المنهج الوصفي وأسلوب التحليلي في دراسة المشكلة من خلال المعلومات الثانوية والأولية، والتي تم الحصول عليها حيث تم جمع المعلومات الثانوية من مختلف المصادر العلمية المتاحة (كتب، مذكرات، مجلات علمية منشورات ومقالات، قوانين.....الخ) بالإضافة إلى شبكة الأنترنت والتي تمثل المصدر الجديد والمتجدد لمختلف البحوث والمصادر العلمية وسرعة البحث والتقليل من الجهد المبذول، وكذلك الدراسة القياسية التي كانت الأداة الأساسية لإسقاط الجانب

[مقدمة]

النظري على الواقع التطبيقي والميداني ، وإخضاع البيانات التي تم جمعها إلى التحليل الإحصائي بالاستعانة ببرنامج 10 eviews.

ذ. حدود الدراسة

- الحدود الزمنية : تم إجراء هذا البحث خلال الفترة الزمنية 2014-2023؛

- الحدود المكانية : تم إجراء الدراسة على بعض المؤسسات المدرجة في بورصة قطر ممثلة في

(08) مؤسسات في مختلف القطاعات؛

ر. صعوبات الدراسة:

- صعوبة الحصول على البيانات من موقع الأصلي للبورصة؛

- صعوبة ترجمة القوائم المالية للمؤسسات محل الدراسة؛

- يعد البائل من أهم البرامج و أصعبها في الاقتصاد القياسي مما تطلب منا الكثير من الوقت و الجهد في إجراء هذه الدراسة ؛

- صعوبة التعامل مع برنامج 10 eviews

ز. تقسيمات البحث :

لتغطية البحث من كل الجوانب قسمنا الموضوع إلى فصلين حيث يتضمن الفصل الأول الجانب النظري ، و الفصل الثاني الجانب التطبيقي القياسي ، حيث نتناول في الفصل الأول أساسيات حول توزيع الأرباح و مؤشرات الأداء المالي للمؤسسات و الذي بدوره ينقسم إلى مبحثين ، المبحث الأول الإطار النظري لسياسة توزيع الأرباح والأداء المالي للمؤسسات ، و المبحث الثاني تحليل الدراسات السابقة ، أما الفصل الثاني دراسة تحليلية و قياسية لسياسة توزيع الأرباح و الأداء المالي للمؤسسات المدرجة في بورصة قطر في الفترة من 2014 إلى 2023 و الذي ينقسم إلى مبحثين ، المبحث الأول الطريقة و الأدوات المستعملة في الدراسة ضمت عينة الدراسة المتمثلة في بورصة قطر و نبذة عنها و عن المؤسسات المدرجة بها والمبحث الثاني دراسة قياسية و تحليل النتائج .

الفصل الأول

أساسيات حول سياسة توزيع

الأرباح و الأداء المالي

للمؤسسة

تمهيد:

تعد سياسة توزيع الأرباح من أهم المواضيع ذات الأهمية الكبيرة في مجال الإدارة المالية التي لها تأثير كبير على الأداء المالي للمؤسسة ، و هي عبارة عن اللوائح و الإرشادات التي تستخدمها المؤسسة لتحديد ما إذا كانت ستقوم بتوزيع الأرباح على المساهمين أم الاحتفاظ بجزء منها كأرباح محتجزة لإعادة استثمارها من اجل تحقيق أرباح إضافية ، أي أن السياسة التي تتبعها المؤسسة بشأن الأرباح المحققة ستؤثر على أدائها المالي ، و عليه قمنا من خلال دراستنا إلى تقسيم هذا الفصل إلى مبحثين ، حيث احتوى كل مبحث على ثلاثة مطالب ، تطرقنا في المبحث الأول إلى الإطار النظري لسياسة توزيع الأرباح و الأداء المالي ، أما المبحث الثاني إلى تحليل الدراسات السابقة .

المبحث الأول: الإطار النظري لسياسة توزيع الأرباح و الأداء المالي

تحقق المؤسسة من نشاطها الاقتصادي أرباح في نهاية كل سنة مالية، يقوم المسير المالي بالمفاضلة بين توزيع هذه الأرباح على المساهمين و بين احتجازها بغرض إعادة استثمارها في مشاريع ذات جدوى اقتصادية. من خلال هذا المبحث سوف نسلط الضوء على بعض المفاهيم النظرية لسياسة توزيع الأرباح و الأداء المالي للمؤسسة.

المطلب الأول : الإطار المفاهيمي لسياسة توزيع الأرباح

تحقيق الأرباح هو الهدف الأساسي لأي مؤسسة لذلك تسعى لإيجاد سبل و طرق للوصول إلى هذه الغاية ، إلا أن التصرف في هذه الأرباح يختلف من مؤسسة إلى أخرى باختلاف نهجها و سياستها في توزيع الأرباح و عليه سوف نتطرق في هذا المطلب من خلال ثلاثة فروع و هي مفهوم و أنواع سياسة توزيع الأرباح إضافة إلى المحددات و العوامل المؤثرة فيها و كذا النظريات المفسرة لها

الفرع الأول: مفهوم و أنواع سياسة توزيع الأرباح

1. تعريف سياسة توزيع الأرباح:

تعرف بأنها مجموعة من الأدلة المرشدة التي تسترشد بها الإدارة المالية عند اتخاذ قرارات توزيع الأرباح ، و تقوم المؤسسات عموماً بوضع سياساتها بما يتلاءم مع أهداف تلك المؤسسات¹.

كما يمكن تعريفها بأنها : الحلقة المفقودة بين التوزيعات و النمو ، باعتبارها تؤثر في نفس الوقت على مستوى كل من التوزيعات و معدل النمو ، بحيث يعتبر النمو احد مكونات نموذج التوزيعات ، و بذلك ينظر إلى مسألة التوزيعات على أساس أنها اختيار بين توزيعات نقدية حالية و معدل نمو مستقبلي ، و تعني سياسة التوزيعات نسبة الربح الذي يتم توزيعه على المساهمين².

و يقصد كذلك بسياسة توزيع الأرباح معدل التدفق النقدي (و قد يكون غير نقدي) الذي يتلقاه المساهمون كمردود ملموس على استثماراتهم في أسهم المؤسسة التي يحملونها ، تمثل هذه الأرباح بالنسبة

¹ - اسعد حميد العلي ، الإدارة المالية . ط2 . دار وائل للنشر . عمان . 2012. ص 373

² - عبد الغفار حنفي . أساسيات التمويل و الإدارة المالية . الدار الجامعية الاسكندرية 2001 ص 230.

للمستثمرين دخلا جاريا ينتظره و يتوقعه العديد من المساهمين لينفقوه على استهلاكهم الجاري من السلع و الخدمات 1.

و تعرف أيضا السياسة المثلى لتوزيع الأرباح بأنها تلك السياسة التي تقوم بالموازنة بين التوزيعات الحالية و بين التوزيعات المستقبلية 2 .

2. أنواع توزيعات الأرباح 3:

تختلف سياسات التوزيع التي تتبعها المؤسسات ، فكل مؤسسة لها سياسة التوزيع التي تفضلها ، و لكن سياسة التوزيع التي تنتهجها أي مؤسسة لا تخرج في معظم الحالات عن الأنواع التالية :

➤ **سياسة التوزيع الثابتة:** تعتبر سياسة التوزيع الثابتة $Ratio\ Constant\ Payout$ من ناحية ابسط سياسات التوزيع بمجرد أن تختار المؤسسة نسبة التوزيع ، و من ناحية أخرى فإنه نظرا لأن المكاسب المتوقعة متقلبة فأن التوزيعات هي الأخرى ستكون متقلبة ، مما قد يؤثر على أسعار الأسهم .

➤ **سياسة التوزيع المستقرة :** تعني سياسة التوزيع المستقرة $Policy\ Stable\ Dividend$ اختيار نسبة توزيع محددة مسبقا. و تتميز سياسة التوزيع المستقرة بعدم الاتجاه نحو تخفيض التوزيعات حتى في أوقات الأزمات المالية أخذًا بقاعدة $The\ Annual\ Dividend\ Never\ Reduce$.

و تتجه المؤسسة نحو سياسة التوزيع المستقرة لعدة أسباب منها:

- يعتقد كثير من المديرين أن سياسات التوزيع المستقرة تؤدي إلى زيادة أسعار الأسهم.
- أن سياسة التوزيع المستقرة تعني تأكد المستثمرين بشأن التوقعات النقدية من التوزيعات ، أما سياسة التوزيع غير المستقرة (المتقلبة) $Fluctuating$ فتؤدي إلى عدم التأكد بشأن التدفقات النقدية من التوزيعات مما يؤدي إلى زيادة تكلفة الملكية و انخفاض أسعار الأسهم .

¹ - محمد زرقون . إثر الاكتتاب العام على سياسة توزيع الأرباح في المؤسسات الاقتصادية المسعرة في البورصة . مجلة الباحث . العدد 08 . جامعة ورقلة 2010 ص 85

² - عدنان تابه النعيمي . ارشد فؤاد التميمي . الإدارة المالية المتقدمة . دار البارودي عمان 2009 ص 458.

³ - عاطف جابر طه عبد الرحيم . أساسيات التمويل و الإدارة المالية . ط1 . 2010 . الدار الجامعية الإسكندرية سياسة توزيع الثابتة ص 397-

– لا تميل المؤسسات إلى تخفيض التوزيعات بسبب ما يعرف بفروض الإشارة أو ما يعرف بمضمون المعلومات Information Content(Signaling) Hypothesis ، و التي تعني أن المستثمرين ينظرون إلى التغيير الذي يحدث في التوزيعات على أنها إشارة Single أو علامة على تنبؤ الإدارة بالمكاسب في المستقبل ، فإذا خفضت الإدارة من التوزيعات فهي إشارة أو معلومات تدل على أن الإدارة تتنبأ بانخفاض المكاسب في المستقبل بانخفاض سعر السهم ، و العكس إذا زادت الإدارة من التوزيعات بنسبة غير متوقعة فهذه من وجهة نظر المستثمرين ، علامة أو إشارة أو معلومات تدل على أن الإدارة تتنبأ بمكاسب كبيرة ستحققها المؤسسة في المستقبل مما يزيد من سعر السهم في السوق .

➤ **سياسة التوزيع العادي زائد إضافة:** تقوم سياسة التوزيع العادي زائد إضافة Dividend Plus Extra Policy Regular على أساس توزيع الأرباح العادية التي توزعها المؤسسة عادة بالإضافة إلى توزيع أرباح إضافية في نهاية العام . وتعتبر هذه السياسة متوازنة بين سياسة التوزيع الثابتة و سياسة التوزيع المستقر، و تتناسب هذه السياسة المؤسسات التي تنقلب مكاسبها من عام إلى آخر، ففي الأعوام التي تزيد فيها المكاسب تدفع المؤسسة توزيعات إضافية إلى المساهمين.

الفرع الثاني : المحددات و العوامل المؤثرة في سياسة توزيع الأرباح

1- محددات طبيعة سياسة توزيع الأرباح:

(أ) سياسة توزيع الأرباح كقرار استثماري :

تهتم القرارات الاستثمارية باختيارات المؤسسة للمشاريع التي لا بد من إنجازها لضمان الاستمرارية و البقاء ، و يتكون قرار الاستثمار من كل القرارات التي لها تأثير فعلي على المدخلات المستقبلية للأموال و من وجهة نظر مالية يعني قرار الاستثمار التضحية بالسيولة الحالية في سبيل الحصول على إيرادات مستقبلية تفوق رأس مال المشروع الاستثماري¹.

¹ - عدنان فائزة . سياسة توزيع الأرباح و اثرها على القيمة السوقية لاسهم المؤسسات الاقتصادية المدرجة في البورصة . دراسة قياسية لاسهم

البنوك المدرجة في بورصة عمان 2005-2012 باستخدام نماذج بانل، مذكرة ماجستير علوم تسيير تخصص مالية مؤسسة . جامعة الجزائر 3 الجزائر 2016-2017 . ص 12- 13

تشير سياسة توزيع الأرباح إلى كونها قرارا استثماريا إذا ما اعتمدت القرارات الخاصة بها على النقدية الناتجة عن العمليات التشغيلية ، و قد يمتد آثار هذه القرارات على فرص الاستثمارات المتاحة للمؤسسة ، و من ثم فأن قرار توزيع الأرباح هنا قد يعكس مشكلة استثمارية يتحتم على المؤسسة اتخاذ قرار حاسم لمجابهتها و بالتالي فأن البحث عن حلول لسياسة توزيع الأرباح كمشكلة استثمارية قد يفرض على المؤسسة الانتظار حتى تقرر اختيار الفرص الاستثمارية المتاحة ، و استخدام ذلك الجزء المتبقي من النقدية الناتجة عن التشغيل في عملية توزيع الأرباح و ذلك بعد استيفاء كافة متطلبات الاستثمار في المؤسسة¹

ب) سياسة توزيع الأرباح كقرار تمويلي:

قد تلجا المؤسسة في بعض الحالات إلى الاعتماد على المصدر الخارجي في توزيعات الأرباح ، و ذلك لتجنب المشكلة الاستثمارية الناجمة عن استخدام النقدية المترتبة عن عمليات التشغيل الداخلية ، و في مثل هذا الموقف ، قد يعكس قرار توزيع الأرباح باستخدام الأموال الخارجية (القروض أو الأسهم الجديدة) مشكلة تمويلية ، خاصة ما إذا كان هذا يؤثر على هيكل التمويل المناسب في المؤسسة ، و هذا يعني بالدرجة الأولى أن الاتجاه نحو استخدام المصدر الخارجي لتميل عملية توزيع الأرباح لابد أن يتم تخطيطه في ضوء محددات الهيكل المناسب للتمويل.

أن الارتباط بين سياسة توزيع الأرباح و قرارات الاستثمار و التمويل توضح في العلاقة التالية:

توزيعات الأرباح = (النقدية الناتجة عن التشغيل + مصدر التمويل الخارجي) - الأموال المطلوبة للاستثمار

توضح هذه العلاقة أن عملية توزيع الأرباح في المؤسسة ماهي إلا محصلة للفرق بين ما هو متاح لهذه المؤسسة من نقدية (داخلية أو خارجية) و بين ما تحتاجه من أموال لعمليات الاستثمار ، و ذلك مع ملاحظة أنه إذا ما كانت النقدية الداخلية كافية لتغطية مطالب الاستثمار أو تزيد عنها ، فلا حاجة للتمويل الخارجي كمصدر و اتجاه لتمويل عملية التوزيع.

ج) سياسة توزيع الأرباح كقرار قائم بحد ذاته:

¹ - عدمان فائزة مرجع سبق ذكره ص12-13

تتأثر قيمة المؤسسة بثلاث أنواع من القرارات المالية و هي قرارات الاستثمار و التمويل و توزيع الأرباح، و يعتبر الكثير من الخبراء الماليين أن قرار توزيع الأرباح هو قرار قائم بحد ذاته مثله مثل باقي القرارات المالية الأخرى و له دور و أهمية في المؤسسة.

2- العوامل المؤثرة في سياسة توزيع الأرباح :

يوجد عدد من العوامل التي تؤثر على اختيار المؤسسة لسياسة معينة دون باقي سياسات التوزيع ، و مع ذلك من الصعب وضع إطار عام يمكن استخدامه لاختيار سياسة توزيع معينة. نتطرق فيما يلي إلى العوامل التي تؤثر في سياسة توزيع الأرباح الخارجية منها و الداخلية .

➤ العوامل الخارجية: تتمثل في

1- القيود القانونية:

تخضع المؤسسات لقوانين و أنظمة الدولة التي تعمل فيها ، مثل القانون التجاري ، قانون الشركات و قانون هيئة سوق الأوراق المالية و أنظمتها و تعليماتها ، و تختلف القواعد أو القيود القانونية التي تؤثر في سياسة توزيع الأرباح من بلد إلى آخر و من زمن إلى آخر و أهم هذه القيود هي :

• قيد إضعاف رأس المال:

هذه القاعدة تمنع توزيع أرباح من رأس المال القانوني للمؤسسة و الذي يقاس بالقيمة الاسمية للأسهم العادية و في بعض الدول يضاف إلى القيمة الاسمية للأسهم العادية علاوة إصدار الأسهم العادية.¹

• **قيد تكوين احتياطات :** يتوجب على المؤسسات تكوين احتياطات من الأرباح لتدعيم رأس المال و مقابلة احتياجات السيولة.²

• قيد صافي الأرباح:

حيث تقضي هذه القاعدة أنه لا ينبغي إجراء توزيع للأرباح ما لم تكن هذه الأرباح قد تحققت فعلا ، أي أن توزيع الأرباح يكون من الربح الصافي الحالي ، و من أرباح السنوات السابقة (أرباح محتجزة) و الهدف هو منع المساهمين من سحب استثماراتهم من رأس مال المؤسسة.¹

¹-ريد كامل آل شبيب - مقدمة في الإدارة المالية المعاصرة . ط1. دار الميسرة . الاردن . 2007 . ص 324

²- محمود صبح . الإدارة المالية طويلة الاجل . 3 قرارات محورية لتعظيم ثروة المساهمين . ط1 . البيان للنشر و التوزيع . القاهرة 2000 . ص 214

• قيد الإعسار المالي:

هذه القاعدة تعني عدم توافر نقد يمكن المؤسسة من دفع التزاماتها في مواعيدها ، و يقصد بها أيضا عدم كفاية الأصول لتغطية الخصوم و بالتالي امتناع المؤسسة عن إجراء التوزيعات و الغرض من هذه القيود هو عدم المساس برأس المال و الذي يعتبر بمثابة ضمان للدائنين باسترجاع أموالهم²

• قيد العقوبة الضريبية:

يفرض هذا القيد أنه إذا ثبت لمصلحة الضرائب أن نسبة التوزيعات منخفضة بشكل مريب أي بطريقة تستهدف مجرد تحويل التوزيعات إلى أرباح رأس مالية ، بما يعطي للمستثمرين فرصة لتأجيل دفع الضرائب المستحقة عليهم ، حيث تقوم مصلحة الضرائب بفرض ضريبة خاصة إضافية ، مثل هذا الإجراء من شأنه أن يحد من محاولات حملة الأسهم الأغنياء من التأثير على سياسة التوزيعات ، و ذلك بإعطاء أفضلية لاحتجاز الأرباح.³

2- القيود التعاقدية:

يقصد بالقيود التعاقدية أن الاتفاقيات و العقود المبرمة بين المؤسسة و الدائنين أو بينهما و بين أصحاب الأسهم الممتازة قد تتضمن بعض الشروط التي تحد من حرية تصرف المؤسسة لحماية الدائنين أو أصحاب الأسهم الممتازة ، فمثلا عادة ما تضع عقود القروض قيد بأن لا تتم توزيعات من أرباح سبق احتجازها قبل تاريخ إبرام العقد ، فالتوزيعات تكون فقط من الأرباح المتولدة بعد ذلك التاريخ كما قد ينص العقد على منع إجراء توزيعات ما لم تكن نسبة التداول و معدل تغطية الفوائد و رأس المال العامل أو أي مؤشرات أخرى عند مستوى معين ، و ذلك بهدف ضمان توفير موارد يسهل تحويلها إلى نقود لخدمة الدين ، كذلك قد يتضمن عقد إصدار الأسهم الممتازة قيد يقضي بعدم إجراء توزيعات على حملة الأسهم العادية ما لم يحصل حملة الأسهم الممتازة على التوزيعات المتجمعة لهم عن سنوات سابقة و هو ما يعرف بقيد الأسهم الممتازة .

3- الضرائب:

¹ - هاشم حسن حسين . العوامل المؤثرة على سياسة توزيع الأرباح في شركات المساهمة . مجلة كلية بغداد للعلوم الاقتصادية . العدد 17 . 2008 . ص 218

² - دريد آل شبيب مرجع سبق ذكره ص 324-339-340

³ - منير إبراهيم هندي . الفكر الحديث في مجال مصادر التمويل . منشأة المعارف . الاسكندرية مصر . 1998 ص 339

تأخذ المؤسسة في اعتبارها معدل الضريبة عند إقرارها لسياسة توزيع الأرباح ، و نميز هنا ثلاث أنواع للضرائب التي تؤثر على سياسة توزيع الأرباح كالتالي :

- الضرائب الشخصية:

يخضع المساهم لضريبة شخصية على الدخل الذي يحصل عليه سواء في شكل توزيعات للأرباح أو من المكاسب الرأسمالية التي تحقق من بيع أصول يحتفظ بها لفترة أطول من الزمن و بناء عليه لو أن معظم حملة أسهم المؤسسة من بين أولئك الذين تقع دخولهم الشخصية في شريحة ضريبة عالية ، فقد يكون من صالحهم إتباع المؤسسة لسياسة ضريبية يحتجز فيها أكبر قدر من الأرباح ، بشرط أن تكون لديها فرص استثمارية ملائمة توجه إليها الأرباح المحتجزة ، و ذلك حتى لا تثير الشك لدى مصلحة الضرائب أما إذا كان أغلبية المساهمين ممن تخضع دخولهم لشريحة ضريبة منخفضة ، حينئذ قد تكون سياسة التوزيع السخية هي المفضلة ، و تزداد المشكلة تعقيدا إذا ما حدث تفاوت بين المستثمرين في معدل الضريبة الشخصي على الدخل مما يؤدي إلى حدوث تباين في تأثير الضرائب الشخصية¹.

- الضريبة على المبالغة في حجز الأرباح:

يمكن للمؤسسة أن تقوم باحتجاز الأرباح المحققة دون إجراء توزيعات نقدية و في المقابل يحصل المستثمر (المساهم) على الدخل من خلال الأرباح الرأسمالية ، و تتحقق هذه العملية إذا استخدمت هذه الأموال في شراء الأصول الإنتاجية و لا تقتصر عملية الاحتجاز في شكل نقدي أو بدائل نقدية فقط (أسهم ، سندات ، أدوات الخزينة) حيث إذا تراكم لدى المؤسسة استثمارات شبه سائلة نتيجة حجز الأرباح ، و تجاوز هذا الحجز المستوى المقبول فقد تلجا بعض الأنظمة لفرض ضريبة إضافية على ذلك الجزء من التراكومات في هذه الأصول و المتجاوز للمستوى المقبول ، و على الرغم من أن هذا الإجراء غير مستحب تطبيقه إلا أنه أداة فعالة لعدم و لجوء المؤسسات لمثل هذا الأسلوب².

- الضرائب على أرباح المؤسسات:

¹ - منير ابراهيم هندي مرجع سبق ذكره ص 335-336

² - امجد إبراهيم البراجنة . اختبار العلاقة بين توزيع الارباح و كل من القيمة السوقية و الدفترية للاسهم المتداولة في سوق فلسطين للاوراق المالية . مذكرة ماجستير تخصص محاسبة و تمويل . قسم التجارة . الجامعة الاسلامية بغزة . فلسطين . 2009 ص 20-21

تشجع الميزة الضريبية للديون الناتجة عن خصم الفوائد من الوعاء الضريبي استخدام الديون في التمويل ، مما يعني أن المؤسسة مستعدة لاستخدام درجة ما من الرفع المالي لتمويل بعض استثماراتها عن طريق الديون ، و نتيجة لذلك فإنه في الجبل الطويل يمكن التوسع في استخدام التمويل بالديون ، مما يؤدي إلى ارتفاع نسبة الديون في الهيكل المالي مقارنة بالأموال الخاصة ، و تطبيق هذا الأسلوب في التمويل يعني مزيد من التدفق النقدي الخارج من المؤسسة في شكل فوائد بينما يتبقى الجزء الأقل لمقابلة التوزيعات النقدية.¹

4- الفرص الاستثمارية المتاحة²:

يظهر تأثير الفرص الاستثمارية المتاحة أمام المؤسسة على سياسة توزيع الأرباح ، كون المؤسسة إذا لم ترغب في استثمار أرباحها أو أنها لا ترغب في استهلاك ديونها (تخفيضها) فإنه يمكن توزيع هذه الأرباح نقدا ، أما إذا توفرت فرصة استثمارية مريحة ، فإنه يمكن استخدام هذه الأرباح في تمويلها هذا ما يترتب عليه عدم استقرار نصيب السهم من التوزيعات ، فمع بقاء العوامل الأخرى على حالها ، ينخفض حجم التوزيعات مع الزيادة في حجم الاستثمارات المتاحة ، و العكس صحيح .

يلاحظ أنه ليس من الشائع بالنسبة للمؤسسات النامية أو التي تنمو بسرعة و المتاح أمامها فرص استثمارية عالية العائد أن تتردد في استخدام الأرباح في تمويلها بحيث لا تجري توزيعات و إنما تفضل تمويل الاستثمارات من الأرباح (تمويل ذاتي) بدلا من توزيع الجانب الأكبر منها و اللجوء إلى التمويل الخارجي ، و يرجع ذلك لتفضيل المساهمين للأرباح الرأسمالية بدلا من توزيع الربح في الوقت الحاضر . عند محاولة قياس قدرة المؤسسة على دفع التوزيعات و تقييم نوعية مشاريعها الاستثمارية ، يمكن معرفة مدى إمكانية استمرار المؤسسة في تحويل الثروة إلى المساهمين من خلال سياسة التوزيع المنتهجة حاليا ، و ذلك أما برفع السيولة المحولة إلي المساهمين أو تخفيضها ، و يكون الفاصل في هذه الحالة ممثلا في التدفقات النقدية الحرة المتاحة للملاك إضافة إلى مدى توفر الفرص الاستثمارية لذا تصادفنا أربع سيناريوهات ممكنة نلخصها في المصفوفة الموالية:

الجدول رقم (01-01) : يمثل تحليل سياسة التوزيعات

¹- عبد الغفار حنفي و سمية زكي قرياقص . أساسيات التمويل و الإدارة المالية . الدار الجامعية . مصر . الاسكندرية . 2004. ص 403-404

²- منير ابراهيم هندي . الفكر الحديث في مجال مصادر التمويل . مرجع سبق ذكره ص 328

الفصل الأول: ——— أساسيات حول سياسة توزيع الأرباح و الأداء المالي للمؤسسة

	استثمارات سيئة	استثمارات حسنة
الثروة المحولة >FCFE	رفع التوزيعات و تخفيض الاستثمارات.	إعطاء مرونة لجمع السيولة.
الثروة المحولة <FCFE	تخفيض التوزيعات و الاستثمارات.	تخفيض التوزيعات و الاستثمار في مشاريع نوعية.

Source : Aswat DAMODARAN. Finance D`entreprise théorie et pratique . 2eme Edition de boeck .Bruxelles . 2006p 951.

فالمؤسسة عليها مراعاة كل التدفقات النقدية الحرة المتاحة للملاك إلى جانب الفرص الاستثمارية عند تقرير أنتهاج سياسة توزيعات معينة ، فتكلفة التمويل أو العائد لمطلوب من المستثمرين يجب أن يكون أقل من العائد المتوقع على الاستثمار ليتم احتجاز هذه الأرباح و إعادة استثمارها من قبل المؤسسة ، و كذا ضرورة العمل على تكوين خزينة مثالية للمؤسسة تحول دون تسجيل أي عجز على مستواها و تمكن من مواجهة التزاماتها ، ما ينعكس على قيمة سهم المؤسسة.

5- السياسات التي تتبعها المؤسسات المثيلة¹:

تحاول المؤسسة التعرف على نسبة التوزيعات التي تتبعها المؤسسات التي تنتمي إلى نفس القطاع أو المؤسسات التي تتمتع بنفس معدل النمو، و ذلك إتباع سياسة مماثلة لما هو سائد يمكن أن يكون مبررا لسياسة المؤسسة.

6- الوضع الاقتصادي العام²:

تعمل المؤسسة كمتعامل اقتصادي ضمن محيط اقتصادي تؤثر فيه و تتأثر به ، و منه فإذا كانت الظروف الاقتصادية العامة التي يمر بها البلد تتسم بالاستقرار و التقلبات لسريعة و المفاجئة فأن كل ذلك من شأنه أن يدفع المؤسسة إلى الاحتفاظ بجزء كبير من الأرباح لمواجهة أي مشكل يعترض تطورها مستقبلا .
كذلك في حالة الانكماش الاقتصادي مثلا فأن مستوى النشاط الاقتصادي سوف يكون ضعيفا و على المؤسسة أن تحتفظ بالجزء الأكبر من الأرباح و هذا من اجل المحافظة على السيولة المطلوبة ، و بالتالي

¹ - منير ابراهيم هندي مرجع سبق ذكره ص 337

² - عدمان فائزة مرجع سبق ذكره ص 29

انخفاض في الأرباح الموزعة ،و يرجع ذلك أساس إلى أنه في هذه الحالة يصبح معدل دوران الأصول المتداولة و خاصة المخزون منها بطيئا جدا مقارنة مع مواعيد استحقاق الديون قصيرة الأجل .

كما أن حالة الرواج الاقتصادي قد تؤثر على قرار المؤسسة في توزيع الأرباح حيث تجد نفسها مجبرة على الاحتفاظ بالقدر الأكبر من الأرباح و عدم توزيعها و ذلك لمقابلة متطلبات فرص الاستثمار المربحة التي يمكن أن تتاح لها و هو ما يعني زيادة قدرة التمويل الذاتي للمؤسسة .

و إذا أرادت المؤسسة أن تحافظ على سياسة توزيع أرباح مستقرة فعادة ما تقوم باستبقاء الأرباح في فترة الانتعاش و الرخاء الاقتصادي لتوزيعها في فترة الركود و الأزمات ، و بالتالي تحافظ على نفس الحجم و الأرباح الموزعة و هنا لكسب ثقة المساهمين .

كما أن للتضخم أثرا كبيرا و واسعا على سياسة توزيع الأرباح المتبعة من قبل المؤسسة ففي حالة ارتفاع معدل التضخم الذي يؤدي إلى ارتفاع تكلفة استبدال الأصول الثابتة و عدم كفاية اقتطاعات الإهلاك لهذه الأصول ،و بالتالي فن المؤسسة تلجا إلى احتجاز الأرباح في مثل هذه الحالات لتمويل استبدال هذه الأصول مما يؤدي إلى زيادة نسبة الأرباح المحتجزة و بالتالي انخفاض التوزيعات في فترات التضخم .

هذا بالإضافة إلى أن سوق رؤوس الأموال تتأثر هي الأخرى بالظروف الاقتصادية السائدة ، فإذا كانت هذه الظروف مستقرة و عادية فأن عملية الحصول على الأموال من مختلف المصادر تكون سهلة و بتكلفة اقل و عليه تقوم إدارة المؤسسة بتوزيع أرباح اكبر من اجل كسب ولاء و ثقة المساهمين الحاليين و محاولة إغراء و جلب مساهمين جدد ، لكن في الحالة العكسية و إذا كان هناك فتور في الأسواق المالية و كأن هناك أحجام و حذر كبير من طرف المستثمرين في اقتناء الأوراق المالية ، يتعين على المؤسسة استبقاء حجم كبير من الأرباح لمواجهة أي اضطرابات مستقبلية ، و هذا طبعا راجع لمحاولة المؤسسة لعدم اللجوء إلى الاقتراض و لكن تمويل احتياجاتها داخليا (الأرباح المحتجزة) لأن المؤسسات المقرضة في مثل هذه الحالات (حالة الأوضاع الاقتصادية السيئة و عدم الاستقرار) عادة ما تضع شروطا كبيرة

7- استطاعة المؤسسة الدخول إلى الأسواق المالية¹:

تعاني المؤسسات الصغيرة و الجديدة من استطاعة محدودة على الاقتراض و على التمويل بإصدار أسهم و السبب أن هذه المؤسسات لا تكون معروفة من قبل البنوك أو من قبل المستثمرين في الأسواق المالية ، مما يؤدي إلى بطئ تداول سنداتهما و أسهمها ، لذلك تعتمد مثل هذه المؤسسات على الأرباح

¹ - محمد ايمن عزت المبداني . الإدارة التمويلية في الشركات . ط1 . جامعة الملك فهد للبترول و المعادن .السعودية الظهران ص 646

المحتجزة كمصدر أساسي للتمويل و يكون لديها اتجاه نحو احتجاز نسبة كبيرة من الأرباح بالمقارنة مع المؤسسات الكبيرة و القديمة التي توزع نسبة اكبر على المساهمين.

ثانيا العوامل الداخلية:

كما قد يكون واحد أو مجموعة من العوامل الداخلية هي المحدد الرئيسي لسياسة التوزيعات و منها:

1- حجم الأرباح:

تتأثر سياسة توزيع الأرباح بحجم الأرباح ، فالمؤسسات التي تعاني من عدم استقرار في الأرباح المتولدة عادة ما تميل إلى وضع سياسة توزيع سخية ، و ذلك على عكس المؤسسات التي تتمتع بقدر من الاستقرار في أرباحها و يرجع ذلك إلى رغبة المؤسسة في تجنب الآثار السلبية لمحتوى المعلومات التي تعكسها سياسة التوزيعات ، و ذلك عندما تلجأ الإدارة إلى تخفيض معدل الأرباح الموزعة في حالة انخفاض أرباحها و من بين السبل لتحقيق ذلك ، أن تقرر من البداية سياسة تجري بمقتضاها التوزيع لنسبة صغيرة من الأرباح المتولدة و التي يمكن أن تحافظ عليها حتى لو حدث انخفاض في الأرباح المتولدة مستقبلا، يضاف إلى ذلك أن مثل هذه المؤسسات عادة ما تكون أكثر عرضة لمخاطرة التوقف عن السداد ، و من ثم تميل إلى تخفيض نسبة الأموال المقترضة داخل الهيكل المالي ، و هنا تظهر ميزة سياسة توزيع نسبة صغيرة من الأرباح المتولدة ، و التي في ظلها تتاح فرصة توفير موارد مالية يمكن استخدامها في تمويل الاحتياجات الاستثمارية دون الحاجة إلى الحصول على المزيد من القروض.¹

كما هدف المؤسسات إلى تعظيم الربح المتوقعة للتمكن من زيادة التوزيع النقدي للأرباح ، و تجد أن اغلب المسيرين الماليين يميلون نحو الزيادة التدريجية و غير المباشرة للحفاظ على مستويات عالية من الأرباح المحققة ، و التحرر نحو التوزيع المستهدف في الأجل لطويل ثانيا

2- توفر السيولة:

تتطلب التوزيعات توافر النقدية الكافية لإجراء مثل تلك التوزيعات ، مما يعني أن عدم توافر النقدية يحد من التوزيعات النقدية و البديل قد يكون في الاقتراض لتعويض العجز في الرصيد النقدي ، و على الرغم من شيوع مقولة أن الأرباح توزع على المساهمين ، إلا أن إجراء التوزيعات يستلزم توافر نقدية يمكن دفعها للمساهمين فتوافر الأرباح لا يخرج عن كونه عملية محاسبية تظهر لنا رقم الربح الناتج عن عمليات المؤسسة

¹ - منير ابراهيم هندي مرجع سبق ذكره ص 334

و التي قد تكون ناتجة عن عمليات بيع آجلة لم يتم تحصيلها بعد ، و هو ما يعني أن رصيد النقدية المتوافر لدى المؤسسة لا يساوي رقم الربح المحقق ، و يضاف إلى ذلك أن المؤسسة الأخذة في النمو و التوسع توجه جزء من النقدية إلى شراء خدمات و أصول ثابتة و هو ما يعني نقص النقدية المتوافرة لدى تلك المؤسسات ، أي أن العبرة في دفع توزيعات نقدية للمساهمين لا يتوقف فقط على الأرباح المحققة بل على السيولة المتوفرة لدى المؤسسة¹

إذن يرتبط إجراء التوزيعات بتوفر سيولة كافية ، فمع بقاء العوامل الأخرى على حالها ، تزداد نسبة الأرباح الموزعة كلما توفر للمؤسسة المزيد من النقدية أو الأصول سريعة التحويل إلى نقدية ، و من ناحية أخرى ، فإن المؤسسات التي تنمو بسرعة ، عادة ما تفضل الحد من إجراءات التوزيعات ، و حتى النقدية الفائضة عادة ما تكون لغرض الحيلة في مواجهة عدم التأكد ، دون رغبة أو استعداد من جانب المؤسسة لاستخدام هذا الفائض في إجراء التوزيعات.²

و في هذا الصدد حدد الاقتصادي جون كينز JOHN KEYNES ثلاثة دوافع رئيسية للاحتفاظ بالنقد هي :

- ✓ **دوافع العمليات:** يشير دافع العمليات إلى وجود نقدية كافية لتسديد الالتزامات الناشئة عن عمليات المؤسسة ، مثل شراء مواد أولية أو دفع رواتب ، و يتوقف حجم النقدية لمواجهة هذا الدافع على حجم المؤسسة و مدى الاستقرار في تدفقاتها النقدية .
- ✓ **دوافع الاحتياط:** يعني الاحتفاظ بقدر معين من النقدية لمواجهة التدفق النقدي غير المتوقع .
- ✓ **دوافع المضاربة:** يشير دافع المضاربة إلى قدرة المؤسسة على الاحتفاظ بقدر معين من النقد يمكنها من اغتنام فرص الربح الممكنة إذا ما حدثت في وقت مفاجئ³ .

3- بدائل التمويل المتاحة : و تتمثل هذه البدائل في ما يلي :

- الهيكل المالي للمؤسسة و توفر طاقة للاستدانة :

يمكن أن يؤثر الهيكل المالي على سياسة التوزيع في المؤسسة ، فإذا كان للمؤسسة هيكل مالي مستهدف فلا يمكنها تجاوز هذا الهدف ، مما قد يحد من سياسة التوزيع أو من ناحية القدرة على الاستدانة ، فلو كانت نسبة الرفع المالي منخفضة ، فإن المؤسسة يمكنها اللجوء إلى للتمويل الخارجي و حين بلوغها

¹ - امجد ابراهيم البراجنة . مرجع سبق ذكره ص 18-19

² - ابراهيم هندي مرجع سبق ذكره ص 334

³ - بن الضب على دراسة تأثير الهيكل المالي و سياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة المدرجة في البورصة . مذكرة ماجستير . قسم علوم

تسيير تخصص مالية مؤسسة . جامعة قاصدي مرباح . ورقة 2008-2009 . ص 125

النسبة الحرجة من الاستدانة عندها يجب عليها الاعتماد على التمويل الذاتي و هو ما سوف يؤثر على التوزيعات المدفوعة ، كما يمكن للمؤسسة إذا كان لديها طاقة للاستدانة غير مستخدمة و تتمتع بمركز مالي قوي ، يمكنها من الحصول على ما تحتاجه من موارد مالية بسرعة و بشروط ملائمة ، مثل هذه المؤسسة يمكنها أن تجري توزيعات بنسبة كبيرة من الأرباح المحققة حتى لو كانت تعاني من نقص في السيولة.

– **تكلفة الإصدار و المعاملات:** و يمكن أن نميز في هذا الصدد بين المفاهيم التالية:

▪ **تكلفة الإصدار:** ينطوي اعتماد المؤسسة على مصادر تمويل خارجية في حالة الأسهم و السندات على تكلفة الإصدار التي من بينها المصروفات الإدارية و رسوم التسجيل و الرسوم القانونية الأخرى ، و الخصومات التي قد تمنح للمشتريين لتشجيعهم على شراء الأوراق المالية بسبب الإصدار الجديد .

وباعتبار أن تكلفة الإصدار غالبيتها من النوع الثابت ، فإنه مع بقاء العوامل الأخرى على حالها ، يتوقع أن يرتفع نصيب الورقة المالية من تلك التكاليف بالنسبة للمؤسسات الصغيرة أو حتى للمؤسسات الكبيرة عندما يكون حجم الإصدار صغير ، و عليه عندما تريد المؤسسة تمويل الأصول عن طريق الأموال الخاصة و تفاضل بين احتجاز الأرباح أو إصدار أسهم جديدة ، تقوم المؤسسة بتخفيض معدلات التوزيع و احتجاز الأرباح لاستخدامها في تمويل مشاريعها الاستثمارية¹ .

▪ **تكلفة المعاملات:** يتحمل المستثمر تكلفة المعاملات عندما يشتري أصل جديد أو يبيع أصل يمتلكه ، ففي حالة شراء أو بيع سهم ، فتتمثل التكلفة في عمولة السمسرة و تكلفة الوقت المنقضي أو المستغرق بواسطة المساهم لإتمام الصفقة أو العملية المالية ، فالمستثمر الذي يرغب في زيادة حصة مساهمته في رأس مال المؤسسة ، يفضل أن يكون ذلك عن طريق احتجاز نصيبه من الربح ، بدلا من حصوله على توزيعات ثم استخدام حصيلتها في شراء المزيد من الأسهم ، و السبب في ذلك هو رغبته في تجنب تكلفة المعاملات ، و التي عادة ما يكون نصيب الورقة الواحدة منها مرتفعا خاصة عندما يتضمن امر الشراء عددا صغيرا من الأوراق.

▪ **إمكانية استبدال الدين:** إذا كانت المؤسسة في حاجة إلى الأموال لتمويل فرص الاستثمار المتاحة أمامها فأنها أما تستخدم الملكية (إصدار أسهم جديدة أو احتجاز الأرباح) أو تستخدم الدين ، فإذا لم تستطع المؤسسة زيادة الدين في هيكل التمويل لأنه يزيد من تكلفة التمويل (تكلفة الملكية و الدين معا) فأنها لابد

1- منير ابراهيم هندي مرجع سبق ذكره ص 335

و أن تستخدم الملكية (بما فيها الأرباح المحتجزة) الأمر الذي يقلل من نسبة توزيع الأرباح على المساهمين¹.

■ **درجة الرغبة في السيطرة و الرقابة على المؤسسة:** قد يفضل الملاك الحاليين للمؤسسة الراغبين في السيطرة على إدارة المؤسسة عدم الاعتماد على إصدار الأسهم في تمويل المؤسسة لاستثماراتها ، الأمر الذي من شأنه أن يفقدكم مكانتهم نتيجة الزيادة في عدد المساهمين ، لذا يفضلون احتجاز الأرباح و عدم إجراء توزيعات ، و هذا لتوفير التمويل الكافي لاستثماراتها².

■ **تأثير سياسة توزيع الأرباح على معدل العائد:** يمكن معرفة تأثير سياسة توزيع الأرباح على معدل العائد المطلوب من خلال الأخذ في الحسبان أربعة عوامل:

✓ رغبة المساهمين في الحصول على التوزيعات حاليا مقابل الدخل المتوقع في المستقبل؛

✓ مخاطر توزيع الأرباح مقابل مخاطر الأرباح الرأسمالية؛

✓ المزايا الضريبية للأرباح الرأسمالية بالمقارنة مع التوزيعات؛

✓ مضمون المعلومات أو الإشارة عن التوزيعات التي تجربها المؤسسة

يلاحظ أن تأثير كل من العوامل السابقة على معدل العائد المطلوب يختلف من مؤسسة إلى

أخرى و ذلك يتوقف على مدى إمكانية التوفيق بين مصلحة المساهمين الحاليين و المحتملين و معدل

العائد الذي يمكن للمستثمرين الحصول عليه إذا ما تم استثمار هذه الأموال في استثمارات مماثلة.

4- الإشارات المالية أو المحتوى المعلوماتي للإشارات: يحتوي مستوى التوزيعات على إشارات ، لذا فإن

المسير لا يقدم على دفع التوزيعات إلا إذا كانت ذات دلالة على مستقبل مبشر للمؤسسة ، لهذا ينظر

المستثمرون إلى التوزيعات على أنها تحتوي على معلومات **information content**

عن الربحية المستقبلية للمؤسسة ، أو بعبارة أخرى ينظرون إليها على أنها إشارات مالية تعكس مدى

النجاح المتوقع ، فعندما تتبع المؤسسة سياسة ثابتة بأن نسبة الأرباح الموزعة ثم تجري عليها تعديل ،

فسوف يفهمه المتعاملون في السوق على أنه إشارات للتوقعات بشأن الربحية المستقبلية ، مما يترك أثره

بالتبعية على القيمة السوقية للسهم³.

1- عاطف جابر طه عبد الرحيم اساسيات التمويل و الادارة المالية . الدار الجامعية . مصر . الاسكندرية 2008 . ص 403-404

2- هاشم حسن حسين مرجع سبق ذكره ص 217

3- منير ابراهيم هندي مرجع سبق ذكره ص 333

و إذا استمرت المؤسسة بدفع نفس التوزيعات عندما تكون أرباحها منخفضة ، فإن هذا سوف يعطي إشارة بأن انخفاض الربح هو مجرد حالة عابرة ، و من جهة أخرى فإن هذا التصرف يحمي ضد إرسال إشارة إلى السوق بخصوص الاتجاه (التطور) الزمني للتوزيعات ، و الذي يجب أن يكون منتظماً ، و تكون الأرباح الموزعة بذلك أقل تذبذباً من الأرباح.

كما ينبغي على المؤسسات ذات المركز المالي القوي أن تمتنع عن إجراء تخفيض في الأرباح الموزعة ، كما عليها أن لا تقوم بإجراء زيادة فيها إلا إذا كانت تتوقع زيادة في الأرباح المستقبلية أو استقرارها على الأقل ، و النتيجة أن الزيادة في التوزيعات هي إشارة لمستقبل مبشر ، في حين أن التخفيض هو مؤشر عن مستقبل غير مشجع ، و بناءً عليه فإن التغيير الذي يطرأ على القيمة السوقية للسهم ، هو رد فعل عن التوقعات المستقبلية لربحية المؤسسة ، أو ما يسمى بالمحتوى المعلوماتي لسياسة التوزيعات.

5- متطلبات النمو: تحتاج المؤسسات التي تتمتع بفرص نمو سريعة للمزيد من الموارد المالية حيث الاعتماد على مصادر تمويل ذاتي قد يكون أفضل من اللجوء إلى مصادر تمويل خارجية في بعض الحالات ، و هذا ما يدعو المؤسسات إلى القيام باحتجاز الأرباح بدلاً من توزيعها و لجوئها إلى حجز أرباحها لتمويل عمليات التوسع يعفيها من اللجوء إلى الاستدانة و فوائدها (مصاريفها)، و آجال تسديدها و مخاطرها لا سيما إذا كانت تلك الأرباح المحتجزة كافية لهذه العمليات كما أن الاضطرار إلى إصدار المزيد من الأسهم لتمويل النمو المرتقب ينطو على تكلفة ، و قد يترتب عليه إضعاف مركز المساهمين الأصليين في الجمعية العامة للمساهمين أو تعرضهم للخسائر بسبب الانخفاض المحتمل في القيم السوقية للسهم.¹

6- طبيعة نشاط المؤسسة²: لطبيعة نشاط المؤسسة اثر كبير على سياسة توزيع الأرباح المنتهجة ، فهناك مثلاً الصناعات التي تتمتع بطلب متواصل و متزايد لا يتأثر بالظروف الاقتصادية السائدة حيث أن سلع هذه الصناعات يتم استهلاكها سواء في حالات الرخاء أو في حالات الأزمات الاقتصادية ، بنفس المستوى تقريباً ألا و هي السلع الضرورية.

¹-حورية بديدة تأثير سياسة توزيع الارباح على قيمة المؤسسة المسعرة في السوق المالي . مذكرة ماجستير . قسم علوم مالية التسيير تخصص

اسواق مالية . جامعة قاصدي مرباح ورقلة 2011 . ص 40

²- عدمان فائزة مرجع سبق ذكره ص 36

المؤسسات التي تعمل في هذه الصناعات عادة ما تتوقع عوائد مستقرة ، و بناءا عليه فأنها تستطيع إتباع سياسة توزيع أرباح مستقرة كذلك ، في حين أنه إذا كانت المؤسسة موضوع الدراسة تعمل في نشاط صناعي غير مستقر كما هو الحال بالنسبة للصناعات الكمالية فأن عملية رسم سياسة مستقرة لتوزيع الأرباح تعد أمراً صعباً و بالتالي و حتى تتمكن هذه المؤسسة من التأقلم مع متطلبات نشاطها يكون من الأفضل لها استبقاء قدر كبير من الأرباح في حالات الرواج و الرخاء الاقتصادي ، و ذلك حتى تستطيع توزيع جزء من هذه الأرباح المحتجزة خلال فترات الأزمة و التراجع الاقتصادي ، و هكذا تكون قد حافظت على معدل توزيع شبه مستقر و قد قامت بكسب ثقة المساهمين.

وعليه يمكن القول أن الصناعات ذات الطلب المتواصل تستطيع إتباع معدل توزيع عالي و مستقر بينما الصناعات التي تمتاز بمردود متذبذب ، و تكون حالة عدم التأكد فيها كبيرة فعليها إتباع سياسة توزيع الأرباح بمعدل منخفض ، و استبقاء القدر الأكبر ليكون مصدراً لتوزيع الأرباح في الدورات التي لا تحقق فيها ربح أو يكون حجمه ضعيفاً .

هذا من ناحية و من ناحية أخرى فأن للمحيط التكنولوجي الذي تعمل فيه المؤسسة دوراً هاماً كذلك في تحديد سياسة توزيع الأرباح ، فإذا كانت المؤسسة من المؤسسات التي تعتمد على التكنولوجيات الحديثة و العالية ، و التي عادة ما تكون بصدد تغيرات و اختراعات متواصلة لتحسين نوعية المنتجات من جهة و تخفيض تكلفة إنتاجها من جهة أخرى فيجب على هذه المؤسسة استبقاء قدر أكبر من هذه الأرباح و ذلك لتمويل عملية البحث و التطوير لتحسين منتجاتها و تخفيض تكلفة إنتاجها و بالتالي مواجهة المنافسة ، أما إذا كانت المؤسسة من المؤسسات التي تعتمد على مستوى بسيط من التكنولوجيا فأنها لا تكون بحاجة كبيرة لاستبقاء الأرباح لغرض البحث و التطوير و استبدال وسائل الإنتاج التي تكون قد اهتكت تكنولوجيا ، و أنما تكون بحاجة إلى توزيع قدر ممكن من الأرباح على مساهميها .

الفرع الثالث : النظريات المفسرة لسياسة توزيع الأرباح

توجد العديد من النظريات التي ناقشت سياسات توزيع الأرباح و حيث أن سياسة توزيع الأرباح تتأثر بالعديد من العوامل مثل الفرص الاستثمارية المتاحة أمام المؤسسة ، تكلفة مصادر التمويل الأخرى و التفضيلات الضريبية و بالتالي فقد انبثقت العديد من النظريات و من أهمها نجد:

1- نظريات عدم ملائمة التوزيعات¹ Dividend Irrelevance theory

تقوم نظرية عدم ملائمة التوزيعات على مجموعة متنوعة من الفرضيات و منها :

- عدم وجود ضرائب على المؤسسة أو ضريبة توزيع أو ضرائب على دخل الأفراد؛
- عدم تأثير الرافعة المالية على تكلفة رأس المال؛
- عدم وجود تكاليف لتنفيذ العمليات؛
- وجود معلومات متجانسة و المعلومات متاحة للجميع؛
- عدم تأثير سياسة تقسيم الأرباح بين الاحتجاز و التوزيع على تكلفة الأموال المملوكة؛
- أن سياسة تخطيط الأنفاق الرأسمالي مستقلة عن سياسة توزيع الأرباح؛

و بالرغم من أن العديد من هذه الافتراضات تبدو غير منطقية و غير قابلة للتطبيق مثل (عدم وجود ضرائب ، توافر المعلومات ، تجانس التوقعات) إلا أن أصحاب هذه النظريات يجادلون بأن صلاحية اختبار هذه النظرية لا تعتمد على الواقع بقدر ما تحدد بالاختبارات العملية.

تتضمن نظرية عدم ملائمة التوزيعات بأن سياسة توزيع الأرباح ليس لها تأثير على سهم المؤسسة أو على تكلفة رأس المال، و بالتالي و حيث أن سياسة التوزيع ليس لها تأثير جوهري فأنها غير ملائمة
Irrelevant

أن من أنصار هذه النظرية الأساسيون هم (MM) Merton Miller and Franco Modigliani حيث تجادل هذه النظرية بأن قيمة المؤسسة تتحدد من خلال القوة الأيرادية الأساسية و مخاطر المؤسسة ، و بكلمات أخرى فأن قيمة المؤسسة تتحدد من خلال دخل المؤسسة المتولد من أصولها و ليس من كيفية تقسيم ذلك الدخل بين الأرباح الموزعة و الأرباح المحتجزة .

ولفهم نظرية (MM) بأن سياسة توزيع الأرباح غير ملائمة فهي تلاحظ بأن كل مساهم يستطيع بناء سياسة توزيع الأرباح الخاصة به ، فمثلا لو أن كل مساهم يرغب بالحصول على عائد سنوي و بنسبة 5% من أسهمه في تلك المؤسسة و لو فرضنا أن المؤسسة قد قامت بتوزيع أرباح تزيد عن النسبة التي يرغب المساهم في الحصول عليها ، فهذا المساهم يستطيع بالمقابل أن يشتري أسهم إضافية من الشركة من الأرباح

¹ - محمد قاسم خصاونة مرجع سبق ذكره ص 210 - 211

الموزعة و التي تزيد عن النسبة المرغوبة من المساهم ، و حسب فرضيات نظرية (MM) و التي تتضمن بعدم وجود تكاليف تنفيذ على عمليات بيع و شراء الأسهم و بالتالي يستطيع كل مساهم وضع سياسة خاصة به لتوزيعات الأرباح دون تحمل أي تكاليف إضافية و بالتالي تصبح سياسة توزيع الأرباح لدى المؤسسة غير ملائمة ، و كما يلاحظ من هذه السياسة أنها تتضمن مجموعة من الافتراضات غير الواقعية ، لأنه في الواقع توجد ضرائب سواء على دخل المساهم أو ضريبة توزيع أو على أرباح المؤسسة ، كما أن عمليات بيع و شراء الأسهم لا تتم إلا بعد دفع عمولات تنفيذ لشراء و بيع الأسهم و بالتالي فإن نظرية (MM) تعرضت إلى الكثير من الانتقادات ، بينما يصر أنصار هذه النظرية على صحتها و أنها تعتمد على الاختبارات التجريبية و ليس على واقعية الفرضيات التي بنيت عليها الفرضية.

2- نظرية عصفور في اليد: Bird-in-the-Hand theory¹

أن من الاستنتاجات الرئيسية في نظرية عدم ملائمة التوزيعات أن سياسة توزيع الأرباح ليس لها أي تأثير على معدل العائد المطلوب على حقوق الملكية ، أن هذا الاستنتاج استأثر بجدل كبير بين الأكاديميين ، فعلى سبيل المثال فقد جادل كل من (Lintner&Gorden) بأن العائد المطلوب على حقوق الملكية يتناقص مع زيادة التوزيعات النقدية لأن المستثمرين يصبحون أقل تأكد من استلام العوائد الرأسمالية الناتجة عن احتجاز الأرباح و بالتالي فإن قيمة الدولار الموزع حالياً هي أعلى من قيمة الدولار المحتجز لأن مكونات عائد التوزيعات هي أقل خطورة من معدل النمو (g) في معادلة العوائد المتوقعة الكلية حيث:

$$\text{عائد التوزيعات } \left(\frac{D_1}{P_0} \right)$$

$$\text{معادلة العوائد المتوقعة الكلية: } \frac{D_1}{P_0} + gK =$$

و لكن (MM) لم يوافقوا على الاقتراح حيث اعتبروا أن معدل العائد المطلوب على حقوق الملكية هو مستقل و لا يتأثر بسياسة توزيع الأرباح حيث أن المستثمر لا يفرق بين المكونين (العائد الجاري و العائد الرأسمالي) و أطلقنا على وجهة نظر (Lintner&Gorden) اسم عصفور في اليد لأن (MM) يعتقد أن معظم المستثمرين يخططون لإعادة استثمار توزيعات الأرباح في أسهم المؤسسة أو في أسهم مؤسسة أخرى تعمل في قطاع مماثل و بالتالي فإن مخاطر التدفقات النقدية للمؤسسة في المدى الطويل تتحدد من خلال المخاطر التشغيلية للتدفقات النقدية و ليس من خلال سياسة توزيع الأرباح .

¹ - محمد قاسم خصاونة، مرجع سبق ذكره، ص 212

3- نظرية التفضيلات الضريبية¹:

هناك ثلاث أسباب للاعتقاد بأن المستثمرين يفضلون التوزيعات النقدية القليلة على التوزيعات النقدية العالية :
أ- أن ضريبة الأرباح الرأسمالية تكون اقل من ضريبة الأرباح الموزعة ، فمثلا في أمريكا فإن الحد الأعلى لضريبة الأرباح 20% بينما ضريبة الأرباح الموزعة هي 39% و بالتالي فإن المستثمرين الأثرياء الذين يملكون معظم الأسهم و يستلمون معظم التوزيعات قد يفضلون قيام المؤسسة بحجز الأرباح و إعادة استثمارها في المؤسسة نفسها حيث يؤدي احتجاز الأرباح إلى زيادة سعر السهم ، حيث يتم استبدال العوائد الجارية ذات الضريبة الأعلى بالعوائد الرأس مالية ذات الضريبة الأقل .

ب- أن الضرائب المستحقة على العوائد الرأسمالية لا تدفع إلا في حالة بيع سهم و بسبب القيمة الزمنية للنقود فإن تكلفة الدينار المدفوع كضريبة مستقبلا اقل من تكلفة الدينار المدفوع كضريبة حاليا .

ت- إذا ما تم الاحتفاظ بسهم معين من قبل مستثمر حتى وفاته فإن وريثة هذا المساهم لن يدفعوا ضريبة أرباح رأسمالية لأن قيمة السهم في تاريخ وفاة المستثمر هي بمثابة تكلفة حصولهم على السهم .
و بناء على هذه الأسباب السابقة فإن المستثمرين يكونون على استعداد لدفع مبلغ اكبر ثمنا للسهم الذي لا يعطي توزيعات أرباح كبيرة بل يتم احتجاز معظم الأرباح.

المطلب الثاني : الإطار المفاهيمي للأداء المالي

نهدف في هذا المطلب إلى التعرف على مفهوم الأداء المالي و أهميته و العوامل المؤثرة على الأداء المالي و معاييره، وأخيرا معرفة مؤشرات الأداء المالي، من خلال تقسيم المطلب إلى ثلاثة فروع.

الفرع الأول: مفهوم و أهمية الأداء لمالي

1- مفهوم الأداء المالي²:

يمثل الأداء المالي المفهوم الضيق لأداء المؤسسات حيث يركز على استخدام مؤشرات مالية لقياس مدى أنجاز الأهداف ، و يعبر الأداء المالي عن أداء المؤسسات حيث أنه الداعم الأساسي للأعمال المختلفة

¹ - محمد قاسم خصاونة مرجع سبق ذكره ص 213

² - محمد محمود الخطيب .الاداء المالي و اثره على عوائد اسهم الشركات المساهمة . عمان الاردن . دار الحامد للنشر و التوزيع 2009 . ط 1

التي تمارسها المؤسسة ، و يساهم في إتاحة الموارد المالية و تزويد المؤسسة بفرص استثمارية في ميادين الأداء المختلفة و التي تساعد على تساعد على تلبية احتياجات أصحاب المصالح و تحقيق أهدافهم.

و مما سبق فإن الأداء المالي هو أداة تحفيز لاتخاذ القرارات الاستثمارية و توجيهها اتجاه المؤسسات الناجحة فهي تعمل على تحفيز المستثمرين للتوجه إلى المؤسسة أو الأسهم التي تشير معاييرها المالية على التقدم و النجاح عن غيرها .

أداة لتدارك الثغرات و المشاكل و المعوقات التي قد تظهر في مسيرة المؤسسة فالمؤشرات تدق ناقوس الخطر إذا كانت المؤسسة تواجه صعوبات نقدية أو ربحية أو لكثرة الديون و القروض و مشكل العسر المالي و النقدي و بذلك تنذر إدارتها للعمل لمعالجة الخلل .

أداة لتحفيز العاملين و الإدارة في المؤسسة لبذل المزيد من الجهد بهدف تحقيق نتائج و معايير مالية أفضل من سابقتها .

أداة للتعرف على الوضع المالي القائم في المؤسسة في لحظة معينة ككل أو لجانب معين من داء المؤسسة أو الأداء أسهما في السوق المالي في يوم محدد و فترة معينة.

تعبر المؤسسات عن أدائها المالي بعبارات تمثل رؤية موضوعية لمستوى الأداء من خلال صيغ ملموسة ذات قيم عددية و كمية بدلا من استخدام عبارات تؤكد على حقائق عامة حتى يتسنى للمؤسسات تحديد مستوى الأداء بدقة و فعالية.

2- أهمية الأداء المالي¹:

تتبع أهمية الأداء المالي بشكل عام في أنه يهدف إلى تقويم أداء الشركات من عدة زوايا و بطريقة تخدم مستخدمي البيانات ممن لهم صالح مالية في المؤسسة لتحديد جوانب القوة و الضعف في المؤسسة و الاستفادة من البيانات التي يوفرها الأداء المالي لترشيد القرارات المالية للمستخدمين.

و تتبع أيضا و بشكل خاص في عملية متابعة أعمال المؤسسات و فحص سلوكها و مراقبة أوضاعها و تقييم مستويات أدائها و فعاليته. و توجيه الأداء نحو الاتجاه الصحيح و المطلوب من خلال تحديد

¹ - محمد محمود الخطيب مرجع سبق ذكره ص 46-47-48

الفصل الأول: ——— أساسيات حول سياسة توزيع الأرباح و الأداء المالي للمؤسسة

المعوقات و بيان أسبابها و اقتراح إجراءاتها التصحيحية و ترشيد الاستخدامات العامة للمؤسسات و استثماراتها وفقا للأهداف العامة للمؤسسات و المساهمة في اتخاذ القرارات السليمة للحفاظ على الاستمرارية و البقاء و المنافسة .

حيث أن الأداء المالي يمكن أن يحقق للمستثمرين الأهداف التالية:

- يمكن المستثمر من متابعة و معرفة نشاط المؤسسة و طبيعته و كما يساعد على متابعة الظروف الاقتصادية و المالية المحيطة، و تقدير مدى تأثير أدوات الأداء المالي من ربحية و سيولة و نشاط و مديونية و توزيعات على سعر السهم.
- يساعد المستثمر في إجراء عملية التحليل و المقارنة و تفسير البيانات المالية و فهم التفاعل بين البيانات المالية لاتخاذ القرار الملائم لأوضاع المؤسسة.
- و منه فإن الموضوع الأساسي للأداء المالي هو الحصول على معلومات تستخدم لأغراض التحليل المناسبة لصنع القرارات و اختيار السهم الأفضل من وقت لآخر من خلال مؤشرات الأداء المالي للمؤسسات. و بشكل عام يمكن حصر أهمية الأداء المالي في أنه يلقي لضوء على الجوانب الآتية:
- تقييم ربحية المؤسسة؛
- تقييم سيولة المؤسسة؛
- تقييم تطور نشاط المؤسسة؛
- تقييم مديونية المؤسسة؛
- تقييم تطور توزيعات المؤسسة؛
- تقييم تطور حجم المؤسسة؛

الفرع الثاني: معايير الأداء المالي و العوامل المؤثرة فيه

1-معايير الأداء المالي:

يمكن تصنيف الأداء المالي حسب المعايير التالية:

أولاً- حسب معيار الشمولية¹: يصنف الأداء حسب هذا المعيار إلى الأداء الكلي و الأداء الجزئي، حيث يتمثل الأداء الكلي للمؤسسة في الإنجازات التي ساهمت في تحقيقها جميع عناصر المؤسسة أو وظائفها، أما الأداء الجزئي يتحقق على مستو الوظائف و الأنظمة الفرعية في المؤسسة .

ثانياً- حسب معيار المصدر: ينقسم الأداء وفقاً لهذا المعيار إلى نوعين الداخلي و الخارجي

➤ **الأداء الداخلي:** و هو الأداء الناتج عن كل من الموارد البشرية و المالية و التقنية الضرورية لتسيير نشاط المؤسسة و يشمل ما يلي:

(أ) **الأداء البشري:** و هو أداء الأفراد داخل المؤسسة من خلال صنع القيمة المضافة و تحقيق الأفضلية باستخدام مهاراتهم و خبراتهم .

(ب) **الأداء التقني:** و يتمثل في قدرة المؤسسة على استعمال استثماراتها بشكل فعال.

(ت) **الأداء المالي:** و يكمن في فعالية تعبئة و استخدام الوسائل المالية المتاحة.

➤ **الأداء الخارجي:** و هو الأداء الناتج عن التغيرات الحاصلة في المحيط الخارجي للمؤسسة و هناك عدة متغيرات تتعكس على أداء المؤسسة.

ثالثاً حسب معيار الطبيعة: تبعاً لهذا المعيار يمكن تقسيم الأداء إلى اقتصادي تكنولوجي ، و أداء إداري ، و اجتماعي.

(أ) **الأداء الاقتصادي:** يعتبر المهمة الأساسية التي تسعى إليها المؤسسة الاقتصادية إلى بلوغها و يتمثل في الفوائد الاقتصادية التي تجنيها المؤسسة نتيجة تعظيم نواتجها، و يقاس الأداء الاقتصادي عادة باستخدام مقاييس الربحية بأنواعها المختلفة.

(ب) **الأداء الاجتماعي:** يعد الأداء الاجتماعي لأي مؤسسة أساساً لتحقيق المسؤولية الاجتماعية داخلها ، و يصعب قياس الأداء الاجتماعي بالمقاييس الكمية المتاحة و لتحديد مدى مساهمة المؤسسة في المجالات الاجتماعية التي تربط بينها و بين الجهات التي تتأثر بها .

(ت) **الأداء التكنولوجي:** يتمثل الأداء التكنولوجي في تحديد أهدافها التكنولوجية أثناء عملية التخطيط و في أغلب الأحيان تكون الأهداف التكنولوجية التي ترسمها المؤسسة أهداف استراتيجية نظراً ل أهميتها التكنولوجية.

¹ - خديجة دزابت . معطاه مبروكة . **تقييم الأداء المالي للمؤسسة الاقتصادية دراسة حالة شركة البناء للجنوب و الجنوب الكبير بورقلة** . تخصص مالية مؤسسة . جامعة قاصدي مراح . 2012-2013 . ص5-6

ث) الأداء الإداري: و يتمثل في الخطط و السياسات و التشغيل بطريقة ذات كفاءة و فعالية، و لتقييم الأداء الإداري يمكن استخدام الأساليب المختلفة لبحوث العمليات .

رابعا- حسب معيار الوظيفة¹: يصنف الأداء حسب معيار الوظيفة وفقا لوظائف المؤسسة و المتمثلة في كل من الوظيفة المالية ، وظيفة الإنتاج ، وظيفة التسويق ، وظيفة التموين ، وظيفة البحث و التطوير ، أداء وظيفة الأفراد.... الخ .

- أداء الوظيفة المالية: يتمثل في مدى تحقيق المؤسسة لأهدافها المالية كتحقيق التوازن المالي ، توفير السيولة لتسديد التزاماتها و تحقيق المردودية.
- أداء الوظيفة الإنتاجية: يتمثل الأداء الإنتاجي للمؤسسة في تحقيق معدلات إنتاج مرتفعة و بجودة عالية مع تقليل التكاليف.
- أداء وظيفة البحث و التطوير : يتم دراسة وظيفة البحث و التطوير بناءا على مؤشرات عدة من بينها التنوع و قدرة المؤسسة على إنتاج منتجات جديدة و كذلك قدرتها على الاختراع و الابتكار.
- أداء وظيفة الأفراد: يتمثل في قيام الفرد بالأنشطة و المهام المختلفة التي يتكون منها عمله و تمكنه من أنجازه و أداء مهامه بنجاح.

2- العوامل المؤثرة على الأداء المالي:

- العوامل الداخلية: سنسلط الضوء على اهم العوامل الداخلية المؤثرة على الأداء المالي للمؤسسة ، و لعل أهمها ما يلي:

أولاً: الهيكل التنظيمي²

يعد الهيكل التنظيمي وسيلة حيوية لمساعدة المنظمات في أنجاز أعمالها و تحقيق أهدافها بكفاءة و فعالية لكونه متغيرا رئيسيا يؤثر في العديد من المتغيرات و الجوانب التنظيمية لأي مؤسسة ، و قد تركز اهتمام المفكرين و الباحثين على تحديد أبعاد الهيكل التنظيمي و مدى علاقتها بأداء المؤسسة .

¹ خديجة دزابت . معطالله مبروكة مرجع سبق ذكره ص 6

² -بن عياش ليلية .بوالوارت منى .محددات الاداء المالي للمؤسسة الاقتصادية .دراسة قياسية لمجمع صيدال خلال الفترة 2010 2019 .مذكرة لنيل شهادة ماستر علوم تسيير تخصص ادارة مالية . جامعة محمد الصديق بن يحي .جيجل 2020-2021 .ص 60

و يؤثر الهيكل التنظيمي على الأداء المالي من خلال تقسيم المهام و المسؤوليات المتعلقة بالوظيفة المالية و من ثم تحديد الأنشطة و تخصيص الموارد اللازمة لها ، فضلا عن تأثير طبيعة الهيكل التنظيمي على اتخاذ القرارات المالية و مدى ملاءمتها للأهداف المسطرة ، و مدى تصحيحها لطبيعة الانحرافات الموجودة .

ثانيا: المناخ التنظيمي¹

و يقصد به مدى وضوح التنظيم داخل المؤسسة ، و إدراك العاملين علاقة أهداف المؤسسة و عملياتها و أنشطتها بالأداء المالي ، حيث إذا كان المناخ التنظيمي مستقر فإنه منطقيًا نضمن سلامة الأداء المالي بصورة ملحوظة و إيجابية ، و كذلك جودة المعلومات المالية و سهولة انتقالها بين مختلف الفروع و المصالح ، و هذا ما يضفي الصورة الجيدة للنشاط المالي و بالتالي الأداء المالي .

ثالثا: حجم المؤسسة :

يقصد به تصنيف المؤسسات إلى مؤسسات صغيرة أو متوسطة أو كبيرة الحجم، حيث يوجد عدة مقاييس لتصنيف أو قياس حجم المؤسسة منها : إجمالي الموجودات أو إجمالي الودائع ، إجمالي المبيعات ، و إجمالي القيمة المضافة .

و يعتبر الحجم من العوامل المؤثرة على الأداء المالي للمؤسسات ، فقد يشكل الحجم عائقا على أداء المؤسسة حيث أنه بزيادة الحجم فإن عملية إدارة المؤسسة تصبح أكثر تعقيدا و منه يصبح أداؤها اقل فعالية و ايجابية ، حيث كلما زاد حجم المؤسسة يزداد عدد المحللين الماليين المهتمين بالمؤسسة ، و أن سعر المعلومة الواحدة الواردة في التقارير المالية يقل بزيادة حجم المؤسسة ، و قد أجريت عدة دراسات حول علاقة الحجم بأداء المؤسسات تبين من خلالها أن العلاقة بين الحجم و الأداء هي علاقة طردية² .

رابعا: عمر المؤسسة³

¹ - بن عياش ليلية . بوالوارت منى . مرجع سبق ذكره ص 61

² - نصر الدين بن نذير و ايوب شمال . لوحة القيادة كأداة لتقييم الاداء المالي للمؤسسة الاقتصادية دراسة حالة الشركة الجزائرية لانتاج الكهرباء . مداخلة للمشاركة في المؤتمر الوطني الاول حول مراقبة التسيير كآلية لحوكمة المؤسسات . ة تفعيل الانتاج جامعة البليدة 2 ص 10

³ - حسن وفاء و علي بيطار . العوامل المؤثرة في الاداء المالي لشركات التأمين الخاصة العاملة في سورية . مجلة البحوث الاقتصادية و المالية تشرين سورية العدد 02 . ديسمبر 2020 . ص 163-164

يقصد به عدد السنوات التي مرت منذ تأسيس المؤسسة ، و فيما يخص اثر عمر المؤسسة على الأداء المالي ، فيمكن القول أن المؤسسات التي لها عمر قد تتفوق على المؤسسات الجديدة ، و يمكن أن يعود ذلك إلى عدد من العوامل فمن ناحية أن قدم المؤسسة يبعث لدى الأفراد شعور بالطمأنينة عند التعامل معها و ذلك اعتبارا منهم أنه أن لم تتمتع بإدارة جيدة لما بقيت في السوق ، و من ناحية أخرى أن الشركات غالبا تستهلك اغلب أصولها و مصاريف تأسيسها في السنوات الأولى لإنشائها ، مما يجعلها تتحمل مصاريف اقل في السنوات الأخرى .

خامسا: طبيعة الملكية¹

تم التوصل إلى وجود اثر ايجابي بين تغيير نمط الملكية للمؤسسة و الأداء المالي للأسباب التالية :

- لأن المالك الخاص أكفاً من الدولة في إدارة المؤسسة، مما يساهم في توفير الموارد و تحسين الأداء المالي لهذه المؤسسة.
- المالك الخاص بما يقدمه من حوافز اقدر من الدولة على تعبئة الموارد و الاستثمار في المشاريع المربحة
- تغيير نمط الملكية يزيل على كاهل الدولة عبء الخسائر المالية.
- و هناك دراسة أخرى قامت بتحليل الكشوف المالية (الميزانية و جدول الحسابات النتائج) باستخدام التحليل الإحصائي و أدوات التحليل المالي ، أظهرت وجود اثر ايجابي لتغير طابع الملكية في الأداء بمكوناته المتمثلة في التوازن المالي ، زيادة المنافسة و الكفاءة ، السيولة ، ارتفاع الأداء المالي .

سادسا: إنتاجية المؤسسة

تعني الإنتاجية تحقيق اكبر نسبة من المخرجات من قيمة محددة من المدخلات ، و الإنتاجية هي مؤشر يوضح قدرة عناصر الإنتاج المختلفة على تحقيق مستوى معين من المخرجات قياسا بالمدخلات التي تم استثمارها للغرض الإنتاجي ، و يتم احتساب الإنتاجية من خلال احتساب معدل دور أن الأصول ، حيث يقيس هذا المؤشر مدى قدرة المؤسسة على استغلال كافة الأصول المتاحة في تحقيق المبيعات ، و ارتفاع هذه النسبة يشير إلى أن المؤسسة تستخدم موجوداتها بكفاءة عالية في تحقيق المبيعات ، و يتم احتسابه بالمعادلة التالية:

¹- صفاء بوضياف . دور المعلومات المالية في تقييم الاداء المالي و التنبؤ بالفشل المالي . اطروحة دكتوراه تخصص محاسبة مالية و تدقيق . جامعة فرحات عباس . سطيف 2018 ص 46.

الإنتاجية = صافي المبيعات / إجمالي الأصول

سابعاً: الرافعة المالية

يعرف الرفع المالي بأنه استخدام أموال الغير مقابل تكاليف ثابتة مالية تلتزم المؤسسة بدفعها ، فالرفع المالي مرتبط بهيكل تمويل المؤسسة ، فكلما زاد الاعتماد على المصادر الخارجية للتمويل تزداد درجة الرفع المالي

هناك ارتباط بين الأداء المالي و الرفع المالي في المؤسسات ، و في ظل أي هيكل مالي نجد بأن الأرباح لكل سهم و العائد على حقوق الملكية للمساهمين تزداد كلما زادت الرافعة المالية ، فعندما تقوم المؤسسة بالاقتراض بمعدل ثابت التكلفة لتمويل عملياتها و استثماراتها فأنها تحقق من ذلك عائداً على الاستثمار يزيد على تكلفة الديون فسيؤدي إلى زيادة العائد الموزع على المساهمين ، و هذا من إيجابيات الرفع المالي أما اذا لم تستطع المؤسسة من تحقيق عائد يفوق تكلفة التمويل بالديون فعندئذ يصبح الرفع المالي سالباً .¹

ثامناً: نسبة السيولة

تمثل نسبة التداول مقدرة المؤسسة على دفع الالتزامات قصيرة الأجل المترتبة عليها، و ثم قياس هذا المتغير بقسمة مجموع الأصول المتداولة على مجموع الالتزامات المتداولة.

أما عن اثر نسبة التداول على الأداء المالي فقد توصل مصطفى القضاة إلى وجود اثر ايجابي بين نسبة التداول و الأداء المالي.

تاسعاً: معدل نمو المبيعات

تعتبر المبيعات عنصراً يتم الاعتماد عليه في إيجاد العديد من المعايير المالية التي تعتمد عليها المؤسسات في تقييم أدائها ، إضافة إلى أن معيار نمو المبيعات احد معايير نجاح المؤسسة ، و من خلال نمو المبيعات يمكن التنبؤ بالمبيعات ، حيث يتم تحديد المتوقع من التدفق النقدي ، و تستخدم المؤسسات التنبؤ بالمبيعات من اجل توقع المتطلبات من التدفق النقدي ، و تعزيز إدارة المخزون بفعالية .

¹ - بن عياش ليلية و بوالوارت منى مرجع سبق ذكره ص 63-64

و يعبر عن نمو المبيعات بالمعادلة التالية:

$$\text{معدل نمو المبيعات} = [\text{صافي المبيعات في السنة ن} - \text{صافي المبيعات في السنة (ن-1)}] / \text{صافي المبيعات في السنة (ن-1)}$$

حسب دراسة عاشور الفار هناك اثر سلبي لمعدل نمو المبيعات على الأداء المالي ، و تعزو الباحثة ذلك إلى أن الربحية و المبيعات لا تمثل الأداء المالي لأنه على الأرجح هذه المؤسسات تتبع سياسة البيع الآجل و الخصومات لتحفيز نمو المبيعات دون إحداث اثر واضح على الأداء المالي ، و قد خالفت دراسات سابقة دراسة عاشور الفار، حيث أظهرت نتائجها أن هناك أثرا إيجابيا ذو دلالة إحصائية بين معدل نمو المبيعات و الأداء المالي للمؤسسة مثل دراسة (safarova)، و دراسة (Reddykakansaha) ، حيث أن كفاءة الأداء التشغيلي و التسويقي للمؤسسة يؤدي إلى زيادة المبيعات و زيادة إقبال المستثمرين على المؤسسة مما يرفع من قيمتها السوقية .

عاشرا: نسبة توزيعات الأرباح النقدية¹

تعد نسبة الأرباح المحققة في المؤسسة المحدد الرئيسي لمقدار التوزيعات ، رغم أن الإدارة تسعى إلى تحقيق الاستقرار في هذه النسبة قدر المستطاع ، و يكون مجلس الإدارة المسؤول الأول في تحديد نسبتها ، و هي بمثابة تدفق نقدي داخلي للمساهمين نظير استثمارهم في أسهم المؤسسة ، و تحسب بالعلاقة التالية :

$$\text{نسبة توزيعات الأرباح} = \text{الأرباح الموزعة} / \text{الأرباح الصافية}$$

إحدى عشر: الضمانات:

طبيعة أصول المنشأة يؤثر بأشكال مختلفة على قرار اختيار مصادر التمويل ، بمعنى أن نوع الأصول المملوكة للمنشأة يؤثر في تحديد بنيت هيكلها التمويلي و بالتالي تأثيرها على الأداء المالي للمؤسسة ، حيث توصلت دراسة (MYERS1977) و (JONE&FERI1979) ، إلى وجود علاقة طردية بين الاعتماد على الديون و تركيبة الأصول ، و في دراسة (منير إبراهيم هندي) توصل إلى وجود علاقة طردية ذات دلالة

¹ - بن عياش ليلية و بوالوارت منى مرجع سبق ذكره ص 64.

إحصائية بين نسبة الأصول الثابتة إلى مجموع الأصول و نسبة الاقتراض ، في حين توصلت (شنافه جهرة) إلى وجود علاقة عكسية بين الضمانات و الأداء المالي .¹

❖ العوامل الخارجية :

و لعل أهم العوامل الخارجية المؤثرة على الأداء المالي للمؤسسة تتمثل في ما يلي:

1- العوامل الاقتصادية²

تشير البيئة الاقتصادية إلى خصائص و عناصر النظام الاقتصادي، الذي تعمل فيه المؤسسة، و من الأمثلة على ذلك، معدلات التضخم و معدلات البطالة و خصائص الاستثمار في المجتمع و معدلات الفائدة السائدة، و بعض السياسات الاقتصادية، و خاصة السياسات المالية و النقدية للدولة... الخ ، كل ذلك اثر و يؤثر في رسم و صياغة استراتيجية المؤسسة بما يفرض فرص جديدة للاستثمار ، و تشجيع الأعمال ، و تعزيز دور القطاع الخاص ، أو ما ينتج عنه من تهديدات جدية مثل تدبب أسعار السوق .

2- العوامل الاجتماعية و الثقافية³

لا تقل هذه الأخيرة عن سابقتها ، نظرا لوزن البعد الاجتماعي في محيط المؤسسة و مساهمتها في كثير من الأحيان في التأثير على العوامل الأخرى ، و تتضمن العوامل الاجتماعية و الثقافية نماذج الحياة و القيم الأخلاقية و الفنية و التيارات الفكرية للمجتمع الذي توجد فيه المؤسسة ، و قد تقف هذه العوامل في كثير من الأحيان عائقا أمام تحسين الأداء المالي للمؤسسة .

3- العوامل السياسية و القانونية⁴

و تتجلى هذه العناصر بوضوح في حالات الاستقرار الأمني و السياسي ، متمثلة بالعلاقات مع العالم الخارجي و القوانين و طبيعة النظام السياسي للدولة ، فأداء المؤسسة يتأثر بصورة كبيرة بالعلاقات الدولية و

¹ -بن عياش ليلية و بوالوارت منى مرجع سبق ذكره ص65.

² - انس مصلح ذياب الطراونة العوامل المؤثرة في تقييم الاداء المالي لشركات التامين الاردنية رسالة ماجستير تخصص محاسبة . جامعة الشرق الاوسط . 2015 ص 24-25.

³ - نعيمة يحيوي . ادوات مراقبة التسيير بين النظرية و التطبيق . اطروحة دكتوراه تخصص تسيير المؤسسات جامعة الحاج لخضر باتنة 2009 . ص 221.

⁴ - عمر مازن ذياب ملحم العوامل المؤثرة على الاداء المالي في شركات التامين العامة المدرجة في سوق عمان المالي . رسالة ماجستير . تخصص محاسبة جامعة الشرق الاوسط 2019 . ص 44 .

نوعيتها و السياسات الخارجية التي تتبعها الدولة ، و لكن في النهاية توفر هذه العوامل الفائدة الحقيقية للمؤسسة من اجل تحسين أدائها و تطويره .

4-العوامل التكنولوجية:

تشمل هذه العوامل ما تحدته التكنولوجيا من تطورات و تغييرات ، فهو مطلب أساسي لكي تتمكن إدارة المؤسسة من القيام بأعمالها بكفاءة و فعالية ، و تظهر العديد من الدراسات السابقة العلاقة بين التكنولوجيا و الأداء المالي منها دراسة (سعيد علونة و نصر عبد الكريم) حيث توصلت إلى وجود اثر ايجابي للتكنولوجيا على الأداء المالي و يظهر هذا الأثر خلال سنتين على الأقل من سنة الأنفاق ، أما دراسة (AdamMahmod) فتوصلت إلى وجود علاقة ايجابية ذات دلالة إحصائية معنوية بين التكنولوجيا و الأداء المالي ، حيث أنه عند مستوى مرتفع للاستثمار في التكنولوجيا سيؤدي ذلك إلى أداء عالي . وعليه على المؤسسات متابعة التطورات التكنولوجية لما لها اثر فعال على الأداء المالي، و محاولة مواكبة هذا التطور و تسيير حجم الأنفاق على التكنولوجيا، فالمهم ليس حجم المبالغ المنفقة و إنما مدى توافقها مع أعمال و أهداف المؤسسة¹.

الفرع الثالث: مؤشرات قياس الأداء المالي

1-مؤشرات الربحية²: و تشمل على

- أ- **معدل العائد على حق الملكية ROE**: يشير هذا المعدل إلى مقدار العائد المتأتي من استثمار البنك في الأموال ، و يحسب هذا المعدل بقسمة صافي الربح على حق الملكية.
- ب- **معدل العائد على الأصول ROA**: هذا المؤشر يبين مدى قدرة الأصول على خلق الربح ، و يحسب بقسمة صافي الربح على إجمالي الموجودات.
- ت- **معدل العائد على الأموال المتاحة ROR** : و ينتج عن قسمة صافي الربح على مجموع حقوق الملكية بالودائع ، أي هو معدل العائد المتأتي من كل الأموال للبنك متوفرة للتوظيف و الاستثمار.

¹ - نفيسة حجاج و احلام بوعبدلي . اثر الاستثمار في تكنولوجيا المعلومات و الاتصال على ربحية المؤسسات . مجلة الباحث كلية العلوم الاقتصادية و العلوم التجارية و علوم التسيير . جامعة قاصدي مرباح . ورقلة . الجزائر العدد 16 . 2016 ص 197-198

² - محمد زرقون و شركاؤه . دراسة قدرة مؤشرات الاداء المالي التقليدية و الحديثة في تفسير عوائد الاسهم . دراسة حالة الشركات المدرجة في بورصة قطر الفترة الممتدة 2010-2015 . مجلة الامتياز لبحوث الاقتصاد و الادارة المجلد 02 . العدد 03 . 2018 ص 217

ث- معدل استخدام الأصول: يمثل هذا المؤشر المعدل الذي تستخدم به الأصول المتوفرة، و تتحصل عليه من خلال قسمة إجمالي الإيرادات على إجمالي الأصول.

ج- نسبة هامش الربح NIM: و يسمى أيضا مؤشر كفاءة إدارة التكاليف، بحيث يعكس هذا مدى كفاءة البنك في إدارته و تحكمه في التكاليف المختلفة بحسب بالعلاقة المتمثلة في قسمة صافي الربح على الإيرادات .

2- مؤشرات مخاطر الاستثمار:

أ) المخاطر الائتمانية: و هي المخاطر التي يتوقعها البنك من الأموال الممنوحة و التي قد يصعب التكهّن بمدى دقتها تخضع هذه الأموال لحالات من تأخر السداد أو عدم السداد تقاس ب: نسبة الأصول الخطرة/ مجموع الأصول.

ب) مؤشرات الرافعة المالية: يقيس هذا المؤشر درجة مخاطرة رأس المال و يقيس نسبتين:

نسبة إجمالي الودائع / رأس المال + الاحتياطي

نسبة مجموع الأصول / رأس المال المدفوع

3- مؤشرات السيولة¹: تتمثل في النسب المختلفة التي تقيس مقدار وفاء البنك بالتزاماته سواء قصيرة أو طويلة الأجل .

أ* نسبة الرصيد النقدي: و يحسب عن طريق قسمة الأموال المتوفرة في صندوق و البنك على الودائع، و يراد من هذه النسبة إلى مدى كفاية الأصول النقدية في البنك على سداد ودائع عملائه.

ب* نسبة السيولة القانونية: تحسب بقسمة النقود و أشباه النقود على إجمالي الودائع ، حيث يعبر بها عن قدرة البنك على مواجهة السحب من المودعين بما يتوفر له من رصيد نقدي و شبه نقدي متمثل في رصيده لدى البنك المركزي و حصصه من سندات و ودائع جارية و آجلة و أرصدة مصارف .

ج* نسبة التوظيف (نسبة القروض إلى الودائع): و تحسب بقسمة القروض على مجموع الودائع، يعود من حساب النسبة معرفة مدى ملائمة توظيف البنك للأموال المتاحة لمواجهة القروض المطلوبة منه .

¹ - حمزة محمود الزبيدي . التحليل المالي ط2 . دار الوراق للنشر و التوزيع عمان الاردن . 2010 . ص 125

د * نسبة الأصول السائلة إلى إجمالي الأصول النقدية: تمثل هذه النسبة مدى نسبة الأصول السائلة للبنك إلى إجمالي أصوله.

4- مؤشرات ملائمة رأس المال¹: تتمثل في مدى كفاية رأس المال لمواجهة الخسائر التي من المحتمل حدوثها ، و تأثيرها على أموال المودعين و الدائنين و تتمثل في النسب:

– نسبة رأس مال ممتلك / مجموع الأصول: تعبر النسبة عن قيمة استثمارات البنك
– نسبة رأس مال ممتلك / الودائع: تساهم النسبة في إبراز أهمية رأس المال الممتلك و الودائع كمصدر للتمويل.

– نسبة رأس مال ممتلك / الاستثمار في الأوراق المالية: توضح النسبة مدى استعداد البنك لمواجهة المخاطر المترتبة عن الاستثمار في الأوراق المالية.

– نسبة رأس مال ممتلك / القروض : تقيس مدى قدرة البنك على مواجهة الخسائر الناجمة على القروض الممنوحة و تغطيتها .

5- المؤشرات الحديثة: نذكر منها :

أ) القيمة الاقتصادية المضافة²: يعتبر مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة الذي يرمز له (EVA) الصورة المعدلة لمؤشر الربح المتبقي و الذي قامت بتطويره مؤسسة ستامستوارت و هي مؤسسة استشارية أمريكية من خلال اقتراحها إجراء العديد من التعديلات على كل من صافي الربح و كافة رأس المال لحساب القيمة الاقتصادية المضافة ، حيث تعرف القيمة الاقتصادية المضافة على أنها مؤشر لقياس الأداء و في نفس الوقت طريقة تسيير ، و يتم وفق هذا المؤشر ربط المسيرين بالمؤسسة و تحسبهم بها وفق منطق النتائج من خلال العلاقة التي تربط النتائج بالأموال من جهة ، و فق ثقافة رأس المال التي تمثل التعويض الذي يحصل عليه أصحاب الأموال الممثلين في المساهمين ، و يعود سبب طرح القيمة الاقتصادية المضافة إلى شمولية هذا المعيار للمتغيرات الهامة التي تعكس الأداء بالشكل الذي يعظم من ثروة الملاك أو ثروة حملة الأسهم ، و استحوذت على الاهتمام في الفترة الأخيرة كشكل جديد في قياس الأداء ، لكونها تؤكد على ضرورة تحميل كافة الاستثمار في صافي الربح التشغيلي الذي تم تحقيقه ، و

¹ - حاكم محسن محمد الربيعي . مهند حميد ياسر العطوي . نظرية توقيت السوق و تأثيرها في هيكل رأس المال . دراسة تطبيقية لعينة من الشركات الصناعية المصرية . مجلة الغري للعلوم الاقتصادية و الادارية . المجلد رقم 10 العدد 3 . 2014 ص 9

² - خالد سيف الاسلام بوخلخال . علال بن ثابت . قياس و تقييم الاداء المالي باستخدام المؤشرات الحديثة و التقليدية و دراسة فعاليتها في خلق القيمة . دراسة حالة مجمع صيدال خلال الفترة 2009-2019 مجلة دراسات المعهد الاقتصادي . المجلد رقم 12 . العدد 1 . 2021 . ص 147

- هذا ما أشار إليه تولي (TULLY) ، فقد وصف في مجلة الثروة بأن القيمة المضافة هي أحسن فكرة مالية لهذا اليوم و برزت أهمية هذا المؤشر فيما يلي
- يوضح المعيار التحسن المستمر لثروة المساهمين.
 - مقياس حقيقي للأداء التشغيلي و الإداري .
 - معيار للنظم الحوافز و التعويضات لمدرء المؤسسات .
 - مؤشر حقيقي لتعظيم سعر السهم في السوق .
 - وسيلة لسد الفجوات التي تحدثها المبادئ المحاسبية المتعارف عليها دوليا.
 - وسيلة للحد من مشكلة الوكالة من خلال تقريب اهتمامات المدرء و حملة الأسهم .
 - تحسب القيمة الاقتصادية المضافة وفق العلاقة التالية:

$$EVA = (ROI - CMPC) * CI$$

ROI: العائد على الاستثمار.

CMPC: تكلفة رأس المال.

CI: رأس المال .

(ب) القيمة السوقية المضافة¹: و يرمز لها MVA و تعرف بأنها الفرق بين القيمة السوقية و القيمة الدفترية ، و تعطي تقييما شاملا لأداء المؤسسة منذ نشأتها و حتى قياس قيمتها السوقية ، و يتم تقديرها من خلال الفرق بين القيمة السوقية و القيمة الاسمية للسهم مصروب في عدد الأسهم ، و يعكس مدى قدرة الإدارة على تعظيم ثروة المساهمين ، و تعطى علاقتها كالتالي :

$$MVA = MEV - BVE$$

حيث أن :

MVA: القيمة السوقية المضافة

MEV: القيمة السوقية لحقوق الملكية

¹- جرودي رندة . اثر مخاطر السوق على الاداء المالي للمصارف الاسلامية و آليات ادارتها وفق معايير مجلس الخدمات المالية الاسلامية و لجنة بازل . دراسة قياسية 2008-2018 . اطروحة دكتوراه تخصص مالية و بنوك و تامينات . كلية العلوم الاقتصادية و التجارية و علوم التسيير جامعة فرحات عباس سطيف . الجزائر 2019-2020 . ص167

BVE: القيمة الدفترية لإجمالي حقوق الملكية

و يمكن أن تكون نتيجة المعادلة السابقة موجبة أو سالبة أو صفرا ، حيث تكون موجبة عندما تتجاوز القيمة السوقية لإجمالي حقوق الملكية قيمتها الدفترية ، و هذا يعني أن عوائد الأسهم في السوق قد زادت خلال فترات حياتها ، و تكون سالبة اذا حدث العكس و هذا يعني أن عوائد الأسهم في السوق قد انخفضت خلال فترات حياتها ، و تكون صفرا في حالة تساوي القيمة السوقية لإجمالي الحقوق الملكية مع قيمته الدفترية و هذا يعني ثبات عوائد الأسهم خلال فترات حياتها دون زيادة أو نقصان ، و للتمييز بين مضمون القيمة الاقتصادية المضافة و القيمة السوقية فأن معيار القيمة الاقتصادية المضافة يشكل نمطا و منهجا لتقييم الأداء الداخلي ، في حين يعرض معيار القيمة السوقية المضافة تقييما للأداء الخارجي ، و هذا يعني أن معيار القيمة السوقية المضافة لا يعكس فقط ثروة حملة الأسهم بل يعكس أيضا تقييم السوق المالي لصافي القيمة الحالية للمؤسسة ككل ، حيث يمكن القول أن القيمة السوقية المضافة تعد بمثابة مقياس جوهري و هام يلخص الأداء الإداري لمؤسسة الأعمال ، و يوضح مدى نجاحه في توزيع و إدارة الاستثمار لمواردها المحددة و النادرة من اجل تعظيم ثروة الملاك .

المطلب الثالث: العلاقة بين سياسة توزيع الأرباح و الأداء المالي

نهدف من هذا المطلب تسليط الضوء على العلاقة بين سياسة توزيع الأرباح و الأداء المالي و ذلك من خلال تفسير العلاقة بينهما و التي تعرض لها بعض العلماء و العوامل التي تؤيد توزيع أرباح أكبر ، و ذلك من خلال فرعين .

ترجع أهمية سياسة توزيع الأرباح إلى اعتبارها جزء من سياسة المؤسسة المالية و الاستراتيجية التي تؤثر على أدائها المالي بشكل مباشر أو غير مباشر في مختلف المجالات ، مثل الهيكل المالي و تدفق الأموال و السيولة و تكلفة الأموال كما أنها تؤثر على اتجاهات المستثمرين ، و هناك جدل حول تأثير سياسة توزيع الأرباح على الأداء المالي للمؤسسة .

الفرع الأول : تفسير العلاقة بين سياسة توزيع الأرباح و الأداء المالي

مع زيادة الاختلاف حول تأثير سياسة توزيع الأرباح على الأداء المالي و نوعية العلاقة التي تجمعها انقسمت الآراء، فهناك من يرى أن لها تأثير و هناك من يعارض فكرة تأثير توزيع الأرباح على الأداء المالي.

أولاً: البراهين و الأدلة بعدم وجود علاقة بين سياسة توزيع الأرباح و الأداء المالي¹

حسب نظرية العلاقة لتوزيعات الأرباح التي تم تطويرها من قبل كل من مود كيليانى و ميلر (M&M) حيث برهنوا بأن قيمة المؤسسة تتحدد استناداً للقوة الإرادية و المخاطرة الناجمة عن استثمارها فقط ، أي تتحدد بكفاءة قرارات الاستثمار (قدرة الموجودات على تحقيق الأرباح) ، و أن الأسلوب الذي تعتمد عليه المؤسسة في توزيع أرباحها بين التوزيع و بين الاحتجاز ليس له تأثير في قيمتها ، في حالة ثبات العوامل الأخرى، و خلافاً لما سبق فأن العديد من الدراسات قد توصلت إلى أن تغيرات كبيرة في التوزيعات تؤثر في قيمة المؤسسة ، حيث أن زيادة التوزيعات تؤدي إلى زيادة ملحوظة في أسعار الأسهم ، و العكس في حالة انخفاض الربح الموزع فأن قيمة المؤسسة تنخفض هي الأخرى ، و قد رد ميلر و مود كيليانى على هذه النتائج بقولهم بأن التأثير المذكور لم يكن بسبب الربح الموزع ذاته ، و إنما يعود السبب إلى المحتوى المعلوماتي الكامن في الربح الموزع و بعلاقته مع الأرباح المستقبلية ، و طبقاً لهذه النظرية ينظر المستثمرون لأي تغيرات في سياسة توزيع الأرباح عن طريق المؤسسة كإشارة لتوقع الربح بواسطة إدارة المؤسسة ، فالتوزيع الأعلى للأرباح سوف يعطي إشارة للمستثمرين بأن تتبؤ المؤسسة للأرباح المستقبلية يكون إيجابياً، بمعنى آخر أنه لو توقع المستثمرون نسبة عالية من توزيع الأرباح بينما دفعت المؤسسة نسبة أقل بكثير فأن سعر السهم سوف ينخفض في سوق رأس المال ، و العكس صحيح لو توقع المستثمرون نسبة أقل من توزيع الأرباح بينما قامت المؤسسة بدفع نسبة أعلى فأن سعر السهم سوف يرتفع .

بالإضافة إلى نظرية التفضيل الضريبي التي تقوم على أساس أن هناك مجموعات مختلفة من حملة الأسهم الذي يفضلون سياسات مختلفة لتوزيع الأرباح ، فالأشخاص المتقاعدين و صناديق التقاعد و صناديق الجامعات ، عادة يفضلون التوزيعات النقدية لذا يرغبون بالاستثمار في المؤسسات التي توزع نسب أعلى من أرباحها ، و هؤلاء هم عادة المستثمرين الذين يخضعون لمعدل ضريبة مختلفة على التوزيعات ، كما يفضلون الحصول على دخلهم في صورة أرباح رأسمالية تخضع لمعدل ضريبة أقل من المعدل المفروض على توزيعات الأرباح النقدية ، من ناحية أخرى هناك مستثمرين يفضلون المؤسسات التي توزع نسبة أرباح نقدية منخفضة ، أو لا توزع أرباحاً نقدية و تحتجزها للاستثمار لأنهم ليسوا بحاجة للدخل الحالي و هم ببساطة يعيدون استثمار التوزيعات المستلمة بعد دفع الضرائب عن تلك التوزيعات ، و تسمى عملية جذب

¹ - امينة جنحي . رشا كبير . تأثير سياسة توزيع الأرباح على الأداء المالي . دراسة حالة عينة من المؤسسات المدرجة في بورصة قطر . مذكرة مكملة لنيل شهادة ماستر . المركز الجامعي عبد الحفيظ بوصوف ميله تخصص إدارة مالية 2022-2023 . ص 24-25.

المستثمرين للمؤسسات التي لها سياسات للتوزيع تتماشى مع تفضيلات المستثمرين ، و بعبارة أخرى فإن المستثمرين لن يستثمروا إلا في المؤسسات التي تتفق سياسة توزيع الأرباح النقدية التي تتبعها مع رغباتهم و احتياجاتهم و ظروفهم الخاصة .

ثانيا: البراهين و الأدلة بوجود علاقة بين سياسة توزيع الأرباح و الأداء المالي¹

أن البرهان و الدليل الرئيسي الذي يعزز وجهة النظر التي تقول بوجود صلة وثيقة لسياسة توزيع الأرباح بقيمة المؤسسة و أدائها المالي هو الذي ساهم به كل من **جوردن و لينتز**، حيث اثبتوا بأن هناك علاقة مباشرة بين سياسة توزيع الأرباح و بين القيمة السوقية للسهم العادي و الأداء المالي للمؤسسة ، و الأساس الذي يقوم عليه الافتراض المذكور هو الدليل الذي يطلق عليه العبارة المشهورة " **عصفور في اليد** " ، الذي يشير إلى أن المستثمرين ينظرون إلى دفعات الأرباح الموزعة الحالية على أنها اقل خطورة من دفعات الأرباح الموزعة أو المكاسب الرأسمالية المستقبلية ، و قد أشار مؤيدوا هذا الافتراض على أن دفعات الأرباح الموزعة الحالية تقلل من عدم التأكد لدى المستثمر ، الأمر الذي يدفعه إلى خصم أرباح المؤسسة بمعدل خصم منخفض نسبيا ، مع بقاء العوامل الأخرى على حالها مما يجعله يضع أسعار عالية على أسهم المؤسسة ، و بالمقابل فإن انخفاض الأرباح الموزعة أو عدم التوزيع سيزيد من حالة عدم التأكد لدى المستثمر ، الأمر الذي يدفعه إلى طلب معدل عائد مرتفع نسبيا و بالتالي إلى انخفاض القيمة السوقية لأسهم المؤسسة .

الفرع الثاني: العوامل التي تؤيد توزيع أرباح اكبر

يعتبر قرار توزيع الأرباح من القرارات المالية الاستراتيجية الصعبة و المهمة التي تتخذها الإدارة المالية في المؤسسات الاقتصادية ، لما يشكله هذا القرار من اثر مباشر على المستثمر و المؤسسة على حد سواء ، و هو ما سنتطرق إليه فيما يلي:

أولاً: الرغبة بالدخل الجاري يرغب بعض الأفراد بدخل مستمر مثل المتقاعدين و بعض الفئات التي تعيش على دخل ثابت مثل الأرمال و الأيتام ، و لذلك فإن هؤلاء الأفراد هم الذين يرفعون سعر السهم في حالة توزيعات الأرباح بسبب زيادة طلبات الشراء ، و هم الذين يساهمون كثيرا في تخفيض سعر السهم في حالة أن اتخذت المؤسسة قرار بتخفيض توزيعات الأرباح النقدية بسبب كثرة عروض البيع .

¹ - امينة جنحي . رشا كبير مرجع سبق ذكره ص 25-26

ثانيا: التمويل السلوكي: أن الأفراد و المستثمرين لا يستطيعوا أن يتقيدوا باستمرار بالقواعد التي يضعونها لأنفسهم و غالبا ما يميلون إلى التصرفات التي تحقق لهم رضا و إشباع ، و السبب كان سلوكي و هو عدم السيطرة على قرارات الفرد و تنفيذها بدقة أو السيطرة الذاتية ، لأن المحصلة النهائية من أن هناك شركات توزع مبالغ أرباح نقدية كبيرة لأن الناس و المستثمرين لا يمتلكون القدرة دائما و في كل وقت للسيطرة على قراراتهم المالية ، و لذلك فإن هذا الموضوع عادة يتم مناقشته تحت عنوان " التمويل السلوكي " ¹

ثالثا: تكاليف الوكالة و المحتوى المعلوماتي للتوزيع

أ) تكاليف الوكالة: هي تكاليف تكون في بداية إنشاء و تكوين المؤسسة تتمثل في اتفاق أطراف عديدة مثل المساهمين و المقرضون و إدارة المؤسسة جميعا ، على إنشاء المؤسسة و السبب في ذلك التعاون و الاتفاق و المصالح المشتركة المتوقعة من إنشاء المؤسسة ، و في المراحل اللاحقة نجد أن كل طرف يرغب في أن يحقق مكاسب على حساب الأطراف الأخرى ، و ابرز مثال على ذلك هو الصراع المحتمل بين حملة الأسهم و المقرضون ، ذلك أن المقرضون يرغبون دائما أن تحتفظ المنشأة بأكبر قدر من السيولة و ذلك من اجل الشعور بالاطمئنان على الأموال التي قاموا بإقراضها ، و أن المنشأة تستطيع الوفاء و تسديد التزاماتها المالية اتجاههم حتى لو كانت تمر بصعوبات مالية .

ب) المحتوى المعلوماتي للتوزيعات: لقد بات بالوقت الحاضر و في الحكم المؤكد أن إعلان المؤسسة عن زيادة توزيعات الأرباح سوف يرفع سعر السهم السوقي و العكس صحيح ، فقد وجدت إحدى الدراسات أن إعلان المؤسسة عن نيتها دفع توزيعات و دون تحديد لكمية تلك التوزيعات سوف يرفع سعر السهم بالمتوسط بنسبة 3% بعد الإعلان مباشرة و بالمقابل وجدت دراسات أخرى أن إعلان المؤسسة عن نيتها في تخفيض توزيعات الأرباح و دون تحديد لحجم ذلك التخفيض سوف يخفض سعر السهم بالمتوسط إلى 7% بعد الإعلان مباشرة عن التخفيض ، أن السبب في ذلك يعزى إلى أن المستثمرين و المساهمين عادة يدركون أن المؤسسة تقرر توزيع الأرباح في فترة معينة عندما تتوقع إدارتها أن ترتفع العوائد أو التدفقات النقدية بشكل كافي ، بحيث تستمر المنشأة في دفع تلك التوزيعات و هي دلالة على تحسين و ضع المنشأة المالية .

¹ - امينة جنحي . رشا كبير مرجع سبق ذكره ص 26-28

المبحث الثاني: تحليل الدراسات السابقة

نتعرض في هذا المبحث إلى بعض الدراسات السابقة التي تناولت هذا الموضوع ، من خلال الولوج إلى بعض ما تمكن الباحثون من تحصيله خلال دراساتهم من مضامين و نتائج لهذا الموضوع ، حيث اخترنا خمس دراسات ،منها الدراسات العربية و الأجنبية ،قسمنا المبحث إلى ثلاثة مطالب .المطلب الأول أخذنا الدراسات العربية أما المطلب الثاني الدراسات الأجنبية أما المطلب الثالث دراسة المقارنة و القيمة المضافة .

المطلب الأول: الدراسات الوطنية

نحاول في مطلبنا هذا تقديم بعض الدراسات الوطنية السابقة التي تناولت موضوع سياسة توزيع الأرباح و مدى تأثيرها على الأداء المالي للمؤسسات، سنقتصر في هذا السياق على بعض من ما تم تناوله.

➤ الدراسة رقم (01):

دراسة موصو سراح: بعنوان دراسة قياسية لأهمية تأثير سياسة توزيع الأرباح على الأداء للمؤسسات الاقتصادية المدرجة في مؤشر S&P100 ، مجلة مجاميع المعرفة ، المجلد 08 ، العدد ، 03 ، 2022

هدفت هذه الدراسة إلى اختبار و قياس تأثير سياسة توزيع الأرباح على الأداء المالي للمؤسسات الاقتصادية المدرجة في مؤشر S&P100 ، طبقت الدراسة على عينة مكونة من 51 مؤسسة اقتصادية خلال الفترة الممتدة من 2014 إلى 2018 و من أجل الإجابة على الإشكالية المطروحة و اختبار الفرضيات تم الاعتماد على بيانات البائل و باستخدام نموذج التأثيرات الثابتة .

توصلت الدراسة إلى عدم وجود تأثير ذو دلالة إحصائية لسياسة توزيع الأرباح ممثلة في نسبة الأرباح الموزعة للسهم الواحد على الأداء المالي معبرا عنه بالعائد على إجمالي الأصول للمؤسسات الاقتصادية المدرجة في مؤشر S&P100، بينما توصلت الدراسة إلى وجود تأثير موجب و ذو دلالة إحصائية للأرباح المحتجزة على العائد على إجمالي الأصول للمؤسسات محل الدراسة ، كما أشارت نتائج الدراسة إلى وجود تأثير سلبي للرفع المالي على أداء المؤسسة محل الدراسة .

➤ الدراسة رقم (02):

دراسة عبد الحق قنون ، عبد الغني دادن ، 2019 دراسة بعنوان اثر سياسة توزيع الأرباح على القيمة البورصية للمؤسسات الاقتصادية ، مجلة الدراسات الاقتصادية الكمية ، جامعة ورقلة ، الجزائر ، العدد 04 ، ماي ، 2019.

تهدف الدراسة إلى تبيان تأثير سياسة توزيع الأرباح على القيمة البورصية للمؤسسة ، تم الاعتماد فيها على عينة مكونة من 26 مؤسسة مدرجة في بورصة قطر موزعة على عدة قطاعات باستثناء القطاع المالي خلال الفترة 2013-2016 اعتمد في هذه الدراسة على الانحدار الخطي المتعدد و البسيط للكشف عن هذا التأثير توصلت الدراسة إلى وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين سياسة توزيع الأرباح و قيمة المؤسسة ، كما خلصت إلى أن التوزيعات النقدية تعتبر من اكثر أشكال توزيعات الأرباح تأثيرا على قيمة المؤسسة البورصية و هذا ما يدعم نظرية ملاءة توزيعات الأرباح .

➤ الدراسة رقم (03):

دراسة احمد لمين بوغنامة ، رفيق يوسف ، دراسة بعنوان : اثر سياسة توزيع الأرباح على القيمة السوقية للمؤسسات الاقتصادية ، دراسة قياسية لعينة من المؤسسات المدرجة في مؤشر CAC 40 ، مجلة دراسات في الاقتصاد و إدارة الأعمال ، المجلد رقم 05 ، العدد 02 ، ديسمبر 2022 .

تهدف الدراسة إلى معرفة تأثير سياسة توزيع الأرباح على القيمة السوقية للمؤسسة حيث شملت الدراسة على 18 مؤسسة فرنسية مدرجة في مؤشر CAC 40 خلال فترة من 2010 إلى 2021 ، و ذلك بالاعتماد على نموذج الانحدار الخطي المتعدد لبيانات البائل .

توصلت الدراسة إلى وجود علاقة بين سياسة توزيع الأرباح و قيمة المؤسسة ، حيث تشير النتائج إلى وجود تأثير ايجابي ذو معنوية إحصائية لكل من الربح الموزع للسهم و ربحية السهم على القيمة السوقية للسهم ، أما بخصوص القيمة الدفترية للسهم فقد أشارت النتائج إلى وجود علاقة ايجابية بينها و بين الربح الموزع للسهم و ربحية السهم .

➤ الدراسة رقم (04):

دراسة حسام كفايفي ، علي مكيد ، دراسة بعنوان : قياس اثر المؤشرات المالية على سياسة توزيع الأرباح للمؤسسات الاقتصادية الجزائرية مجلة إدارة الأعمال و الدراسات الاقتصادية ، المجلد رقم 8 ، العدد 1 ، 2022 .

تهدف هذه الدراسة إلى تحليل و قياس اثر بعض الخصائص المالية على سياسة توزيع الأرباح في المؤسسات الجزائرية خلال فترة 2013-2018 بالاعتماد على عينة مكونة من 27 مؤسسة جزائرية ، البيانات سياسة توزيع المستعملة ، تم الحصول عليها من القوائم المالية للمؤسسات ، و للإجابة على الإشكالية الرئيسية تم الاعتماد على أرباح المؤسسات أساليب PENAL الديناميكية ، تحديد طريقة العزوم المعمقة (GMM) ، توصلت الدراسة أن كل من المتغيرات المتعلقة بالربحية ، السيولة ، الرفع المالي ، فرص النمو و حجم المؤسسة ، تعتبر من اهم العوامل المحددة طريقة العزوم المعمقة لسياسة توزيع الأرباح في مؤسسات الجزائر .

➤ الدراسة رقم (05):

دراسة (دادن و بديدة 2012) بعنوان : تأثير سياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسات المسعرة ، عبارة عن مقال في مجلة الباحث ، العدد 10 .

استكشفت مدى تأثر أسعار أسهم المؤسسات المدرجة في مؤشر CAC 40 بسياسة توزيع الأرباح ، و اختبرت كذلك دراسة تأثير المحتوى المعلوماتي هذه السياسة على قيمة المؤسسات ، شملت العينة 33 مؤسسة خلال الفترة ما بين 2007 و 2009 و لإثبات مدى صحة فرضيات الدراسة اعتمد الباحثون على أسلوب الانحدار الخطي البسيط و المتعدد و ذلك لاختبار العلاقة بين المتغيرات ، و من جل ذلك تم الاستعانة بالبرنامج الإحصائي EVIEWS 4 ، حيث توصلنا إلى عدم وجود تأثير كل من سياسة توزيع الأرباح المحتجزة (ربحية السهم) و إعادة شراء السهم ، و أن التوزيعات النقدية هي المحدد لسعر السهم السوقي اكثر من المتغيرات الأخرى لسياسة توزيع الأرباح ، كما تبين للباحثين بأنه لا وجود لا تأثير للمحتوى المعلوماتي بهذه السياسة على قيمة المؤسسات .

المطلب الثاني: الدراسات الأجنبية

نتعرض في هذا المطلب إلى عرض بعض الدراسات الأجنبية التي تناولت موضوع الدراسة .

➤ الدراسة رقم (01):

Main Sajidnazir. How Dividend Policy Affects Volatility Of Stock Prices Of Financial Sector Firm Of Pakistan .American Journal Of Scientific Research issue 61 .2012

هدفت هذه الدراسة إلى الكشف عن مدى تأثير سياسة توزيع الأرباح على أسعار الأسهم من خلال معرفة دور هذه السياسة في تقلب أسعار أسهم المؤسسات الخاصة بالقطاع المالي المسعرة في بورصة كراتشي - باكستان - من خلال الاعتماد على بيانات المالية ل 75 مؤسسة من القطاع المالي و التي كانت عينة الدراسة في الفترة ما بين 2006-2010 .

توصلت هذه الدراسة إلى أن الأرباح الموزعة على علاقة عكسية مع تغيرات أسعار أسهم المؤسسات المدرجة في بورصة كراتشي و أن ربحية السهم على علاقة ايجابية مع تقلبات الأسعار ، أي أن سياسة توزيع الأرباح و سيلة فعالة للتأثير على أسعار الأسهم السوقية كون سوق كراتشي سوق ناشئة .

➤ الدراسة رقم (02):

Lenny& Robert . The Relationship Between Dividend Pay Out And "Financial Performance" Evidence Top Of JSE Firms Journal Of Accounting And Managment .Nember 2 . Folderpag 9 . 2019.

بحثت هذه الدراسة في العلاقة بين نسب توزيع الأرباح و الأداء المالي ، حيث أجريت على 40 مؤسسة مسعرة في بورصة جوهانسبورغ (JSE) للفترة الممتدة بين 2010 إلى 2015 ، تم الاعتماد على برنامج 10 EViews و كذا نموذج الأثر الثابت بناء على نموذج هوسمان (Hausman) ، إضافة إلى ذلك استخدم الباحثان طريقة المربعات الصغرى المعممة (GLS) و ذلك للحد من مشكلة التعدد الخطي و الارتباط الذاتي ، و توصلت النتائج إلى وجود علاقة سلبية بين نسبة توزيع الأرباح مع كل من الربحية و السيولة ،

كما تبين أن هناك علاقة إيجابية بين توزيعات الأرباح مع صافي هامش الربح (NPM) و كل من الرافعة المالية و النمو و حجم المؤسسة .

➤ الدراسة رقم (03):

E.Idewele&A.Murad .Performance Policy And Financial Dividend Banks In Nigeria Mony Deposit Austudy Of Selected "Journal African Of Business Managmentnember . 07. Folderpag13 . 2013

تمت هذه الدراسة بسوق نيجيريا للأوراق المالية خلال الفترة الممتدة ما بين 2009-2014 لعينة شملت 15 بنك ، بهدف البحث عن العلاقة بين سياسة توزيع الأرباح و الأداء المالي ، استخدمت الدراسة نموذج panal data ، و أظهرت النتائج أن هناك علاقة إيجابية بين نسبة توزيع الأرباح و الأداء المالي مع وجود علاقة سلبية بين ربحية السهم و الأداء المالي .

➤ الدراسة رقم (04):

Mohammed Amidu. How Does Dividend Policy Affect Performance ?

A Ganain case " Investment Managment And Financial Innovations" .Nember 2 Folderpag4 2007 .

بحثت هذه الدراسة عما اذا كانت سياسة توزيع الأرباح تؤثر على أداء المؤسسة في السوق المالي الغاني ، و لتحقيق ذلك أجريت الدراسة على عينة مكونة من 25 مؤسسة مدرجة في (GSE) خلال الفترة 1997-2004 ، و لمعالجة الموضوع تم استخدام نموذج المربعات الصغرى العادية و توصلت الدراسة إلى مجموعة من النتائج منها وجود علاقة إيجابية بين العائد على الأصول ROA من جهة ، و بين سياسة توزيع الأرباح و نمو المبيعات من جهة أخرى ، كما تم التوصل إلى وجود اثر سلبي بين نسبة توزيع الأرباح و الرافعة المالية للمؤسسة المختارة .

➤ الدراسة رقم (05):

Hefferman &Fu . The Determinations of Bank Performance in China .2008

أن الهدف الأساسي للدراسة هو تحديد المتغيرات التي تؤثر على الأداء لعينة مكونة من 76 بنك في الصين للفترة الممتدة 1999-2006 ، و قد استخدمت الدراسة المؤشرات الأربعة التالية ، معدل العائد على

الفصل الأول: أساسيات حول سياسة توزيع الأرباح و الأداء المالي للمؤسسة

الموجودات ROA ، و معدل الملكية ROE، و هامش الفائدة NIM ، و القيمة الاقتصادية المضافة EVA . و قد توصلت الدراسة إلى تفوق كل من القيمة الاقتصادية المضافة و هامش الفائدة على مؤشرات العائد على الموجودات و العائد على الملكية في تفسير العوامل التي تؤثر على أداء البنوك في الصين .

المطلب الثالث: موقع الدراسة من الدراسات السابقة

اغلب الدراسات التي تطرقت للأداء المالي ارتكزت على دراسة العلاقة بين المؤشرات الحديثة ممثلة في EVA و MVA مقابل المؤشرات التقليدية لتقييم الأداء المالي ، أما الدراسات التي تطرقت لسياسة توزيع الأرباح ، فيها من ارتكزت على دراسة قياس تأثير الإعلان عن توزيعات الأرباح و ربحية السهم على أسعار الأسهم ، أما الدراسات الأخرى فقد تناولت مدى تأثير سياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة و ذلك من خلال استعمال مصفوفة الارتباط و نماذج الانحدار الخطي البسيط و المتعدد .

أما دراستنا تهدف إلى التعرف على مدى تأثير سياسة توزيع الأرباح على الأداء المالي لعينة من المؤسسات المدرجة في بورصة قطر للفترة الممتدة من سنة 2014 إلى سنة 2023 لعينة تتكون من 08 مؤسسات ، بحيث اعتمدنا على بيانات السلاسل الزمنية و المقطعية PANEL DATA .

الجدولين أدناه حوصلة لنتائج الدراسات الوطنية و الأجنبية السابقة .

أولاً: الجدول رقم (01-02) مقارنة الدراسات العربية

الدراسة	الحدود المكانية و الزمانية للدراسة	المتغير المستقل	المتغير التابع	الأسلوب و النموذج الإحصائي	اهم النتائج
موصو سراح 2022	51 مؤسسة اقتصادية مدرجة في مؤشر S&P100 خلال الفترة	نسبة الأرباح الموزعة للسهم الواحد الأرباح المحتجزة	ROA العائد على إجمالي الأصول	بيانات بانل نموذج التأثيرات الثابتة	عدم وجود تأثير ذو دلالة إحصائية لسياسة توزيع الأرباح و الأداء المالي

الفصل الأول: ——— أساسيات حول سياسة توزيع الأرباح و الأداء المالي للمؤسسة

				2018-2014	
وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين سياسة توزيع الأرباح و قيمة المؤسسة	نموذج الانحدار الخطي المتعدد و البسيط	القيمة السوقية للمؤسسة	التوزيعات النقدية التوزيعات في شكل أسهم الأرباح المحتجزة	26 مؤسسة مدرجة في بورصة قطر خلال الفترة 2016-2013	قنون و دادن 2019
وجود علاقة بين سياسة توزيع الأرباح و قيمة المؤسسة	نموذج الانحدار الخطي المتعدد بيانات بانل	القيمة السوقية للسهم القيمة الدفترية للسهم	الربح الموزع للسهم ربحية السهم	18 مؤسسة فرنسية مدرجة في مؤشر CAC40 خلال الفترة 2021-2010	احمد أمين بوغنامة و رفيق يوسفى 2022

الفصل الأول: ——— أساسيات حول سياسة توزيع الأرباح و الأداء المالي للمؤسسة

<p>العوامل المحددة لطريقة العزوم المعمقة لسياسة توزيع الأرباح في مؤسسات الجزائر هي الربحية السيولة الرفع المالي فرص النمو حجم المؤسسة</p>	<p>طريقة العزوم المعمقة (GMM) بيانات Panal الديناميكية</p>	<p>الربحية السيولة الرفع المالي فرص النمو حجم المؤسسة</p>	<p>توزيعات الأرباح</p>	<p>27 شركة جزائرية خلال الفترة 2018-2013</p>	<p>حسام كفايفي علي مكيد 2022</p>
<p>وجود تأثير سلبي لسياسة التوزيعات النقدية على قيمة المؤسسة ، عدم وجود تأثير للمحتوى المعلوماتي لسياسة التوزيعات على قيمة المؤسسة</p>	<p>نموذج الانحدار الخطي البسيط و المتعدد برنامج Eviews 4</p>	<p>قيمة المؤسسة</p>	<p>BPA . DPA إعادة شراء الأسهم</p>	<p>33 مؤسسة مدرجة في مؤشر CAC40 خلال الفترة 2009-2007</p>	<p>دادن و بديدة 2012</p>

ثانيا : الجدول رقم (03-01) مقارنة الدراسات الأجنبية

الدراسة	الحدود المكانية و الزمانية للدراصة	المتغير المستقل	المتغير التابع	الأسلوب و النموذج الإحصائي	اهم النتائج
Main Sajid Nazir 2012	75 شركة من القطاع المالي مدرجة في بورصة كراتشي - باكستان خلال الفترة 2010- 2015	DPA BPA أسعار الأسهم	PP الأرباح الموزعة	متوسط الحسابي الانحراف المعياري البرنامج SPSS	هناك علاقة عكسية بين DPA و PP وأن BPA على علاقة طردية مع PP
Lenny& Robert 2019	40 مؤسسة مسعرة في بورصة (JSE) خلال الفترة 2010- 2015	الرافعة المالية النمو و حجم المؤسسة هامش الربح الصافي و السيولة	DPR توزيعات الأرباح	نموذج المربعات الصغرى المعمقة برنامج Eviews10	هناك علاقة أيجابية بين توزيع الأرباح مع صافي هامش الربح و الرافعة المالية النمو و حجم المؤسسة
E.Idewele&A.Mu rad 2019	15 بنك مدرج في بورصة نيجيريا خلال الفترة 2010-	ROA العائد على الملكية	DPR ربحية السهم	نموذج PANAL DATA	هناك علاقة أيجابية بين نسبة توزيع الأرباح و الأداء المالي

الفصل الأول: ——— أساسيات حول سياسة توزيع الأرباح و الأداء المالي للمؤسسة

مع وجود علاقة سلبية بين ربحية السهم و الأداء المالي				2014	
وجود علاقة إيجابية بين العائد على الأصول و بين سياسة توزيعات الأرباح و النمو	نموذج المربعات الصغرى العادية	قيمة المؤسسة	ROA ROE	25 مؤسسة مدرجة في بورصة GSE خلال 1997-2004	Mohammed 2007
تفوق كل من NIM و EVA على ROA و ROE في تفسير العوامل التي تؤثر على أداء البنوك في الصين	نموذج الانحدار الخطي البسيط و المتعدد برنامج Eviews10	العوامل التي تؤثر على الأداء	ROA ROE NIM EVA	76 بنكا في الصين خلال الفترة 1999-2006	Heffernan& Fu 2008

خلاصة الفصل:

تعتبر سياسة توزيع الأرباح من اهم المواضيع التي نالت اهتمام الباحثين و المفكرين في مجال الإدارة المالية نظرا للدور الذي تلعبه في الحياة المالية للمؤسسة ، من خلال تأثيرها على أدائها و قيمتها ، كما تبين لنا من خلال بحثنا أن سياسة توزيع الأرباح تتمثل في القرار المالي للمؤسسة بشأن المفاضلة بين توزيع الأرباح على المساهمين أو احتجاز تلك الأرباح لأغراض الاستثمار .

كما يعتبر قياس الأداء المالي بمثابة المرآة التي تعكس الوضعية المالية للمؤسسة، و ذلك باستخدام مجموعة من الأدوات و المؤشرات المالية بهدف استخراج نقاط القوة و الضعف ذات الطبيعة المالية.

و عليه تطرقنا في هذا الفصل إلى الإطار النظري لسياسة توزيع الأرباح و النظريات المفسرة له أو كذا الإطار النظري للأداء المالي و اهم مؤشرات ، بالإضافة إلى العلاقة بين سياسة توزيع الأرباح و الأداء المالي ، مروراً بالدراسات السابقة العربية منها و الأجنبية و دراسة المقارنة بينهما، كما قمنا بالتعرض إلى الإضافة المتحصل عليها من خلال البحث .

الفصل الثاني

الدراسة التطبيقية لتأثير

سياسة توزيع الأرباح على

الأداء المالي

تمهيد الفصل:

من بين اهم النماذج التي حظيت باهتمام كبير في هذه الآونة نماذج بانل خصوصا في الدراسات الاقتصادية ، و نظرا لكونها تأخذ بعين الاعتبار اثر التغير الزمني و اثر تغير الاختلاف بين الوحدات المقطعية على حد سواء الكامن في بيانات عينة الدراسة ، حيث تفوق هذا النوع من التحليل على تحليل البيانات الزمنية بفردها أو البيانات المقطعية بفردها نظرا لأنها تتضمن كم معلومات اكثر من تلك التي في المقطعية أو الزمنية ، و بالتالي إمكانية الحصول على تقديرات ذات ثقة عالية ، كما أن مشكلة الارتباط المشترك بين المتغيرات تكون اقل حدة من بيانات السلاسل الزمنية ، و هي تتميز بعدد اكبر من درجات الحرية و كذلك بكفاءة افضل ، لهذا قمنا في دراستنا باستخدام هذا النوع عن طريق دمج بيانات عينة مأخوذة من المؤسسات المدرجة في بورصة قطر .

و منه سنحاول في هذا الفصل التعرض للجانب النظري لبيانات البانل لتسليط الضوء عليه و محاولة تقديمه ، و كذا إجراء الدراسة التطبيقية لها من خلال تناول المباحث التالية :

المبحث الأول: الطريقة والأدوات المستعملة في الدراسة

المبحث الثاني: تقديم و عرض نتائج الدراسة

المبحث الأول: الطريقة والأدوات المستعملة في الدراسة

من أجل معرفة اثر سياسة توزيع الأرباح على الأداء المالي للمؤسسات الاقتصادية ، حاولنا إسقاط هذه الدراسة على مجموعة من المؤسسات المدرجة في بورصة قطر والتي تمثل عينة الدراسة والتي تم اختيارها بناء على المعلومات المتوفرة خلال الفترة الممتدة من 2014 إلى غاية 2023 .

المطلب الأول: الطريقة المعتمدة في الدراسة

سنحاول في هذا المطلب إعطاء نبذة مختصرة حول بورصة قطر والتي تعتبر من بين أهم الأسواق المالية النشطة في منطقة الشرق الأوسط ودول الخليج .

الفرع الأول: تعريف بورصة قطر

تعتبر بورصة قطر نقطة مضيئة في تاريخ السوق المالي القطري ومنذ بدء البورصة نشاطاتها في عام 1997، شهدت العديد من التغييرات وكانت المحور المركزي للتطوير المستمر لأسواق رأس المال في دولة قطر. واستطاعت البورصة أن تحقق العديد من الانجازات في سعيها لأن تكون منصة لتتبع الاقتصاد الوطني وتحقيق التنمية المستدامة. وقد تنوعت هذه الانجازات خلال الأعوام الماضية سواء على مستوى الأداء أو في مجال تحسين البنية التحتية أو في مجال المسؤولية الاجتماعية ونشر الثقافة الاستثمارية بين أفراد المجتمع أو في مجال تحسين الشفافية وتطوير علاقات المستثمرين وتطوير الإفصاح ونشر المعلومات وفقاً لأفضل الممارسات الدولية، بالإضافة إلى تطوير المنتجات والخدمات التي تلبي مختلف التطلعات الاستثمارية.

هي أهم سوق أوراق مالية في قطر، بورصة قطر لديها العضوية الكاملة في الاتحاد الدولي للبورصات واتحاد البورصات العربية، وتمت ترقيتها من قبل أم أس سي إي وأس أند بي مؤشرات داو جونز. تتكون البورصة حالياً من 43 شركة، وتعرف تحت إسم سوق الدوحة للأوراق المالية. تم تأسيس هذه البورصة في 1997 في الدوحة¹.

الفرع الثاني: نشأتها و تطورها التاريخي

تأسست بورصة قطر في عام 1995، و بدأت رسمياً عملياتها في عام 1997 تحت مسمى سوق الدوحة للأوراق المالية بوجود 17 شركة مدرجة، في العام 2001، دشنت بورصة قطر أول نظام تداول

¹ الموقع الرسمي لبورصة قطر : <https://www.qe.com.qa/ar/home>

آلي لها وهو نظام Horizon , في العام 2002، تم إطلاق أول موقع إلكتروني لبورصة قطر , صدر مرسوم أميري في عام 2005 يسمح للمستثمرين الأجانب بتملك أسهم في الشركات المدرجة بنسبة تصل إلى 25% من أسهم الشركات القابلة للتداول , تم طرح سبعة حقوق اكتتاب واكتتابات عامة أولية بقيمة 10.8 مليار ريال. و تغيير حد السعر اليومي السهم من 5% إلى 10% (صعودًا أو هبوطًا). و عضوية في المنظمة الدولية لهيئات الأوراق المالية (IOSCO) , تم قبول بورصة قطر كعضو مراسل في الاتحاد العالمي للبورصات وذلك خلال الاجتماع السنوي لمجلس إدارة الاتحاد الذي عقد في شنغهاي بتاريخ 14 أكتوبر 2007, سنة 2008 نفذت البورصة الخطط التي ركزت على التنمية الرأسية من خلال الاستثمار في تطوير القوى العاملة والتكنولوجيا والبيئة التنظيمية، والتنمية الأفقية عن طريق زيادة عدد الشركات المدرجة، و في سنة 2009 وقع جهاز قطر للاستثمار ومجموعة NYSE Euronext اتفاقية شراكة لتشكيل سوق عالمي. تم تغيير اسم سوق الدوحة للأوراق المالية إلى بورصة قطر عند إبرام الصفقة , قامت بورصة قطر سنة 2010 بإدخال منصة تداول جديدة تعتمد على أحدث تكنولوجيات التداول المستخدمة في بورصة NYSE ومجموعة بورصات Euronext, قامت بورصة قطر بإدخال منصة تداول جديدة تعتمد على أحدث تكنولوجيات التداول المستخدمة في بورصة NYSE ومجموعة بورصات Euronext سنة 2011 , أعلنت بورصة قطر سنة 2012 عن إطلاق سوق الشركات الناشئة المخصص لإدراج الشركات الصغيرة والمتوسطة, S&P Dow Jones و في سنة 2013 تصنيف إلى مرتبة الأسواق الناشئة. إدراج السندات والعضوية الكاملة في الاتحاد العالمي للبورصات وعضوية في مجلس إدارة الاتحاد العالمي للبورصات, ترقيتها من قبل MSCI إلى مرتبة الأسواق الناشئة، اعتبارًا من مايو 2014, تمت ترقية بورصة قطر من قبل FTSE إلى تصنيف سوق ناشئة سنة 2015 . انضمت سنة 2016 بورصة قطر إلى مبادرة الأمم المتحدة للبورصات المستدامة (SSEI), تم تحسين مرتبة التصنيف و إدراج أول صناديق الاستثمار المتداولة على مستوى قطر وأكبرها على مستوى الخليج سنة 2018 , بتنفيذ عملية تجزئة القيمة الاسمية لأسهم الشركات المدرجة في البورصة و إدراج أسهم شركة "بلدنا" للتداول في بورصة قطر ليرتفع عدد الشركات إلى 47 سنة 2019 , سنة 2020 تفوز بجائزة أفضل مؤسسة مالية محلية في تحقيق المسؤولية الاجتماعية.و أطلقت موقعها الإلكتروني و إطلاق نظام البورصة للإفصاح الإلكتروني الموحد (منصة إفصاح) التي تستخدم لغة XBR, م إدراج ثلاث شركات

في السوق الرئيسية وشركة في سوق الشركات الناشئة خلال عام 2023 بقيمة سوقية إجمالية بلغت 25 مليار ريال تقريباً عند الإدراج.¹

الفرع الثالث : أهداف بورصة قطر

يتمحور الهدف الأساسي للبورصة في دعم الاقتصاد القطري من خلال تزويد المستثمرين بمنصة يقومون من خلالها بعمليات التداول بنزاهة وكفاءة ، وتميز بورصة قطر بكونها جزءاً من إستراتيجية وطنية شاملة تقوم على الوصول إلى العالمية في مجال الخدمات المالية وتشجيع الاستثمار من خلال تحويل البورصة إلى سوق من الطراز العالمي وتعزيز مركز الدوحة لتكون مركزاً مالياً إقليمياً حيث تم استحداث منتجات جديدة ليتم تداولها في البورصة ، كما تم تعزيز الإمكانيات التكنولوجية وتسهيل إمكانية دخول المستثمرين والجهات المصدرة إليها.

و من الأهداف المسطرة من طرف البورصة نجد أيضاً:

- تطوير بورصة إقليمية ودولية ناجحة ذات جذور محلية قوية؛
- المساعدة على تحويل قطر لتصبح مركزاً مالياً مهماً في المنطقة؛
- توفير مجموعة متنوعة من فرص التداول والاستثمار لأعضاء البورصة و للمستثمرين فيها؛
- توفير إمكانية لقيام المستثمرين المحليين والدوليين بالاستثمار في الشركات المدرجة القطرية وغير القطرية؛
- أن تكون مؤسسة مهمة وذات سمعة عالمية وسوقاً رائدة على الصعيدين الوطني والإقليمي؛
- توفير بيئة عمل يقوم على مكافأة التميز وإعطاء الفرصة لإبراز المهارات والقدرات؛
- السعي لأن تكون بورصة قطر سوقاً جاذبة للجهات المصدرة المحلية والإقليمية التي تسعى لزيادة رأسمالها. كما تسعى لاستقطاب المستثمرين الذين يطمحون لتداول الأوراق المالية ومنتجات المشتقات؛

¹ الموقع الرسمي لبورصة قطر : <https://www.qe.com.qa/ar/home>

المطلب الثاني: أداء السوق المالي و المؤسسات المدرجة في البورصة :

تعتبر الأسواق المالية بمثابة أداة اقتصادية، فلقد أثبتت التجربة أن حالة سوق الأوراق المالية تشير بشكل عام إلى التطور وحالة قطاع الإنتاج في الاقتصاد المعني، وقد برزت في العصر الحديث أهمية الأسواق المالية كواحدة من أهم الأدوات الاقتصادية، خاصة في ظل العولمة والنظام الدولي الجديد، كما تمارس أسواق الأوراق المالية دورا كبيرا في جذب الاستثمارات مما يساهم في توفير الأموال اللازمة .

الفرع الأول: تطور السوق المالي القطري من الفترة الممتدة 1997 إلى 2023

سنقوم في هذا الفرع بالتطرق إلى تطور السوق المالي في الفترة الممتدة من سنة 1997 إلى سنة 2023 حيث نقوم بإدراج أدوات السوق المالي و المتمثلة في عدد الأسهم المتداولة و قيمتها، و عدد الصفقات المنفذة خلال نفس الفترة و ذلك حسب الجدول التالي:

الجدول رقم (01-02): الأداء السنوي للتداول في السوق المالي القطري 1997-2023

الأداء السنوي للتداول في السوق 1997-2023			
السنة	عدد الأسهم المتداولة	قيمة الأسهم المتداولة	عدد الصفقات المنفذة
1997	0.01	0.24	1,585
1998	0.03	0.97	7,747
1999	0.04	1.23	13,964
2000	0.03	0.87	12,225
2001	0.05	1.5	15,771
2002	0.08	3.22	29,787
2003	0.19	11.72	134,696
2004	0.31	23.09	284,644
2005	1.03	102.84	1,130,047
2006	1.87	74.94	1,732,638
2007	3.41	108.93	1,811,779
2008	3.89	175.55	2,179,861
2009	3.45	92.16	1,690,085

[الفصل الثاني: الدراسة التطبيقية لتأثير لسياسة توزيع الأرباح على الأداء المالي]

2010	2.09	67.19	1,052,392
2011	2.3	83.42	1,119,099
2012	2.43	70.67	881,638
2013	1.94	74.89	961,811
2014	4.44	199.29	2,058,604
2015	2.3	93.72	1,190,807
2016	1.98	68.99	997,482
2017	2.47	66.25	834,394
2018	2.29	68.5	1,042,985
2019	11.42	67.7	1,529,017
2020	55.16	105.78	2,287,321
2021	47.04	112.78	2,467,115
2022	45.38	160.38	4,130,883
2023	44.61	125.27	4,263,177

المصدر : الموقع الرسمي لبورصة قطر : <https://www.qe.com.qa/ar/home>

نقوم بقراءة للجدول أعلاه: نلاحظ من الجدول أن عدد الأسهم المتداولة خلال الفترة من 1997 إلى 2008 في تزايد مستمر من (0.01) مليار سهم إلى (3.89) مليار سهم سنة 2008 , و كذا قيمة الأسهم المتداولة حيث لاحظنا ارتفاع في القيمة من سنة 1997 إلى سنة 2008 بمقدار من (0.24) مليار سهم إلى (175.55) مليار سهم .كما إن عدد الصفقات المنفذة في نفس الفترة استهل ب (1.585) صفقة إلى (2.179.761) صفقة سنة 2008.

كما نلاحظ في الفترة من 2009 إلى 2013 تراجع في عدد الأسهم حيث وصل إلى اضعف قيمه سنة 2013 ب (1.94) مليار سهم ليعود للارتفاع سنة 2014 ب (4.44) مليار سهم , أما عن قيمة الأسهم المتداولة في نفس الفترة نلاحظ انه انخفض إلى (67.19) مليار سهم ليعاود الارتفاع سنة 2014 ب (199.29) مليار سهم, أما عن عدد الصفقات فقد انخفض إلى اقل قيمة سنة 2012 (881.638) صفقة و يرتفع مجددا سنة 2014 (2.058.604) صفقة. كما نلاحظ تذبذب من الفترة ما بين 2015 الى 2023 بحيث :

[الفصل الثاني: الدراسة التطبيقية لتأثير لسياسة توزيع الأرباح على الأداء المالي]

- عدد الأسهم يبلغ أقل قيمة له في هذه الفترة متمثلة سنة 2016 ب (1.98) مليار سهم و أقصى قيمة سنة 2020 ب (55.16) مليار سهم .
- قيمة السهم في نفس الفترة تبلغ أقل قيمة لها سنة 2017 ب (66.25) مليار سهم لتبلغ أعلى قيمة لها سنة 2022 ب (160.38) مليار سهم .
- عدد الصفقات المنفذة في نفس الفترة يبلغ أقل قيمة له سنة 2017 ب (834.394) صفقة و أقصى قيمة له سنة 2023 ب (4.263.177) صفقة .

الفرع الثاني : الشركات المدرجة في بورصة قطر و رأس مالها و رسملتها منذ تأسيس البورصة إلى سنة 2023.

تم التطرق في هذا الفرع إلى أهم المؤسسات المدرجة في بورصة قطر منذ تأسيس البورصة إلى غاية يومنا هذا حيث شملت قطاعات متنوعة والجدول التالي يوضح رأسمال كل شركة وسنة الإدراج ورسملتها ورمز كل شركة .

الجدول رقم (02-02) : يمثل الشركات المدرجة في بورصة قطر إلى غاية 2023

الشركات المدرجة في بورصة قطر منذ التأسيس حتى سنة 2023					
الرمز	الشركة	سنة الإدراج	رأس المال	رسملة الشركة	الوضع الحالي
MCGS	المجموعة للرعاية الطبية	1997	56.288.2	422.161.200	مدرجة
QEWS	الكهرباء و الماء	1998	1.000.000.000	11.325.000.000	مدرجة
ORDS	كيوتل	1999	1.000.000.000	6.600.000.000	مدرجة
QISI	الإسلامية القطرية	1999	20.000.000	32.200.000	مدرجة
SIIS	السلام العالمية للاستثمار	2000	200.000.000	65.520.000	مدرجة
DOHI	الدوحة للتأمين	2001	127.240.000	203.584.000	مدرجة
QGMD	الألمانية الطبية	2002	55.000.000	55.000.000	مدرجة
QFLS	وقود	2002	30.000.000	1.086.000.000	مدرجة
UDCD	المتحدة للتنمية	2003	50.000.000	14.435.000.000	مدرجة
IQCD	صناعات قطر	2003	50.000.000	32.300.000.000	مدرجة

[الفصل الثاني: الدراسة التطبيقية لتأثير سياسة توزيع الأرباح على الأداء المالي]

NLCS	الوطنية للتجارة	2003	150.000.000	771.000.000	مدرجة
WADM	شركة ودام الغذائية	2004	300.000.000	570.000.000	مدرجة
GWCS	الخليج للمخازن	2004	120.000.000	303.600.000	مدرجة
QGTS	قطر لنقل العاز	2005	5.600.000.000	39.704.000.000	مدرجة
DBIS	دلالة للوساطة و الاستثمار	2005	200.000.000	2.262.000.000	مدرجة
BRES	بروة العقارية	2006	2.000.000.000	7.720.000.000	مدرجة
MARK	مصرف الريان	2006	7.500.000.000	13.575.000.000	مدرجة
QIGD	المستثمرون القطريون	2006	800.000.000	2.960.000.000	مدرجة
MCCS	مجمع شركات المناعي	2007	7.200.000.000	8.856.000.000	مدرجة
AHCS	أعمال	2007	345.000.000	4.795.500.000	مدرجة
QOIS	قطر و عمان للاستثمار	2007	300.000.000	822.000.000	مدرجة
ERES	ازدان العقارية	2008	456.900.000	5.619.870.000	مدرجة
IHGS	إنماء القابضة	2008	40.000.000	48.000.000	مدرجة
GISS	الخليج الدولية للخدمات	2008	1.228.699.960	4.890.225.841	مدرجة
VFQS	فودافون	2009	8.454.000.000	9.637.560.000	مدرجة
MERS	الميرة للخدمات الاستهلاكية	2009	100.000.000	245.000.000	مدرجة
MRDS	مزايا للتطوير العقاري	2010	1.000.000.000	989.000.000	مدرجة
MPHC	مسيعيد للبتروكيماويات	2014	12.563.175.000	69.97.464.500	مدرجة
QFBQ	بنك قطر	2016	2.000.000.000	2.770.000.000	مدرجة
IGRD	استثمار القابضة	2017	830.000.000	722.100.000	مدرجة
QLMI	كيو ام للتأمينات	2021	350.000.000	1.365.000.000	مدرجة
BEMA	بيمه للتأمين	2023	200.000.000	859.000.000	مدرجة
DUBK	بنك دخان	2023	5.234.100.000	15.660.427.200	مدرجة
MEZA	ميزة	2023	648.980.000	1.492.654.000	مدرجة

المصدر : الموقع الرسمي لبورصة قطر : <https://www.qe.com.qa/ar/home>

المبحث الثاني: تقديم نتائج الدراسة و عرضها

نسعى من خلال هذه الدراسة إلى معرفة تأثير سياسة توزيع الأرباح على الأداء المالي للمؤسسة الاقتصادية حيث تتمثل هذه الأخيرة في المؤسسات المدرجة في بورصة قطر ، حيث نتطرق في هذا المبحث إلى نموذج بانل و تحديدنا لطريقة عمله و أدوات الدراسة ، و عرض النتائج التي تم التوصل إليها ، و تحليلها و مناقشتها من اجل معرفة ما اذا كانت هذه السياسة لها تأثير على الأداء المالي للمؤسسات عينة الدراسة ، و لذا قمنا بتقسيم المبحث إلى ثلاثة مطالب كما يلي :

المطلب الأول : ماهية بيانات بانل

توجه الباحثون إلى دراسة نماذج البيانات الطويلة فمنهم من اهتم بدراسة خصائص نماذج البانل ، و سنتطرق من خلال هذا المطلب إلى مفهوم بيانات البانل و أهميتها و مميزات نماذجها

الفرع الأول : مفهوم البانل

تعرف قاعدة بيانات البانل لمقطع عرضي و سلاسل زمنية بمجموعة البيانات التي تجمع بين خصائص كل من البيانات المقطعية و السلاسل الزمنية ، فالبيانات المقطعية تصف سلوك عدد المفردات أو الوحدات المقطعية عند فترة زمنية واحدة ، بينما بيانات السلاسل الزمنية تصف سلوك مفرد واحدة خلال فترة زمنية معينة ، و يعرف أيضا على أنه مجموعة البيانات التي تجمع بين خصائص كل من البيانات المقطعية و السلاسل الزمنية في نفس الوقت¹ .

الفرع الثاني : أهمية استخدام بيانات البانل

أن التقدير حسب هذه البيانات له مزايا مهمة و يعطي نتائج دقيقة لأنها تتمتع ببعد مضاعف بعد زمني و فردي، فهي تكتسي أهمية بالغة نوجزها فيما يلي² :

¹Anwar Fitrianto and Others **Panel Data Analysis for construction Industries** :Choosing the best Model.ProcediaEconomics and finance. No35 .2016.p242

² بدرابي شهيناز ، **تأثير أنظمة سعر الصرف على النمو الاقتصادي في الدول النامية** دراسة قياسية باستخدام بانل ، اطروحة دكتوراه ، تخصص مالية ، كلية العلوم الاقتصادية و التجارية و علوم التسيير ، جامعة ابي بكر بلقايد تلمسان الجزائر ، 2014-2015 ، ص 201-202

- الأخذ بعين الاعتبار تأثير الخصائص غير المشاهدة للأفراد على سلوكياتهم مثل تأثير الخصائص الاجتماعية و السياسية أو الدينية للبلدان على الأداء الاقتصادي ، أي أن معطيات بانل ببعدها الثنائي تأخذ بعين الاعتبار تصرفات أو سلوكيات الأفراد عبر الزمن .
- القدرة على تحديد بعض الظواهر الاقتصادية مثل التقدم التقني و اقتصاديات الحجم ، و بالتالي علاج مشكل عدم قابلية تقسيم اقتصاديات الحجم و التقدم التقني في تحليل دوال الإنتاج .
- يسمح هذا النوع من المعطيات للباحث بدراسة الاختلافات و الفوارق في السلوك بين الأفراد ، بحيث أن البعد المضاعف الذي تتمتع به بيانات بانل يمكن ترجمته على أنه بعد مضاعف للمعلومة المتوفرة أكثر من تلك المقطعية أو الزمنية ، و بالتالي إمكانية الحصول على تقديرات ذات ثقة اعلى كما أن مشكلة الارتباط المشترك بين المتغيرات تكون اقل حدة من بيانات السلاسل الزمنية.
- تتميز بيانات البانل عن غيرها بعدد اكبر من درجات الحرية و ذلك كذا بكفاءة افضل ، و هذا ما يؤثر إيجابيا على دقة المقدرات .
- تعتبر معطيات البانل الإطار الملائم لتطور تقنيات التقدير و النتائج النظرية في الواقع التطبيقي ، فأن نماذج بانل تسمح بدراسة مشاكل يستحيل دراستها باستخدام البيانات العرضية أو السلاسل الزمنية ، بحيث تساعد في منع ظهور مشكلة انعدام ثبات تباين حد الخطأ الشائعة الظهور عند استخدام المقطع العرضي في تقدير النماذج القياسية.
- تظهر أهميتها أيضا بأنها تأخذ بعين الاعتبار ما يسمى بعدم التجانس أو الاختلاف غير الملحوظ الخاص بالمفردات الخاصة بالعينة سواء المقطعية أو الزمنية .
- أن استخدام معطيات البانل سيبتيح لنا التخفيف من مشكلة التعدد الخطي .

الفرع الثالث: النماذج الأساسية لتحليل بيانات البانل

في هذا المطلب سنحاول عرض أهم النماذج الأساسية لتحليل البيانات المقطعية لسلسلة زمنية والمتمثلة في نموذج الانحدار التجميع إضافة إلى نموذج التأثيرات الثابتة والعشوائية .

أولاً: النموذج الانحدار التجميع (PRM): و يعتبر هذا النموذج من ابسط نماذج البيانات الطويلة حيث تكون فيه جميع المعاملات α و β ثابتة لجميع الفترات الزمنية (يهمل تأثير الزمن)، و يتم صياغة النموذج في المعادلة التالية¹:

$$Y_{it} = \alpha + \sum_{j=1}^k \beta_j X_{j(it)} + \varepsilon_{it}$$

$$i = 1, 2, 3, \dots, N$$

$$t = 1, 2, 3, \dots, T$$

من اهم عيوب هذا النموذج افتراض ثبات قيمة معلمة الحد الثابت لجميع المقاطع المستخدمة .

ثانياً: نموذج التأثيرات الثابتة FEM : يقوم نموذج التأثيرات الثابتة على معرفة سلوك كل مجموعة بيانات مقطعية على حدا من خلال جعل المعلمة α مختلفة من مجموعة الأخرى ، مع بقاء معاملات الميل β ثابتة لكل مجموعة بيانات مقطعية ، و عليه نجد النموذج يأخذ الصيغة التالية²:

$$Y_{it} = \alpha_i + \sum_{j=1}^N \beta_j X_{j(it)} + \varepsilon_{it}$$

$$i = 1, 2, 3, \dots, N$$

$$t = 1, 2, 3, \dots, T$$

و يقصد بمصطلح التأثيرات الثابتة بأن المعلمة α لكل مجموعة بيانات مقطعية لا تتغير خلال الزمن و إنما يكون التغير فقط في مجاميع البيانات المقطعية .

ثالثاً: نموذج الآثار العشوائية REM: يتعامل نموذج التأثيرات العشوائية مع الحد α_i (الآثار المقطعية و الزمنية) على أنها معالم عشوائية و ليست معالم ثابتة أي أن منهج الآثار العشوائية يعتبر اعم و اشمل من الأثر الثابت فهو يفترض أن كل دولة أو كل سنة تختلف في حدها العشوائي ، بحيث ينظر إلى الثابت كحالة خاصة ضمن الأثر العشوائي ، لأن نموذج مكونات الخطأ يجمع بين الاختلاف داخل كل

¹Badih Baltagi . **Econometric analysis panal data** . Third edition . England . 2005. P 25

²William H Green . **Econoetric Analysis . 5ème Edition** . Prentice Hall . Upper Saddle River .New Jersey . 2007 . p 360

وحدة عبر الفترات الزمنية بالإضافة إلى الاختلاف بين الوحدات ، يشار إلى حالة وجود الآثار الزمنية و المقطعية معا في نموذج الآثار العشوائية بنموذج مكونات الخطأ أو مكونات التباين ، و يقوم هذا النموذج على افتراض أساسي و هو عدم ارتباط الآثار العشوائية مع متغيرات النموذج التفسيرية ، و يأخذ نموذج التأثيرات العشوائية الشكل التالي¹:

$$Y_{it} = \alpha_i + X_{it} B + v_t + \varepsilon_{it}$$

المتغيرات α_i ، v_t ، ε_{it} ، يجب أن تتبع التوزيع الطبيعي بمتوسط مقداره صفر و تباين ثابت لجميع المشاهدات المقطعية و ليس هناك أي ارتباط ذاتي للأخطاء خلال الزمن بين كل مجموعة من المشاهدات المقطعية في فترة زمنية محددة ، و ليس هناك ارتباط مع المتغيرات المستقلة .

تستخدم طريقة المربعات الصغرى المعممة لتقدير النموذج التأثيرات العشوائية ، و يتم ذلك من خلال تحويل المتغير التابع و المتغيرات المستقلة كالتالي²:

$$Y^* = Y_t - pY_{t-1}$$

$$X^* = X_{it} - pY_{t-1}$$

الفرع الرابع: المفاضلة بين نماذج البائل

بعد تطرقنا إلى النماذج الثلاثة لبائل يتم اختيار أكثرها ملاءمة و هذا من خلال عملية المفاضلة بينها .

أولاً: المفاضلة بين نموذج الانحدار التجميعي و نموذج التأثيرات الثابتة

بغرض المفاضلة بين هذين النموذجين نستخدم في ذلك اختبار إحصائية فيشر بالصيغة التالية³:

$$F_{(n-1, nT-n-k)} = \frac{(ee'_{pooled} - ee'_{LSDv}) / (n-1)}{ee'_{LSDv} / (nT-n-k)} = \frac{R^2_{LSDv} - R^2_{pooled} / (n-1)}{(1 - R^2_{LSDv}) / (nT-n-k)}$$

¹ مذكرة مكملة لنيل شهادة ماستر بعنوان تأثير سياسة توزيع الأرباح على الأداء المالي دراسة حالة عينة من المؤسسات المدرجة في بورصة قطر امينة جنحي رشا كبير ، المركز الجامعي عبد الحفيظ بوصوف ، ميلة ، 2022-2023 ، ص 36.

² علي عيشاوي ، مرجع سبق ذكره ص 151

³ آسيا بلقاضي ، دراسة قياسية لمحددات الطلب السياحي الدولي مقارنة بين الجزائر و تونس ، أطروحة دكتوراه ، كلية العلوم الاقتصادية و التجارية و علوم التسيير ، جامعة فرحات عباس ، سطيف ، الجزائر ، 2019-2020 ، ص 169-170

إذا كانت القيمة الاحتمالية P-value لاختبار فيشر اقل من (1%، 5%، 10%) يتم رفض الفرضية العدمية أي هناك اثر ثابت و بالتالي نموذج الآثار الثابتة يكون ملائم لبيانات الدراسة .

ثانيا : المفاضلة بين نموذج التجميعي و نموذج التأثيرات العشوائية

يتم استخدام مضاعف لاغرانج (LM) المقترح من قبل بروش باجن من اجل المفاضلة و الاختيار بين نموذج الانحدار التجميعي و نموذج التأثيرات العشوائية ، حيث يأخذ هذا الاختبار الصيغة التالية¹:

$$LM = \frac{NT}{2(T-1)} \left[\frac{\sum_{i=1}^n (T \hat{\epsilon}_i)^2}{\sum_{i=1}^n \sum_{t=1}^T \hat{\epsilon}_{it}^2} - 1 \right]^2 \sim \chi^2$$

إذا كانت القيمة الاحتمالية للاختبار اكبر من (1%، 5%، 10%) فإن نموذج الانحدار التجميعي هو النموذج الملائم لبيانات الدراسة ، أما إذا كانت القيمة الاحتمالية اقل من (1%، 5%، 10%) فإن نموذج التأثيرات العشوائية هو الملائم .

ثالثا : المفاضلة بين نموذج التأثيرات الثابتة و نموذج التأثيرات العشوائية و اختبار التكامل المتزامن

يتضمن هذا الفرع المفاضلة بين النموذجين ، بالإضافة إلى اختبار التكامل المتزامن بينهما و ذلك كما يلي :

1- المفاضلة بين نموذج التأثيرات الثابتة و نموذج التأثيرات العشوائية:

يعتبر اختبار هوسمان معيارا للاختبار بين نموذج التأثيرات الثابتة و نموذج التأثيرات العشوائية فهو المدى الذي يرتبط فيه الأثر الفردي بالمتغيرات ، و ذلك لمعرفة أي من التأثيرات تعتبر اكثر ملائمة لتقدير النموذج في الدراسة ، و تبني الفرضيات على الشكل التالي² :

$$H_0 : E(\alpha_i/x_i) = 0$$

$$H_1 : E(\alpha_i/x_i) \neq 0$$

¹ امينة جنحي ، رشا كبير ، مرجع سبق ذكره ، ص 38

² صديقي احمد ، اثر جودة الارباح المحاسبية على عوائد الاسهم دراسة ميدانية على شركات المساهمة المدرجة في بورصة باريس ، اطروحة دكتوراة ، تخصص مالية محاسبة ، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية و علوم التسيير، جامعة احمد دراية ، ادرار ، الجزائر ، 2019-2020 ، ص

بحيث تمثل فرضية العدم عندما يكون النموذج التأثيرات العشوائية هو الملائم ، و في حالة يتم الاعتماد على طريقة المربعات الصغرى المعممة ، أما الفرضية البديلة عندما يكون النموذج التأثيرات الثابتة هو الملائم ، و في هذه الحالة يتم الاعتماد على طريقة المربعات الصغرى العادية ، و بالتالي تكون صيغة الاختبار لهوسمان على الشكل التالي :

$$H = (\hat{\beta}_{OLS} - \hat{\beta}_{GLS})' [Var(\hat{\beta}_{OLS} - \hat{\beta}_{GLS})](\hat{\beta}_{OLS} - \hat{\beta}_{GLS})$$

بحيث :

$(\hat{\beta}_{OLS} - \hat{\beta}_{GLS})$: تمثل الفرق بين التأثيرات الثابتة و التأثيرات العشوائية.

$Var(\hat{\beta}_{OLS} - \hat{\beta}_{GLS})$: هي الفرق بين مصفوفة التباين المشترك لكل مقدرات التأثيرات الثابتة و التأثيرات العشوائية.

و تتبع H_0 تحت فرضية العدم توزيع كأى تربيع مع درجة حرية K أي عدد المتغيرات المستقلة ، فإذا تبين بأن القيمة المحسومة لإحصائية الاختيار اكبر من القيمة الجدولية يتم رفض فرضية العدم و قبول الفرضية البديلة القائلة بأن نموذج التأثيرات الثابتة هو الأفضل .

2- اختبار التكامل المتزامن:

1.2 اختبار بيدروني: يقترح عدة دراسات و أبحاث قام بها خلال سنوات 1995 ، 1999 ، 2004 ، سبعة اختبارات للكشف و إثبات فرضية التكامل المتزامن فهي مشابهة لاختبارات جذر الوحدة كما أنها تأخذ بعين الاعتبار عدم التجانس الفردي ، لذلك يبدأ تطبيق هذه الاختبارات بتقدير مكان العلاقة على المدى الطويل بحيث¹:

$$y_{it} = d_{it} + x_{i,t} b_i + u_{i,t}$$

و تكون d_{it} في الغالب دالة كثير حدود الزمنية بدرجة 1 ، $x_{i,t}$ شعاع ، k متغيرة تفسيرية من المفروض أن تكون متكاملة ، و قد عمل بيدروني على تطوير مجموعتين من الإحصائيات على التوالي و هما

- إحصائية التكامل لبائل.
- إحصائيات متوسط مجموعة التكامل المتزامن .

¹Pedroni P. **Panel Data Cointegration asymptotic and finite sampel properties of pooled times series testes with an application to the PPP hypothesis** . Econometric theory . 20(3) . 2004.p597

و كلتا الحالتين تقوم أن على أساس اختبار الفرضية العدمية لغياب علاقة التكامل المتزامن

$$H_0 : P = 1$$

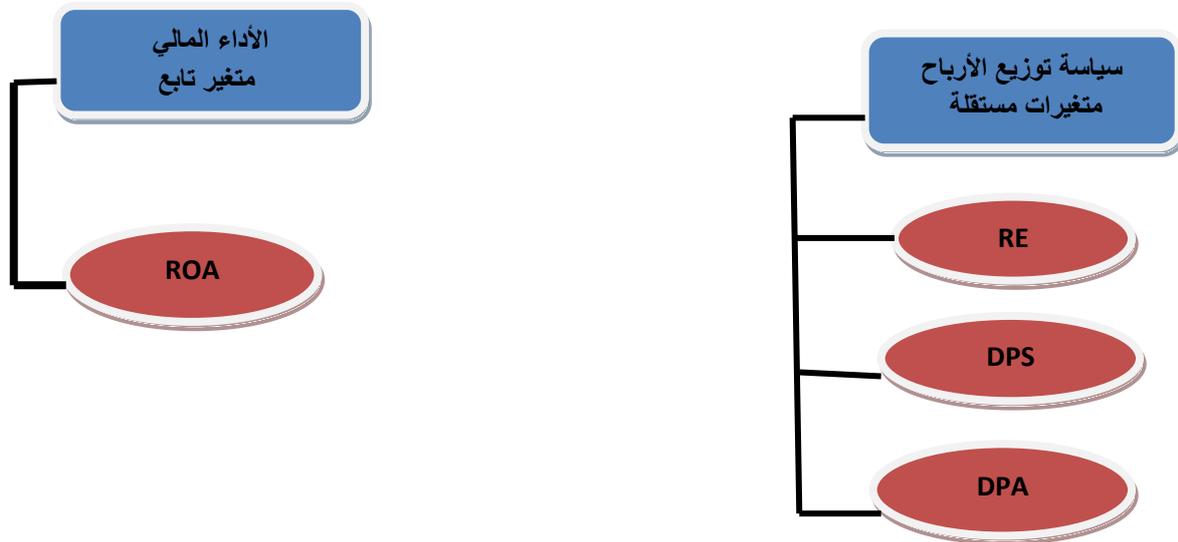
بحيث : يشير p1 إلى ارتباط البواقي المقدر

2.2. اختبار كاو : قدم (kao) سنة 1999 اختبار عدم التكامل المتزامن انطلاقا من اختبارات ديكي فولر الموسع adf حيث يقوم الاختبار على أساس التجانس الفردي في ظل الفرضية الصفرية و عدم التجانس الفردي كفرضية بديلة ، و تتبع إحصائية التوزيع الطبيعي المعياري ¹.

المطلب الثاني: عرض متغيرات الدراسة و عينتها

نتطرق في هذا المطلب إلى عينة الدراسة إضافة إلى المتغيرات التي تركز عليها الدراسة ، و التي نعتمد من خلالها على نموذج الدراسة من خلال ما سبق ، حيث تتمثل المتغيرات في نوعين المتغيرات المستقلة و تتمثل في سياسة توزيع الأرباح ، و المتغيرات التابعة ممثلة في نسب الأداء المالي ، و التي نمثلها في الشكل أدناه :

الشكل رقم (01-02): متغيرات الدراسة المستقلة و التابعة



المصدر من إعداد الطلبة

¹ امينة جنحي ، رشا كبير ، مرجع سبق ذكره ، ص 41

الفرع الأول: المتغيرات المستقلة

و تتمثل في متغيرات سياسة الأرباح و التي اعتمدها في دراستنا :

1- نسبة الأرباح الموزعة¹ DPS: هذا المؤشر يعمل على قياس مقدار التدفق النقدي ، الذي

سيحصل عليه المساهم مقابل كل ما يملكه من أسهم ، و الذي عادة يفضل الحصول عيه

في شكل توزيعات عالية و مستقرة ، حيث يلعب استقرار المؤشر دورا هاما في خلق مناخ

استثمار جيد و نبينه في ما يلي :

$$DPS = \frac{\text{الأرباح الموزعة } N}{\text{النتيجة الصافية } (N - 1)} \times 100$$

2- نسبة الأرباح المحتجزة² RE: تمثل نصيب السهم من الأرباح المحتجزة ، و تكتب وفق

العلاقة الآتية :

$$RE = \frac{\text{النتيجة الصافية } (t - 1) \text{ الأرباح الموزعة } t}{\text{عدد الأسهم}} \times 100$$

3- نصيب السهم من التوزيعات (DPA)³: هو مقياس أساسي لسياسة توزيع الأرباح بحيث من

المتوقع أن تكون هناك علاقة طردية بين العائد الموزع و القيمة السوقية له و يحسب

بالطريقة التالية:

$$DPA = \frac{\text{توزيعات النقدية}}{\text{عدد الأسهم}} \times 100$$

¹ خيرة مزوزي و اخرون اثر مؤشرات المالية على اسعار الاسهم لعينة من المؤسسات المدرجة في سوق دبي للاوراق المالية 2007-2014
المجلة الجزائرية للدراسات المحاسبية و المالية المجلد 1 ، العدد 3 ، 2016 ، ص 61

² عدمان فائزة مرجع سبق ذكره ، ص 190

³ رشيد حفصي دراسة و تحليل تأثير سياسة توزيع الارباح على اداء اسهم المؤسسات المدرجة في السوق المالي سوق دبي المالي. 2011-
2014 المجلة الجزائرية للدراسات المحاسبية و المالية ، العدد 2 ، 2016 ، ص 44

الفرع الثاني: المتغير التابع

1- العائد على الأصول ROA¹: و هو احد اهم المؤشرات لقياس العلاقة بين العائد و المخاطرة و هو يقيس أداء المؤسسة لتحقيق اقصى عوائد ممكنة بأقل المخاطر ، و بالتالي تحقيق اقصى ربحية و التي تشكل ثروة أصحاب المشروع (المساهمين أو المالكين) . و تكون معادلته كالتالي:

$$ROA = \frac{\text{النتيجة الصافية}}{\text{مجموع الاصول}} \times 100$$

الفرع الثالث : عينة الدراسة القياسية

شملت العينة المدروسة ثمانى مؤسسات مدرجة من بورصة قطر في مختلف القطاعات ، في الفترة الممتدة ما بين سنة 2014 إلى سنة 2023 ،المأخوذة من التقارير المالية لهذه المؤسسات ، خلال مدة عشر سنوات بحيث بلغت عدد المشاهدات (80) مشاهدة بغية تحديد تأثير سياسة توزيع الأرباح على الأداء المالي لهذه العينة من المؤسسات الموضحة في الجدول التالي :

جدول رقم (03-02) : مؤسسات عينة الدراسة المدرجة في بورصة قطر

الرمز	اسم المؤسسة	الرقم
QNCD	شركة قطر الوطنية لصناعة الاسمنت	01
QIBK	مصرف قطر الاسلامي	02
QEWS	شركة الكهرباء و الماء القطرية	03
ZHCD	شركة زاد القابضة	04
QFLS QA	شركة قطر للوقود	05
QIGD	مجموعة المستثمرين القطريين	06
QNBK	بنك قطر الوطني	07
CBOK	البنك التجاري القطري	08

المصدر: من إعداد الطلبة بالاعتماد على برنامج اكسيل 2010 من موقع

<https://www.qe.com.qa/ar/company>

¹الهام طبخاثر كفاية راس المال على معدل الإعد على حقوق الملكية في البنوك الإسلامية دراسة حالة عينة من البنوك الإسلامية خلال الفترة الزمنية 2010-2016 مجلة الجزائر للتنمية الاقتصادية كلية العلوم الاقتصادية، جامعة ورقلة الجزائر، المجلد 7 العدد 2 ، 2019 ، ص 262

المطلب الثالث: عرض نتائج الدراسة

سيتم في هذا المطلب عرض النتائج المتوصل إليها من خلال الدراسة محل البحث للعينة المدروسة ، من خلال المعلومات و البيانات التي قمنا بتجميعها و حسابها ، بالإضافة إلى إجراء الاختبارات اللازمة عليها ، و المتمثلة في التحليل الإحصائي الوصفي لمتغيرات الدراسة و الارتباط فيما بينها ، بالإضافة إلى تقدير تأثير نماذج بيانات السلاسل المقطعية .

الفرع الأول : الإحصاءات الوصفية لمتغيرات الدراسة و معاملات الارتباط

من خلال هذا الفرع نقوم بدراسة الإحصاءات الوصفية للعينة محل الدراسة و كذا متوسطاتها ، و دراسة معامل الارتباط بين المتغيرات المستقلة و المتغير التابع .

1- الإحصاء الوصفي لمتغيرات الدراسة

من خلال الجدول أدناه نقوم بعرض بعض الإحصاءات الوصفية لمتغيرات الدراسة ، متمثلة في سياسة توزيع الأرباح و الأداء المالي للفترة الممتدة من سنة 2014 إلى 2023 للبيانات السنوية المدرجة في القوائم المالية.

الجدول رقم (04-02) : الإحصاء الوصفي لمتغيرات الدراسة للفترة 2014-2023

	ROA	DPA	DPS	RE
Mean	5.989625	3.624375	45.67312	7.961625
Median	5.675000	3.600000	45.50000	4.795000
Maximum	53.12000	9.000000	90.00000	40.00000
Minimum	0.180000	0.200000	3.890000	0.100000
Observations	80	80	80	80

المصدر : من إعداد الطلبة بالاعتماد على بيانات الدراسة و مخرجات *EViews 10*

[الفصل الثاني: الدراسة التطبيقية لتأثير سياسة توزيع الأرباح على الأداء المالي]

من خلال البيانات المعروضة في الجدول أعلاه نلاحظ أن نسبة العائد على الأصول **ROA** يتراوح بين أدنى قيمة و التي تمثل (0.180000) ريال قطري و أعلى قيمة (53.12000) ريال قطري خلال فترة الدراسة، و ذلك بمتوسط قدره (5.989625) ريال قطري ، أما بالنسبة لنصيب السهم من التوزيعات **DPA** فإنه يتراوح بين أدنى قيمة له (0.200000) ريال قطري و أعلى قيمة قدرت ب (9.000000) ريال قطري خلال فترة الدراسة، و بمتوسط قدره (3.624375) ريال قطري ، كما بلغت نسبة توزيعات الأرباح **DPS** أدنى قيمة لها (3.890000) ريال قطري و أعلى قيمة (90.000000) ريال قطري، أما عن المتوسط فقدر ب (45.67312) ريال قطري، كما لاحظنا أن نسبة الأرباح المحتجزة **RE** تراوحت أدنى قيمة لها و أعلى قيمة بين (0.100000) ريال قطري و (40.000000) ريال قطري، أما المتوسط فكأن مقدرا ب (7.961625) ريال قطري، كما نلاحظ من خلال قراءتنا للجدول أن أكبر قيمة للمتوسط كانت للمتغير الذي يمثل نسبة توزيع الأرباح حيث بلغت (45.67312) ريال قطري، بما معناه وجود تباين بين المؤسسات.

2- متوسط متغير الدراسة

من خلال الجدول أدناه نعرض متوسطات متغيرات الدراسة و المتمثلة في سياسة توزيع الأرباح و الأداء المالي للمؤسسات، و هذا في الفترة الممتدة من 2014 إلى 2023 للبيانات السنوية قيد الدراسة.

الجدول رقم (05-02): متوسط متغيرات الدراسة للفترة 2014-2023

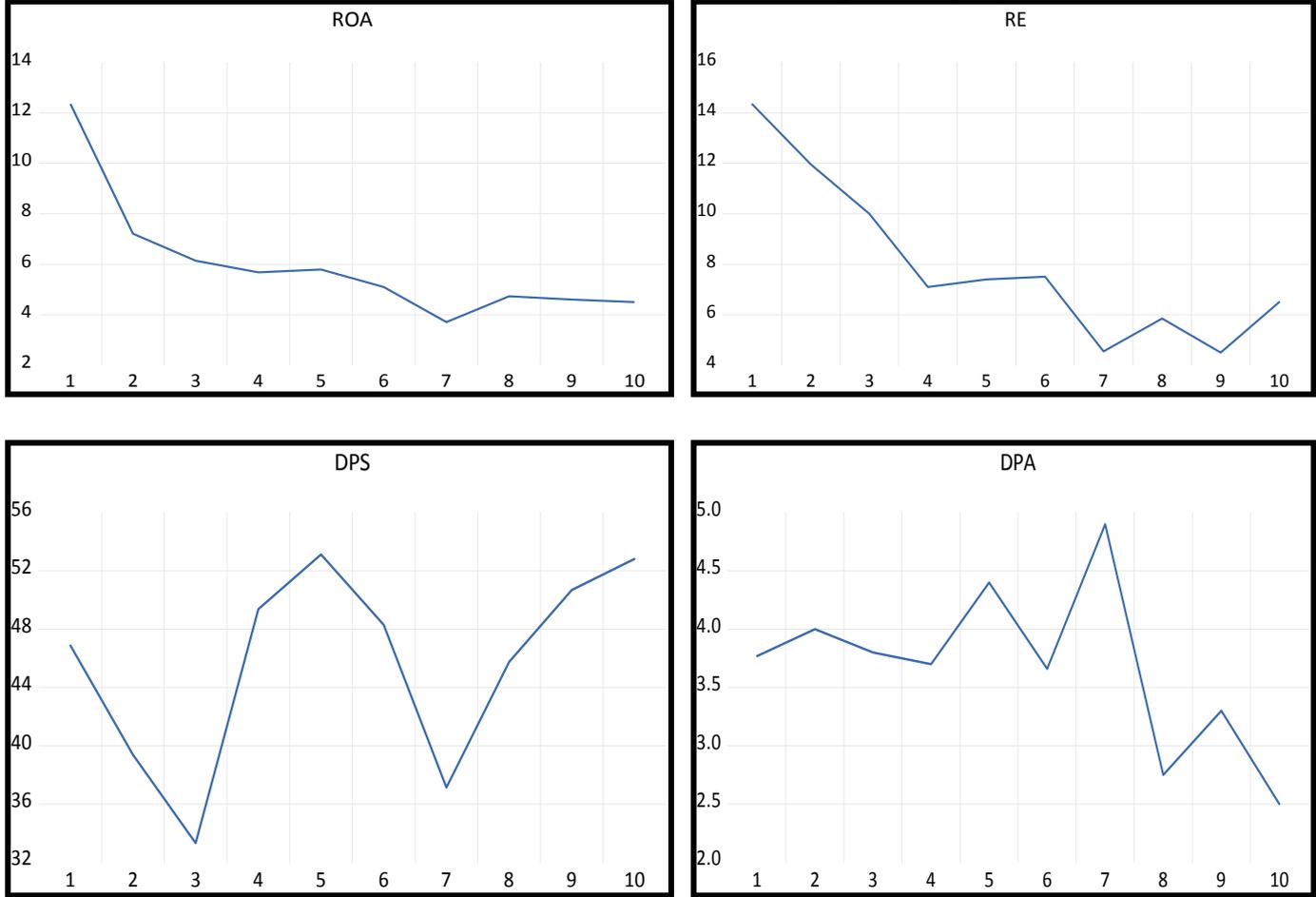
ANNE	ROA	DPA	DPS	RE
2014	12,36	3,77	46,88	14,34
2015	7,21	4	39,38	11,96
2016	6,14	3,8	33,32	10
2017	5,68	3,7	49,38	7,1
2018	5,79	4,4	53,13	7,4
2019	5,1	3,66	48,3	7,51
2020	3,71	4,9	37,13	4,55
2021	4,73	2,75	45,75	5,85

[الفصل الثاني: الدراسة التطبيقية لتأثير سياسة توزيع الأرباح على الأداء المالي]

2022	4,6	3,3	50,69	4,5
2023	4,5	2,5	52,82	6,5

المصدر : من إعداد الطلبة بالاعتماد على برنامج اكسيل 2010 و البيانات المالية لعينة الدراسة .

الشكل رقم : (02-02) : متوسط متغيرات الدراسة



المصدر : إعداد الطلبة بالاعتماد على مخرجات برنامج EViews 10

نلاحظ من الشكل أعلاه أن نسبة العائد على الأصول **ROA** تتخفف انخفاض مستمر من بداية السنة الأولى 2014 (14.34%) إلى غاية السنة السابعة لتصل إلى أدنى نسبة (3.71%) ، ليشهد ارتفاع طفيف سنة 2021 و يعود للانخفاض بعدها سنة 2022 بنسبة قدرت ب (4.5) .

أما فيما يتعلق بنصيب السهم من التوزيعات **DPA** نلاحظ ارتفاع طفيف بين السنة الأولى 2014 و السنة الثانية 2015 بمعدل (0.23%)، ليعود للانخفاض في السنتين الموالتين، ثم نلاحظ ارتفاع طفيف سنة 2018 حيث بلغت النسبة (4.4%) ثم ينخفض مجددا في السنة الموالية ، ليعاود الارتفاع سنة 2020

[الفصل الثاني: الدراسة التطبيقية لتأثير لسياسة توزيع الأرباح على الأداء المالي]

بقدر طفيف ، يعود للانخفاض بعدها في السنوات المتبقية أي أنه هناك تذبذب في مستويات نصيب السهم من التوزيعات .

بالنسبة إلى نسبة الأرباح الموزعة **DPS** نلاحظ أنه حدث انخفاض طفيف بين السنة الأولى 2014 إلى السنة الثالثة 2016 بنسبة (0.14 %)، ليعاود الارتفاع مجددا في السنتين الموالتين حتى سنة 2018، ليعود مجددا للانخفاض في السنتين الموالتين بنسبة (0.16%)، ليعود للارتفاع إلى آخر سنة 2023 ، كما نلاحظ أيضا أن نسبة توزيع الأرباح تعاني عدم استقرار .

بخصوص نسبة الأرباح المحتجزة **RE** نلاحظ انخفاض من سنة 2014 إلى غاية سنة 2017 بنسبة قدرت ب (0.08 %) ، ليعاود الارتفاع في السنتين الموالتين بنسبة (0.04 %) سنة 2019 ، ليعاود الانخفاض مجددا في السنتين الموالتين بنسبة قدرها (0.02 %) في سنة 2021 ، ليعاود مجددا الارتفاع بمقدار طفيف حتى سنة 2023 بنسبة (0.01%)

3- معاملات الارتباط بين متغيرات الدراسة

بعد ما قمنا بالإحصائيات الوصفية لمتغيرات الدراسة و حساب متوسطاتها ، نخرج الآن لدراسة معاملات الارتباط بينها لمعرفة مدى الارتباط فيما بينها ، فيما نعرضه من خلال الجدول أدناه .

الجدول رقم (06-02) : مصفوفة معاملات الارتباط لمتغيرات الدراسة للفترة 2014-2023

Probabilité	ROA	RE	DPS	DPA
ROA	1,000000			
RE	0.005459	1,000000		
DPS	0.006354	0.340863	1,000000	
DPA	0.895767	0.357360	0.26953	1,000000

المصدر: من إعداد الطلبة بالاعتماد على بيانات الدراسة و مخرجات برنامج *EViews 10*

نلاحظ من خلال قراءتنا للجدول أعلاه و معاملات الارتباط الواردة فيه أن العلاقة بين المتغيرات موجبة و تختلف في قوة الارتباط، حيث نلاحظ أن هناك ارتباط موجب بين العائد على الأصول **ROA** و نسبة الأرباح المحتجزة **RE** بنسبة ضعيفة بلغت (0.5 %)، أيضا هناك ارتباط موجب بين العائد على الأصول **ROA** و **DPS** نسبة الأرباح الموزعة أيضا بنسبة ضعيفة قدرت ب (0.6 %)، كما نلاحظ أن هناك ارتباط قوي بين العائد على الأصول **ROA** و نصيب السهم من الأرباح حيث قدرت ب (89 %).

كذلك أشارت النتائج المأخوذة من الجدول أعلاه أنه يوجد ارتباط موجب بين الأرباح المحتجزة **RE** و الأرباح الموزعة **DPS** حيث قدرت ب (34%)، و كذا هناك ارتباط موجب بين الأرباح المحتجزة و نصيب السهم من توزيعات الأرباح بنسبة قدرها (35%).

أخيرا يظهر لنا الجدول أنه هناك ارتباط موجب بين الأرباح الموزعة **DPS** و نصيب السهم من التوزيعات **DPA** بنسبة قدرها (27%).

الفرع الثاني : قياس و تحليل أثر سياسة توزيع الأرباح على الأداء المالي

بعد إجراءنا للتحليل الوصفي و معرفتنا بمدى الارتباط بين المتغيرات فيما بينها ، سنقوم في هذا الفرع بدراسة تأثير سياسة توزيع الأرباح على الأداء المالي للمؤسسات المدرجة في بورصة قطر باستخدام نماذج السلاسل المقطعية .

1- تقدير نماذج البائل

مما سبق و باستخدامنا لتحليل معطيات البائل للفترة الممتدة بين 2014-2023 على العينة محل الدراسة و التي تضم 08 مؤسسات مختلفة المجال ، سنقوم فيما يأتي بتقدير نموذج تأثير سياسة توزيع الأرباح على الأداء المالي للنموذج التجميعي و نموذج الآثار الثابتة بالإضافة إلى نموذج الآثار العشوائية .

• بالنسبة للمتغير التابع العائد على الأصول **ROA**:

قمنا بتقدير نماذج بيانات السلاسل المقطعية للمتغير التابع و المتمثل في العائد على الأصول

و حصلنا على النتائج المبينة في الجدول التالي :

الجدول رقم (07-02) : نتائج تقدير نماذج بيانات السلاسل المقطعية للمتغير العائد على

الأصول ROA

Dependent Variable: ROA			
Sample: 2014 2023			
Total panel (balanced) observations: 80			
	PRM	FEM	REM
RE	0.0015	0.2449	0.0951
	3.297327	1.172915	1.690198
DPA	0.1543	0.0749	0.0875
	-1.438657	-1.808273	-1.730822
DPS	0.0000	0.3780	0.0862
	4.677408	0.887209	1.738624
R-squared	0.180260	0.437750	0.088015
Adjusted R-squared	0.158968	0.356264	0.052015
F-statistic	-	5.372111	2.444897
Prob(F-statistic)	-	0.000008	0.070400

المصدر: من إعداد الطلبة بالاعتماد على بيانات الدراسة و مخرجات برنامج EVIEWS 10

H0: الفرضية الصفرية (لا يوجد تأثير)

H1 : الفرضية البديلة (يوجد تأثير)

مما يلاحظ من خلال الجدول أعلاه في نموذج الانحدار التجميعي PRM أن القيمة الاحتمالية لنسبة الأرباح المحتجزة RE ونسبة الأرباح الموزعة DPS تساوي (3.2973) و (4.6774) على التوالي و هي أكبر من مستويات المعنوية (1% . 5% . 10%) ، ما يقودنا إلى قبول الفرضية الصفرية H0 و رفض الفرضية البديلة H1 ، أي أن هذين المتغيرين لهما تأثير ليس له دلالة إحصائية على المتغير التابع العائد على الأصول ROA ، على عكس المتغير نصيب السهم من التوزيعات DPA حيث نلاحظ أن

له أثر ذو دلالة إحصائية حيث أن القيمة الاحتمالية له تقدر ب (1.4386-) و هي أقل من جميع المستويات (1% . 5% . 10%)، أي قبول الفرضية البديلة H1.

و من خلال معامل التحديد المصحح **Adjusted R-squared** و الذي يفسر لنا مدى مساهمة المتغيرات المستقلة (DPS، DPA، RE) في النموذج لتفسير التغيرات أو التقلبات في المتغير التابع (ROA)، فأنا نلاحظ أن قيمة هذا الأخير قدرت ب 18%، ما يشير إلى أن سياسة توزيع الأرباح بمتغيراتها المختلفة لم تفسر سوى 18% من التغيرات الحاصلة في الأداء المالي للمؤسسات قيد الدراسة و المعبر عنه هنا بمعدل العائد على الأصول و 82% من التغيرات الحاصلة في هذا الأخير تعود إلى عوامل أخرى غير مدرجة في النموذج و التي تدخل ضمن الحد الخطأ العشوائي .

أما في نموذج التأثيرات الثابتة **FEM** نلاحظ أن القيمة الاحتمالية لنسبة الأرباح المحتجزة RE و نسبة الأرباح الموزعة DPS تساوي على التوالي (1.1729) و (0.8878) و هما أكبر من (1% . 5% . 10%) أي أن تأثيرهما على المتغير التابع و هو العائد على الأصول (ROA) ليس له دلالة إحصائية، ما يدفعنا إلى قبول الفرضية الصفرية H0 و رفض الفرضية البديلة H1، على عكس نصيب السهم من توزيع الأرباح (DPA) حيث أن القيمة الاحتمالية له تساوي (-1.8082) و هي أقل من جميع المستويات المعنوية (1% . 5% . 10%) أي أن له تأثير ذو دلالة إحصائية ما يقودنا إلى قبول الفرضية البديلة H1 .

أما بالنسبة لقيمة معامل التحديد **Adjusted R-squared** فقد قدرت ب (35%) في هذا النموذج، ما يشير إلى أن سياسة توزيع الأرباح بمتغيراتها المختلفة لم تفسر سوى 35% من التغيرات الحاصلة في الأداء المالي للمؤسسات قيد الدراسة و المعبر عنها هنا بمعدل العائد على الأصول، و 65% من التغيرات الحاصلة في هذا الأخير تعود إلى عوامل أخرى غير مدرجة في النموذج و التي تحصل ضمن الخطأ العشوائي .

و من الملاحظ أن القيمة الاحتمالية لاختبار فيشر (Prob(F-statistic)) تساوي 0.000008 و هي أقل من جميع مستويات المعنوية (1% . 5% . 10%) أي قبول الفرضية البديلة H1 أي أن النموذج ذو دلالة إحصائية .

كما من الملاحظ أن نموذج التأثيرات العشوائية REM أن القيمة الاحتمالية نلاحظ أن القيمة الاحتمالية لنسبة الأرباح المحتجزة RE و نسبة الأرباح الموزعة DPS تساوي على التوالي (1.6901) و (1.7386) و هما أكبر من (1% . 5% . 10%) أي أن تأثيرهما على المتغير التابع و هو العائد على الأصول (ROA) ليس له دلالة إحصائية ، ما يدفعنا إلى قبول الفرضية الصفرية H0 و رفض الفرضية البديلة ، أما عن نصيب السهم من توزيع الأرباح (DPA) نلاحظ أن القيمة الاحتمالية له تساوي (-1.7308) و هي أقل من جميع المستويات المعنوية (1% . 5% . 10%) أي أن له تأثير ذو دلالة إحصائية ما يقودنا إلى قبول الفرضية البديلة H1 .

و من خلال قيمة معامل التحديد Adjusted R-squared فقد قدرت ب (5%) في هذا النموذج ، ما يشير إلى أن سياسة توزيع الأرباح بمتغيراتها المختلفة لم تفسر سوى 5% من التغيرات الحاصلة في الأداء المالي للمؤسسات قيد الدراسة و المعبر عنها هنا بمعدل العائد على الأصول ، و 95% من التغيرات الحاصلة في هذا الأخير تعود إلى عوامل أخرى غير مدرجة في النموذج و التي تحصل ضمن الخطأ العشوائي .

و من الملاحظ أن القيمة الاحتمالية لاختبار فيشر Prob(F-statistic) تساوي 0.070400 و هي أقل من جميع مستويات المعنوية (1% . 5% . 10%) أي قبول الفرضية البديلة H1 أي أن النموذج ذو دلالة إحصائية.

الفرع الثالث : المفاضلة بين نماذج البائل و دراسة التكامل المتزامن

بعد تقدير نماذج البائل سوف نقوم في هذا الفرع بالمفاضلة بين هذه النماذج لاختيار النموذج الملائم لهذه الدراسة ، و كذا معرفة مدى تأثير سياسة توزيع الأرباح على الأداء المالي ، و إجراء التكامل المتزامن قصد معرفة مدى تأثيرها على المدى البعيد .

1- المفاضلة بين نماذج البائل

بعد ما قمنا بتقدير النماذج الثلاثة و عرض النتائج المتحصل عليها ، نقوم في هذا الجزء باختيار النموذج الأفضل حيث اعتمدنا على اختبار فيشر للمفاضلة بين النموذج التجميعي و نموذج الآثار الثابتة ، إضافة إلى اختبار لاغرانج لتحديد النموذج الأفضل بين والنموذج التجميعي و نموذج الآثار

العشوائية ، في حين استخدمنا اختبار هوسمان لاختبار أحسن نموذج بين كل من نموذج الآثار الثابتة و نموذج الآثار العشوائية .

❖ بالنسبة للمتغير التابع العائد على الأصول ROA

نجري الاختبارات الثلاثة السابقة (فيشر ، لاغرانج ، هوسمان) من أجل معرفة النموذج الملائم .

1.1 المفاضلة بين النموذج التجميعي و نموذج الآثار الثابتة

لاختيار النموذج الأفضل بين النموذج التجميعي و نموذج الآثار العشوائية، نجري اختبار فيشر، حيث أن فرضياته تكون كالتالي:

H0 : نموذج الانحدار التجميعي هو النموذج الملائم.

H1 : نموذج التأثيرات الثابتة هو النموذج الملائم.

نقوم بحساب قيمة فيشر المحسوبة من خلال البيانات السابقة وفق العلاقة التالية :

$$F_{(n-1, nT-n-k)} = \frac{R_{LSdv}^2 - R_{Pooled}^2 / (n-1)}{(1 - R_{LSdv}^2) / (nT - n - k)}$$

$$= \frac{0.437750 - 0.180260 / (10 - 1)}{(1 - 0.437750) / (10 * 8 - 10 - 4)}$$

$$= 3.35$$

من خلال جدول إحصائية فيشر عند مستوى معنوية 5 % نجد قيمة F الجدولية تساوي 3.5 ، و عند مستوى حرية 10 % القيمة الجدولية تساوي 4.4 ، و عند مستوى حرية 1% تساوي 4.6 .

نلاحظ أن قيمة F الجدولية أكبر من قيمة F المحسوبة عند جميع مستويات المعنوية ، و عليه نرفض فرضية العدم H0 و نقبل الفرضية البديلة H1 أي أن النموذج الملائم هو نموذج الآثار الثابتة .

1.2 المفاضلة بين النموذج انحدار التجميعي و نموذج التأثيرات العشوائية

عند اختيارنا للنموذج الأمثل بين نموذج الانحدار التجميعي و نموذج التأثيرات العشوائية تم إجراء اختبار

(LM) حيث أن فرضياته تكون كالتالي :

H0 : نموذج الانحدار التجميعي هو النموذج الملائم

H1 : نموذج التأثيرات العشوائية هو النموذج الملائم

الجدول رقم (02-08) : نتائج اختبار لاغرانج (LM)

Residual Cross-Section Dependence Test

Null hypothesis: No cross-section dependence

(correlation)

Periods included: 10

Cross-sections included: 8

Total panel observations: 80

Note: non-zero cross-section means detected in data

Cross-section means were removed during
computation of correlations

Test	Statistic	d.f.	Prob.
Breusch-Pagan LM	46.27024	28	0.0163

المصدر: من إعداد الطلبة بالاعتماد على بيانات الدراسة و مخرجات برنامج 10 EIEWS

نلاحظ من الجدول أن القيمة الإحصائية لاختبار لاغرانج (LM) تساوي 46.27 % و قيمة احتمالها تساوي (0.0163)

أقل من جميع مستويات المعنوية (1% . 5% . 10%)، و على هذا الأساس نرفض فرضية العدم H0 و نقبل الفرضية H1 التي تدل على أن نموذج التأثيرات العشوائية هو الأفضل.

1.3 المفاضلة بين نموذج التأثيرات الثابتة و نموذج التأثيرات العشوائية

تقوم هذه الأخيرة لمعرفة الأفضل بينهما من خلال إجراء تطبيق اختبار هوسمان على معطيات الدراسة ، حيث أن الفرضيتين تكونان بالشكل الآتي :

H0 : نموذج التأثيرات العشوائية هو النموذج الملائم

H1 : نموذج التأثيرات الثابتة هو النموذج الملائم

الجدول رقم (09-02) : نتائج اختبار هوسمان

CorrelatedRandomEffects –			
Hausman Test			
Test cross–section randomeffects			
Test Summary	Chi–Sq. Statistic	Chi–Sq. d.f.	Prob.
Cross–section random	16.16493	3	0.040557

المصدر: من إعداد الطلبة بالاعتماد على بيانات الدراسة و مخرجات برنامج 10 EIEWS

من خلال نتائج الاختبار نلاحظ أن قيمة الاحتمال تقدر ب 0.0405 و هي أقل من جميع مستويات المعنوية (1% .5% .10%) و على هذا الأساس نرفض الفرضية الصفرية H0 و نقبل الفرضية البديلة H1 و التي تدل على أن نموذج التأثيرات الثابتة هو الأفضل .

نلاحظ من خلال نتائج الاختبارات الثلاثة أن نموذج التأثيرات الثابتة FEM هو النموذج الملائم ،و بما أن النموذج ذو معنوية إحصائية فأن متغيرات الدراسة لسياسة توزيع الأرباح بمجملها تؤثر على الأداء المالي للمؤسسات قيد الدراسة .

2-دراسة علاقات التكامل المتزامن

بعد إجراءنا للمفاضلة بين النماذج و اختيارنا للنموذج الملائم نقوم الآن باختبار التكامل المتزامن بين متغيرات الدراسة من خلال اختبار بيدروني و كاو كما يلي :

الجدول رقم (10-02) : دراسة علاقة التكامل المتزامن بين متغيرات الدراسة من خلال اختبار

بيدروني

PedroniResidualCointegration Test

Series: ROA RE DPS DPA

Date: 05/27/24 Time: 09:59

Sample: 2014 2023

Included observations: 80

Cross-sections included: 8

Trend assumption: Deterministicintercept and trend

Automaticlaglengthselectionbased on SIC with a max lag of 0

Alternative hypothesis: common AR coefs. (within-dimension)

	Statistic	Weighted Statistic	Prob.
Panel v-Statistic	- 2.859534	1.070997	0.0857
Panel rho-Statistic	2.621306	2.411907	0.9921
Panel PP-Statistic	- 18.33992	5.287005	0.0000
Panel ADF-Statistic	- 15.73738	3.503437	0.0002

Alternative hypothesis: individual AR coefs.

(between-dimension)

	Statistic	Prob.
Group rho-Statistic	3.461340	0.9997
Group PP-Statistic	-	0.0000
	10.50997	
Group ADF-Statistic	-	0.0000
Statistic	10.12633	0.0000

المصدر: من إعداد الطلبة بالاعتماد على بيانات الدراسة و مخرجات برنامج 10 EIEWS

تشير معظم النتائج الإحصائية الموضحة في الجدول أعلاه لاختبار بيدروني إلى رفض الفرضية الصفرية التي تقول بعدم وجود علاقة تكامل متزامن بين المتغيرات على المدى البعيد ، بحيث قدرت الاحتمالية لهذه الاختبارات ب (0.0000، 0.0000، 0.0857) و هي ذات دلالة إحصائية ، و يمكن تأكيد هذا من خلال إحصائية المجموع التي توضح وجود علاقة تكامل على المدى البعيد .

الجدول رقم : (11-02) : دراسة علاقة التكامل المتزامن بين متغيرات الدراسة من خلال اختبار كاو

Kao ResidualCointegration Test

Series: ROA RE DPS DPA

Date: 05/27/24 Time: 10:03

Sample: 2014 2023

Included observations: 80

NullHypothesis: No cointegration

Trend assumption: No deterministic trend

Automaticlaglengthselectionbased on SIC with a max lag of 1

Newey-West automaticbandwidthselection and Bartlett kernel

	t-Statistic	Prob.
ADF	-14.67109	0.0000

المصدر: من إعداد الطلبة بالاعتماد على بيانات الدراسة و مخرجات برنامج 10 EIEWS

من خلال نتائج اختبار كاو أن القيمة الاحتمالية له تساوي (0.0000) و هي أقل من مستوى المعنوية 5 % و بالتالي وجود علاقة تكامل مترامن على المدى الطويل بين متغيرات سياسة توزيع الأرباح و مؤشرات الأداء المالي ، و هو ما يؤكد صحة النتائج المتوصل إليها من خلال اختبار بيدروني .

3- مناقشة النتائج :سوف نتطرق إلى أهم النتائج التي توصلنا إليها من خلال دراستنا :

- تأثير نسبة الأرباح الموزعة على الأداء المالي :نسبة الأرباح تقوم بقياس مقدار التدفق النقدي الذي يحصل عليه كل مساهم مقابل كل سهم ، من خلال نتائج دراستنا إلى أن هناك أثر موجب لنسبة الأرباح الموزعة على العائد على الأصول حيث قدر هذا الأثر ب 0.37 ما يعني أن ارتفاع نسبة الأرباح الموزعة بنسبة 1 % سيؤدي إلى ارتفاع العائد على الأصول ب 0.37 ، كما أن هذا الأثر ليس له دلالة إحصائية لأن القيمة الاحتمالية له قدرت ب0.88 و هي أكبر من جميع المستويات المعنوية (1%. 5%. 10%) أي قبول الفرضية الصفرية H0.
- تأثير نسبة الأرباح المحتجزة على العائد على الأصول: تمثل الأرباح التي تم احتجازها من قبل المؤسسة و قد تم التوصل خلال نتائج الدراسة أن هناك أثر موجب على نسبة الأرباح المحتجزة على العائد الأصول حيث قدر هذا الأثر ب 0.24 ما يعني أن ارتفاع نسبة الأرباح المحتجزة بنسبة 1 % سيؤدي إلى ارتفاع العائد على الأصول ب 0.24 ، و هي نسبة تؤدي بنا إلى قبول الفرضية الصفرية H0 لأنها أكبر من جميع المستويات المعنوية (1%. 5%. 10%) حيث القيمة الاحتمالية له قدرت ب 1.17 إذن قبول الفرضية الصفرية لعدم وجود أثر معنوي.
- تأثير نصيب السهم من التوزيعات على الأداء المالي: و هو مقدرا ما يتحصل عليه كل سهم، من توزيعات الأرباح، بحيث أظهرت النتائج أن هناك أثر سالب لنصيب السهم من التوزيعات على العائد على الأصول حيث قدر هذا الأثر ب (-1.8) ما يعني أن ارتفاع نصيب السهم من التوزيعات بنسبة 1 % سيؤدي إلى ارتفاع العائد على الأصول ب (-1.8) إلا أن هذا الأثر له دلالة إحصائية لأن قيمته الاحتمالية أقل من 10 % حيث قدرت 0.07 أي نقبل الفرضية البديلة H1 .
- تبين لنا من خلال الدراسة من نتائج التقدير نموذج التأثيرات الثابتة أن القيمة الاحتمالية الإحصائية فيشر ذات معنوية إحصائية حيث قدرت ب (0.00008) و هي أقل من مستوى المعنوية 5 %، أي أن النموذج ذو معنوية إحصائية و بالتالي فأن متغيرات سياسة توزيع الأرباح في مجملها تثر على العائد على الأصول للمؤسسات قيد الدراسة.

خلاصة الفصل:

تعد بورصة قطر من أقوى البورصات في الشرق الأوسط و العالمي العربي على حد سواء ، و هذا مرجعه لما تقدمه من خدمات و تنوع في كافة المجالات و القطاعات ، و مما يزيد من فاعليتها أنها تعمل على التجديد و التطوير لمواكبة باقي البورصات في العالم ، لهذا كان من باب أولى التوجه في دراستنا لها ، نظرا لما تكتسبه من أهمية ، لذا قمنا بدراسة بعض المؤسسات المدرجة بها ، و كأن محل الدراسة تأثير سياسة توزيع الأرباح على الأداء المالي لهذه المؤسسات ، و من أجل تحديد العلاقة بين المتغيرات قمنا بالاستعانة ببيانات السلاسل المقطعية (PANEL DATA) لما لها من أهمية في التحليل القياسي الإحصائي و كذا التعرف على أهم النماذج الأساسية المتمثلة ، في نموذج الانحدار التجميعي ، التأثيرات العشوائية و الثابتة ، و التي من خلالها تم التوصل إلى النتائج التالية :

من خلال اختبارات ، فيشر ، لاغرانج و هوسمان قمنا بالمفاضلة بين النماذج لاختيار النموذج الملائم ، حيث قمنا بالتوصل إلى أن النموذج الثابت هو النموذج الملائم ، بما أنه ذو معنوية إحصائية فأن متغيرات سياسة توزيع الأرباح في مجملها لا تؤثر على مؤشرات الأداء المالي لمؤسسات عينة الدراسة .

المتغيرات المتعلقة بسياسة توزيع الأرباح و المتمثلة في نصيب السهم من التوزيعات DPA له تأثير سالب على العائد على الأصول ROA إلا أنه لديه أثر معنوي ، و نسبة الأرباح الموزعة DPS و نسبة الأرباح المحتجزة لهما تأثير موجب على العائد على الأصول ROA و لكن ليس لهما أثر معنوي ..

من خلال دراسة التكامل المتزامن بواسطة اختبار بيدروني و كاو توصلنا إلى أن هناك علاقة تكامل مشتركة في الأجل الطويل بين سياسة توزيع الأرباح و الأداء المالي للمؤسسات محل الدراسة .

خاتمة

خاتمة:

في هذه الدراسة حاولنا معالجة موضوع تأثير سياسة توزيع الأرباح على الأداء المالي لبعض المؤسسات المدرجة في بورصة قطر للفترة الممتدة من سنة 2014 إلى سنة 2023 ، حيث تعد عنصر هام بالنسبة للسياسة التمويلية للمؤسسة ، و تؤثر على العلاقة بين المساهمين و المالكين ، و كذا أدائها المالي ، و من خلال محاولتنا للإجابة عن الإشكالية المطروحة ، كيف تؤثر سياسة توزيع الأرباح على الأداء المالي للمؤسسات المدرجة في بورصة قطر ؟ خلال الفترة الممتدة من 2014 إلى 2023 ، قمنا بمعالجة هذه الإشكالية من فصلين بالاعتماد على المنهج الوصفي التحليلي و أيضا بالاعتماد على نماذج البائل داتا و برنامج Eviews10 ، لاختبار فرضيات الدراسة و للتعبير عن متغيراتها ، قمنا بأخذ ، متغيرات الأرباح الموزعة و المحتجزة و نصيب السهم من التوزيعات كمتغيرات مستقلة تعبر عن سياسة توزيع الأرباح ، و متغير العائد على الأصول كمتغير تابع معبرا بذلك عن الأداء المالي للمؤسسات محل الدراسة ، و للإجابة عن الإشكالية الرئيسية توصلنا لمجموعة من النتائج نبرزها فيما يلي :

1- نتائج الدراسة :

- ❖ يعد نموذج بانل داتا من أهم الأدوات الإحصائية في تحليل البيانات في جانب الدراسات القياسية ، حيث توصلنا من خلاله إلى وجود علاقة ارتباط موجب من خلال معامل الارتباط بين مؤشرات سياسة توزيع الأرباح و مؤشرات الأداء المالي .
- ❖ أثبتت دراستنا أن النموذج الملائم لهذه الدراسة هو نموذج التأثيرات الثابتة، بحيث أنه نموذج ذو دلالة إحصائية، و أن متغيرات سياسة توزيع الأرباح ليس لها تأثير على مؤشرات الأداء المالي.
- ❖ و من خلال دراسة التكامل المتزامن بواسطة اختبار بيدروني و كاو أثبتنا أن لسياسة توزيع الأرباح اثر على مؤشرات الأداء المالي على المدى البعيد .

2- اختبار فرضيات الدراسة

- ❖ بعد دراستنا لمجموعة من المؤسسات المدرجة في بورصة قطر في الفترة 2014 إلى 2023 حيث كانت الدراسة عن تأثير سياسة توزيع الأرباح على الأداء المالي توصلنا إلى صحة الفرضيات التي تم صياغتها في المقدمة كما يلي:

[خاتمة]

- ❖ نصت الدراسة على أن متغيرات سياسة توزيع الأرباح تؤثر على متغير الأداء المالي المتمثل في العائد على الأصول لعينة من المؤسسات المدرجة في بورصة قطر للفترة الممتدة من 2014 إلى 2023 ، حيث أثبتت نتائج الدراسة أن متغيرات سياسة توزيع الأرباح مجملا لا تؤثر على معدل العائد على الأصول أي قبول الفرضية الأولى
- ❖ بعد إجرائنا لهذه الدراسة على المؤسسات محل الدراسة تبين لنا صحة الفرضية الثانية و المتمثلة في أن متغيرات سياسة توزيع الأرباح في مجملها تؤثر على مؤشرات الأداء المالي للمؤسسات محل الدراسة في الفترة الممتدة من 2014 إلى 2023 .
- ❖ نصت الفرضية الثالثة أن هناك علاقة تكامل مشترك في المدى البعيد بين متغيرات سياسة توزيع الأرباح و الأداء المالي للمؤسسات محل الدراسة ، و من خلال النتائج تبين لنا أن هناك تكامل مشترك بين متغيرات سياسة توزيع الأرباح و الأداء المالي على المدى الطويل ، حيث مجملا إحصاءاتها المعنوية اقل من جميع المستويات المعنوية (1% ، 5% ، 10%) ، أي صحة الفرضية .

3- المقترحات

مما توصلنا إليه من خلال هذه الدراسة نخرج بتوصيات نوجزها فيما يلي :

- ❖ يجب على المؤسسات محل الدراسة أن تضم فرق متخصصة تساهم في رشادة اتخاذ قرار توزيع الأرباح أو احتجازها .
- ❖ يجب على المؤسسات محل الدراسة أن تضم فرق بحث و تطوير من اجل البحث في العوامل المثبطة لقرارات توزيع الأرباح و التي تحد من قدرتها و بالتالي إيجاد الحلول .
- ❖ من اجل تعظيم أرباحها يجب على المؤسسات محل الدراسة أن تقوم باحتجاز نسبة أعلى من الأرباح من اجل فتح آفاق استثمارية جديدة.
- ❖ على الجهات المكلفة لدى مجالس إدارة هذه المؤسسات و ضع خطط و قواعد من اجل كفاءة استغلال الأصول بشكل أفضل يضمن ربحية اكبر في ظل سياسة رشيدة لتعظيم الربح.

4- آفاق الدراسة :

بعد قيامنا بالدراسة و عرض نتائجها قمنا باقتراح بعض من الآفاق للدراسة نذكر منها

[خاتمة]

- ❖ دراستنا للموضوع في ظل أنه قد تم معالجته سابقا حاولنا إثراء الدراسة عن طريق تحديث الإطار الزمني و بالتالي حداثة البيانات.
- ❖ دراسة الموضوع على احد الأسواق المالية العربية.
- ❖ إظهار بعض المعلومات فيما يخص بورصة قطر و المؤسسات المدرجة بها

قائمة المصادر و

المراجع

- اسعد حميد العلي ،الإدارة المالية . ط2 . دار وائل للنشر . عمان . 2012 .
- حمزة محمود الزبيدي . التحليل المالي . ط2 . دار الوراق للنشر و التوزيع عمان الأردن . 2010 .
- دريد كامل آل شبيب . مقدمة في الإدارة المالية المعاصرة . ط1 . دار الميسرة . الأردن . 2007 .
- عاطف جابر طه عبد الرحيم . أساسيات التمويل و الإدارة المالية . ط1 . 2010 . الدار الجامعية الإسكندرية سياسة توزيع الثابتة .
- عاطف جابر طه عبد الرحيم . أساسيات التمويل و الإدارة المالية . الدار الجامعية . مصر . الإسكندرية 2008 .
- عبد الغفار حنفي . أساسيات التمويل و الإدارة المالية . الدار الجامعية الإسكندرية 2001 .
- عبد الغفار حنفي و سمية زكي قرياقص . أساسيات التمويل و الإدارة المالية . الدار الجامعية . مصر . الإسكندرية . 2004 .
- محمد ايمن عزت الميداني . الإدارة التمويلية في الشركات . ط1 . جامعة الملك فهد للبترول و المعادن . السعودية الظهران .
- محمد زرقون . اثر الاككتاب العام على سياسة توزيع الأرباح في المؤسسات الاقتصادية المسعرة في البورصة . مجلة الباحث . العدد 08 . جامعة ورقلة 2010 .

- محمد محمود الخطيب. الأداء المالي و اثره على عوائد اسهم الشركات المساهمة . عمان الأردن. دار الحامد للنشر و التوزيع 2009 . ط 1.
- محمود صبح. الإدارة المالية طويلة الأجل . 3 قرارات محورية لتعزيز ثروة المساهمين. ط1. البيان للنشر و التوزيع . القاهرة 2000 .
- منير إبراهيم هندي . الفكر الحديث في مجال مصادر التمويل . منشأة المعارف . مصر الإسكندرية . 1998 .
- نصر الدين بن نذير وأيوب شملال. لوحة القيادة كأداة لتقييم الأداء المالي للمؤسسة الاقتصادية دراسة حالة الشركة الجزائرية لإنتاج الكهرباء. مداخلة للمشاركة في المؤتمر الوطني الأول حول مراقبة التسيير كآلية لحكومة المؤسسات. تفعيل الإنتاج جامعة البليدة 2
- الرسائل والأطروحات
- امجد إبراهيم البراجنة . اختبار العلاقة بين توزيع الأرباح و كل من القيمة السوقية و الدفترية للاسهم المتداولة في سوق فلسطين للأوراق المالية . مذكرة ماجستير تخصص محاسبة و تمويل. قسم التجارة. الجامعة الإسلامية بغزة . فلسطين . 2009 .
- أمينة جنحي . رشا كبير . تأثير سياسة توزيع الأرباح على الأداء المالي . دراسة حالة عينة من المؤسسات المدرجة في بورصة قطر . مذكرة مكملة لنيل شهادة ماستر . المركز الجامعي عبد الحفيظ بوصوف ميلة تخصص إدارة مالية 2022-2023 .
- انس مصلح زياب الطراونة. العوامل المؤثرة في تقييم الأداء المالي لشركات التأمين الأردنية. رسالة ماجستير تخصص محاسبة . جامعة الشرق الأوسط. 2015 .
- بن عياش ليلية .بوالوارت منى .محددات الأداء المالي للمؤسسة الاقتصادية .دراسة قياسية لمجمع صيدال خلال الفترة 2010 2019 .مذكرة لنيل شهادة ماستر علوم تسيير تخصص إدارة مالية . جامعة محمد الصديق بن يحي.جيجل 2020-2021.

- بن الضب علي . دراسة تأثير الهيكل المالي و سياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة المدرجة في البورصة. مذكرة ماجستير . قسم علوم تسيير تخصص مالية مؤسسية. جامعة قاصدي مرباح . ورقة 2008-2009 .
- جرودي رنده . اثر مخاطر السوق على الأداء المالي للمصارف الإسلامية و آليات إدارتها وفق معايير مجلس الخدمات المالية الإسلامية و لجنة بازل . دراسة قياسية 2008-2018 . أطروحة دكتوراه تخصص مالية و بنوك و تأمينات . كلية العلوم الاقتصادية و التجارية و علوم التسيير جامعة فرحات عباس سطيف . الجزائر 2019-2020 .
- حورية بديدة . تأثير سياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة المسعرة في السوق المالي . مذكرة ماجستير . قسم علوم مالية التسيير تخصص أسواق مالية. جامعة قاصدي مرباح ورقة 2011 ..
- خديجة ذرايت . معطاه مبروكة . تقييم الأداء المالي للمؤسسة الاقتصادية دراسة حالة شركة البناء للجنوب و الجنوب الكبير بورقلة .تخصص مالية مؤسسية . جامعة قاصدي مرباح. 2012-2013 .
- صفاء بوضيف . دور المعلومات المالية في تقييم الأداء المالي و التنبؤ بالفشل المالي . أطروحة دكتوراه تخصص محاسبة مالية و تدقيق . جامعة فرحات عباس . سطيف 2018
- عدمان فائزة . سياسة توزيع الأرباح و اثرها على القيمة السوقية لاسهم المؤسسات الاقتصادية المدرجة في البورصة . دراسة قياسية لاسهم البنوك المدرجة في بورصة عمان 2005-2012 باستخدام نماذج بانل، مذكرة ماجستير علوم تسيير تخصص مالية مؤسسية . جامعة الجزائر 3 .الجزائر 2016-2017 .
- عدنان تايه النعيمي . ارشد فؤاد التميمي . الإدارة المالية المتقدمة . دار البارودي عمان 2009 .

- عمر مازن ذياب ملحم العوامل المؤثرة على الأداء المالي في شركات التأمين المساهمة العامة المدرجة في سوق عمان المالي . رسالة ماجستير . تخصص محاسبة جامعة الشرق الأوسط 2019 .
- نعيمة يحيوي . أدوات مراقبة التسيير بين النظرية و التطبيق . أطروحة دكتوراه تخصص تسيير المؤسسات جامعة الحاج لخضر باتنة 2009 .
- ياقوت موساوي . دراسة تأثير الهيكل المالي و سياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة المدرجة في البورصة . دراسة حالة الشركات المدرجة في بورصة عمان للاوراق المالية خلال الفترة ما بين 2008-2011 . رسالة ماجستير . تخصص مالية . المدرسة العليا للتجارة . الجزائر 2012-2013 .

- المقالات العلمية:

- حاكم محسن محمد الربيعي . مهند حميد ياسر العطوي . نظرية توقيت السوق و تأثيرها في هيكل راس المال . دراسة تطبيقية لعينة من الشركات الصناعية المصرية . مجلة الغري للعلوم الاقتصادية و الإدارية . المجلد رقم 10 العدد 3 . 2014 .
- خالد سيف الإسلام بوخلخال . علال بن ثابت . قياس و تقييم الأداء المالي باستخدام المؤشرات الحديثة و التقليدية و دراسة فعاليتها في خلق القيمة . دراسة حالة مجمع صيدال خلال الفترة 2009-2019 مجلة دراسات المعهد الاقتصادي . المجلد رقم 12 . العدد 1 . 2021 .
- نفيسة حجاج و أحلام بوعبدلي . اثر الاستثمار في تكنولوجيا المعلومات و الاتصال على ربحية المؤسسات . مجلة الباحث كلية العلوم الاقتصادية و العلوم التجارية و علوم التسيير . جامعة قاصدي مرباح . ورقلة . الجزائر العدد 16 . 2016 .

- محمد زرقون و شركاؤه . دراسة قدرة مؤشرات الأداء المالي التقليدية و الحديثة في تفسير عوائد الأسهم . دراسة حالة الشركات المدرجة في بورصة قطر الفترة الممتدة 2010-2015 .مجلة الامتياز لبحوث الاقتصاد و الإدارة المجلد 02. العدد 03 . 2018 .
- هاشم حسن حسين . العوامل المؤثرة على سياسة توزيع الأرباح في شركات المساهمة . مجلة كلية بغداد للعلوم الاقتصادية . العدد 17 . 2008 .
- حسن وفاء و علي بيطار . العوامل المؤثرة في الأداء المالي لشركات التأمين الخاصة العاملة في سورية . مجلة البحوث الاقتصادية و المالية تشرين سورية العدد 02. ديسمبر 2020 .

ثانيا : المراجع الأجنبية

- Aswat DAMODARAN Finance D`entreprise :théorie et pratique . 2eme Edition de boeck . Bruxelles . 2006
- Anwar Fitrianto and Others Panal DataAnalysis for construction Industries :Choosing the bestModel.ProcediaEconomics and finance. No35 .2016.
- Regis Bourbonnais. Econometrie cours et exercices corriges . editio . dunod . paris .
- 1Badih Baltagi . Econometric analysis panal data . Third edition . England . 2005.
- William H Green .Econoetric Analysis . 5éme Edition . Prentice Hall . Upper Sadel River .New Jersey . 2007 .
- Pedroni P. Panel Data Cointegration asymptotic and finite sampel properties of pooled times series testes with an application to the PPP hypothesis . Econometric theory . 20(3) . 2004.

الفهرس

	الإهداء
	كلمة شكر
I	الملخص
II	قائمة المحتويات
IV	قائمة الجداول
V	قائمة الأشكال
VI	قائمة الملاحق
VII	قائمة الرموز و الاختصارات
أ-ز	المقدمة
02	الفصل الأول: : أساسيات حول توزيع الأرباح و الأداء المالي للمؤسسة
02	تمهيد
03	المبحث الأول : الإطار النظري لسياسة توزيع الأرباح و الأداء المالي لمؤسسة
03	المطلب الأول : الإطار المفاهيمي لسياسة توزيع الأرباح
03	الفرع الأول : مفهوم و أنواع سياسة توزيع الأرباح
05	الفرع الثاني : المحددات و العوامل المؤثرة في سياسة توزيع الأرباح
19	الفرع الثالث : النماذج المفسرة لسياسة توزيع الأرباح
22	المطلب الثاني : الإطار المفاهيمي للأداء المالي
22	الفرع الأول : مفهوم و أهمية الأداء المالي
24	الفرع الثاني : معايير الأداء المالي و العوامل المؤثرة عليه
32	الفرع الثالث : مؤشرات الأداء المالي
36	المطلب الثالث : العلاقة بين سياسة توزيع الأرباح و الأداء المالي
36	الفرع الأول : تفسير العلاقة بين سياسة توزيع الأرباح و الأداء المالي

38	الفرع الثاني : العوامل التي تؤيد توزيع أرباح أكبر
40	المبحث الثاني : تحليل الدراسات السابقة
40	المطلب الأول : الدراسات الوطنية
43	المطلب الثاني : الدراسات الأجنبية
45	المطلب الثالث : مقارنة الدراسة مع الدراسات السابقة
47	خلاصة الفصل
52	الفصل الثاني : الدراسة التطبيقية لتأثير سياسة توزيع الأرباح على الأداء المالي
53	المبحث الأول : الطريقة و الأدوات المستعملة في الدراسة
53	المطلب الأول : الطريقة المعتمدة في الدراسة
53	الفرع الأول : تعريف بورصة قطر
53	الفرع الثاني: نشأتها و تطورها التاريخي
55	الفرع الثالث: أهداف بورصة قطر
56	المطلب الثاني : أداء السوق المالي القطري و المؤسسات المدرجة في البورصة
56	الفرع الأول : تطور السوق المالي القطري من الفترة الممتدة 1997 إلى 2023
58	الفرع الثاني: الشركات المدرجة في بورصة قطر رأسمالها و رسملتها منذ تاسيس البورصة الى سنة 2023
60	لمبحث الثاني : تقديم نتائج الدراسة و عرضها
60	المطلب الأول : ماهية البانل
60	الفرع الأول: مفهوم البانل
60	الفرع الثاني : أهمية استخدام بيانات البانل
61	الفرع الثالث : النماذج الأساسية لتحليل بيانات البانل

63	الفرع الرابع : المفاضلة بين نماذج البائل
66	المطلب الثاني: عرض متغيرات الدراسة
67	الفرع الأول : المتغيرات المستقلة
68	الفرع الثاني: المتغير التابع
68	الفرع الثالث : عينة الدراسة
69	المطلب الثالث : عرض النتائج
69	الفرع الأول : الإحصاءات الوصفية لمتغيرات الدراسة و معاملات الارتباط
73	الفرع الثاني : قياس و تحليل اثر سياسة توزيع الأرباح على الأداء المالي
76	الفرع الثالث : المفاضلة بين نماذج البائل و دراسة التكامل و التزامن
83	خلاصة الفصل
86	خاتمة

