

جامعة غرداية
كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير
قسم العلوم التجارية



مذكرة مقدمة لاستكمال متطلبات نيل شهادة ماستر أكاديمي
في ميدان : العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير

الشعبة : علوم تجارية

التخصص : مالية المؤسسة

بعنوان :

سياسة توزيع الأرباح وتأثيرها على أداء أسهم المؤسسات المدرجة في السوق المالي

دراسة عينة من الشركات المدرجة في سوق دبي المالي خلال الفترة الممتدة من 2010-2013

من إعداد الطالب : نعاس صلاح الدين

نوقشت وأجيزت علنا بتاريخ : 18 ماي 2015

أمام لجنة المناقشة المكونة من السادة الآتية أسماؤهم:

الدكتور/ تيماي عبد المجيد (أستاذ محاضر - جامعة غرداية) رئيساً

الأستاذ/ حفصي رشيد (أستاذ مساعد - جامعة غرداية) مقررأ

الأستاذ/ سايح عبد الله (أستاذ مساعد - جامعة غرداية) مناقشأ

السنة الجامعية : 2014 / 2015

جامعة غرداية
كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير
قسم العلوم التجارية



مذكرة مقدمة لاستكمال متطلبات نيل شهادة ماستر أكاديمي
في ميدان : العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير
الشعبة : علوم تجارية
التخصص : مالية المؤسسة
بعنوان :

سياسة توزيع الأرباح وتأثيرها على أداء أسهم المؤسسات المدرجة في السوق المالي

دراسة عينة من الشركات المدرجة في سوق دبي المالي خلال الفترة الممتدة من 2010-2013

من إعداد الطالب : نعاس صلاح الدين

نوقشت وأجيزت علنا بتاريخ : 18 ماي 2015

أمام لجنة المناقشة المكونة من السادة الآتية أسماؤهم:

الدكتور/ تيماي عبد المجيد (أستاذ محاضر - جامعة غرداية) رئيساً

الأستاذ/ حفصي رشيد (أستاذ مساعد - جامعة غرداية) مقررأ

الأستاذ/ سايح عبد الله (أستاذ مساعد - جامعة غرداية) مناقشأ

السنة الجامعية : 2014 / 2015

بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ

{... يَرْفَعُ اللَّهُ الَّذِينَ آمَنُوا مِنْكُمْ وَالَّذِينَ أُوتُوا الْعِلْمَ

دَرَجَاتٍ وَاللَّهُ بِمَا تَعْمَلُونَ خَبِيرٌ}

(سورة المجادلة، الآية 11)

الإهداء

إلى المعلم الأول

الذي سطرَ بعد الجهلِ علماً ، وشق في عباب الظلم نورا
فأشرقت ببعثه الأفكار والنفوس وأخضوضرتُ بعدله الحياة
محمد بن عبد الله (ص)

إلى الذي عانى وجهد وجاهد

متجاوزاً نفسه وخصوصياته وقدراته

ورسم لي مستقبل الحياة

إلى من أحمل اسمه بكل افتخار

والذي حفظه الله وأطال في عمره

إلى النور الذي يسطع دائماً ليبدد ظلمة الواقع

إلى من غفوت على دفء حنانها ، ورعتني بنفض جنانها ، وعلمتني الصبر والكفاح

إليك يا أمّاه أهدي ما وصلت إليه ، فهل ترى يشفع لي خجلي ؟!

والدتي حفظها الله وأطال في عمرها

إلى أحق الناس بصحبتى وحيي

إلى من كانوا سندي ولازالوا

إلى دنيا المحبة والوفاء

إلى من شاركوني الأفراح والجراح

إخواني وأخواتي

عزائي عندما يحيم لييل الحزن

فسحة أملتي عندما يضيق العيش

إلى قلوب التي دفعتني إلى الأمام

إلى كل المحبين في فضاء الذاكرة

أصدقائي وأحبابي

الشكر والعرفان

أحمدك ربي حمد الشاكرين ، وأوجه إليك بالشكر والثناء كما يليق بذاتك العلياً ، على أن وفقتني ويسرت لي السبيل لإتمام هذا العمل ، فإن كان ثمة تقصير فحسبي أن الكمال لك وحدك ، وأصلي وأسلم على الهادي الرسول البشير سيد المرسلين محمد وعلى آله وصحبه وسلم . وبعد .

ففي هذا المقام يسعدني ويشرفني أن أتقدم بوافر شكري ، وعظيم امتناني وتقديري لكل من ساهم في إخراج هذا العمل وأخص بذلك أستاذي " حفصي رشيد " المشرف على هذا البحث ، لما قدمه لي من توجيهات سديدة ، واقتراحات قيمة طيلة فترة البحث دون كلل أو ملل . جزاه الله عني كل الخير وسدد على دروب الخير والعطاء خطاه .

كما لا يفوتني أن أتقدم بالشكر إلى الذين طالما انتظرت آرائهم وملاحظاتهم القيمة للمساهمة في إتمام هذا العمل على أفضل وجه ممكن أعضاء لجنة المناقشة راجياً أن تسع صدورهم لزلاتنا وأن يصوبوا أخطائنا فجزاهم الله عنا خير الجزاء .

كما أشكر كل من له فضل في انجاز هذا البحث من قريب أو بعيد ولو بكلمة ، وبالأخص والذي حفظه الله وأطال في عمره ، والأخ الأكبر بن حرز الله . فجزاهم الله كل خير .
وقبل وبعد فالشكر والحمد لله ، له الحمد في الأولى والآخرة ، وله الحكم واليه ترجعون .

مستخلص

تهدف هذه الدراسة إلى معرفة مدى تأثير سياسة توزيع الأرباح على القيمة السوقية لأسهم المؤسسات المدرجة في سوق دبي المالي، حيث شملت العينة 30 مؤسسة مدرجة في السوق خلال الفترة الممتدة من سنة 2010 إلى سنة 2013، موزعة على جميع القطاعات في السوق، ومن أجل معالجة الموضوع واختبار فرضياته تم الاعتماد على نماذج الانحدار الخطي المتعدد والبسيط.

وتبين من خلال الدراسة أن هناك علاقة ذات دلالة إحصائية بين سياسة توزيع الأرباح ممثلة في (نصيب السهم من التوزيعات النقدية، ربحية السهم) وقيمة أسهم المؤسسات المدرجة في سوق دبي المالي، بينما لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين الأرباح المحتجزة وقيمة السهم، وكشفت الدراسة كذلك عن وجود دلالة إحصائية لعدم تتبع المؤسسات بمحملها لأسلوب المنهج المتبقي للتوزيعات كسياسة لتوزيع الأرباح النقدية.

الكلمات المفتاح : قيمة سهم، سياسة توزيع الأرباح، توزيعات نقدية، ربحية سهم، أرباح محتجزة، سوق دبي المالي.

Abstract :

This study attempts to investigate to what extent the dividend policy influences the market value of the institutions' stocks listed in Dubai Stock Exchange, 30 companies have been sampled to involve in a study from the year 2010 to the year of 2013, which encompassed all sectors in the market, In order to address this topic and test its hypotheses, we count on using a simple and multiple regression model.

The results has shown that there is a strong evident statistical and relationship between the dividend policy represented in the (Cash Dividend, Earning per share) and the stock value of the companies listed on the Dubai Financial Market, Whereas, the Retained Earnings Ratio doesn't contribute in explaining the change in companies stock value, Unlike the (M&M), 1961 Proposition, the companies, at the level of the market, do not practically follow the Residual Dividend Approach as a cash dividend policy.

Keywords : Value of stock, Dividend policy, Cash Dividend, Earning per share, Reating Earning, Dubai Financial Market.

قائمة المحتويات

الصفحة

IV	الإهداء
V	الشكر
VI	مستخلص
VII	قائمة المحتويات
VIII	قائمة الجداول
IX	قائمة الأشكال البيانية
X	قائمة الملاحق
XI	قائمة الاختصارات والرموز
أ	المقدمة
01	الفصل الأول : الأدبيات النظرية والتطبيقية
02	تمهيد
03	المبحث الأول : الأدبيات النظرية -الإطار المفاهيمي للدراسة-
30	المبحث الثاني : الأدبيات التطبيقية -الدراسات السابقة للموضوع-
38	خلاصة الفصل
39	الفصل الثاني : الجانب التطبيقي للدراسة
40	تمهيد
41	المبحث الأول : الطريقة والأدوات المستخدمة في الدراسة
54	المبحث الثاني : عرض ومناقشة النتائج المتوصل إليها
84	خلاصة الفصل
85	الخاتمة
90	المراجع
98	الملاحق
110	الفهرس

قائمة الجداول

الصفحة	عنوان الجدول	الرقم
48	عدد المؤسسات المدرجة حسب القطاعات	(1-2)
49	توزيع عينة الدراسة حسب القطاعات	(2-2)
55	التحليل الإحصائي الوصفي لمتغيرات الدراسة للفترة (2010-2013)	(3-2)
58	مصنوفة معاملات الارتباط للمتغيرات الدراسة	(4-2)
60	نتائج الانحدار المتعدد باستعمال طريقة المربعات الصغرى	(5-2)
63	قيمة معامل تباين التضخم للمتغيرات المستقلة VIF	(6-2)
65	نتائج اختبار Breusch - Godfrey	(7-2)
67	نتائج اختبار تجانس التباين	(8-2)
70	نتائج التقدير باستعمال طريقة أنحدار الحرف العادية	(9-2)
74	أثر نصيب السهم من الأرباح الصافية على سياسة التوزيع المتبعة	(10-2)
76	التحليل الإحصائي للنقد الحر المنمط للمؤسسات المساهمة العامة ضمن العينة على مستوى السوق	(11-2)
76	نتائج اختبار t للوسط الحسابي للنقد الحر المنمط للمؤسسات المساهمة العامة ضمن العينة على مستوى السوق	(12-2)
77	التحليل الإحصائي للنقد الحر المنمط للمؤسسات المساهمة العامة ضمن العينة على مستوى كل قطاع	(13-2)
78	نتائج اختبار t للوسط الحسابي للنقد الحر المنمط للمؤسسات المساهمة العامة ضمن العينة على مستوى كل قطاع	(14-2)

قائمة الأشكال البيانية

الصفحة	عنوان الشكل	الرقم
07	السلم الزمني لدفع التوزيعات الأرباح	(1-1)
10	معدل توزيع الأرباح في الولايات المتحدة الأمريكية والمنطقة الأوروبية خلال الفترة 1973 - 2005	(2-1)
13	ربحية السهم الواحد المعدلة لمجمع L'Oreal خلال الفترة 1980 - 2005	(3-1)
13	توزيعات السهم الواحد المعدلة لمجمع L'Oréal خلال الفترة 1980 - 2005	(4-1)
13	ربحية السهم الواحد المعدلة لمجمع Peugeot خلال الفترة 1980 - 2005	(5-1)
14	توزيعات السهم الواحد المعدلة لمجمع Peugeot خلال الفترة 1980 - 2005	(6-1)
17	تأثير سياسة إعادة الشراء مقابل سياسة توزيع الأرباح النقدية على قيمة السهم في السوق المالي	(7-1)
43	هيكل تنظيمي لسوق دبي المالي	(1-2)
45	تطور مؤشر سوق دبي المالي خلال سنة 2010	(2-2)
46	تطور مؤشر سوق دبي المالي خلال سنة 2011	(3-2)
47	تطور مؤشر سوق دبي المالي خلال سنة 2012	(4-2)
48	تطور مؤشر سوق دبي المالي خلال سنة 2013	(5-2)
49	التوزيع النسبي لمؤسسات العينة حسب القطاع	(6-2)
51	متغيرات الدراسة	(7-2)
59	العلاقة بين توزيعات النقدية وسعر السهم السوقي	(8-2)
59	العلاقة بين ربحية السهم وسعر السهم السوقي	(9-2)
59	العلاقة بين نسبة الأرباح المحتجزة وسعر السهم السوقي	(10-2)
62	التمثيل البياني لسلسلة الحقيقية مع النموذج المقدر لدالة سعر السهم	(11-2)
66	التمثيل البياني لبواقي النموذج المقدر	(12-2)
68	التوزيع الاحتمالي للبواقي مع القيم الحرجة لـ Skewness, Kurtosis وإحصائية Jarque-Bera	(13-2)
70	تغيرات مقدرات انحدار الحرف العادية بدلالة K	(14-2)
71	تغيرات قيمة معامل التضخم VIF بدلالة قيم K	(15-2)
71	التمثيل البياني للتوزيع الطبيعي للسلسلة المدروسة	(16-2)

قائمة الملاحق

الصفحة	عنوان الملحق	الرقم
99	تطور مؤشر سوق دبي المالي خلال الفترة 2010-2013	(01)
100	المعلومات أساسية للمؤسسات عينة الدراسة	(02)
102	البيانات المالية للمؤسسات العينة	(03)
107	نتائج انحدار التوزيعات النقدية كدالة في ربحية السهم	(04)
107	نتائج انحدار نسبة الاحتجاز الأرباح كدالة في ربحية السهم	(05)
108	التدفق النقدي الحر المنمط لمؤسسات العينة	(06)

قائمة الاختصارات والرموز

الاختصار / الرمز	الدلالة
ARCH	الانحدار الذاتي لتجانس التباين الشرطي
BPA	نصيب السهم من الأرباح الصافية
DDM	نموذج التوزيعات المحصومة
DFM	شركة سوق دبي المالي
DFMGI	المؤشر العام لسوق دبي المالي
DPA	نصيب السهم من التوزيعات النقدية
E_t	قيمة الحالية للربحية المستقبلية للسهم
FCF	التدفق النقدي الحر
g	معدل نمو الثابت في توزيعات الأرباح
gs	معدل النمو المتغير في التوزيعات
I_t	القيمة الحالية لنصيب السهم من الاستثمارات المستقبلية
K	معدل العائد المطلوب في السهم العادي
kcp	معدل العائد الذي يطلبه المستثمر على السهم الممتاز
LM	مضاعف لاغرانج
M&M	مدجيلياني وميلر
P	سعر آخر إغلاق للسهم في السوق المالية
P/E	مضاعف الربحية
RRC	نصيب السهم من الأرباح المحتجزة
V	قيمة السهم العادي
Van	قيمة الحالية الصافية
VIF	معامل تباين التضخم



المقدمة

أ. توطئة :

ترتكز النظرة الحديثة للإدارة المالية على تعظيم ثروة الملاك من خلال تعظيم القيمة السوقية للمؤسسة، غير أن الظروف الغير المستقرة التي تعيشها المؤسسة تجعل من الصعوبة بمكان اتخاذ بعض القرارات التي يمكن أن يكون لها أثر كبير على القيمة السوقية للمؤسسة.

وعلى اعتبار أن سياسة توزيع الأرباح هي إحدى أهم القرارات المالية فلا بد أن يكون اتخاذها في صالح رفع من القيمة السوقية للمؤسسة بالدرجة الأولى، غير أن ما يميز هذا القرار أنه أخطر القرارات الإدارية في مجال الاستثمار والتمويل، لأنه مرتبط بالقرارين الذين يسودان موضوع الإدارة المالية، قرار التمويل باعتبار الأرباح المحتجزة أحد العناصر التي تدخل في التمويل الذاتي من جهة، وقرار استثماري من جهة أخرى إذا اعتمدت القرارات المتعلقة بها على المصدر الأول، وهو النقدية المتاحة الناتجة عن العمليات التشغيلية، وقد تشمل آثار هذه القرارات على الفرص الاستثمارية المتاحة للمؤسسة، ومن ثم فإن قرار التوزيع الخاص بالأرباح هنا قد يعكس مشكلة استثمارية يحتم الموقف الخاص بها اتخاذ قرار ضروري وحاسم لمواجهتها.

ومنه فإن سياسة توزيع الأرباح تعتبر من السياسات المالية المهمة في المؤسسات مهما كان نوع نشاطها، لكونها تم كل من المستثمرين والمؤسسة، فالمؤسسة تكون في مواجهة رغبات مستثمريها من جهة وحاجاتها التمويلية من جهة أخرى، إذ يتوقع المستثمر عائدا مغريا جراء استثمار أمواله في المؤسسة، والتي يتم إدارتها من قبل مسيرين ذوي الكفاءة وعلى دراية أفضل بحالة المؤسسة ومتطلباتها، وهذا من أجل تحقيق رغبات المستثمرين في ظل تضارب مختلف المصالح للفاعلين فيها، أما المؤسسة فتعمل على الاستفادة من الأرباح المحققة واستغلالها في تمويل مشاريعها والعمل على النمو ومحاوله تعظيم قيمتها السوقية.

لذلك تعتبر سياسة توزيع الأرباح من أكثر المواضيع التي أخذت قسطاً كبيراً من الدراسة والنقاش في مجال الإدارة المالية، وعلى الرغم من ذلك فإنه لا يزال هذا الأخير يمتاز بالغموض وعدم استكمال جميع جوانبه، وهو ما تؤكد الدراسات التي أجريت حول هذا الموضوع ومن أشهرها فرضية (Miller and Modigliani, 1961) التي أكدت على أن سياسة توزيع الأرباح ليست لها أي تأثير على القيمة السوقية للمؤسسة، وإنما تتوقف هذه الأخيرة على مدى الاستخدام الأمثل للموارد المختلفة المتاحة وليس الكيفية التي يتم من خلالها التعامل مع الأرباح، وذلك لأن المؤسسات تتبع منهج توزيع الأرباح المتبقي كسياسة لتوزيع الأرباح النقدية، والقائم على إعادة استثمار أرباح المؤسسات في الفرص الاستثمارية المتاحة ذات صافي القيمة الحالية الموجبة، وتوزيع ما يزيد عن ذلك على المساهمين كأرباح نقدية، وتعتبر نظرية (Miller and Modigliani, 1961) أول وأهم النظريات حيث أعطت الإشارة للتوسع والدراسة والبحث في هذا المجال، بالرغم من عدم واقعية فرضياتها إلا أنها تبقى المرجع الأساسي في الأدبيات المالية.

لاقت فرضية (M&M, 1961) جدلا كبيرا في أوساط الباحثين المختصين، وأجريت العديد من الدراسات منذ ذلك الوقت لاختبار هذه الفرضية، ومن أهم الدراسات التي عارضتها، دراسة (Myron Gordon & John Litner) والتي توصلت إلى أن سياسة توزيع الأرباح لها تأثير مباشر على القيمة السوقية للمؤسسة، وكذلك الحال بالنسبة لدراسة (Partington, 1985) التي خلصت إلى القول بأن المؤسسات لا تتبع -من الناحية العملية- منهج متبقي التوزيعات، بل أن قرار توزيع الأرباح النقدية يكون مستقلا تماما عن قرار الاستثمار، وما زال الجدل قائما منذ ذلك الوقت على الرغم من أن كثير من الباحثين، والمختصين قاموا باختبار الدراسات والنظريات المتعلقة بسياسة توزيع الأرباح، إلا أنهم لم يتوصلوا إلى نتائج حاسمة حتى الآن.

ب. إشكالية البحث :

بناء على ما سبق، ونظرا لأهمية سياسة توزيعات الأرباح بالنسبة للمؤسسة والمستثمر على حد سواء، كونها تعكس أداء المؤسسة وتعمل على تلبية حاجة المستثمر من السيولة الناتجة عن أمواله المستثمرة في المؤسسة، يمكن صياغة الإشكالية التالية :

إلى أي مدى يمكن أن تؤثر سياسة توزيع الأرباح على سعر السوقي لأسهم مؤسسات المساهمة العامة المدرجة في سوق دبي المالي خلال الفترة الممتدة من سنة 2010 إلى سنة 2013 ؟

لمعالجة هذه الإشكالية والعمل على الإحاطة بالجوانب التي تشكل محاور هذا الموضوع قمنا بتحليلها إلى مجموعة من الإشكاليات الفرعية التالية :

1. هل توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين نصيب السهم من التوزيعات النقدية وسعر السهم السوقي للمؤسسات المدرجة في سوق دبي المالي ؟
2. هل توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين نصيب السهم من الأرباح وسعر السهم السوقي للمؤسسات المدرجة في سوق دبي المالي ؟
3. هل توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين نصيب السهم من الأرباح المحتجزة وسعر السهم السوقي للمؤسسات المدرجة في سوق دبي المالي ؟
4. أي متغير من متغيرات سياسة توزيع الأرباح أكثر تأثيرا لسعر السهم السوقي للمؤسسات المدرجة في سوق دبي المالي ؟
5. هل الأرباح المحققة من طرف المؤسسة لها تأثير على سياسة التوزيعات المتبعة ؟

6. هل تتبع المؤسسات المساهمة العامة المدرجة في سوق دبي المالي منهج متبقي التوزيعات كسياسة لتوزيع الأرباح النقدية على المساهمين؟

ت. فرضيات الدراسة :

قصد دراسة وتحليل هذا الموضوع ومحاولة الإجابة على التساؤلات السابقة، يمكن طرح الفرضيات التالية من أجل مناقشتها واختبار صحتها، ويأتي ذكرها فيما يلي :

1. توجد علاقة طردية ذات دلالة إحصائية بين نصيب السهم من التوزيعات النقدية وسعر السهم السوقي للمؤسسات المدرجة في سوق دبي المالي؛
2. توجد علاقة طردية ذات دلالة إحصائية بين نصيب السهم من الأرباح وسعر السهم السوقي للمؤسسات المدرجة في سوق دبي المالي؛
3. توجد علاقة طردية ذات دلالة إحصائية بين نصيب السهم من الأرباح المحتجزة وسعر السهم السوقي للمؤسسات المدرجة في سوق دبي المالي؛
4. يكون تأثير التوزيعات النقدية على سعر السهم السوقي أكبر من مختلف سياسات التوزيع المتبعة من قبل المؤسسات؛
5. توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين الأرباح المحققة وسياسة توزيع الأرباح (الاحتجاز، التوزيعات)؛
6. تتبع المؤسسات المساهمة العامة المدرجة في سوق دبي المالي منهج متبقي التوزيعات، كسياسة لتوزيع الأرباح النقدية على المساهمين؛

ث. مبررات اختيار الموضوع :

- يمكن إدراج العديد من الأسباب والدوافع الموضوعية التي أدت إلى اختيار الموضوع، نذكر منها :
- أنه من المواضيع الجديدة بالاهتمام والبحث، نظراً لما حظي به من اهتمامات الباحثين؛
 - الرغبة الشخصية في التطرق لمثل هذه المواضيع، وارتباط الموضوع بمجال التخصص (مالية المؤسسة)؛
 - أهمية الأرباح الناتجة عن نشاط المؤسسة، الذي يخلق العديد من التساؤلات حول كيفية التعامل معها إما توزيعها أو احتجازها، وبالتالي معرفة السياسة الملائمة من أجل تعظيم القيمة السوقية للمؤسسة؛
 - شعورنا بأهمية الموضوع خاصة مع التحولات الاقتصادية التي تعرفها المؤسسات الاقتصادية، لاسيما التطورات التي تعرفها الأسواق المالية العربية عموماً وسوق دبي المالي خصوصاً؛

- يعد قرار توزيع الأرباح محل جدل قائم في مجال الإدارة المالية، ومحاولة للإسهام في البحث القائم حول ترشيد هذا القرار تم دراسة تأثير سياسة توزيع الأرباح على أداء أسهم المؤسسات المدرجة في سوق دبي المالي؛

ج. أهداف الدراسة :

كان اختيارنا لموضوع أثر سياسة توزيع الأرباح على قيمة السهم السوقية كمحاولة للوصول إلى مجموعة من الأهداف يمكن تلخيصها على النحو التالي :

- التعرف على أشكال وسياسات توزيعات الأرباح المتبعة في المؤسسات الاقتصادية، وكذا التعرف على أهم العوامل التي تحد من التوزيعات على المساهمين؛

• الكشف عن العلاقة المحتملة بين سياسة توزيع الأرباح وسعر السهم السوقية للمؤسسات المدرجة في سوق دبي المالي، واتجاه هذه العلاقة وتفضيلات المستثمرين، مما يساعد الإدارة في تعظيم ثروة المساهمين، من خلال إتباع سياسة توزيع معينة تهدف إلى جذب المستثمرين، مما يؤدي إلى خلق طلب أكبر على أسهم هذه المؤسسات، وبالتالي ارتفاع قيمة أسهمها؛

- إبراز المتغير ذا التأثير البالغ والمهم على سعر السهم السوقية قصد اتخاذ القرار الناجع والفعال في سوق دبي المالي والذي يعتبر أحد أهم الأسواق المالية العربية من حيث رزمة البورصة و الاستعمال لوسائل الاتصال الحديثة؛

• البحث فيما إذا كانت المؤسسات من الناحية العملية تتبع منهج متبقي التوزيعات كسياسة لتوزيع الأرباح النقدية على المساهمين؛

ح. أهمية الدراسة :

تبرز أهمية الدراسة في النقاط التالية :

- ارتباط هذا الموضوع بالهدف الحديث للإدارة المالية، والمتمثل في تعظيم القيمة السوقية للمؤسسة -قيمة السهم-؛
- تنبع أهمية الدراسة من أهمية سياسة توزيع الأرباح في حد ذاتها باعتبارها من أهم القرارات المالية التي تتخذها الإدارة المالية والتي أصبحت حالياً تلقى اهتماماً كبيراً لما يستعمل فيها من أساليب علمية يجعلها جديرة بالدراسة؛
- تبرز أهمية هذه الدراسة أيضاً من خلال تركيزها على الجانب التطبيقي القابل للقياس والملاحظة، الذي تشكل المؤسسات المساهمة العامة المدرجة في سوق دبي المالي العنصر الأهم فيه، مما يجعل الافتراضات الموجودة قابلة للفحص للتوصل إلى صحتها أو عدمها؛

خ. حدود الدراسة :

للإجابة على إشكالية الموضوع والتوصل إلى نتائج دقيقة، حصرنا الدراسة ضمن الإطار الزمني والمكاني، وذلك

على النحو التالي :

- الحدود الزمنية :

تُغطي هذه الدراسة الفترة الممتدة من سنة 2010 إلى سنة 2013 وهي فترة كافية حسب اعتقادنا لمعرفة أثر سياسة توزيع الأرباح على سعر السهم السوقي؛

- الحدود المكانية :

شملت الدراسة التطبيقية عينة من المؤسسات المساهمة العامة المدرجة في سوق دبي المالي، وذلك باعتبار هذا البلد من أهم الدول العربية النامية؛

د. المنهج والأدوات المستخدمة في البحث :

بناءً على طبيعة الإشكالية المطروحة، وبغية الوصول إلى الأهداف المرجوة في هذا البحث، وقصد الإحاطة بجوانب موضوع الدراسة والتمكن منه حاولنا استخدام المناهج المعتمدة في الدراسات المالية والاقتصادية، وعليه فإن المنهج المستخدم سيكون منهجاً وصفيًا لأنه يمكننا من توضيح جوانب الموضوع النظرية، والذي يهتم بتجميع البيانات والمعلومات، وتنظيمها بشكل تسلسلي، والإحاطة بكافة المفاهيم المتعلقة بسياسة توزيع الأرباح، وقيمة السهم، والدراسات السابقة هذا بالنسبة للفصل الأول.

كما تم اعتماد على المنهج التجريبي في الجانب التطبيقي مستخدمين في ذلك مزيج من أدوات التحليل المالي، أدوات الإحصاء الوصفي، والإحصاء الاستدلالي، من خلال استخدام برنامج Eviews 05، وبرنامج SPSS 20، والبرنامج الإحصائي NCSSGESS 2007 لتحليل ومعالجة البيانات المستمدة من الكشوفات المالية للمؤسسات عينة الدراسة.

ذ. صعوبات البحث :

يمكن حصر الصعوبات والعقبات التي حُدَّت من قدرتنا على الوصول إلى نتائج أكثر دقة في :

- صعوبة تطبيق نموذج المطور Panal data لإعطاء أحسن تقدير للعلاقة بين سياسة توزيع الأرباح وقيمة السهم؛

- صعوبة التنقل لبورصة دبي لإجراء زيارة ميدانية، نتيجة ضيق الفترة الزمنية المخصصة لإعداد هذا البحث؛

ر. هيكل البحث :

إستنادا إلى الإشكالية المطروحة والفرضيات المتبناة في بحثنا هذا، تم تقسيم هذا الأخير إلى فصلين والمستهل بمقدمة وأهيناه بجائمة عامة متبوعة بمجموعة من النتائج النظرية والتطبيقية وصولا إلى توصيات مهمة، حيث تمثل الفصلين في :

الفصل الأول والذي يحمل عنوان "**الأدبيات النظرية والتطبيقية للدراسة**" تم تقسيمه لمبحثين، المبحث الأول كان بعنوان الأدبيات النظرية -الإطار المفاهيمي للدراسة- والذي تناولنا فيه بشكل مختصر الأسس النظرية لسياسة توزيع الأرباح، وقيمة الأسهم مرورا بالنظريات المفسرة لهذه السياسة، أما المبحث الثاني والذي كان تحت عنوان الأدبيات التطبيقية -الدراسات السابقة للموضوع- تم تطرق فيه إلى الدراسات السابقة التي لها صلة مباشرة بموضوعنا؛

أما **الفصل الثاني** فكان بعنوان "**الجانب التطبيقي للدراسة**" تم تخصيصه لدراسة الحالة حيث قُسم إلى مبحثين، ففي المبحث الأول تم تحديد المجتمع وعينة الدراسة، وطريقة جمع وتلخيص المعطيات، والأدوات الإحصائية والبرامج المستخدمة في معالجة المعطيات، أما المبحث الثاني فقد خصص لعرض النتائج المتوصل إليها مع اختبار الفرضيات، ومناقشة النتائج من خلال بناء نماذج الانحدار الخطي المتعدد و البسيط لإبراز تأثير سياسة توزيع الأرباح على سعر السهم السوقي؛

الفصل الأول

الأدبيات النظرية والتطبيقية

تمهيد:

يعد تحقيق الربح في المؤسسات من أهم المؤشرات التي تدل على قدرة المؤسسة في تحقيق الأهداف المناط بها، ودليل على مدى نجاح الإدارة في القيام بمسؤولياتها الأخرى، بالإضافة إلى أن الربح بحد ذاته يعتبر أحد الأهداف التي تسعى المؤسسات إلى تحقيقه، وينتج الربح عندما تزيد الإيرادات الإجمالية عن المصاريف الإجمالية، وإذا حدث هذا فإن المؤسسة تجد نفسها أمام خيارين للتصرف بهذه الأموال التي حصلت عليها من خلال ممارسة أنشطتها إما توزيع جزء منها للمستثمرين، أو احتجاز جزء من تلك الأرباح لإعادة استثماره فيما بعد لغايات التوسع والنمو.

تلعب سياسة توزيع الأرباح دورا هاما في الإدارة المالية للمؤسسة الحديثة، باعتبارها تمثل جانبيين أحدهما قرار استثماري والآخر قرار تمويلي، لذلك فإن عملية الموازنة بين احتجاز الأرباح وتوزيعها تمثل أصعب القرارات التي تواجه المؤسسة وهذا تلبية لرغبة المستثمرين والحفاظ على القيمة السوقية للمؤسسة، الأمر الذي أدى إلى ظهور مجموعة من الاتجاهات التي عاجلت هذا الموضوع وعملت على الخروج بنتيجة نهائية، إلا أن الجدل بقي قائما حول أهمية تأثير سياسة التوزيعات على القيمة السوقية للسهم.

وبناء على ما سبق، سنتطرق في هذا الفصل إلى الأدبيات النظرية المتعلقة بسياسة توزيع الأرباح وتأثيرها على القيمة السوقية للمؤسسات المدرجة في السوق المالي، والأدبيات التطبيقية المتعلقة بالدراسات السابقة والتي لها صلة مباشرة بموضوع الدراسة، فكان تقسيم الفصل كالتالي :

- المبحث الأول : الأدبيات النظرية -الإطار المفاهيمي للدراسة -
- المبحث الثاني : الأدبيات التطبيقية -الدراسات السابقة للموضوع -

المبحث الأول : الأدبيات النظرية - الإطار المفاهيمي للدراسة -

تقوم المؤسسة بعدة نشاطات تسعى من خلالها لتحقيق الأرباح، ففي حال تحقيق ربح تجد المؤسسة نفسها أمام خيارين للتصرف بهذه الأموال التي حصلت عليها، إما توزيع جزء منها على المستثمرين أو احتجاز جزء من تلك الأرباح لإعادة استثماره فيما بعد لغايات التوسع والنمو، ومن هنا يأتي اهتمام الوظيفة المالية بدراسة عملية تخصيص الأرباح التي تحققها المؤسسة بين التوزيعات والأرباح المحتجزة، والهدف من ذلك تحديد سياسة التوزيعات التي من شأنها تعظيم القيمة السوقية للمؤسسة وهذا تبعا لإستراتيجية التي ستعتمدها، وفي هذا المبحث سوف نتطرق لبعض المفاهيم حول سياسة توزيع الأرباح في المطلب الأول، وفي المطلب الثاني سنتناول مفاهيم حول قيمة وتقييم السهم، أما المطلب الثالث فكان بعنوان النظريات المفسرة لتأثير سياسة توزيع الأرباح على قيمة السهم.

المطلب الأول : مفاهيم أساسية حول سياسة توزيع الأرباح

تعد سياسة توزيعات الأرباح واحدة من أهم القضايا في أدبيات التمويل والاستثمار، نظرا لعلاقتها المباشرة بالمساهمين، ولانعكاسها على القيمة السوقية للمؤسسة في الأسواق المالية، لذلك فهي تعتبر أحد القرارات الرئيسية التي تواجه الإدارة العليا بالمؤسسة، كونها المسؤولة عن قرار توزيع الأرباح على المساهمين، واحتجاز الأرباح بغرض إعادة استثمارها في المؤسسة.

الفرع الأول : مفهوم سياسة توزيع الأرباح

قدمت لسياسة توزيع الأرباح العديد من التعاريف والمفاهيم لدى مختلف الباحثين، ومن جملة التعاريف المقدمة نجد :

✓ أن سياسة توزيع الأرباح هي "كيفية التصرف في الأرباح التي حققتها المؤسسة، وذلك إما باحتجازها ومن ثم إعادة استثمارها في المؤسسة، أو توزيعها على المساهمين بإتباع شكل من أشكال التوزيعات المختلفة، وذلك إما في شكل نقدي أو عن طريق أسهم"¹.

¹ - عاطف جابر طه عبد الرحيم، أساسيات التمويل والإدارة المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2010، ص 390.

✓ وتُعرف كذلك على أنها "تلك الدفعات المقرر توزيعها على حملة الأسهم العادية وفقاً لربحية المؤسسة التي تحققها من أنشطتها المختلفة وسيولتها"¹.

✓ وأيضاً يمكن أن تعرف سياسة توزيع الأرباح على أنها "الحلقة المفقودة بين التوزيعات والنمو، باعتبارها تؤثر في ذات الوقت على مستوى كل من التوزيعات ومعدل النمو، بحيث يعتبر النمو أحد مكونات نموذج التوزيعات، وبذلك ينظر إلى مسألة التوزيعات على أساس اختيار بين توزيعات نقدية حالية ومعدل النمو المستقبلي"².

بناءً على ما تقدم من التعاريف السابقة، يتضح أن سياسة توزيع الأرباح هي تلك السياسة التي تضعها المؤسسة، والمربطة بطبيعتها والمتوافقة مع قراراتها الحالية، بخصوص التوزيع الأرباح على حملة الأسهم في شكل نقدي أو عيني (أسهم)، أو احتجاز جزء من الأرباح لضرورة قراراتها المستقبلية المرتبطة بالتوسع وفرص النمو والاستثمار، لتشكل أحد المصادر التمويلية الهامة التي تعرف بالتمويل الذاتي، لذلك نجد أن هذا القرار له تأثير مهم على حجم التمويل بالنسبة للمؤسسة باعتباره ذو تكلفة قليلة مقارنة بالمصادر الأخرى (الاستدانة، والرفع في رأس المال).

ويقودنا هذا التعريف إلى التطرق للأرباح الموزعة والأرباح المحتجزة كمدخل إلى سياسات توزيع الأرباح.

● **الأرباح الموزعة** : يقصد بالأرباح الموزعة أنها ذلك الجزء من الأرباح الحالية أو المتراكمة عن سنوات سابقة والذي سوف تقوم المؤسسة بتوزيعه على حملة الأسهم العادية لديها، وهو عبارة عن العائد على الاستثمار هؤلاء المستثمرين لأموالهم بالمؤسسة³.

ويرى الكثير من الباحثين أن الأرباح الموزعة هي من أهم العناصر التي تحدد القيمة السوقية للأسهم وبالتالي قيمة المؤسسة بصورة إجمالية.

● **الأرباح المحتجزة** : تمثل الأرباح المحتجزة الجانب الآخر من سياسة توزيع الأرباح، والتي تعرف على أنها ذلك الجزء من صافي الدخل الذي يحتجز لإعادة استثماره من قبل المؤسسة⁴، وهي في الأصل أرباح تحققت وتم احتجازها من قبل إدارة المؤسسة لغرض تمويل توسعاتها أو لمواجهة ظروف قد تطرأ بالمستقبل، بحيث لا ينبغي

¹ - عدنان تايه النعيمي، أرشد فؤاد التميمي، الإدارة المالية المتقدمة، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2009، ص 457.

² - محمد زرقون، أثر الاكتتاب العام على سياسة توزيع الأرباح في المؤسسات الاقتصادية المسعرة في البورصة، دراسة تحليلية مقارنة المؤسسة تسيير فندق الأوراسي الجزائر، مجلة الباحث، العدد الثامن، جامعة ورقلة، الجزائر، 2010، ص 85.

³ - بهاء صبحي عواد، أثر إدارة الأرباح على سياسة توزيع الأرباح وانعكاسها على القيمة السوقية للشركة، أطروحة دكتوراه غير منشورة، كلية الأعمال، جامعة عمان العربية، الأردن، 2011، ص 46.

⁴ - محمد علي إبراهيم العامري، الإدارة المالية المتقدمة، ط 1، دار إثراء للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2010، ص 726.

احتجاز الأرباح ما لم يكن العائد المتوقع من استثمارها يساوي على الأقل معدل العائد على الاستثمار فرص بديلة متوافرة لدى مستحقي هذه التوزيعات.

تعد الأرباح المحتجزة أحد المصادر التمويلية الهامة التي تعرف بالتمويل الذاتي، وقد بينت كثير من الدراسات أن الأرباح المحتجزة تعتبر أقل تكلفة مقارنة بالمصادر الأخرى¹، وأيضاً قد تكون مصدراً للتمويل الوحيد بالملكية إذا كانت المؤسسة تعمل في اقتصاد لا توجد فيه أسواق مالية، أو إذا كانت المؤسسة تجد صعوبة كبيرة للدخول في الأسواق المالية بسبب صغر حجمها وضعف مركزها المالي، كما أن الاعتماد على الأرباح المحتجزة والتي تعد مصدراً للتمويل يعني ضمناً قدرة المؤسسة على تحقيق أرباح من استثماراتها ويمكنها التأثير بشكل إيجابي على سعر السهم السوقي لها.

ومن ذلك يمكن الاستنتاج بأن قرار توزيع الأرباح على المساهمين يعتبر واحداً من أهم القرارات السياسية التمويلية في المؤسسة، أما قرار احتجاز الأرباح فيرتبط بقرارات الاستثمار والتمويل، لذلك لا بد على المؤسسة أن تقوم بتحديد نسبة مثلى للتوزيعات المؤدية بدورها إلى إرضاء المساهمين، وتحقيق الاستفادة من استخدام الأرباح المحتجزة كمصدر للتمويل، ومن الأساليب التي استخدمت لإيجاد هذه النسبة قيام المؤسسة بتوزيع الأرباح المتبقية بعد استغلال جميع الفرص الاستثمارية المرشحة والتي تحقق عائداً للمساهمين يساوي العائد المطلوب أو يزيد عن ذلك².

الفرع الثاني : إجراءات توزيع الأرباح والعوامل المؤثرة فيها

يعد قرار إجراء توزيعات الأرباح من صلاحيات مجلس إدارة المؤسسة، وذلك من خلال جمع المعلومات المتوفرة عن القدرة المالية للمؤسسة إضافة إلى الطموحات التي تتطلع لتحقيقها مستقبلاً، ناهيك عن رغبات المستثمرين المختلفة حول التوزيعات باعتبارها من أهم العوامل المتحكمة في تحديد نسبة التوزيعات، وبذلك تتحدد في ظلها آليا الأرباح المحتجزة والتي قد يعاد استثمارها، فمقدار التوزيعات يعد أمراً ذا أهمية سواء بالنسبة للمؤسسة أو المستثمر، إضافة إلى العارفين والمتبعين للأمور المالية الخاصة بالمؤسسات.

¹ - عبد القادر بربش، عيسى بدروني، محددات سياسة توزيع الأرباح في المؤسسات الخاصة الجزائرية، مجلة الباحث، الأكاديمية للدراسات الاجتماعية و الإنسانية، العدد العاشر، جامعة حسيبة بن بوعلي، الشلف، الجزائر، 2013، ص 13.

² - سوف ناقش محتوى هذه السياسة في الفرع الثالث من هذا المطلب.

1. مقدار التوزيعات Amount of dividend :

تعد الأرباح المحققة من قبل المؤسسة المحدد الرئيسي لمقدار التوزيعات، رغم أن الإدارة تسعى إلى تحقيق الاستقرار في هذه النسبة قدر المستطاع، ويكون مجلس الإدارة المسؤول الأول عن تحديد نسبتها، كما يمكن أن يقرر رفعها أو خفضها حسب ما تقتضيه الظروف.

عموما يتم استخدام معدلين أساسيين لتحديد مقدار التوزيعات المحولة من المؤسسة إلى حاملي الأسهم وتمثل في¹:

$$\text{مردودية السهم} = \frac{\text{القيمة السنوية من التوزيعات المحولة للسهم}}{\text{سعر السهم السوقي}} \dots\dots (1)$$

تعد مردودية السهم أو غلة التوزيعات (dividend yield) عند بعض المستثمرين بمثابة مقياس لدرجة الخطر وشبكة توضيحية للمستثمر حول وضعية المؤسسة، وبالتالي فالمستثمر يتجه إلى المؤسسة التي تكون فيها مردودية السهم عالية، أما المعدل الثاني فيمثل :

$$\text{نسبة التوزيعات} = \frac{\text{توزيعات الأرباح}}{\text{الأرباح الصافية}} \dots\dots (2-1)$$

تعتبر هذه النسبة من أهم النسب المستعملة من قبل المحللين، فهي أداة تستعمل في الغالب للتنبؤ بالتوزيعات في الفترات المستقبلية، إذ يحظى التنبؤ بالنمو في الأرباح المستقبلية بالأهمية البالغة من طرف المحللين مقارنة بالتوزيعات وأفضل ما تحدد به هو نسبة الأرباح المحتجزة والتي تمثل الجزء المعاد استثماره من الأرباح المحققة، فارتفاع هذه النسبة ينبأ بارتفاع في معدل نمو الأرباح.

ويعتبر هذين المعدلين من أهم المقاييس المستعملة في تحليل سياسة توزيع الأرباح، حيث يعتبر تركيز المؤسسة على تحقيق مستوى معين من هذين المعدلين المؤثرين على عملية تداول أسهمها وكذا على تركيبة مساهميتها.

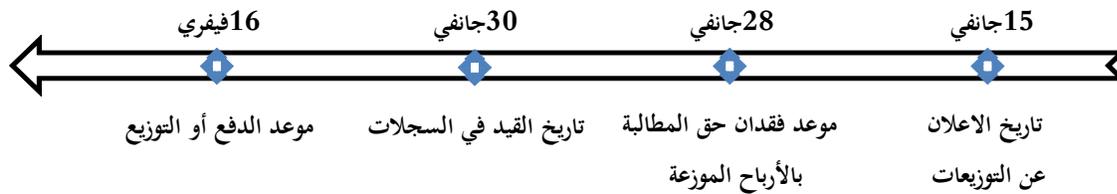
2. السلم الزمني لدفع التوزيعات :

يعتبر شكل الإجراء المعتمد في توزيع الأرباح على المساهمين من الأمور التي تهتم بها الإدارة المالية، وعادة ما تكون هذه الإجراءات مبنية على أربع تواريخ مهمة يعرضها الشكل رقم (1-1) :

¹ - عبد الكريم بوحادرة، أثر اختيار الهيكل المالي على قيمة المؤسسة : دور سياسة توزيع الأرباح في تحديد القيمة السوقية للسهم : دراسة حالة، مذكرة ماجستير غير منشورة، علوم التسيير، جامعة منتوري، قسنطينة، 2012، ص 111.

- **تاريخ الإعلان Declaration date** : هو اليوم الذي يلتقي فيه أعضاء مجلس إدارة المؤسسة للإعلان عن إجراء التوزيعات، فهذا اليوم يعد ذا أهمية بالغة كونه قد يتم فيه رفع نسبة التوزيعات أو خفضها¹، وبالمقابل يتم توثيقه على مستوى البورصة والإعلان عنه في مختلف الوسائل المعنية.
- **تاريخ القيد في السجلات The record date** : يطلق عليه تاريخ السجل²، وهو تاريخ يحدد من قبل مجلس الإدارة في المؤسسة، بحيث يقوم المساهمون والأشخاص المعينون بالتوزيعات بتسجيل أسمائهم في هذا التاريخ بغية الحصول على توزيعات الأرباح المعلنة في الفترة المحددة في المستقبل³.
- **موعد فقدان حق المطالبة بالأرباح الموزعة Ex- dividend date** : وهو تاريخ الذي يفقد فيه حامل السهم حق مطالبته بالأرباح، وفي العادة فإن أغلب البورصات تضمن لحملة الأسهم بالحصول على أرباح إذا سجلوا أسمائهم قبل ثلاثة أيام⁴ من تاريخ التسجيل⁵.
- **موعد الدفع أو التوزيع Payment date** : هذا التاريخ يتم تحديده من قبل مجلس إدارة المؤسسة، وهو اليوم الفعلي الذي تبدأ فيه المؤسسة بالقيام بدفع توزيعات الأرباح للمساهمين المسجلين في تاريخ التسجيل⁶، ويمكن تمثيل مختلف هذه التواريخ من خلال الشكل الموالي :

الشكل رقم (1-1) : السلم الزمني لدفع التوزيعات الأرباح



Source : Idem.

¹ - Steven M. Bragg, **Accounting Reference Desktop**, John Wiley and Sons, New York, USA, 2002, P 215.

² - منير إبراهيم الهندي، **الفكر الحديث في مجال الاستثمار، المنشأة المعارف، الإسكندرية، مصر، 2003**، ص 608.

³ - عدنان تايه النعيمي، أرشد فؤاد التميمي، **مرجع سبق ذكره**، ص 459.

⁴ - بالنسبة للمؤسسات الأمريكية تحدد المدة بأربعة أيام قبل تاريخ السجل.

⁵ - حمزة محمود الزبيدي، **الإدارة المالية المتقدمة، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، ط2، عمان، الأردن، 2008**، ص 615.

⁶ - Ross-Westerfield-Jordan, **Fundamentals of Corporate Finance**, Ninth Edition, The McGraw-Hill, Companies, 2010, p 548.

3. العوامل المؤثرة في سياسة توزيع الأرباح :

يوجد من الناحية العملية العديد من الاعتبارات التي يجب أن يتم الأخذ بها من قبل إدارة المؤسسة عند رسم سياسة توزيع الأرباح الأكثر ملائمة، ويختلف أثر كل اعتبار من هذه الاعتبارات باختلاف ظروف المؤسسة.

3-1 التشريعات القانونية : تختلف القواعد والتشريعات القانونية التي تؤثر على سياسة توزيع الأرباح من بلد إلى بلد آخر، ومن زمن إلى آخر، وعادة ما تركز هذه القوانين على أربعة قواعد رئيسية وهي¹ :

- قاعدة الأرباح الصافية (Net Earnings Restriction) : وتوضح أن توزيعات الأرباح يمكن دفعها من الأرباح الصافية الحالية والسابقة، بمعنى أنه لا يتم إجراء توزيعات ما لم تكن هناك أرباح سبق وأن تحققت؛

- قاعدة إضعاف رأس المال (Capital Impairment Restriction) : وتنص على أنه لا يجوز توزيع الأرباح من رأس المال وذلك من أجل حماية المقرضين، بالإضافة إلى أن مثل هذا التوزيع يؤدي إلى تآكل رأس مال المؤسسة؛

- قاعدة الإعسار (Insolvency Restriction) : وتنص على أنه لا يجوز للمؤسسة توزيع الأرباح عند الإفلاس؛

- قاعدة العقوبة الضريبية (Penalty Tax Restriction) : وتنص على أنه لو ثبت لمصلحة الضرائب أن نسبة التوزيعات منخفضة، أي بطريقة تستهدف مجرد تحويل التوزيعات إلى أرباح رأسمالية، الأمر الذي يعطي للمستثمرين فرصة لتأجيل الضرائب المستحقة عليهم، حينئذ يمكن لمصلحة الضرائب فرض ضريبة خاصة إضافية Surtax على المؤسسة، ومثل هذا الإجراء من شأنه أن يحد من محاولة حملة الأسهم من التأثير على سياسة توزيعات، وذلك بإعطاء أفضلية لاحتجاز الأرباح.

إن هذه القواعد تعتبر قيوداً ملزمة للمؤسسات عندما تضع الإطار العام لسياسة توزيع الأرباح التي تتبناها.

3-2 الشروط والاعتبارات تعاقدية :

تتضمن الملخصات الوقائية غالباً في عقد السند أو اتفاقية القرض قيود على توزيعات الأرباح، ويستخدم الدائنون هذه القيود للمحافظة على قابلية المؤسسة على تسديد الدين، إن مثل هذه القيود التي توضع لحماية الدائنين، غالباً ما تنص على أن الأرباح الموزعة تتم من خلال الأرباح التي تحققت بعد توقيع عقد الدين، أي أن الأرباح التي توزعها المؤسسة تكون من تلك التي تتحقق في المستقبل، وليس من الأرباح المحتجزة، ومنه فسياسة توزيع الأرباح في المؤسسة تتأثر بشكل كبير عندما تكون مثل هذه القيود موضع التنفيذ².

¹ - منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في هيكل تمويل الشركات، ط 2، منشأة المعارف، الإسكندرية، مصر، 2005، ص 349.

² - علي بن الضب، دراسة تأثير الهيكل المالي وسياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة الاقتصادية المدرجة بالبورصة : دراسة عينة من الشركات المدرجة بسوق الكويت للأوراق المالية خلال الفترة 2006-2008، رسالة ماجستير غير منشورة، علوم التسيير، جامعة ورقلة، 2009، ص 124.

3-3 توافر السيولة النقدية **Availability of Cash** : تعتبر سيولة المؤسسة مؤشر هام عند تحديد سياسة توزيع الأرباح لأن الأرباح الموزعة تمثل تدفقات نقدية خارجية، وبالتالي فإنه كلما كانت المؤسسة ذات موقف جيد من حيث السيولة كلما زادت قدرتها على دفع توزيعات الأرباح¹.

3-4 الفرص الاستثمارية المربحة أمام المؤسسة **Investment Opportunities** : إذا لم تتوفر للمؤسسة أي فرص استثمارية مرحة تقوم بتوزيع الأرباح التي تحققت على المساهمين، أما إذا توفرت الفرص الاستثمارية المرحة للمؤسسة، فإنها تلجأ إلى استخدام الأرباح المحققة لتمويل تلك الفرص².

3-5 النمو والتوسع **Growth Prospects** : يؤثر حجم الإنفاق الرأسمالي المطلوب لتمويل عمليات التوسع والنمو تأثيراً كبيراً على سياسة توزيع الأرباح المتبعة من طرف المؤسسة، فإذا كانت المؤسسة تمر بمرحلة نمو، فإنها سوف تحتاج إلى موارد مالية متاحة لتمويل عملية التوسع والنمو، حيث أن الاعتماد على مصادر التمويل الذاتي قد يكون أفضل من اللجوء إلى مصادر تمويل خارجية (الاستدانة)، وهذا ما يدعو المؤسسات إلى القيام باحتجاز الأرباح بدلاً من توزيعها، ما يعفيها من مصاريف التي قد تنجم عن الاستدانة³.

3-6 تفضيلات المساهمين الحاليين : تلعب تفضيلات المساهمين الحاليين للمؤسسة دوراً في تحديد سياسة توزيع الأرباح، ففي المؤسسات التي تنحصر ملكيتها في مجموعة صغيرة من الأفراد المستثمرين يكون هنالك اتجاه واضح نحو احتجاز نسبة عالية من الأرباح وتوزيع نسبة صغيرة على المساهمين، حيث أن المساهمين الحاليين يفضلون تأمين احتياجات التمويل بالملكية عن طريق الأرباح المحتجزة بدلاً من إصدار أسهم جديدة، حتى لا يخسروا سيطرتهم على المؤسسة بدخول مساهمين جدد، وعدم الاقتراض حتى لا يتحملوا مصاريف (فوائد) القروض⁴، كما يوجد سبب ثانٍ متعلق بالضرائب الشخصية لدخل المساهم وضريبة الأرباح الرأسمالية، وغالباً ما نجد أن الأنظمة الضريبية تفرض معدلات ضريبية على توزيعات الأرباح أعلى منها على المكاسب الرأسمالية⁵، وهذا ما يكسب هذه الأخيرة الميزة الضريبية، ولهذا فإن المساهمين يفضلون احتجاز أرباح وتحقيق أرباح رأسمالية بدلاً من استلام توزيعات نقدية⁶.

¹- Othaman al Omari, **Determinants of dividend policy- the case of jordanian companies**-Master of Banking & Finance, Yarmouk University, Jordan, 2005, p 36

²- عبد الغفار حنفي، أساسيات التمويل والإدارة المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2007، ص 222.

³- عماد زياد رمضان، أثر سياسات توزيع الأرباح على قيمة السوقية للشركات الأردنية، أطروحة دكتوراه غير منشورة، كلية الدراسات الإدارية والمالية العليا، جامعة عمان العربية، الأردن، 2004، ص 42.

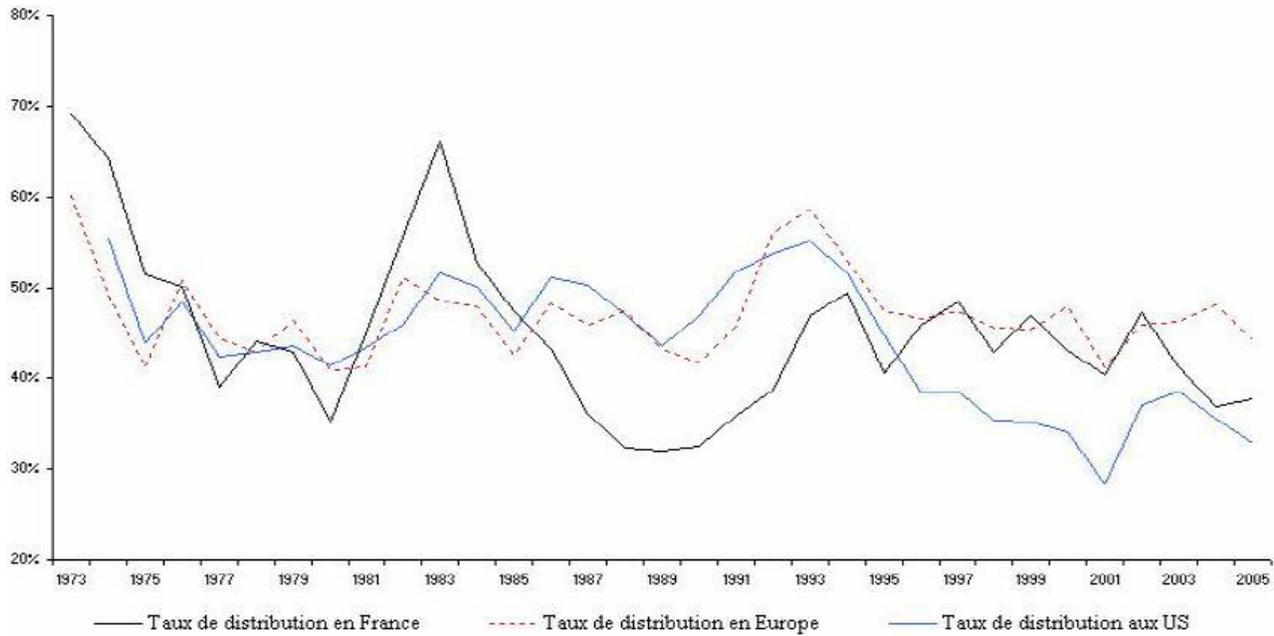
⁴- محمد قاسم خصاولة، أساسيات الإدارة المالية، ط1، دار الفكر، عمان، الأردن، 2011، ص 215.

⁵- سيتم تناولها بشيء من التفصيل في المطلب الثالث من هذا الفصل.

⁶-Pascal François, **Stratégies Financières**, Cours et exercices Corrigés, ellipses édition, paris, 2010, p p 107-108.

3-7 السياسات التي تنتهجها المؤسسات المماثلة : تلجأ بعض المؤسسات إلى معرفة معدل التوزيعات Dividend Payout Ratio المتبعة من طرف المؤسسات المنتمية لنفس القطاع، أو المؤسسات التي تتمتع بنفس معدل نمو هذه المعدلات، لأن إتباع سياسة مماثلة للقطاع يحمل في طياته مبرراً لاختيار تلك السياسة¹، هذا من جهة ومن جهة أخرى معدلات توزيع السوق المالي²، فإذا اطلعنا مثلاً على الأسواق المالية الأوروبية والأمريكية نجد هناك ارتباط كبير في المعدلات وهو ما يبرزه الشكل التالي :

الشكل رقم (1-2) : معدل توزيع الأرباح في الولايات المتحدة الأمريكية والمنطقة الأوروبية خلال الفترة 1973-2005



Source : Pierre Vernimmen, *Finance D'entreprise*, 6 Edition, Dalloz, Paris, 2005, p 802.

يتضح من الشكل أعلاه أن معدل توزيع الأرباح بلغ أقصى قيمة له في سنة 1973 في كلتا المنطقتين الأوروبية والأمريكية حيث بلغ حوالي 60%، ويعود السبب في ذلك إلى النتائج السلبية المحققة في تلك الفترة، حيث غيرت المؤسسات من سياسة توزيع الأرباح، أما من ناحية العلاقة بين المنطقتين فنلاحظ أن هناك ارتباط بين معدل التوزيعات في الولايات المتحدة الأمريكية وأوروبا قبل 1995، بعد هذه السنة كان هناك تباين بين المعدلين، ولوحظ أن معدل التوزيعات في فرنسا ذو ارتباط قوي نوعاً ما خلال الخمس السنوات الأولى، وفي السنوات الأخيرة مع المعدل الأوروبي، في حين كان الارتباط ضعيفاً وفي نفس الاتجاه خلال السنوات الوسطى.

¹ - منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في هيكل تمويل الشركات، مرجع سبق ذكره، ص 348.

² - علي بن الضب، مرجع سبق ذكره، ص 126.

الفرع الثالث : أنواع وأشكال توزيعات الأرباح

يجب على المؤسسة عند تشكيل سياسة توزيع الأرباح الأخذ بعين الاعتبار هدفين رئيسيين، يكمن الأول في توفير أموال كافية لدفع توزيعات الأرباح، والثاني في تعظيم ثروة المساهمين في المؤسسة¹، والتي بدورها قد توزع أرباحها في شكل توزيعات نقدية أو على شكل أسهم.

1. أنواع التوزيعات الأرباح النقدية Cash Dividend :

يعتبر تأثير سياسة توزيع الأرباح النقدية على الأسعار الحالية لأسهم المؤسسة مهماً جداً، ليس فقط لوضعي سياسة توزيع الأرباح، وإنما أيضاً للمستثمرين، ومديري المحافظ المالية، وللاقتصاديين المهتمين بأداء أسواق رأس المال، والسؤال المطروح هنا هل يستطيع المديرون تعظيم ثروة المساهمين من خلال إتباع سياسة توزيع معينة ؟ وهل تباع أسهم المؤسسات التي توزع أرباحاً عالية وبشكل مستمر بعلاوة ؟ وهل تباع أسهم المؤسسات التي تحتفظ بأرباحها أو توزع نسبة منخفضة من الأرباح بخصم ؟ في الحقيقة إن هذه الأسئلة كانت، ولا زالت أبحاث لكثير من الدراسات التطبيقية، وإلى الآن لا يوجد إجماع على الإجابة عن هذه الأسئلة، ويعود السبب في ذلك وجود عوامل أخرى تؤثر في القيمة السوقية للسهم، ويصعب فصلها حتى يتسنى قياس تأثير سياسة توزيع الأرباح وحدها، وعلى العموم توجد أربعة خيارات أو بدائل شائعة وهي كالتالي :

✓ سياسة توزيع المتبقي أو الفائض Residual Dividend : تعطي المؤسسة وفقاً لهذه السياسة الأولوية للمشاريع الاستثمارية المرحة التي تحقق قيمة حالية صافية موجبة² ($van > 0$)، الأمر الذي يؤدي بالمؤسسة إلى احتجاز جزء من أرباحها لمواجهة الاحتياجات التمويلية المستقبلية لغرض إعادة استثمارها في المستقبل، وتوزع الباقي من هذه الأرباح بعد ذلك على المساهمين³، والذي يطلق عليه بالفائض⁴، وبالتالي تعتبر سياسة التوزيع دالة تابعة للاستثمار.

✓ سياسة التوزيعات المستقرة Stable Dividends Policy : وتعني أن اختيار نسبة التوزيعات تكون محددة سلفاً، ولا يتم الزيادة في هذه النسبة إلا إذا وافقتها زيادة في الأرباح وهذا في ظل التأكد حول إمكانية القدرة على المحافظة على هذا المستوى الجديد من التوزيعات، فهي الطريقة التي تقوم على قاعدة عدم التخفيض من نسبة

¹ - عدنان تايه النعيمي، أرشد فؤاد التميمي، مرجع سبق ذكره، ص 483.

² - Bellalah Mondher, **Réflexion sur la politique optimale de dividendes en présence de coûts d'information**, cahiers de recherche n°200009, Université Paris IX Dauphine, p p 4-5.

³ - Stephen A. Ross, Randolph W. Westerfield, And Bradford D. Jordan, **Essential Of Corporate Finance**, Sixth Edition, Mc Graw-Hill Companies, New York, USA, 2008, P 444.

⁴ - محمد علي إبراهيم العامري، مرجع سبق ذكره، ص 435.

التوزيعات حتى في أوقات الأزمات المالية، وبالتالي تقوم على نسبة مستهدفة من التوزيعات دون السماح بتقلبها وتذبذبها¹.

وهنا تجدر الإشارة إلى أن مفهوم استقرار التوزيعات قد يأخذ أحد الأشكال التالية²:

- استقرار نصيب السهم من التوزيعات **DPA** : يقصد بذلك استقرار في معدل نصيب السهم الواحد من التوزيعات النقدية من سنة للأخرى.

- استقرار نصيب السهم من التوزيعات **DPA** مع توزيعات إضافية : يقصد بذلك ثبات المبلغ الذي يحصل عليه حامل السهم من التوزيعات النقدية، مع إجراء توزيعات إضافية في السنوات التي يتحقق فيها أرباح مرتفعة.

✓ سياسة توزيع أرباح ذات النسبة الثابتة **Constant Payout Ratio** : هذه السياسة من السهل إدارتها بمجرد أن تختار المؤسسة معدل التوزيع المبدئي لها، فهذه السياسة تؤدي إلى عدم ثبات التوزيعات وعدم قابليتها للتنبؤ من جانب المساهمين في حالة تقلب أرباح المؤسسة، ونجد مؤسسات قليلة تتبع هذه السياسة لأن أسعار الأسهم قد تتأثر عكسيا بالتقلب في التوزيعات³.

✓ سياسة عدم توزيع أرباح حالياً : تلجأ المؤسسات وخاصة حديثة الإنشاء إلى عدم توزيع أرباح في الوقت الحالي، وإنما تستمر باحتجاز الأرباح لتمويل استثماراتها، ويساعد على اتخاذ هذا القرار وجود عدد كبير من المساهمين الذين يفضلون الأرباح الرأسمالية على التوزيعات، وخاصة إذا وجدت المؤسسة نفسها غير قادرة على الاقتراض (الاستدانة)، فتلجأ إلى احتجاز الأرباح كمصدر بديل لتمويل احتياجاتها المالية⁴.

وفيما يخص استقرار الأرباح، والتوزيعات في الواقع العملي، نعرض سياسة توزيع الأرباح لمجمعين أوروبيين مسعرين بالبورصة وهما (Peugeot و L'Oréal)⁵، ونلاحظ مستويات التوزيع بكل مجمع ومقارنتها ببرجية السهم لكل منهما.

¹ - عاطف جابر طه عبد الرحيم، مرجع سبق ذكره، ص 399.

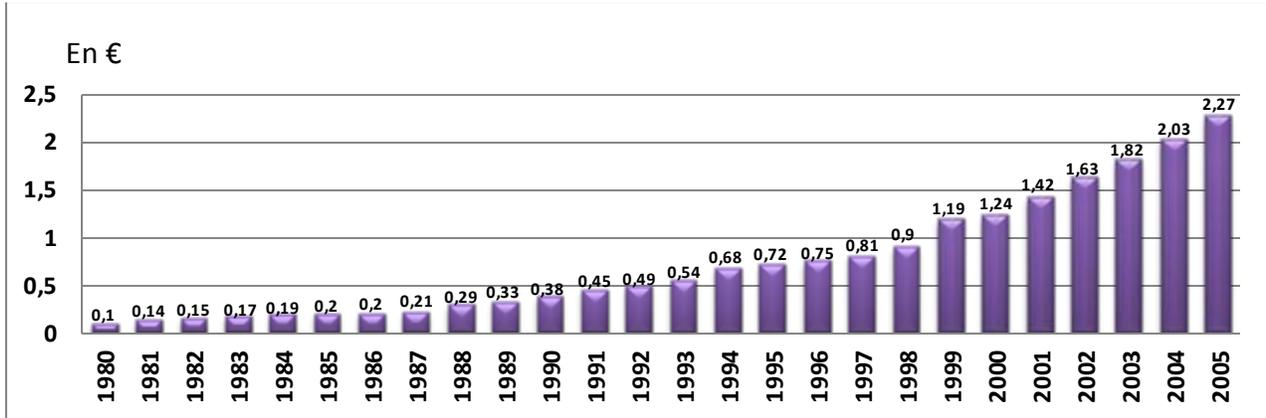
² - منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في هيكل تمويل الشركات، منشأة المعارف، الإسكندرية، مصر، 2003، ص 342.

³ - محمود صبح، الإدارة المالية طويلة الأجل، الطبعة الأولى، دار البيان لنشر والتوزيع، دمشق، سوريا، 2000، ص 217.

⁴ - نور أبو الرب، مفيد الظاهر، أثر قرار توزيع الأرباح على سعر السهم وحجم التداول للشركات المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية، مجلة جامعة القدس المفتوحة للأبحاث والدراسات، العدد الثامن، أكتوبر 2006، ص 261.

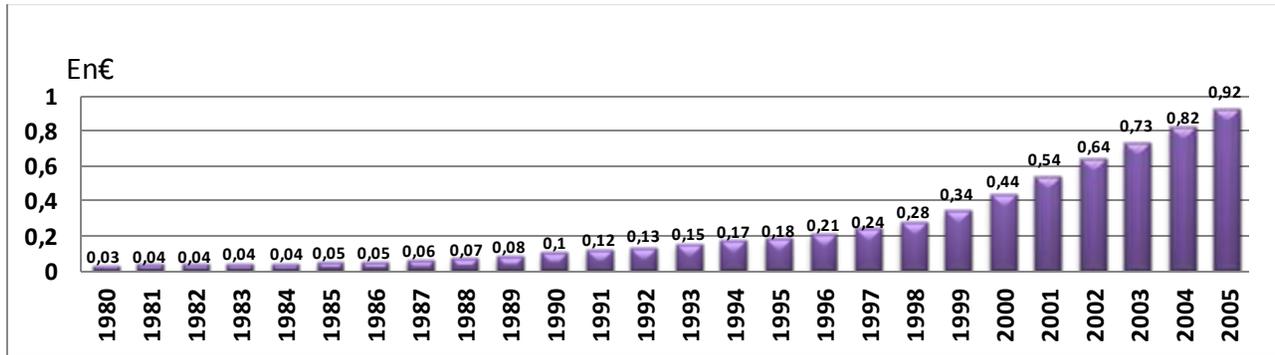
⁵ - L'Oréal شركة فرنسية خاصة بمستحضرات التجميل، Peugeot هي شركة سيارات فرنسية.

الشكل رقم (1-3) : ربحية السهم الواحد المعدلة لمجمع L'Oreal خلال الفترة 1980 - 2005



Source : Pierre Vernimmen, OP.Cit, p 803.

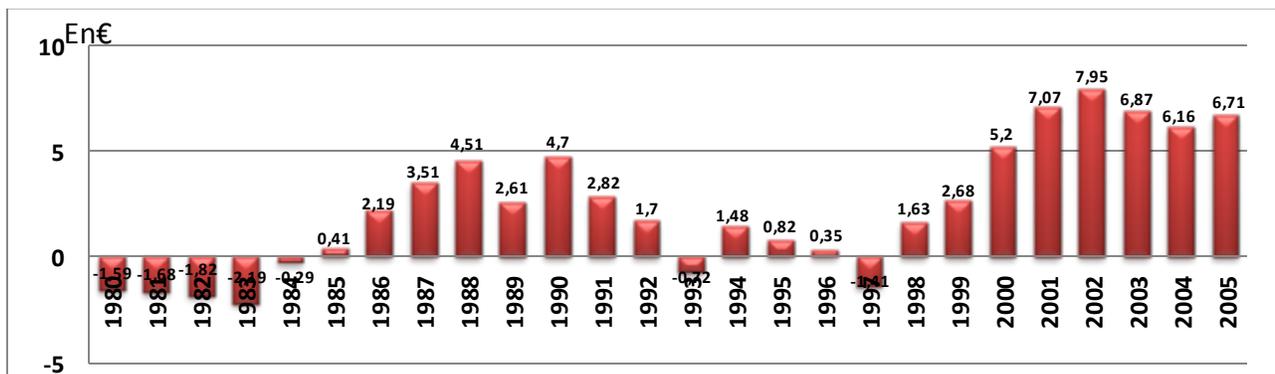
الشكل رقم (1-4) : توزيعات السهم الواحد المعدلة لمجمع L'Oréal خلال الفترة 1980-2005



Source : Idem

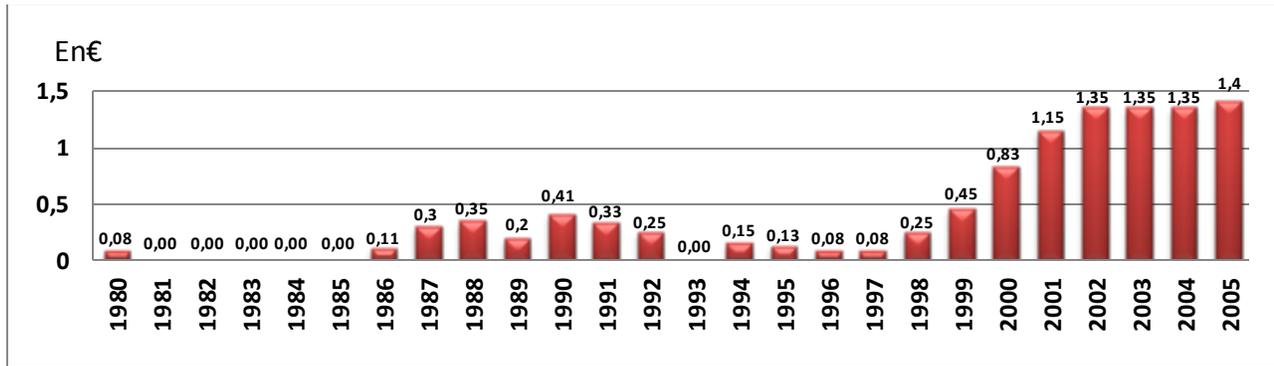
يظهر من الشكلين السابقين أن نمو ربحية السهم لمؤسسة L'Oréal رافقتها نمو في التوزيعات، وبالتالي فالمؤسسة تعتمد على سياسة التوزيعات التي تنمو بمعدل نمو ثابت.

الشكل رقم (1-5) : ربحية السهم الواحد المعدلة لمجمع Peugeot خلال الفترة 1980 - 2005



Source : Idem

الشكل رقم (1-6) : توزيعات السهم الواحد المعدلة لمجمع Peugeot خلال الفترة 1980-2005



Source : Idem

يظهر من خلال الشكلين السابقين أن المؤسسة Peugeot لم تقم بإجراء أي توزيع خلال الفترة من 1981 إلى 1985، وذلك نتيجة تحقيقها لنتائج سلبية في تلك الفترة، أما الفترة الممتدة من 1986 إلى 2000 فتميزت توزيعات المؤسسة بعدم الاستقرار نتيجة التذبذب الحاصل في أرباح السهم، ونلاحظ أن المؤسسة اعتمدت انطلاقا من سنة 2001 على سياسة استقرار نصيب السهم من التوزيعات (بسبب توقع تحقيقها لنتائج إيجابية) من أجل التأثير الإيجابي على سعر سهمها، حيث كانت توزيعات السهم الواحد ثابتة ومساوية لـ 1.35€.

2. أشكال التوزيعات :

رغم أن الشائع في توزيع الأرباح هو الشكل النقدي، إلا أن المؤسسة باستطاعتها أن توزع أرباحها على شكل أسهم مجانية أو اشتقاق الأسهم أو معكوس الاشتقاق أو إعادة شراء الأسهم كوسيلة من وسائل توزيع الأرباح.

✓ **الأسهم المجانية¹ Stock Dividend**: تلجأ العديد من المؤسسات إلى توزيع أسهم جديدة على المساهمين بدلا من دفع توزيعات نقدية، فهذا الإجراء يتطلب أن تمتلك المؤسسة احتياطات وأرباح محتجزة بشكل كبير، وترغب في احتجاز المزيد من الأرباح على شكل احتياطات في المستقبل، كأن يكون لها فرص استثمارية واعدة²، ومن بين الآثار الجوهرية لهذه السياسة هو انخفاض القيمة السوقية للسهم، لذا تلجأ إليها المؤسسة عندما ترتفع القيمة السوقية للسهم بدرجة كبيرة، ويخشى معها تناقص عدد المستثمرين الراغبين في شراء أسهمها³.

¹ - تسمى أيضا أسهم المنحة.

² - عدنان تايه النعيمي وآخرون، الإدارة المالية، النظرية والتطبيق، دار المسيرة للنشر والتوزيع، الطبعة الرابعة، عمان، الأردن، 2011، ص 462.

³ - منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في هيكل تمويل الشركات، مرجع سبق ذكره، ص 381.

وكذلك فإن هذا النوع من التوزيع يتميز بعدم خضوعه للضريبة، بالإضافة إلى أن هذه العملية تقوم بتعديل ملكية المساهمين بحيث يكون لكل مساهم نسبة أكبر من السابق، وبدون إحداث أي تغيير على ثروة المساهم.

✓ **اشتقاق الأسهم Stock Splits**: يُعتبر اشتقاق الأسهم بديلاً آخر لتوزيع الأرباح النقدية، فعند قيام المؤسسة بهذا الإجراء ينتج عن كل سهم أسهم إضافية، مثلاً لكل سهم قدم ينتج عنه أسهم إضافية جديدة، الأمر الذي يؤدي إلى زيادة عدد أسهم المؤسسة من خلال تخفيض القيمة الاسمية للسهم¹، ويتم استخدام هذا البديل عادة لإعطاء الأسهم مرونة في التداول ولخلق زيادة في الطلب على الأسهم².

وتجدر الإشارة إلى أن هناك تشابه بين اشتقاق الأسهم وبين التوزيع على شكل أسهم من الناحية المالية، ولكن من وجهة نظر محاسبية هناك اختلاف، حيث أن المبادئ المحاسبية تعالج توزيع الأسهم بنسبة 25% من الحصص على أنها تجزئة للسهم في حين أن هناك توزيعات أقل يمكن تصنيفها على أنها توزيع أرباح على شكل أسهم³.

✓ **معكوس الاشتقاق Reverse Stock Splits**: بالإضافة إلى عمليتي توزيع أسهم مجانية، واشتقاق الأسهم هناك الاشتقاق العكسي، وهو كما يظهر من اسمه ينطلق من نفس مبدأ عملية اشتقاق الأسهم لكن بطريقة عكسية. تتلخص فكرة معكوس الاشتقاق في قيام المؤسسة بعملية تخفيض عدد أسهمها، بحيث يتم على سبيل المثال استبدال 10 أسهم قديمة بسهم واحد جديد، الأمر الذي يؤدي إلى ارتفاع القيمة الاسمية للسهم، وبالتالي لا يحدث أي تغيير على مستوى الهيكل المالي للمؤسسة عدا عدد الأسهم الذي ينخفض، لذلك تعتبر طريقة الاشتقاق العكسي سياسة لمنع انخفاض سعر السهم إلى مستويات متدنية جداً⁴.

✓ **إعادة شراء الأسهم Stock Repurchase**⁵: تعتبر هذه الطريقة من الطرق البديلة لتوزيع الأرباح النقدية حيث يقصد بعملية إعادة شراء المؤسسة لأسهمها هو أن تقوم باستعمال فائض النقد لديها في شراء أسهمها المتداولة⁶، ومثل هذه الإجراءات تؤدي إلى خلق ما يسمى بالأسهم النقدية Treasury Stock وهي عبارة عن

¹-Stephen A. Ross, Randolph W. Westerfield, Bradford D. Jordan, **Fundamentals of Corporate Finance**, Fifth Edition, McGraw-Hill, USA, 2001, P 542.

²- علاقة هذه العملية بسياسة توزيعات أنه في حالة زيادة عدد الأسهم في رأسمال المؤسسة من خلال تلك العملية يؤدي إلى تخفيض توزيعات السهم الواحد عند ثبات مبلغ التوزيعات، أو إلى ثبات توزيعات السهم الواحد مع زيادة مبلغ التوزيعات الإجمالية.

³- محمد علي إبراهيم العامري، مرجع سبق ذكره، ص 439.

⁴- تأثير هذه العملية، وعلاقتها بسياسة توزيع الأرباح لا يختلف عن الحالة السابقة.

⁵- تسمى أيضا بأسهم الخزينة.

⁶- Sébastien Dereeper, Frédéric Romon, **Rachats d'actions versus dividendes-effet de substitution sur le marché boursier français ?**, Finance Contrôle Stratégie – Volume 9, n° 5, mars 2006, p 157-186.

أسهم سبق إصدارها ثم أعيد شرائها بأحد الطريقتين، فقد يشتري من سوق المفتوحة Open Market وهذا بعد إعلان عن ذلك كأى مستثمر آخر، وقد يتم الشراء من خلال ما يسمى بعروض المناقصات Tender offer لعدد من الأسهم وبسعر محدد، ويكون هذا السعر في الأغلب أكبر من السعر السائد في السوق خلال فترة محددة¹، كما توجد طريقة أخرى والتي تسمى بإعادة شراء الأسهم المستهدفة Duch oucation والتي من خلالها تدخل إدارة المؤسسة في عملية التفاوض مع حاملي النسبة الكبيرة لأسهم المؤسسة لشراء حصصهم من خلال تخفيضهم بعرض مميز، وفي العادة تقوم المؤسسة بهذا الإجراء لمواجهة السيطرة بعض المستثمرين على المؤسسة²، أو إذا كان سعر السهم السوقي أقل من قيمته الحقيقية³.

شهدت سياسة إعادة شراء الأسهم نمواً مذهلاً في الولايات المتحدة الأمريكية وفي أوروبا، ويرى كل من (LEE ET SUH 2009) أنه يوجد ميل واضح في الولايات المتحدة لعملية إعادة شراء الأسهم والتي تعتبر بديلاً لعملية التوزيعات النقدية، وهذا الميول بلغ أعلى قيمة له في سنة 2002 وقُدِّر بنسبة 50% من التوزيعات للمساهمين، ثم انخفضت هذه النسبة إلى 36% في سنة 2006، كما لوحظ أن معدل إعادة الأسهم (قيمة إعادة شراء الأسهم مقسومة على النتيجة الإجمالية)⁴ وصل إلى 41.8% سنة 2000.

حيث تظهر أيضاً عملية إعادة شراء الأسهم في البلدان الأوروبية (ألمانيا، فرنسا، المملكة المتحدة) ولكن بنسب منخفضة مقارنة مع الولايات المتحدة⁵.

ويظهر من خلال الشكل (1-7) أن سياسة إعادة شراء الأسهم وسياسة توزيع الأرباح النقدية لهما تأثير على نسبة سعر السهم في السوق المالي إلى ربحية السهم الواحد Ration P/E، إذ أن توزيعات الأرباح النقدية تؤدي إلى تذبذب سعر السهم في السوق المالي بافتراض الثبات النسبي لأرباح المؤسسة مستقبلاً، في حين أن سياسة إعادة الشراء تؤثر إيجابياً على كل من سعر السهم في السوق المالي، وربحية السهم الواحد.

¹ - عبد الغفار حنفي، الإدارة المالية، مدخل اتخاذ القرارات، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، مصر، 2007، ص 237.

² - منير إبراهيم الهندي، الفكر الحديث في إدارة المخاطر "الهندسة المالية باستخدام التوريق والمشتقات"، الجزء الأول، دار المعارف، الإسكندرية، 2011، ص 165.

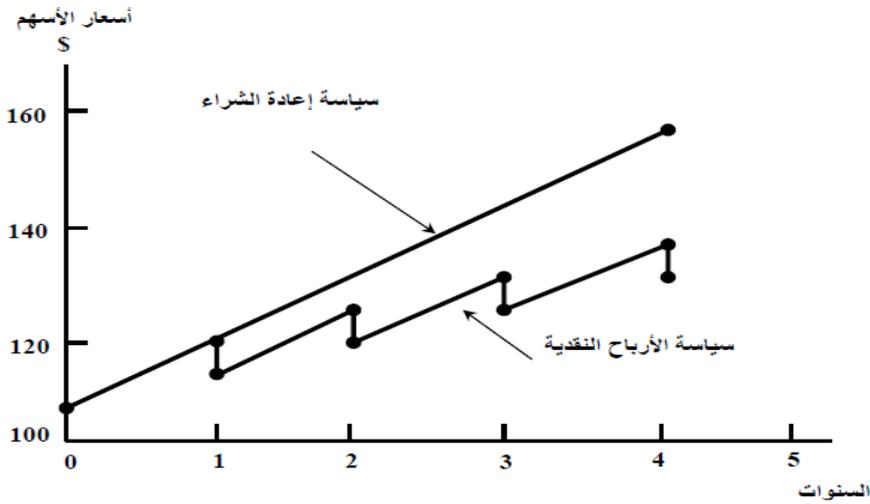
³ - Pierre Vernimmen, OP.Cit, p p 806-807.

⁴ - Pascal François, **Stratégies Financières**, OP.Cit, p p 118-112.

⁵ - لمزيد من التفصيل أنظر :

- Pascal François, OP.Cit, p p 118-112.

الشكل رقم (1-7) : تأثير سياسة إعادة الشراء مقابل سياسة توزيع الأرباح النقدية على قيمة السهم في السوق المالي



المصدر : بريجهام، أوجين، إيرهاردت، نقلا عن أياد طاهر محمد الجبوري، تأثير سياسة إعادة الشراء في تداول الأسهم في الأسواق، مجلة العراقية للعلوم الإدارية والاقتصادية، كلية الإدارة والاقتصاد، المجلد السابع عشر، العدد 62، جامعة بغداد، العراق، 2010، ص 100.

✓ **توزيعات العينية للأرباح** : وتسمى أيضا بتوزيعات النوعية بحيث تقوم إدارة المؤسسة بإجراء توزيعات بضاعة أو عقار أو استثمار وهذا عوضا من التوزيعات النقدية، بحيث تلجأ المؤسسات إلى هذا النوع من التوزيعات في حالة العسر المالي وعدم توفر السيولة اللازمة، ولكن هذا النوع من التوزيع غير مرغوب فيه لدى المساهمين بحيث أن التوزيع النقدي هو الذي يتيح قدرا أكبر من الحرية للمساهمين في إشباع رغباتهم¹.

المطلب الثاني: مفاهيم أساسية حول قيمة وتقييم الأسهم

يعد تقييم الأسهم من أهم مواضيع الإدارة المالية، والذي نال اهتمام العديد من المختصين والباحثين فضلا عن المستثمرين، حيث يتطلب التقييم حساب دخل المؤسسة والتدفقات النقدية المتأتية من أصولها، وذلك من خلال نماذج رياضية يستخدمها المديرون الماليون والمستثمرون لإيجاد قيمة السهم.

¹ - أيمن أحمد حسين أبو الهيجاء، سياسات توزيع الأرباح وأثرها على القيمة السوقية للسهم، دراسة ميدانية في سوق عمان المالي، مذكرة ماجستير غير منشورة، كلية الاقتصاد والعلوم الإدارية، جامعة آل البيت، عمان، الأردن، 2004، ص 41.

الفرع الأول : ماهية القيمة والتقييم

1. مفهوم القيمة : القيمة هي "عبارة عن مبلغ يدفع مقابل أصل، أو الحق في الحصول على عوائد مستقبلية من وراء استخدام ذلك الأصل، والقيمة تختلف عن السعر الذي يمثل المبلغ المدفوع للحصول على أصل ما، بمعنى أن القيمة موجودة في جوهر الشيء وبحدوث عملية التبادل يتم ترجمتها إلى سعر"¹.

كما عرفت القيمة على أنها "الميزة الأساسية (الجوهرية) لسلمة أو لخدمة، المقدرة (المثممة) من طرف أولئك الذين يستعملونها أو يمتلكونها"².

2. مفهوم التقييم : التقييم بصفة عامة هو عبارة عن الجهد المبذول لأجل قياس النتائج لسهم أو تحديد قيمة سلم، أما تقييم المؤسسة فهو عبارة عن تحديد قيمة الأموال الخاصة، أو تحديد قيمة الثروة المستثمرة من طرف المساهمين³.

الفرع الثاني: تقييم الأسهم العادية

1. أساسيات تقييم الأسهم العادية :

تعتبر الأسهم العادية الأسلوب الأكثر إتباعا من قبل المؤسسات في الحصول على الموارد التمويلية، ويمثل مفهوم الأسهم العادية أنها "مستند يثبت حق لصاحب الأسهم في ملكية جزء من رأسمال المؤسسة، لذلك فهي تمثل الملكية الأصلية في المؤسسة، وتعتبر أحد الوسائل الرئيسية للتمويل الطويل الأجل في المؤسسة، ويتمتع حملة الأسهم بحق التصويت عند انتخاب مجلس الإدارة وحق المشاركة في الأرباح التي يتقرر توزيعها، إضافة إلى نصيب من أصول المؤسسة عند التصفية وحق الأولوية في الاكتتاب عند إصدار الأسهم الجديدة لغرض المحافظة على نسبة ملكيتهم في المؤسسة"⁴.

ويمثل مفهوم التقييم هنا تقدير القيمة الحقيقية للسهم العادي، وهي تلك القيمة التي تبرزها حقائق اقتصادية ومالية تتمثل بقيمة الأصول المؤسسة، والأرباح و توزيعات الأرباح المتوقعة، ومعدلات النمو تلك الأرباح ومقارنتها

¹ - بلخير بكاري، أثر التقييم المالي على مسار الشراكة بالنسبة لقطاع المحروقات في الجزائر: دراسة حالة المؤسسة الوطنية لخدمات الآبار (ENSP)، أطروحة دكتوراه غير منشورة، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر3، 2010، ص 13.

² - سميرة لطرش، كفاءة سوق رأس المال وأثرها على القيمة السوقية للسهم: دراسة حالة مجموعة من أسواق رأس المال العربية، أطروحة دكتوراه غير منشورة، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة منتوري، قسنطينة، 2010، ص 179.

³ - بلخير بكاري، مرجع سبق ذكره، ص 14.

⁴ - دريد كامل آل شبيب، مبادئ الإدارة المالية، دار المناهج للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2009، ص 118.

بسعر السهم السائد في السوق المالية، لتحديد ما إذا كان السهم مسعر تسعيراً مضحماً أو مخفضاً، واتخاذ القرارات الاستثمارية المناسبة للاحتفاظ أو الشراء أو لبيع الأسهم¹.

تعد الأسهم العادية من أكثر الأصول المالية صعوبة من حيث التقييم، وذلك بسبب عدم التأكد الذي يحيط بالعوائد المستقبلية لهذا السهم، سواء كان في شكل توزيعات نقدية أو مكاسب رأسمالية، ويكون هذا خلال فترة الاحتفاظ بالسهم، فالتوزيعات غير مؤكدة لأنه لا يوجد إلزام قانوني بدفعها ما لم يتم الإعلان عنها، بل وأكثر من ذلك فإن توزيعات الأرباح قد تزداد أو تظل ثابتة أو تنخفض، وبالنسبة لأسعار الأسهم في المستقبل، هي أيضاً غير مؤكدة، كل هذا جعل عملية تقدير التدفقات النقدية المستقبلية من الأسهم العادية عملية معقدة².

2. مختلف قيم الأسهم العادية :

يمكن التمييز بين عدة قيم للسهم الواحد كما توضحه النقاط التالية :

- **القيمة الاسمية Par Value** : وهي القيمة المدونة على قسيمة السهم وعادة ما ينص عليها في العقد التأسيسي للمؤسسة، ويحسب رأس المال الاسمي أو المصرح به وأيضا رأس المال المصدر وفقا للقيمة الاسمية للأسهم، وتبقى على حالها ما لم يؤثر أداء المؤسسة على هذه القيمة (كاشتقاق الأسهم مثلا)³.

- **القيمة الدفترية Book Value** : وهي القيمة المثبتة في سجلات المؤسسة وعبارة عن حصة السهم الواحد من صافي أصول المؤسسة، وليس لها تأثير كبير على أسعار الأسهم في السوق⁴، وتعتبر هذه القيمة مؤشرا لقوة حقوق المالكين لذلك فإن نموها من المؤشرات المهمة للمستثمر لتدل على قدرة المؤسسة في التوسع والاستمرار⁵.

- **القيمة السوقية Market Value** : وهي القيمة التي يتم على أساسها تداول السهم في سوق الأوراق المالية التي تتمثل بالسعر الذي يحدده الباعة والمشترون عند المتاجرة بالأسهم، وتحسب هذه القيمة عن طريق ضرب سعر السوق

¹ - محمد علي إبراهيم العامري، مرجع سبق ذكره، ص 472.

² - محمود صبح، مرجع سبق ذكره، ص 88.

³ - محمد صالح الحناوي وآخرون، الاستثمار في الأسهم والسندات، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2004، ص 43.

⁴ - كزار سليم وآخرون، قياس القيمة العادلة للأسهم العادية باستعمال نموذج مضاعف الربحية، دراسة تطبيقية في المصارف العراقية الخاصة المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية، مجلة الغري للعلوم الاقتصادية والإدارية، جامعة الكوفة، المجلد التاسع، العدد التاسع والعشرون، العراق 2013، ص 194.

⁵ - أرشد فؤاد التميمي، أسامة عزمي سلام، الاستثمار بالأوراق المالية في الشركات، تحليل وإدارة، الطبعة الأولى، دار المسيرة للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2004، ص 37.

للسهم في عدد الأسهم المصدرة¹، وتتأثر هذه القيمة بالعرض والطلب لذلك فالقيمة السوقية لا تمثل القيمة الحقيقية للسهم خاصة إذا كان السوق المالي غير كفاء.

● **القيمة عند التصفية Liquidation Value** : تتمثل القيمة التصفوية للسهم بمقدار التدفق النقدي الذي يحصل عليه حامل هذه الورقة، عند إنهاء عمليات المؤسسة وتصفيتها وبيع أصولها، وعلى هذا الأساس تمثل القيمة عند التصفية أدنى قيمة للسهم، والسبب في ذلك أن قيمة أصول المؤسسة وهي تمارس نشاطها أعلى من قيمتها عند التصفية².

● **القيمة الحالية Present Values** : يُقيم السهم وفقاً لهذا الأسلوب بحساب القيمة الحالية للتدفقات النقدية التي يتوقع أن يحصل عليها صاحب السهم مستقبلاً أي التوزيعات المستقبلية مخصومة بمعدل خصم يكفي لتعويض المستثمر عن مخاطر الاستثمار في هذا السهم، خلال فترة زمنية معينة، وفي هذا الإطار يوجد عدة نماذج تعتمد على فكرة القيمة الحالية في تحديد القيمة العادلة للسهم، وسنحاول من خلال ما سيأتي التطرق إلى أهم النماذج³.

الفرع الثالث : طرق وأساليب تقييم الأسهم العادية

تعد مهمة تقييم الأسهم العادية من التحديات التي تواجه المحلل المالي، كون أن عملية التقييم تعتمد بالدرجة الأولى على التنبؤ بالتدفقات النقدية التي يتوقع الحصول عليها مستقبلاً، وتوجد العديد من النماذج التي تعتمد على أسلوب القيمة الحالية في تقييم الأسهم العادية أهمها :

1. نموذج التوزيعات المخصومة The Dividend Discount Model :

صُمم هذا النموذج (DDM) لأول مرة من قبل وليمس سنة 1931، ويعد من أكثر أنواع النماذج المستخدمة في تقييم الأسهم العادية، حيث يعتبر بأن التوزيعات هي التي يجب أخذها فقط بعين الاعتبار عند القيام بعملية التقييم⁴، ولكن الصعوبة تكمن هنا في تقدير تلك التوزيعات المستقبلية والتي تقوم بالدرجة الرئيسية على الأرباح المتولدة عن تلك الأسهم.

¹ - محمد علي إبراهيم العامري، مرجع سبق ذكره، ص 476.

² - محمد صالح الحناوي وآخرون، تقييم الأسهم والسندات، مدخل الهندسة المالية، مكتب الجامعي الحديث، الإسكندرية، مصر، 2007، ص 45.

³ - محمد صالح الحناوي، تحليل وتقييم الأسهم والسندات، دار الجامعة، الإسكندرية، مصر، 1998، ص 216.

⁴ - منير إبراهيم هندي، أساسيات الاستثمار وتحليل الأوراق المالية "الأسهم والسندات"، الطبعة الثانية، دار المعرفة الجامعية، الإسكندرية، مصر،

2011، ص 317.

يتطلب هذا النموذج أن يقوم المحلل المالي بتقدير توزيعات الأرباح للسهم العادي بالمستقبل، وتقدير معدل العائد المطلوب، وتحديد الفترات المتوقع أن تستمر التوزيعات خلالها، وتحسب القيمة الحقيقية للسهم وفق هذا النموذج حسب المعادلة التالية¹ :

$$V_0 = \frac{D1}{(1 + K)} + \frac{D2}{(1 + K)^2} + \dots + \frac{D\infty}{(1 + K)^\infty} \dots (3 - 1)$$

حيث: V_0 : قيمة السهم العادي؛

D : توزيعات أرباح الأسهم خلال الزمن؛

K : معدل العائد المطلوب في السهم العادي.

هذا النموذج العام لتقييم الأسهم باستخدام التوزيعات يصلح للتطبيق أي نمط كان للتوزيعات، فتوزيعات السهم قد تبقى ثابتة من سنة للأخرى، كما أنها قد تتزايد أو تتناقص من فترة لأخرى، وسوف نتناول الحالات المختلفة لنمط التوزيعات فيما يلي :

1-1 نموذج النمو الصفري The Zero -Growth Model :

في هذا النموذج، يتوقع المستثمرون أن تبقى قيمة التوزيعات ثابتة من سنة للأخرى، ومعنى ذلك أنه لا يوجد نمو في التوزيعات، وهنا تجدر الإشارة إلى أنه يجب التمييز بين الاستثمار في السهم لفترة المحدودة أو لفترة غير محدودة، اعتماداً على خاصية أن السهم ليس له تاريخ استحقاق، ففي حالة الاستثمار لفترة زمنية محدودة، فإن قيمة السهم تتحدد وفقاً للمعادلة التالية² :

$$V_0 = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{D_t}{(1 + K)^t} \dots (4 - 1)$$

$$D = \dots = {}_2D = {}_1D = D$$

أما في حالة أن الأسهم ليس لها تاريخ استحقاق، فإن قيمة السهم تتحدد عن طريق المعادلة التالية³ :

$$V_0 = \frac{D}{K} \dots (5 - 1)$$

¹- Geoffrey A, Hirt & Stantey B, Block, **Investment Management**, McGraw-Hill Irwin, USA, 2008, P 146.

²- محمد صالح الحناوي وآخرون، تقييم الأسهم والسندات، مدخل الهندسة المالية، مرجع سبق ذكره، ص 60.

³-Ross-Westerfield- Jordan, **Fundamentals of Corporate Finance**, 2010, Op.Cit, p 234.

1-2 نموذج النمو الثابت The Constant Growth Model :

تفترض الصيغة الثانية لنموذج (DDM) أن نمو التوزيعات من فترة إلى أخرى تنمو بنفس المعدل، لذلك سمي بنموذج النمو الثابت¹، وبالتالي فإن التوزيعات التي تم دفعها في السنة السابقة (D_0) يتوقع أن تنمو بمعدل g ، أما التوزيعات المتوقعة خلال السنة التالية (D_1) ستكون مساوية لـ $D_0(g+1)$ ، وعليه تتحدد قيمة السهم وفق هذا الافتراض كما يلي² :

$$V_0 = \frac{D_1}{K - g} \dots \dots (6 - 1)$$

حيث أن $D_1 = D_0 (g+1)$ ؛

K : معدل العائد المطلوب؛

g : معدل نمو الثابت في توزيعات الأرباح.

ويطلق على هذا النموذج بإسم نموذج جوردن الذي يفترض نمو في التوزيعات g بمعدل أقل من معدل العائد المطلوب K ، فإذا كانت التوزيعات المتوقعة تنمو بمعدل أسرع من K فإن قيمة السهم سوف تكون غير متناهية³.

1-3 نموذج النمو غير الثابت The Multiple-Growth Model :

صُمم هذا النموذج من طرف سولدوفسكي ومورفي، ويستخدم في تقييم أسهم المؤسسات التي تمتاز فيها توزيعات الأرباح بعدم الاستقرار، ويمكن صياغته على النحو التالي⁴ :

$$V_0 = \sum_{t=1}^n \frac{D_0(1+gs)^t}{(1+K)^t} + \left(\frac{D_m+1}{K-g_n} \right) \left(\frac{1}{(1+k)^m} \right) \dots \dots (7 - 1)$$

حيث: g_s : معدل النمو المتغير في التوزيعات؛

g_n : معدل النمو الثابت في التوزيعات؛

¹ - محمد علي إبراهيم العامري، مرجع سبق ذكره، ص 484.

² - رياض دهال، الأدوات المالية، مجلة جسر التنمية، المعهد العربي للتخطيط، العدد الخامس عشر، الكويت، مارس 2003، ص 6.

³ - منير إبراهيم هندي، أساسيات الاستثمار وتحليل الأوراق المالية " الأسهم والسندات"، مرجع سبق ذكره، ص 323.

⁴ - إبراهيم الكراسنة، إرشادات في تقييم الأسهم والسندات، معهد السياسات الاقتصادية، صندوق النقد العربي، أبوظبي، 2005، ص 31.

m : فترة النمو غير العادي؛

D_{m+1} : التوزيعات للسهم العادي في الفترة $m+1$.

2. نموذج تقييم الأرباح Earning Valuation Model :

يقوم هذا النموذج بتقييم الأسهم من خلال مدخل ربحية السهم وليس التوزيعات، طالما أن الأرباح هي من حق حملة الأسهم فإن التقييم السليم لا بد أن يكون على أساسها وليس على أساس توزيعات الأرباح¹.

كما أن أي أرباح يتم احتجازها تمثل في الواقع استثماراً إضافياً من قبل حملة الأسهم وهذا يجب أن يتم تقييمه، وبالتالي فإن القيمة الحقيقية للسهم العادي يتوقع أن تساوي القيمة الحالية للربحية المستقبلية للسهم مطروحا منها القيمة الحالية لنصيب السهم من الاستثمارات المستقبلية حيث تمثل الأرباح المحتجزة، و يمكن توضيحه من خلال المعادلة التالية² :

$$V_0 = \frac{(E_1 - I_1)}{(1 + K)^1} + \frac{(E_2 - I_2)}{(1 + K)^2} + \frac{(E_3 - I_3)}{(1 + K)^3} \dots + \frac{(E_\infty - I_\infty)}{(1 + K)^\infty}$$

$$= \sum_{t=1}^n \frac{(E_t - I_t)}{(1+K)^t} \dots (8 - 1)$$

حيث أن E_t : قيمة الحالية للربحية المستقبلية للسهم؛

I_t : القيمة الحالية لنصيب السهم من الاستثمارات المستقبلية والتي هي الأرباح المحتجزة.

تشير المعادلة (8-1) إلى أن تقييم السهم باستخدام نموذج الربحية يتوقف على كل من ربحية السهم المتوقعة في المستقبل وقيمة الاستثمار المتوقعة والمتمثلة في الأرباح المحتجزة التي يتولد عنها نمو في ربحية السهم.

¹ - خالد محمد أحمد الجابري، استخدام نموذج مضاعف الربحية في تقييم الأسهم العادية، دراسة تطبيقية، مذكرة ماجستير غير منشورة، كلية إدارة المال والأعمال، جامعة آل البيت، عمان، الأردن، 2009، ص 48.

² - محمد صالح الخناوي وآخرون، الاستثمار في الأسهم والسندات، مرجع سبق ذكره، ص 57.

3. نموذج مضاعف الربحية (نسبة سعر السهم إلى ربحيته) P/E Ratio Model :

تعد نسبة سعر السهم إلى ربحيته من المؤشرات المهمة في الأسواق المالية لغرض تقييم الاستثمار بالأسهم العادية، بحيث تشير هذه النسبة إلى "كم مرة من الربح" تقبل هذه الأخيرة دفعه على سهم ما¹، أو بمعنى آخر السعر الذي يرغب المستثمر دفعه لشراء دينار واحد من ربحية السهم، وتحسب هذه النسبة وفق الصيغة الآتية²:

$$P/E = \frac{P}{E} \dots \dots (9 - 1)$$

حيث أن : P/E : نسبة السعر إلى ربحيته؛

P : سعر آخر إغلاق للسهم في السوق المالية؛

E : ربحية السهم الواحد.

تعتبر نسبة السعر إلى ربحيته مؤشرا لتقلبات الأسعار السوقية للأسهم، فهي تعكس ضمنا حالة التفاوض أو التفاوض في سلوك المستثمرين بشأن ظروف السوق وأنماط النمو المستقبلية للجهة المصدرة للسهم، أي أن ارتفاع نسبة السعر إلى ربحيته يؤدي إلى زيادة الأسعار بنسبة أسرع من معدل النمو ليعكس ثقة المستثمر بأداء السهم، بينما انخفاض النسبة يولد رغبة لدى المستثمر بعدم دفع سعر أعلى من الأسعار السائدة، أو أدنى من ذلك³.

الفرع الرابع : تقييم الأسهم الممتازة

تعتبر الأسهم الممتازة من الأوراق المالية المهجنة كونها تجمع بين صفات السند والسهم العادي، لأن صاحب السهم الممتاز يحصل على عائد ثابت سنويا، ولذلك فهو يمثل التزاما ثابتا كما أنه يمثل حق من حقوق الملكية لأنه يمثل جزءا من المشاركة برأس المال، لذلك اكتسبت هذه الأسهم صفة الممتازة كونها تمتلك حق الأولوية قبل حملة الأسهم العادية على دخل المؤسسة وأصولها، ويتم تقييم هذه الأسهم على أساس ثبات العائد الذي يحصل عليه حاملها والذي يمثل في الغالب نسبة مئوية من قيمته الاسمية، وبالتالي لا يجد المحلل المالي صعوبة في تحديد قيمة الأسهم الممتازة، ويعود هذا لوضوح تدفقاته النقدية المتوقعة وثباتها⁴، ونظراً لأن الأسهم الممتازة دائمة ومستمرة فإن قيمتها هي

¹ - هوراي سويسبي، تقييم المؤسسة ودوره في اتخاذ القرار في إطار التحولات الاقتصادية بالجزائر، أطروحة دكتوراه غير منشورة، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، علوم التسيير، جامعة الجزائر، 2008، ص 91.

² - محمد علي إبراهيم العامري، مرجع سبق ذكره، ص 491.

³ - نفس المرجع السابق، ص 492.

⁴ - عدنان تايه النعيمي، أرشد فؤاد التميمي، مرجع سبق ذكره، ص 154.

ببساطة أرباح الأسهم السنوية المعلن عنها مقسومة على معدل العائد المطلوب على الأسهم الممتازة وهذا من خلال المعادلة التالية¹ :

$$V_0 = \frac{D_t}{k_{cp}} \dots \dots (10 - 1)$$

حيث أن D_t : توزيعات الأرباح النقدية للسهم الممتاز؛

k_{cp} : معدل العائد الذي يطلبه المستثمر عن السهم الممتاز.

مع ملاحظة أن معدل خصم التوزيعات k_{cp} في حالة الأسهم الممتازة لا بد وأن يكون أقل من مثله في حالة الأسهم العادية، بسبب تعرض حامل السهم الممتاز لمخاطر تقل عن تلك التي يتعرض لها حامل السهم العادي².

المطلب الثالث: النظريات المفسرة لتأثير سياسة توزيع الأرباح على قيمة السهم

تقوم سياسة توزيعات الأرباح على المفاضلة المؤسسة بين توزيعات نقدية حالية ومعدل نمو مستقبلي، ويعد هذا القرار ذا أهمية وهذا في ظل إمكانية إحداث تأثير على قيمة السهم إضافة إلى الجزء من النقدية الذي سيتم تحويله إلى الملاك، حيث تناولت العديد من النظريات في هذا الجانب، ويمكن إبراز أهمها فيما يلي :

الفرع الأول : نظرية حيادية سياسة توزيع الأرباح (Dividend Irrelevant Theory)

بموجب هذه النظرية التي جاء بها كل من (Miller and Modigliani 1961)، فإن قرار توزيع الأرباح لا أثر له على سعر السهم في السوق -القيمة السوقية للمؤسسة-، وإنما تتأثر قيمة المؤسسة فقط بالأرباح التي تحققها ومخاطر أصولها أو استثماراتها³، أي أن القيمة السوقية للمؤسسة تتأثر فقط بالدخل المتولد من إدارة الأصول وليس بكيفية تقسيم هذا الدخل إلى توزيعات نقدية على المساهمين وأرباح محتجزة، وأكدوا أن كفاءة الاستثمارات هي المحدد الرئيس لثروة المساهمين، لهذا نجد أنّ المستثمرين لا يميزون بين الحصول على توزيعات نقدية وبين إعادة استثمار المؤسسة

¹ - محمود صبح، مرجع سبق ذكره، ص 84.

² - منير إبراهيم هندي، أساسيات الاستثمار وتحليل الأوراق المالية " الأسهم والسندات"، مرجع سبق ذكره، ص 333.

³ - Peerapat Wongchaiwat, *Politique de Dividende des entreprises sur les marchés émergents d'Asie*, Thèse Doctorat, de l'Université des Sciences Économiques, Paris I Panthéon-Sorbonne, 2011, p p 9-10.

لأرباحها المحققة لتحقيق النمو، الذي بدوره يؤدي إلى زيادة المكاسب الرأسمالية لهم عن طريق زيادة الأسعار السوقية للأسهم التي يجوزتهم.

وتقوم فكرة (M&M) على أن ثروة الملاك قُبل إجراء التوزيعات تتمثل في قيمة الأسهم العادية في السوق المالي، مضافا إليها قيمة التوزيعات التي أعلن عنها، فإذا حققت المؤسسة أرباحا وقررت توزيع جزء منها فإن القيمة السوقية للسهم ستتنخفض بمقدار التوزيعات، وأما إذا تقرر احتجاز الأرباح فإن القيمة السوقية للأسهم ستترفع بمقدار الأرباح المحتجزة¹، وللإشارة فإن الافتراضات² التي تقوم عليها هذه النظرية غير واقعية، بحيث جادل³ (M&M) بأن صلاحية النظرية لا تعتمد على أرض الواقع بقدر ما تتحدد بالاختبارات العلمية⁴.

الفرع الثاني : نظرية العصفور في اليد (The Bird in Hand argument)

تنسب هذه النظرية إلى كل من (Myron Gordon & John Linter)، وجاءت على نقدهما واعتراضهما لفرضية (M&M)، التي قامت عليها النظرية الأولى ألا وهي عدم وجود علاقة بين سياسة توزيع الأرباح ومعدل العائد المطلوب على الأموال المملوكة⁵، وتشير أفكار هذه النظرية⁶ إلى أن سياسة توزيع الأرباح لها تأثير مباشر على قيمة السوقية للمؤسسة من خلال تأثيرها في سعر السهم السوقي⁷، إذ ترى هذه الأفكار بأن معدل العائد المطلوب على الأموال المملوكة ينخفض بارتفاع توزيعات الأرباح، وهذا راجع إلى أن درجة تأكد المستثمرين حول حصولهم على مكاسب الرأسمالية المتحققة من الأرباح المحتجزة أقل من درجة تأكد حصولهم على التوزيعات، حيث تزداد درجة المخاطرة نتيجة ارتفاع حالة عدم التأكد المصاحبة لاحتجاز الأرباح وإعادة استثمارها، مما يعني تفضيل المستثمرين لتوزيع الأرباح على

¹ - منير إبراهيم هندي، الإدارة المالية، مدخل تحليلي معاصر، الطبعة الرابعة، المكتب العربي الحديث، الإسكندرية، مصر، 1999، ص 691.

² - اعتمد (M&M) في دراستهما على شروط و افتراضات الكفاءة التامة والتي يصعب أو يستحيل تحقيقها على أرض الواقع.

³ - لمزيد من التفاصيل حول هذه النظرية أنظر: منير إبراهيم هندي، مدخل تحليلي معاصر، مرجع سبق ذكره، ص 690.

⁴ - عدنان تايه النعيمي وآخرون، مرجع سبق ذكره، ص 456.

⁵ - محمد زرقون، مرجع سبق ذكره، ص 87.

⁶ - وإلآنبات الرياضي لوجهة نظر (Gordon) أنظر: منير إبراهيم هندي، مدخل تحليلي معاصر، مرجع سبق ذكره، ص 696.

⁷ - علام محمد موسى حمدان، العلاقة بين الحاكمية المؤسسية وتوزيعات الأرباح وتأثيرها بصعوبات التمويل الخارجي، دراسة ميدانية، المجلة الأردنية في إدارة الأعمال، المجلد العاشر، العدد واحد، الأردن، 2014، ص 64.

تحقيق مكاسب رأسمالية في المستقبل، كون الأرباح الموزعة في الوقت الحاضر أكثر تأكيداً من احتمالية الحصول على مكاسب رأسمالية في المستقبلية¹.

حيث يتفق (Gordon) مع وجهة نظر (M&M) في عدم تأثير سياسة توزيع الأرباح على القيمة السوقية للأسهم في حالة واحدة فقط وهي عندما يكون معدل العائد المطلوب على الاستثمار مساوياً لمعدل العائد المتوقع على الاستثمار، حيث يمثل سعر السهم في السوق ربحية السهم مقسوم على معدل العائد المطلوب، والذي يعكس المخاطرة التي تتعرض لها هذه الربحية، ولذلك فإن القيمة السوقية للسهم تعد محصلة لقرارات الاستثمار وليس لقرارات التمويل وهذا ينسجم مع فكرة (M&M)، أما في حالة غير ذلك يكون لسياسة توزيع الأرباح تأثير واضح على القيمة السوقية للسهم، بحيث إذا كان معدل العائد المطلوب أكبر من معدل المتوقع فإن القيمة السوقية للسهم سوف تنخفض مع الزيادة في قيمة الأرباح المحتجزة، وفي الحالة العكسية ترتفع القيمة السوقية مع الارتفاع في التوزيعات، ومنه يصبح لسياسة توزيع الأرباح تأثير على القيمة السوقية للسهم².

الفرع الثالث : نظرية التفضيل الضريبي (Tax Preference Theory)

طبقاً لهذه النظرية³، أنه إذا كانت الأرباح الرأسمالية المتعلقة ببيع الأسهم لا تخضع للضريبة، أو كانت نسبة الضرائب على هذه الأرباح أقل من نسبة الضرائب على الأرباح النقدية الموزعة⁴، فإن المستثمرين يفضلون المؤسسات التي لا توزع أرباحاً نقدية، والتي تقوم بالاحتفاظ بالأرباح على شكل أرباح غير موزعة، وكلما انخفضت نسبة التوزيعات النقدية على حساب الأرباح غير الموزعة، ارتفعت ثروة المساهمين، هذا مع بقاء العوامل الأخرى ثابتة، وعليه فإن المستثمرين سوف يطالبون المؤسسات التي تقوم بتوزيع أرباح نقدية كبيرة بعائد أكبر مما يقبلون به في المؤسسات التي لا توزع أرباحاً نقدية⁵، وذلك لتعويض قيمة الضرائب التي سوف يدفعونها على أرباحهم النقدية.

¹ - نضال عمر زلوم، اسحق محمود الشعار، أثر توزيعات الأرباح على قرار الاستثمار في ضوء جودة التقارير المالية، دراسة ميدانية، مجلة الأردنية للعلوم الاقتصادية، المجلد الثاني، العدد واحد، الأردن، 2015، ص 35.

² - عبد الناصر إبراهيم نور، العلاقة بين توزيعات الأرباح والعوائد السوقية غير العادية للأسهم ومدى تأثيرها بربحية الشركة وحجمها ودرجة مخاطرتها اللانظامية، دراسة ميدانية مقارنة بين الشركات المساهمة العامة العراقية والأردنية، مجلة جامعة الملك عبد العزيز: الاقتصاد والإدارة، المجلد السابع عشر، العدد واحد، 2003، ص ص 45-46.

³ - تحاول هذه النظرية توضيح أثر الضريبة على تفضيل المستثمر والتي تبناها (Lizenberger and Ramaswany).

⁴ - في الولايات المتحدة الأمريكية الحد الأعلى لضريبة الأرباح الرأسمالية 28% بينما هي 35% على الأرباح الموزعة.

⁵ - H. Kent Baker, **Dividends and Dividends Policy**, JohnWiley & Sons, New Jersey, USA, 2009, p p 130.

وبعبارة أخرى فإن المستثمرين يقبلون بعائد قبل الضرائب أقل في حالة المؤسسات التي تقدم لهم عائدا على شكل أرباحاً رأسمالية بدلا من أرباح نقدية، أو أن المستثمرين يدفعون سعرا أعلى لسهم المؤسسة التي لا توزع الأرباح بنسب عالية وتقوم باحتجاز معظم الأرباح لإعادة استثمارها¹، هذا مع بقاء العوامل الأخرى المؤثرة على سعر السهم ثابتة، ومن هنا يأتي دور سياسة توزيع الأرباح وتأثيرها على قيمة السوقية للمؤسسة، فمن خلال الاحتفاظ بالأرباح وتحويلها إلى أرباح رأسمالية²، يمكن التأثير إيجابياً على القيمة السوقية للمؤسسة.

الفرع الرابع : نظرية الإشارة³ (Information Content Or Signalling)

خلاصة هذه النظرية، إن المسيرين يستخدمون التغيير في دفع توزيعات الأرباح والتي يمكن أن تفسر كوسيلة لإيصال معلومات خاصة عن المؤسسة للمستثمرين الخارجيين وحملة الأسهم حول الأرباح المستقبلية للمؤسسة⁴، وبالتالي فإن التوزيع الأعلى سوف يعطي إشارة للمستثمرين بأن تنبؤ المؤسسة للأرباح المستقبلية يكون إيجابيا، وبمعنى آخر لو كان المستثمرون يتوقعون من المؤسسة أنها توزع نسبة أقل من توزيعات الأرباح -بينما قامت بدفع نسبة أعلى- فإن سعر السهم سوف يرتفع، والعكس صحيح، لو توقع المستثمرون نسبة عالية من توزيعات الأرباح، في حين أن المؤسسة دفعت نسبة أقل بكثير، فإن سعر السهم سوف ينخفض في سوق المال⁵.

يتضح من خلال الفهم الصحيح لنظرية الإشارة، أن توقع المستثمرون الايجابي أو السلبي عن أداء المؤسسة المستقبلية، هو الذي يؤدي إلى ارتفاع أو انخفاض سعر سهم المؤسسة، وليس الزيادة أو النقص في نسبة التوزيعات النقدية، وما التغيير في نسبة التوزيعات النقدية، إلا وسيلة التي من خلالها يستطيع المستثمرون توقع أداء المؤسسة المستقبلية، وترى دراسة M&M لعام 1961، أن رد فعل المستثمرين تجاه التغيير في سياسة توزيع الأرباح النقدية، لا يعني بالضرورة تفضيل المستثمرين للتوزيعات النقدية على الأرباح الرأسمالية، بقدر ما هي إثبات لأهمية ما تحمله سياسة توزيع الأرباح النقدية من محتوى معلوماتي.

¹ - عدنان تايه النعيمي وآخرون، مرجع سبق ذكره، ص 465.

² - في الحالات التي تخضع فيها الأرباح النقدية إلى نسبة ضرائب أعلى من الأرباح الرأسمالية.

³ - وتسمى أيضا بنظرية المحتوى المعلوماتي أو نظرية عدم تماثل المعلومة.

⁴ - Aymen Turki, *Le rôle de la politique de dividendes dans le cadre des opérations de fusions-acquisitions*, Thèse Doctorat, Sciences de Gestion, L'Université Lille 2 – Droit et Santé, 2013, p 24.

⁵ - عبد الناصر إبراهيم نور، مرجع سبق ذكره، ص 47.

الفرع الخامس : نظرية الوكالة (Agency Cost)

تنشأ نظرية الوكالة نتيجة الفصل بين ملكية المؤسسة وتسييرها وهذا ما توصل إليه كل من جونسون وماكلين (1976) فمن المعروف أنه بزيادة حجم المؤسسات واتساع نطاقها انفصلت الملكية عن التسيير، ومن ثم ظهر ما يسمى ببطقة المسيرين، ومن هنا بدأت علاقة الوكالة، فالوكالة هي بمثابة عقد يقوم به شخص يدعى الموكل باستخدام شخص آخر يسمى الوكيل للقيام بأعمال معينة نيابة عنه، وأهم شرط في عقد الوكالة هو ذلك الخاص بقيام الوكيل بأداء مسؤولياته بما يحقق ويعظم مصلحة المالك وذلك مقابل حصول الوكيل على أجر مناسب مقابل تأدية مسؤولياته، ومنه فالمسيرين يتمتعون بمعلومات أكثر من المساهمين عن وضعية المؤسسة، حيث يمكنهم أن يهتموا بتحقيق أهدافهم شخصية بدلا من تحقيق أهداف المساهمين، وفي هذه الحالة فالأمر يتطلب نوعا من التكاليف التي يتحملها المساهمون لضمان أهدافهم، ومن هنا يأتي أحد المصادر الأساسية لتكلفة الوكالة التي يتحملها المساهمون لضمان مراقبة على المسيرين تسمح بتحقيق أهدافهم¹.

ويمكن أن تأخذ تكاليف الوكالة عدة أشكال منها تكاليف الرقابة على المديرين بهدف التأكد من سلوكهم وأدائهم، أو شكل آخر والمتمثل في زيادة توسع المديرين (الإفراط في الاستثمار) بهدف تعظيم قيمتهم من خلال الاستثمار في بعض المشاريع، أو الاندماج مع بعض المؤسسات، أو الاستيلاء على بعض المؤسسات، أو الاستثمار في مشاريع ذات قيمة حالية سالبة بهدف جعل المؤسسة أقل جاذبية للمستثمرين الراغبين في الاستيلاء عليها²، وبالتالي فإن سياسة توزيع الأرباح يمكن أن تستخدم كوسيلة للرقابة، والسيطرة على أداء المديرين بهدف تخفيض تكاليف الوكالة، فمن خلال زيادة التوزيعات النقدية يمكن أن تصبح المؤسسة بحاجة للتمويل الخارجي، وبالتالي إبقاء المديرين تحت رقابة الممول الخارجي، وكذلك فإن زيادة نسبة الأرباح النقدية يؤدي إلى سحب الأموال من أيدي المديرين، مما يقلل من احتمالات إساءة الاستعمال لها³، وإن نمط توزيع الأرباح الساري بين المؤسسات يمكن تبريره من خلال المفاضلة بين تكاليف التمويل الخارجي، والمنافع المتحققة من زيادة نسبة توزيع الأرباح النقدية، وما ينتج عن ذلك من تخفيض تكاليف الوكالة، وبالتالي يمكن وجود سياسة توزيع أرباح مثلى، حتى لو تم تجاهل الاعتبارات الضريبية⁴.

¹ - عبد القادر بريش، عيسى بدروني، مرجع سبق ذكره، ص 15.

² - عماد زياد رمضان، مرجع سبق ذكره، ص 78.

³ - هيثم محمد عقل إسماعيل أبو غن، نظام التكاليف على أساس الأنشطة الموجهة بالوقت (TDABC) وأثره على سياسة توزيع الأرباح لدى شركات المساهمة العامة المدرجة في بورصة فلسطين، مذكرة ماجستير غير منشورة، كلية الاقتصاد والعلوم الإدارية، جامعة الأزهر، غزة، 2013، ص 90.

⁴ - عماد زياد رمضان، مرجع سبق ذكره، ص 78.

المبحث الثاني : الأدبيات التطبيقية - الدراسات السابقة للموضوع -

على الرغم من وجود العديد من الدراسات التي ألفت الضوء على موضوع سياسات توزيع الأرباح وعلاقتها بالقيمة السوقية للسهم، وبالرغم من النتائج المتباينة التي توصلت إليها، إلا أننا نجد أن موضوع لم يستوف حقه من الدراسة والتمحيص، وعليه سنحاول في ما يلي عرض لأهم الدراسات والأبحاث ذات الصلة بموضوع الدراسة حيث تم تقسيم الدراسات المتوصل إليها حسب اللغة المحررة إلى مطلبين حيث خصص المطلب الأول لدراسات عربية، والمطلب الثاني لدراسات أجنبية حيث تم ترتيبها حسب التسلسل الزمني من الأحدث إلى الأقدم، أما المطلب الثالث فكان بعنوان المقارنة بين الدراسات السابقة، والدراسة الحالية.

المطلب الأول : الدراسات العربية

✚ دراسة عبد الوهاب دادن، حورية بديدة، بعنوان "تأثير سياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسات المسعرة - حالة المؤشر CAC40 خلال الفترة الممتدة ما بين 2007-2009"، الدراسة عبارة عن مقال في مجلة الباحث للعلوم الاقتصادية، العدد العاشر، ورقلة، 2012.

تهدف هذه الدراسة إلى التعرف على مدى تأثير سياسة توزيع الأرباح على أسعار أسهم المؤسسات المدرجة في مؤشر CAC40، وإبراز المتغير الأكثر تأثيراً من بين المتغيرات السياسة التوزيع الأرباح على القيمة السوقية للمؤسسة، وسعت أيضاً إلى اختبار تأثير المحتوى المعلوماتي لسياسة توزيع الأرباح على أسعار أسهم المؤسسات المدرجة، وقد شملت عينة الدراسة 33 مؤسسة مدرجة في مؤشر CAC40 خلال الفترة الممتدة ما بين 2007-2009، حيث تم إلغاء المؤسسات التي تنتمي للقطاع المالي، هذا من خلال إجراء دراسة اختبارية (تأثير سياسة توزيع الأرباح على القيمة السوقية للسهم)، ودراسة الحدث الخاص بإعلان توزيع الأرباح النقدية فكانت الفترة سنة واحدة 2009، ومن أجل معالجة الموضوع واختبار فرضياته تم الاعتماد على معطيات المؤسسات ومعالجتها بالاعتماد على برنامج Eviews 4 لتقدير معلمات نموذج الانحدار الخطي البسيط والمتعدد، حيث خلصت الدراسة إلى أن هناك تأثير لسياسة التوزيعات النقدية على سعر السهم السوقية، بينما لا توجد علاقة خطية بين كل من إعادة شراء الأسهم ورجحية السهم على سعر السهم السوقية، هذا بالإضافة إلى عدم وجود تأثير للمحتوى الإعلامي لهذه السياسة على قيمة أسهم المؤسسات المؤشر CAC40.

✚ دراسة فايز سليم حداد، دعاء فوزي شبيطة، بعنوان "تأثير المخاطر النظامية وحجم الشركة ونوع القطاع على العلاقة بين توزيعات الأرباح وعوائد الأسهم -دراسة تطبيقية على بورصة عمان-"، الدراسة عبارة عن مقال في مجلة دراسات : العلوم الإدارية، المجلد السابع والثلاثون، العدد رقم واحد، الأردن، 2010.

تهدف هذه الدراسة إلى قياس العلاقة بين توزيعات الأرباح وعوائد أسهم المؤسسات المدرجة في سوق عمان المالي، ومدى تأثيرها بدرجة المخاطر النظامية للمؤسسة وحجمها ونوع القطاع الذي تنتمي إليه المؤسسة، وقد شملت عينة الدراسة 55 مؤسسة مساهمة مدرجة في سوق عمان المالي موزعة على قطاعي الصناعة والخدمات خلال الفترة 1996-2005، وقد تم فحص هذه العلاقة باستخدام تحليل الانحدار الخطي المتعدد، حيث بيّنت نتائج الدراسة وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين الأرباح الموزعة وعوائد الأسهم في قطاع الصناعة فقط، وعدم وجود أثر للمخاطر النظامية للمؤسسة وحجمها على علاقة بين الأرباح الموزعة وعوائد الأسهم.

✚ دراسة علي بن الضب، بعنوان "دراسة تأثير الهيكل المالي وسياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة الاقتصادية المدرجة بالبورصة -دراسة حالة عينة من الشركات المدرجة بسوق الكويت للأوراق المالية خلال الفترة 2006-2008-"، الدراسة عبارة عن مذكرة ماجستير، جامعة فاسدي مباح، ورقلة، 2009.

تهدف هذه الدراسة إلى قياس تأثير كل من قرار اختيار الهيكل المالي وسياسة توزيع الأرباح على القيمة السوقية للمؤسسة المدرجة في البورصة، حيث شملت عينة الدراسة 60 مؤسسة مدرجة بسوق الكويت للأوراق المالية خلال الفترة الممتدة ما بين 2006/01/01-2008/06/01 موزعة على أربعة قطاعات وهي القطاع العقاري، الخدماتي، الغذائي، والصناعي، ومن أجل معالجة الموضوع واختبار فرضياته تم الاعتماد على معطيات نشرات السوق ومعالجتها بالاعتماد على برنامج Eviews 5 لتقدير معلمات نموذج الانحدار الخطي البسيط والمتعدد، قبل الشروع في بناء النموذج واختبار فرضياته تم اختبار كفاءة السوق المالي الكويتي عند المستوى الضعيف بالاعتماد على اختبارات استقرارية السلاسل الزمنية لسلسلة أسعار أسهم الشركات المدرجة بسوق الكويت للأوراق المالية خلال الفترة الممتدة 2001/06/18-2008/05/29، وقد خلصت الدراسة إلى أن سوق الكويت للأوراق المالية تعد سوقاً كفوفاً عند المستوى الضعيف، وأن متغير الهيكل المالي ومتغير سياسة توزيع الأرباح أكثر المتغيرات تفسيراً للقيمة السوقية للمؤسسة المدرجة بسوق الكويت، وهذا بالإضافة إلى وجود متغيرات أخرى محاسبية و بورصية لها تأثير ذا معنوية إحصائية تكمن في حجم المؤسسة والمردوديات وحجم السيولة والمخاطر النظامية المعبر عنها بـ bita.

✚ دراسة حمدي زعرب، صباح شراب، بعنوان "أثر الإعلان عن التوزيعات الأرباح على أسعار أسهم الشركات المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية"، الدراسة عبارة عن مقال في مجلة الجامعة الإسلامية، سلسلة الدراسات الإنسانية، المجلد الخامس عشر، العدد الثاني، فلسطين، 2007.

تهدف هذه الدراسة إلى بيان أثر الإعلان عن توزيعات الأرباح على أسعار أسهم المؤسسات المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية، حيث شملت عينة الدراسة 28 مؤسسة مدرجة بسوق فلسطين للأوراق المالية خلال الفترة الممتدة ما بين 1997-2005، حيث اعتمدت منهجية الدراسة على جمع بيانات من خلال تقارير السوق، ومعالجتها بالاعتماد على برنامج الإحصائي SPSS لتقدير معلمات نموذج الانحدار الخطي البسيط والمتعدد، فتوصلت الدراسة إلى عدة نتائج كان أهمها : وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين المتغيرات (نصيب السهم من الأرباح، تاريخ الإعلان عن توزيع الأرباح النقدية، ونصيب السهم من الأرباح النقدية، ونصيب السهم من الأرباح المحتجزة) وبين سعر السهم السوقي، حيث أن نصيب السهم من الأرباح يؤثر على سعر السهم السوقي، وتأثير نصيب السهم من الأرباح النقدية الموزعة أكبر من تأثير نصيب السهم من الأرباح المحتجزة على كل من سعر وقيم تداول السهم في السوق، ونصيب السهم الصافي الربح يفوق التغير في السعر السوقي له.

✚ دراسة نور أبو الرب، مفيد الظاهر، بعنوان "أثر قرار توزيع الأرباح على سعر السهم وحجم التداول للشركات المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية"، الدراسة عبارة عن مقال في المجلة جامعة القدس المفتوحة للأبحاث والدراسات، العدد الثامن، فلسطين، 2006.

هدفت هذه الدراسة إلى معرفة أثر سياسة توزيع الأرباح على القيمة السوقية وحجم التداول لأسهم المؤسسات المساهمة العامة والمتداولة في سوق فلسطين للأوراق المالية خلال الفترة الزمنية 1997 - 2004، ولتحقيق ذلك أجريت الدراسة على عينة قوامها 11 مؤسسة مدرجة تمثل جميع القطاعات الاقتصادية، واعتمدت منهجية قائمة على تحليل البيانات ومستندة إلى رصد التغيرات النسبية في أسعار التداول وحجمها قبل وبعد شهر من قرار التوزيع، ونظرا لكون العينات مترابطة تم استخدام اختبار Paired t-test بمساعدة البرنامج الإحصائي SPSS للتحليل، واستعان الباحث ببرنامج Excel لإيجاد المتوسطات الحسابية للأسعار وحجم التداول، وتوصلت التحليلات الإحصائية إلى نتائج تبين وجود دلالة إحصائية للعلاقة بين قرار التوزيع وحجم التداول وعلاقة غير دالة إحصائية بين قرار توزيع وسعر السهم السوقي.

✚ دراسة عماد زياد رمضان، بعنوان "أثر سياسات توزيع الأرباح على قيمة السوقية للشركات الأردنية -دراسة تطبيقية-"، الدراسة عبارة عن أطروحة دكتوراه، جامعة عمان العربية للدراسات العليا، الأردن، 2004.

سعت هذه الدراسة إلى البحث في العلاقة المحتملة بين سياسة توزيع الأرباح والقيمة السوقية للمؤسسة، وإلى البحث فيما إذا كانت المؤسسات الأردنية من الناحية العملية تتبع منهج متبقي التوزيعات كسياسة لتوزيع الأرباح النقدية على المساهمين، وكذلك سعت إلى الوقوف على الأسباب التي تدفع بالمستثمرين الأردنيين إلى تفضيل الأرباح النقدية على الأرباح الرأسمالية، في محاولة لتفسير العلاقة المحتملة بين سياسة توزيع الأرباح والقيمة السوقية للمؤسسة، وقد استعان الباحث بتطبيق نموذج الانحدار المتعدد والبسيط على عينة مكونة من 69 مؤسسة أردنية مدرجة في بورصة عمان للأوراق المالية لفترة امتدت لمدة عشر سنوات من 1993-2002، كما قام الباحث بتوزيع 190 إستبانة بطريقة عشوائية على المستثمرين في بورصة عمان للأوراق المالية، وقد توصلت الدراسة لعدد من النتائج منها وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين سياسة توزيع الأرباح والقيمة السوقية للمؤسسة الأردنية، وأن سياسة توزيع الأرباح النقدية هي السياسة التي تساهم بشكل كبير في تفسير التغير في القيمة السوقية للمؤسسات الأردنية، بينما لم تسهم سياسة توزيع الأسهم في تفسير القيمة السوقية للمؤسسات، وكذلك توصلت الدراسة إلى أن هناك أسباب محددة تدفع بالمستثمرين الأردنيين إلى تفضيل الأرباح النقدية على الأرباح الرأسمالية، وهذه الأسباب تفسر العلاقة بين سياسة توزيع الأرباح والقيمة السوقية للمؤسسة، وخلصت الدراسة أيضا أن الشركات الأردنية وعلى مستوى السوق ككل لا تتبع من الناحية العملية منهج متبقي التوزيعات كسياسة لتوزيع الأرباح النقدية، مما يعني أن هناك استقلالية بين سياسة استثمار وسياسة توزيعات النقدية.

✚ دراسة عبد الناصر إبراهيم نور، بعنوان "العلاقة بين توزيعات الأرباح والعوائد السوقية غير العادية للأسهم ومدى تأثيرها بربحية الشركة وحجمها ودرجة مخاطرتها اللانظامية -دراسة ميدانية مقارنة بين الشركات المساهمة العامة العراقية والأردنية-"، الدراسة عبارة عن مقال في مجلة جامعة الملك عبد العزيز: الاقتصاد والإدارة، المجلد السابع عشر، العدد رقم واحد، السعودية، 2003.

هدفت هذه الدراسة إلى قياس العلاقة بين التوزيعات الأرباح والعوائد السوقية غير العادية للأسهم ومدى تأثيرها بربحية المؤسسة وحجمها ودرجة مخاطرتها اللانظامية، وقد شملت عينة الدراسة 69 مؤسسة مساهمة مدرجة في كل من سوقى بغداد وعمان للأوراق المالية موزعة على السوقين وعلى ثلاثة قطاعات مختارة وهي القطاع الصناعي والزراعي والخدمات خلال الفترة الممتدة 1995-2001، حيث اعتمد الباحث على اختبار T للفروقات الإحصائية ومعامل ارتباط كاندال، وقد أظهرت نتائج الدراسة أن هناك علاقة ذات دلالة إحصائية بين سياسة توزيع الأرباح وأسعار

الأسهم، وأن أسعار الأسهم في كل من السوقين لا ترتبط بكمية الأسهم المتداولة في السوق، وإنما تتحدد على أساس مجموعة من العوامل منها توزيعات الأرباح، كما بينت نتائج الدراسة أثر المخاطر اللانظامية على تلك العلاقة.

المطلب الثاني : الدراسات الأجنبية

+ **Raymond A, Ezejiakor, et All, "Relevance of Corporate Dividend Policy on the Shareholder's Wealth", Scholars Journal of Economics, Business and Management, Nigeria, 1(10), 2014.**

تهدف هذه الدراسة إلى بيان أثر سياسة توزيع الأرباح على ثروة المساهمين في المؤسسات النيجيرية، وكذلك تؤكد من علاقة ذات دلالة إحصائية بين سياسة توزيع الأرباح وأداء المالي للمؤسسات من خلال معرفة دور هذه السياسة في تعزيز ربحية المؤسسة وجذب المستثمرين الخارجيين لها، ولتحقيق ذلك أجريت الدراسة على خمس مؤسسات مدرجة في سوق نيجيريا المالي خلال الفترة الممتدة 2006-2012، حيث اعتمدت منهجية الدراسة على جمع بيانات من خلال تقارير تلك المؤسسات ومعالجتها بالاعتماد على البرنامج الإحصائي SPSS لتقدير معلمات نموذج الانحدار الخطي البسيط والمتعدد، فتوصلت الدراسة إلى وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين سياسة توزيع الأرباح وعوائد أسهم المؤسسات، ووجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين ربحية السهم وأسعار أسهم المؤسسات.

+ **Kanwal Iqbal Khan, "Effect of Dividends on Stock Prices –A Case of Chemical and Pharmaceutical Industry of Pakistan", Management, Pakistan, Vol 2 No 5, 2012.**

تهدف هذه الدراسة للتعرف على مدى تأثير الإعلان عن توزيعات الأرباح على أسعار أسهم الصناعة كيمياوية والصيدلانية المدرجة في بورصة كراتشي-باكستان-، وقد شملت عينة الدراسة 29 مؤسسة صناعية كيمياوية وصيدلانية المدرجة في مؤشر KSE-100 خلال الفترة الممتدة 2001-2010، حيث اعتمدت منهجية الدراسة على جمع البيانات من التقارير السنوية المدققة للمؤسسات المدرجة في بورصة كراتشي لفترة الدراسة، ومعالجتها بالاعتماد على برنامج الإحصائي SPSS لتقدير معلمات نموذج الانحدار الخطي المتعدد، فتوصلت الدراسة إلى وجود علاقة إيجابية ذات دلالة إحصائية بين (أسهم مجانية، ربحية السهم، والربح بعد الضريبة) على أسعار أسهم القطاع الكيميائي والأدوية المدرجة في بورصة كراتشي، ووجود علاقة سلبية بين نسبة الاحتجاز الأرباح والعائد على حقوق المساهمين مع أسعار الأسهم، وتشير نتائج الدراسة تفضيل المستثمرين الباكستانيين للتوزيعات سواء كانت نقدية أو في شكل أسهم هذا في حالة عدم قدرة المؤسسة في دفع أرباح النقدية.

✚ **David J. Denis, Igor Osoboy, "Why Do Firms Pay Dividends ? International Evidence on the Determinants of Dividend Policy"**, Journal of Financial Economics, États-Unis, V 89, Issue 1, 2008.

هدفت هذه الدراسة إلى معرفة محددات سياسات توزيع الأرباح في المؤسسات، وقد قامت هذه الدراسة على مؤسسات بعض الدول وهي اليابان والولايات المتحدة الأمريكية، كندا، فرنسا، بريطانيا وألمانيا، وكذلك سعت الدراسة إلى تبيان سياسة توزيع الأرباح لهذه المؤسسات، ومعرفة أي دولة من هذه الدول تقوم بتوزيع الأرباح بنسبة أكبر من غيرها خلال فترة الدراسة ما بين عام 1994-2002، وقد بينت هذه الدراسة أن بعض المؤسسات لم تقم بتوزيع الأرباح والبعض الآخر قد وزع جزء من الأرباح، وأن الأرباح لم تنخفض خلال فترة الدراسة في حالة قيام المؤسسات بتوزيع أرباح بنسب أقل ومن ثم ازدادت هذه النسب، وخلصت الدراسة أن هذه الدول كانت توزع أرباحاً بنسب متقاربة نوعاً ما عدا اليابان التي كانت نسبة التوزيعات لديها أقل، فتوصلت الدراسة أيضاً إلى مجموعة من النتائج منها وجود ارتباط قوي بين الأرباح من جهة وبين ميل المؤسسات لتوزيع الأرباح من جهة أخرى، ووجود علاقة إيجابية قوية ما بين الأرباح الموزعة وارتفاع الأسهم والمكاسب التي حققتها خلال فترة ارتفاع التوزيعات.

✚ **Othman Al Omari, "Determinants Of Dividend Policy- the case Of Jordanian companies"**, Master of Banking & Finance, Yarmouk Univesity, jordon, 2005,

تهدف هذه الدراسة إلى البحث في العوامل المحددة لنسبة توزيع الأرباح في المؤسسات المدرجة في سوق عمان المالي، ولتحقيق ذلك أجريت الدراسة على عينة قوامها 55 مؤسسة أردنية مدرجة في سوق عمان المالي خلال الفترة الممتدة ما بين 1994-2003، وتم أخذ عينة الدراسة من المؤسسات التي قامت بتوزيع الأرباح على أقل لمدة خمس سنوات، وكذلك قد أفصحت عن المعلومات والتقارير المالية خلال فترة الدراسة، ومن أجل معالجة الموضوع استخدم الباحث لتحليل البيانات أسلوب الانحدار الخطي البسيط والمتعدد للبحث عن محددات سياسات توزيع الأرباح، وكذلك استخدم نموذج Lintner للتحري عن مدى ثبات سياسة توزيع الأرباح في المؤسسات المدرجة، وقد خلصت الدراسة إلى مجموعة من النتائج أهمها : وجود علاقة طردية ذات دلالة إحصائية بين الربحية، القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية مع نسبة عوائد الأسهم الحالية، وكذلك وجود علاقة عكسية ذات دلالة إحصائية ما بين نسبة الدين إلى الملكية مع نسبة عوائد الأسهم الحالية، ومن خلال نموذج Lintner فقد وجدت الدراسة بأن هناك ثبات في سياسة توزيع الأرباح في المؤسسات الأردنية، وتوصلت أيضاً إلى أن المؤشرات المالية لها تأثير على سياسة توزيع الأرباح وهي نسبة الربح، القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية، ونسبة الدين إلى حقوق الملكية.

المطلب الثالث: مقارنة بين الدراسات السابقة والدراسة الحالية

يتضح مما أتيج من الدراسات السابقة أن هناك تباين في وجهات النظر حول علاقة سياسة توزيع الأرباح بالقيمة السوقية للسهم، ضف على ذلك أن بعض هذه الدراسات أجريت في دول غربية أو دول صناعية حتى وإن لم يسعفنا الوقت لذكرها، لأن بيئة هذه الدول تختلف اختلافاً واضحاً عن بيئة الدول العربية، إلا أن هناك نقاط تشابه ونقاط اختلاف بين هذه الدراسة والدراسات السالفة الذكر و تتمثل فيما يلي :

❖ نقاط التشابه :

- من ناحية الهدف من إجراء البحث لقد اشتركت جُل الدراسات حول هدف رئيسي واحد وهو معرفة أثر سياسة توزيع الأرباح على القيمة السوقية للسهم، وهو ما تهدف إليه دراستنا، ولكن لكل طريقته الخاصة في صياغة هدفه وأسلوب معالجته.
- اعتمدت أغلب الدراسات بما فيها هذه الدراسة مناهج التحليل الوصفي لإبراز طبيعة العلاقة بين المتغيرات.
- هناك تشابه في وجهات النظر حول طرق التحليل بالاعتماد على أدوات التحليل.
- أجرت هذه الدراسة على بيانات المؤسسات المدرجة في البورصة كما هو الحال بالنسبة للدراسات السابقة.

❖ نقاط الاختلاف :

- اختلفت الدراسة الحالية عن جميع الدراسات السابقة من حيث العينة "القطاعات" التي تم دراستها وتحليلها، ومتغيرات الدراسة والفترة الزمنية التي تم تناولها، بالإضافة إلى مكان الذي أجريت فيه الدراسة.
- هذه الدراسة تختلف عن الدراسات السابقة كونها تستخدم أسلوب تحليل بيانات التقارير السنوية المدفقة للمؤسسات، لدراسة علاقة سياسة توزيع الأرباح والقيمة السوقية للسهم المؤسسات المدرجة في سوق دبي المالي، في حين أن بعض الدراسات السابقة (عماد زياد رمضان) اعتمدت على أسلوب الإستبانة لاستطلاع آراء مديري المؤسسات فيما يتعلق بسياسة توزيع الأرباح والعلاقة بين هذه الأخيرة وقيمة السهم، مما يجعل هذه الدراسة أكثر موضوعية في نتائجها، حيث ستكون مبنية على واقع الحال السائد في المؤسسات، وليست بناء على آراء المستجيبين للإستبانة، والتي قد تتوافق أو لا تتوافق مع ذلك الواقع.

- إن بعض الدراسات السابقة كانت تستثني المؤسسات التي لا توزع أرباحاً نقدية، أو لم توزع أرباحاً نقدية خلال فترة الدراسة، أو وزعت أرباحاً نقدية بشكل متقطع، مما يعني أن العينة التي تم اختيارها لم تكن من الناحية الإحصائية عشوائية مستقلة، بل كانت منحازة مسبقاً إلى سياسة توزيع الأرباح النقدية، في حين أن هذه الدراسة لم تستثن أياً من المؤسسات بسبب سياستها في التوزيع مما يعطي الدراسة حياداً أكبر و موضوعية أكثر.

❖ مع كل هذه الاختلافات الموجودة بين هذه الدراسات إلا أنها تهدف إلى هدف واحد ألا وهو التعرف على أثر سياسة توزيع الأرباح على القيمة السوقية للسهم.

خلاصة الفصل :

من خلال ما جاء في هذا الفصل تم التوصل إلى أن سياسة توزيع الأرباح تعتبر من أهم سياسات الوظيفة المالية في المؤسسة نظراً لعلاقتها المباشرة بالمساهمين، حيث تتمثل سياسات التوزيع في قرار المؤسسة بشأن المفاضلة بين توزيع الأرباح على المساهمين وبين احتجاز تلك الأرباح بغرض إعادة استثمارها، لتشكل أحد مصادر التمويل الهامة التي تعرف بالتمويل الذاتي، لذلك نجد أن هذا القرار، علاوة على إمكانية تأثيره على القيمة السوقية للمؤسسة، له تأثير على حجم تمويل مهم بالمؤسسة ذو تكلفة قليلة بالمقارنة بالمصادر الأخرى، مما يجعل القرارات بشأن توزيع الأرباح من القرارات المالية الهامة التي لا تقل أهمية عن قراري الاستثمار والتمويل والتي نجدها قد أخذت قسطاً وافراً من الدراسات في النظرية المالية خاصة في شقها الحديث، لذلك فقد حظيت بنظريات تحاول تفسيرها تدرج في ما يعرف في الأدبيات المالية بنظرية توزيع الأرباح.

وبما أن هذا الموضوع نال أهمية كبيرة و أثار اهتمامات مفكري الإدارة المالية حول ما إذا كانت سياسة توزيع الأرباح لها تأثير على قيمة الأسهم أم لا، وجدت العديد من التيارات التي ساققتها مجموعة من النظريات و التي كان الإشكال بينها حول هذه التوزيعات، فمنها من يعتبرها عملية لا بد منها حيث يبني اعتقاداته على أنّ القيام بها سيؤثر و بشكل مباشر على قيمة الأسهم، في حين يرى البعض الآخر أنّ ليس لها أدنى علاقة بالقيمة السوقية للأسهم فتوزيعات الأرباح أو احتجازها ليس له أي تأثير على أسعار الأسهم السوقية.

ومن خلال ما تطرقنا إليه في الجانب النظري يبقى لنا أن نقوم بدراسة تطبيقية لتبيان الآراء و النظريات حول سياسة توزيع الأرباح و تأثيرها على القيمة السوقية للأسهم هذا من خلال الفصل التالي والذي يعتبر دراسة تطبيقية للموضوع.

الفصل الثاني

الجانب التطبيقي للدراسة



تمهيد:

بعد أن تطرقنا في الفصل السابق إلى الأسس النظرية المتعلقة بسياسة توزيع الأرباح وقيمة السهم، وكيفية تأثير سياسة توزيع الأرباح على سعر السهم السوقي، وكذا الدراسات السابقة للموضوع، سنتناول في هذا الفصل دراسة تطبيقية لعينة من المؤسسات والبالغ عددها (30 مؤسسة) موزعة على جميع القطاعات في سوق دبي للأوراق المالية، بغية التعرف على مدى تأثير سياسة توزيع الأرباح على سعر السهم السوقي.

سعيًا لتحقيق الأهداف المرجوة من هذه الدراسة، نقوم باختبار وجود تأثير لسياسة توزيع الأرباح على سعر السهم السوقي، من خلال تطبيق انحدار الخطي المتعدد بهدف بناء نموذج يفسر تأثير متغيرات المستقلة لسياسة توزيع الأرباح على سعر السهم السوقي، وتم استخدام أيضا نموذج Lehn and Poulsen لتحديد المؤسسات التي تتبع منهج متبقي الأرباح كبديل من بدائل سياسة التوزيع النقدي، وبالتالي الوقوف على مدى استقلالية سياسة التوزيع النقدي عن سياسة الاستثمار.

لذلك تم تقسيم هذا الفصل إلى المبحثين التاليين :

- المبحث الأول : الطريقة والأدوات المستخدمة في الدراسة
- المبحث الثاني : عرض ومناقشة النتائج المتوصل إليها

المبحث الأول : الطريقة والأدوات المستخدمة في الدراسة

قبل الشروع في دراسة أثر سياسة توزيع الأرباح على القيمة السوقية للسهم، والبحث فيما إذا كانت المؤسسات من الناحية العملية تتبع منهج متبقي التوزيعات كسياسة لتوزيع الأرباح النقدية على المساهمين، نوضح بعض جوانب الدراسة والمتمثلة في المجتمع وعينة الدراسة، وتحديد متغيراتها، وكيفية قياسها، وكذا الأدوات الإحصائية المستعملة كل هذا سيتم التطرق له من خلال المطلبين التاليين.

المطلب الأول : الطريقة التي اعتمدت عليها الدراسة

يحتوي هذا المطلب على ثلاثة فروع، الأول يتناول مجتمع الدراسة لإلقاء نظرة عامة حول سوق دبي المالي، أما الفرع الثاني فتطرقنا فيه لعينة الدراسة وطريقة جمع وتلخيص المعطيات، بينما الفرع الثالث تم فيه تحديد متغيرات الدراسة وكيفية قياسها.

الفرع الأول: مجتمع الدراسة

يتمثل مجتمع الدراسة في كل المؤسسات المدرجة في سوق دبي المالي باختلاف أشكالها وأنواعها، وفيما يلي تقديم لسوق دبي المالي لما لهذا الأخير من أهمية بالغة، كونه يمثل المحيط الخارجي للمؤسسات المدرجة محل الدراسة.

1. نظرة عامة حول سوق دبي المالي :

تأسس سوق دبي المالي كمؤسسة عامة ذات شخصية اعتبارية مستقلة بموجب قرار وزارة الاقتصاد رقم 14/2000 لعام 2000، ويعمل سوق دبي كسوق ثانوي للتعامل بالأوراق المالية الصادرة عن الشركات المساهمة العامة، والسندات الصادرة عن الحكومة الاتحادية أو الحكومات المحلية، والمؤسسات العامة في الدولة، و وحدات صناديق الاستثمار، وأية أدوات مالية أخرى، سواء كانت محلية أو أجنبية، والتي تكن معتمدة لدى سوق دبي المالي، وبدأ هذا الأخير مزاوله نشاطه بتاريخ 26 مارس 2000.

وفي 27 ديسمبر 2005 قرر المجلس التنفيذي لإمارة دبي تحويل سوق دبي المالي إلى شركة مساهمة عامة في الإمارات العربية المتحدة برأسمال قدره 8 مليار درهم وتم طرح نسبة عشرون بالمائة (20%) من رأس مال السوق أي ما يعادل 1.6 مليار درهم للاكتتاب العام، وقد شهد الاكتتاب العام إقبالاً كبيراً ومتميزاً فاق كل التوقعات

حيث وصل المبلغ المكتتب به إلى ما يقارب 201 مليار درهم، وتم إدراج شركة سوق دبي المالي في السوق بتاريخ 7 مارس 2007 برمز تداول (DFM).

ويعتبر سوق دبي المالي أول سوق مالي يتم طرح أسهمه للاكتتاب العام في الشرق الأوسط وبهذا تكون حكومة دبي رائدة في مجال تخصيص المؤسسات الحكومية في المنطقة، كما يعتبر أول سوق مالي متوافق مع الشريعة الإسلامية وأحكامها في العالم¹.

أنجز سوق دبي المالي بنجاح في سنة 2010، التكامل مع ناسداك دبي بهدف إيجاد قوة حيوية في أسواق رأس المال في المنطقة، وقد سهلت تلك العملية وصول المستثمرين الأفراد من المنطقة إلى الأسهم المدرجة في ناسداك دبي عن طريق رقم مستثمر واحد مما يتيح للمستثمرين التداول عبر البورصتين، وبالرغم من ذلك تحافظ البورصتان على العمل تحت مظلتين تنظيميتين مختلفتين، حيث يخضع سوق دبي المالي لهيئة الأوراق المالية والسلع، فيما تخضع ناسداك دبي للمعايير الدولية من قبل سلطة دبي للخدمات المالية.

✓ مهام سوق دبي المالي :

يتولى سوق دبي المالي المهام والصلاحيات اللازمة لتحقيق أهدافه، بما في ذلك ما يلي :

- تنظيم وحماية عمليات تداول الأوراق المالية؛
- فرض عقوبات تأديبية على أعضائها والأشخاص المرتبطين بهم في حالة مخالفتهم للقوانين والتعليمات؛
- تجميع البيانات والإحصائيات عن الأوراق المالية، وإعداد التقارير بناءً على تلك البيانات والمعلومات؛
- تحديد أساليب التعامل في الأوراق المالية بشكل يضمن سلامة المعاملات وتوفير الحماية للمتعاملين؛
- تطوير السوق المالي بما يتماشى وأهداف التنمية الاقتصادية؛
- تنمية روابط السوق بالأسواق الإقليمية والعالمية ومواكبة المعايير المتبعة في هذه الأسواق.

✓ أهداف السوق:

يهدف سوق دبي المالي إلى تحقيق جملة من الأهداف منها :

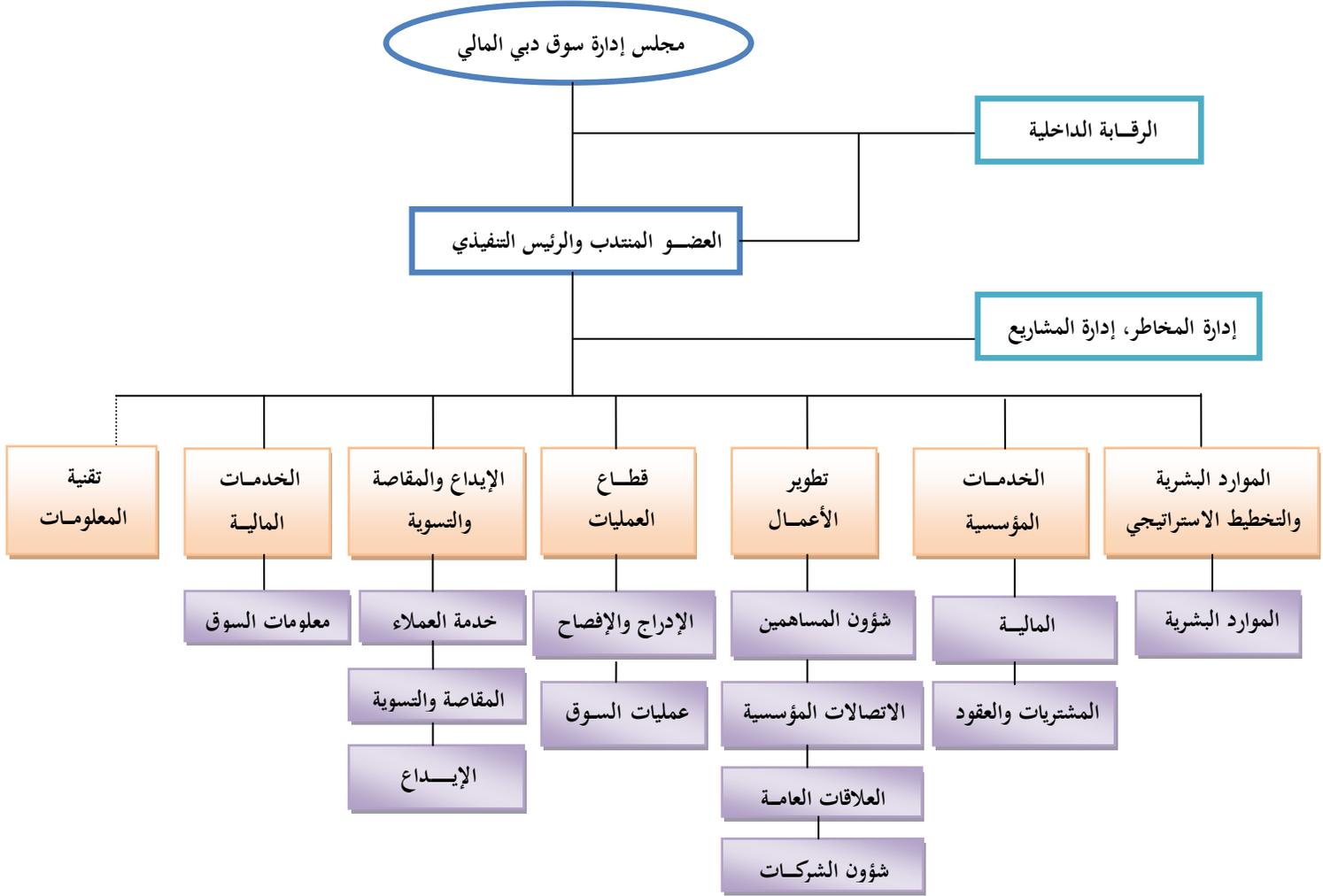
- خلق بيئة استثمارية جاذبة وآمنة؛
- تنظيم عملية بيع وشراء الأوراق المالية بما يضمن حماية المستثمرين من الممارسات غير الشرعية؛
- الشفافية والمصداقية في تعاملات البورصة؛

¹ - <http://www.dfm.ae/pages/default.aspx?c=801> consulté le 09/03/2015 à 21:32.

- توفير وإيصال المعلومة الدقيقة المطلوبة للمستثمر، ليتسنى له اتخاذ القرار المناسب؛
 - تأهيل السوق عن طريق تطوير أساليب وإجراءات التعامل في الأوراق المالية من خلال استقطاب الخبرات والابتكارات في هذا المجال؛
 - العمل على تحقيق التنمية الاقتصادية من خلال تشجيع الادخار، والتنمية الوعي الاستثماري، وحماية المدخرات.
- ✓ الهيكل التنظيمي:

أجرى سوق دبي المالي في عام 2010 مجموعة من التغييرات على هيكله التنظيمي بهدف مواكبة الاحتياجات المتنامية للمتعاملين في السوق والارتقاء بخدماته وفق أفضل المستويات العالمية، ويمكن تلخيص تنظيم سوق دبي المالي في الشكل أدناه :

الشكل رقم (2-1) : يوضح هيكل تنظيمي لسوق دبي المالي



Source: <http://www.dfm.ae/pages/default.aspx?c=801> consulté le 09/03/2015 à 22:32

2. المؤشر العام لسوق دبي المالي :

يطلق على المؤشر العام لسوق دبي المالي "DFM General INDEX "DFMGI"، ولغرض حسابه يتم مراعاة ما يلي¹ :

- يتم قياس وزن الشركة في المؤشر بعدد الأسهم الحرة المتاحة للتداول وذلك من خلال استبعاد أسهم الحكومة، ومجموع الملكيات التي تبلغ 5% أو أكثر في رأس مال الشركة؛
- يعتمد المؤشر في حساب القيمة السوقية على أساس آخر سعر تداول للورقة المالية، الأمر الذي يضمن تعبير المؤشر عن آخر اتجاه لحركة الأسعار في السوق؛
- تم وضع حد أقصى لوزن الشركة الواحدة في المؤشر بحيث لا يتجاوز 25%، وهو ما سوف يعمل على الحد من تأثير حركة الأسعار للشركة ذات القيمة السوقية المرتفعة على حركة المؤشر؛
- يشمل المؤشر الجديد على الأسهم العادية للشركات المدرجة في سوق دبي المالي كسوق رئيسي فقط، وبالتالي لا يتضمن مؤشر سندات وصكوك التمويل والأسهم الممتازة، إن وجدت، وكذلك لا يتضمن أسهم الشركات المدرجة في سوق دبي كسوق فرعي؛
- يتم تحديد عدد الأسهم الحرة المتاحة للتداول للشركات المدرجة في المؤشر عند 20% فقط للشركات التي تصنف بالأقل تداولاً؛
- يتم استخدام النسب المعيارية² لنسبة أسهم التداول العام، بحيث يتم تطبيقها على جميع الشركات المدرجة لتحديد القيمة السوقية لكل شركة في المؤشر؛
- تم استخدام تاريخ 2003/12/31 كنقطة بداية للمؤشر حيث تم استخدام أسعار ذلك اليوم لتحديد القيمة السوقية الأساسية للمؤشر، كما استخدم نقطة قياس مقدارها 1000 نقطة كبداية لقراءة المؤشر في ذلك اليوم؛
- يتم النظر في إدراج الشركات الجديدة في المؤشر بعد مرور شهر من بداية تداولها في السوق، وذلك لتفادي التقلبات السعرية لأسهم تلك الشركات خلال الفترة الأولى من بدء التداول على أسهمها، ويتم مراجعة المؤشر مرتين سنوياً في شهر جانفي وشهر جويلية.

¹ - <http://www.dfm.ae/pages/default.aspx?c=801> consulté le 10/03/2015 à 00:10.

² - لمزيد من التفصيل أنظر :

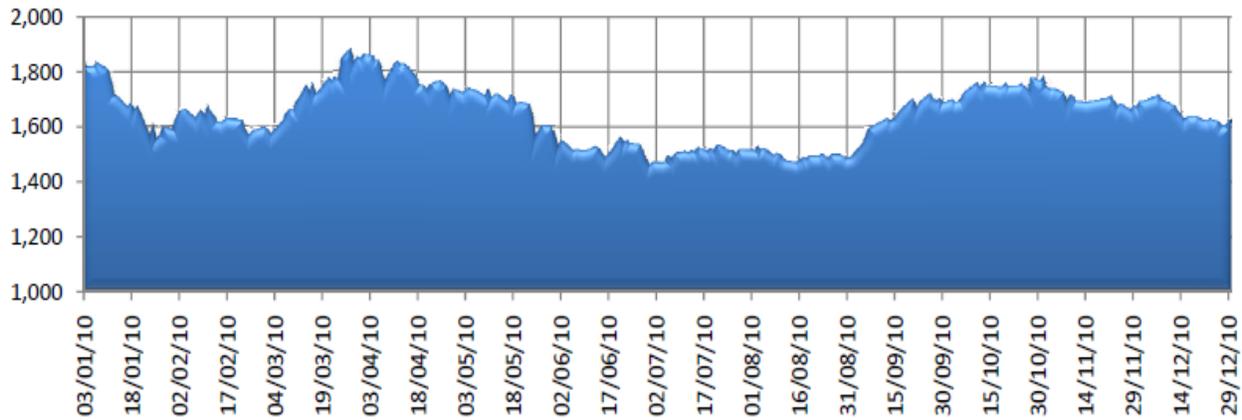
- <http://www.dfm.ae/pages/default.aspx?c=801>.

3. مخلص أداء سوق دبي المالي لسنة 2010/2013 :

- أداء السوق في سنة 2010:

سجل مؤشر سوق دبي المالي¹ في نهاية سنة 2010 انخفاضا بلغت نسبته 9.6% ليبلغ 1630.5 نقطة، مقارنة بـ 1803.6 نقطة في نهاية سنة 2009، في حين أدنى مستوى وصل له المؤشر في هذه سنة (2010) بـ 1461.80 نقطة، وأعلى مستوى وصل إليه 1880.62 نقطة، كما انخفضت القيمة السوقية في نهاية سنة 2010 بنسبة 6.6% لتبلغ حوالي 199.1 مليار درهم، مقابل 213.2 مليار درهم سجلت في نهاية سنة 2009، والشكل التالي يوضح تطور مؤشر بورصة دبي خلال سنة 2010 :

الشكل رقم (2-2) : تطور مؤشر سوق دبي المالي خلال سنة 2010



المصدر : سوق دبي المالي، النشرة السنوية 2010، ص 04.

و فيما يتعلق بأحجام التداول، فقد بلغت قيمة الأسهم المتداولة خلال سنة 2010 نحو 69.7 مليار درهم مقارنة بـ 173.5 مليار درهم سجلت خلال سنة الماضية أي انخفاض نسبته 59.8%، كما انخفض عدد الأسهم المتداولة بنسبة 65.3% ليبلغ 38.4 مليار سهم خلال سنة 2010 مقابل 110.7 مليار سهم تم تداوله خلال سنة 2009، وانخفض عدد الصفقات المنفذة بنسبة 60%، ليبلغ نحو 794.7 ألف صفقة مقابل 1.984 مليون صفقة نفذت خلال العام الماضي².

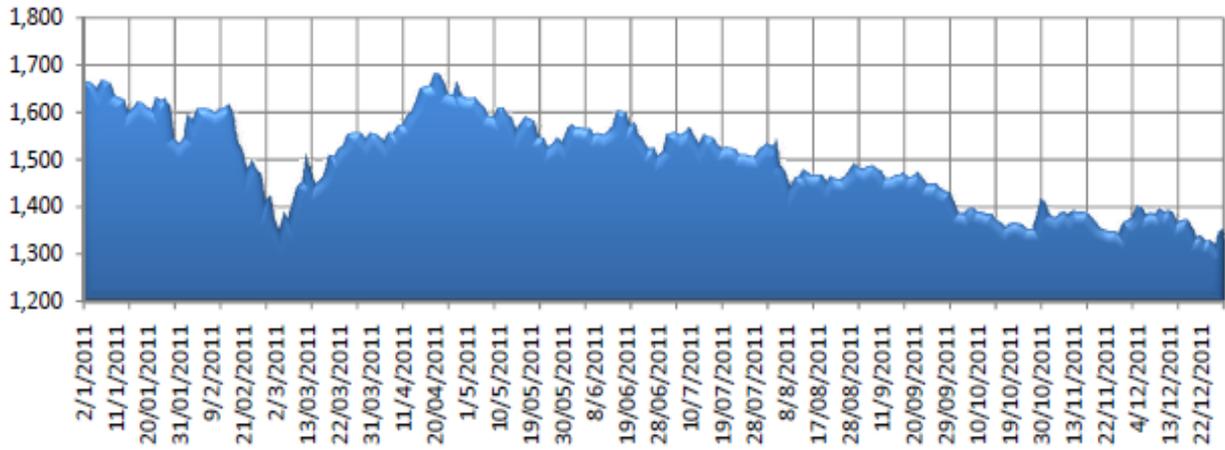
¹ - المؤشر الذي يتم دراسة تطوره مؤشر سوق دبي المالي نفسه.

² - سوق دبي المالي، التقرير السنوي 2010، ص 25.

- أداء السوق في سنة 2011 :

عرف مؤشر سوق دبي المالي تراجعاً بمعدل 17% خلال سنة 2011 ليبلغ 1353.4 نقطة مقارنة بنهاية سنة 2010، كما شهد أدنى مستوى له في سنة 2011 ليصل 1319.42 نقطة، وأعلى مستوى بـ 1681.93 نقطة، كما انخفضت القيمة السوقية في نهاية سنة 2011 بنسبة 9.5% لتبلغ حوالي 180.1 مليار درهم مقارنة بالعام الماضي، والشكل أدناه يوضح تطور مؤشر بورصة دبي خلال سنة 2011 :

الشكل رقم (2-3) : تطور مؤشر سوق دبي المالي خلال سنة 2011



المصدر : سوق دبي المالي، النشرة السنوية 2011، ص 05.

وبخصوص أحجام التداول، فقد بلغت قيمة الأسهم المتداولة خلال سنة 2011 نحو 32.1 مليار أي بانخفاض نسبته 54% مقارنة بالسنة السابقة، كما شهد تراجع في عدد الأسهم المتداولة بنسبة 34% ليبلغ 25.2 مليار سهم، وانخفض عدد الصفقات المنفذة بنسبة 44% ليبلغ نحو 444.8 ألف صفقة مقابل 794.7 ألف صفقة نفذت خلال السنة السابقة¹.

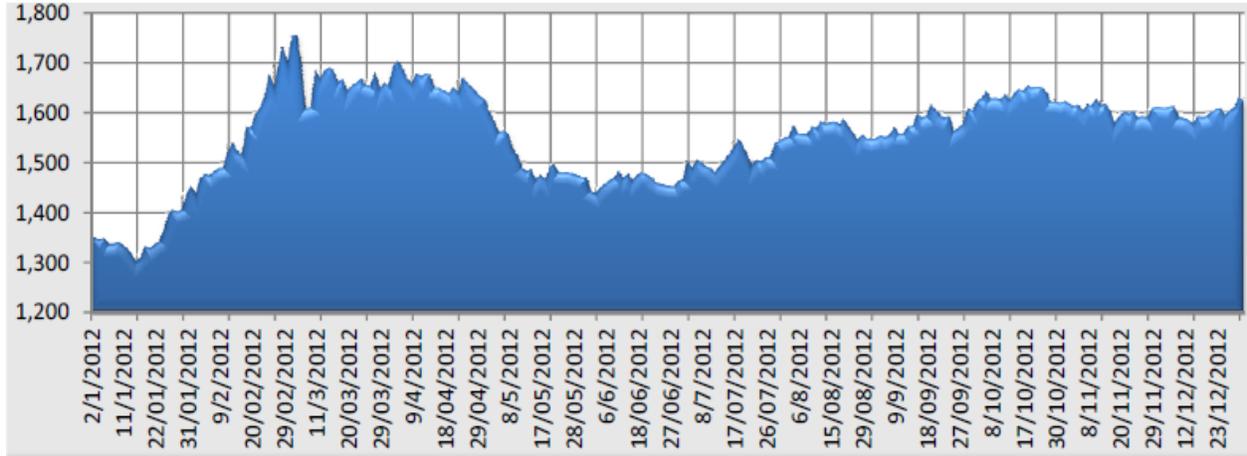
- أداء السوق سنة 2012 :

سجل المؤشر العام لسوق ارتفاعاً بلغت نسبته 19.9% خلال سنة 2012 مقارنة بنهاية السنة السابقة، ليصل إلى 1622.5 نقطة، في حين وصل أدنى مستوى له خلال هذه السنة (2012) ما قيمته 1301.24 نقطة، مقابل أعلى قيمة وصل إليه المؤشر 1754.27 نقطة، وفيما يتعلق بالقيمة السوقية فقد ارتفعت في نهاية سنة 2012 بنسبة 1.0% لتبلغ نحو 181.9 مليار درهم، وارتفعت قيمة الأسهم المتداولة في السوق خلال هذه السنة بنسبة 51.4% لتبلغ حوالي 48.6 مليار درهم، وارتفع عدد الأسهم المتداولة بنسبة 60.8% ليبلغ 40.5

¹ - سوق دبي المالي، التقرير السنوي 2011، ص 24.

مليار سهم، كما ارتفع عدد الصفقات المنفذة بنسبة 39.7% ليلغ نحو 621.4 ألف صفقة مقارنة بـ 444.8 ألف صفقة نفذت خلال سنة السابقة¹، والشكل التالي يوضح تطور مؤشر بورصة دبي خلال سنة 2012 :

الشكل رقم (2-4) : تطور مؤشر سوق دبي المالي خلال سنة 2012



المصدر : سوق دبي المالي، النشرة السنوية 2012، ص 02.

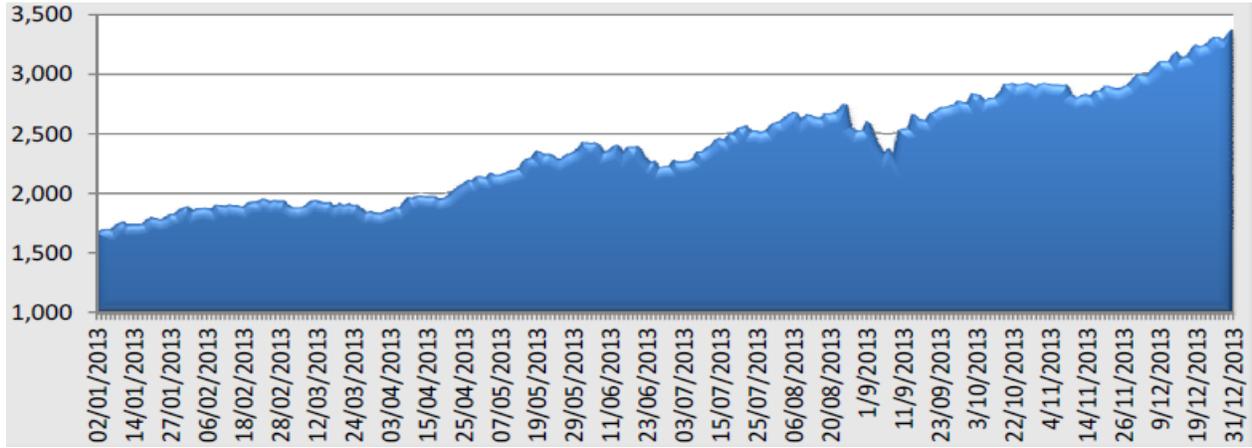
- أداء السوق سنة 2013:

واصل المؤشر العام لسوق نموه الموجب في سنة 2013، حيث سجل ارتفاعا كبيرا بلغت نسبته 107.7% ليلغ 3369.8 نقطة مقارنة بـ 1622.5 نقطة في نهاية سنة 2012، وشهد أدنى مستوى له خلال سنة 2013 ما قيمته 1622.53 نقطة، وأعلى مستوى وصل إليه 3369.81 نقطة، وفيما يتعلق بالقيمة السوقية، فقد ارتفعت في نهاية هذه السنة بنسبة 42.7% لتبلغ نحو 259.6 مليار درهم، وارتفعت قيمة الأسهم المتداولة في السوق بنسبة 229.1% لتبلغ حوالي 159.9 مليار درهم مقارنة مع 48.6 مليار درهم سجلت خلال سنة 2012، وارتفع عدد الأسهم المتداولة بنسبة 214.3% ليلغ 127.2 مليار سهم، كما ارتفع عدد الصفقات المنفذة بنسبة 155.3% ليلغ نحو 1.3 مليون صفقة مقابل 621.4 صفقة نفذت خلال العام الماضي²، والشكل رقم (2-5) يبين تطور مؤشر العام للسوق خلال سنة 2013 :

¹ - سوق دبي المالي، التقرير السنوي 2012، ص 25.

² - سوق دبي المالي، التقرير السنوي 2013، ص 02.

الشكل رقم (2-5) : تطور مؤشر سوق دبي المالي خلال سنة 2013



المصدر : سوق دبي المالي، النشرة السنوية 2012، ص 02.

الفرع الثاني : تقديم عينة الدراسة

1. عينة الدراسة :

تسعى هذه الدراسة لمعرفة تأثير سياسة توزيع الأرباح على سعر السهم السوقي للمؤسسات المساهمة العامة المدرجة في سوق دبي المالي، وإلى البحث فيما إذا كانت المؤسسات من الناحية العملية تتبع منح التوزيعات كسياسة لتوزيع الأرباح النقدية على المساهمين، وعليه فإنه يمكن تحديد المصطلحات المتعلقة بمجتمع الدراسة بما يلي :

✓ **مجتمع الدراسة** : وهو عبارة عن المؤسسات المساهمة العامة التي يتم تداول أسهمها في سوق دبي المالي خلال الفترة الممتدة من سنة 2010 إلى سنة 2013، والبالغ عددها في سنة 2010 (65) مؤسسة، موزعة بين القطاعات الاقتصادية كما يلي :

الجدول رقم (2-1) : عدد المؤسسات المدرجة حسب القطاعات

المجموع	الخدمات	النقل	الاتصالات	العقاري	الصناعي	الغذائي	الاستثمار	التأمين	البنوك	القطاع
65	2	4	2	11	4	5	12	13	12	عدد المؤسسات المدرجة

المصدر: من إعداد الطالب.

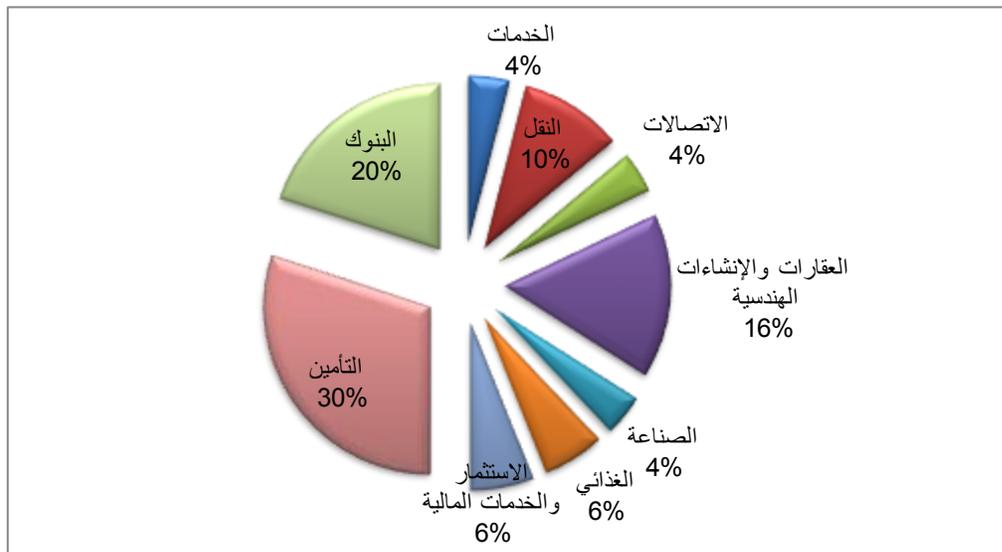
- ✓ عينة الدراسة : تتمثل عينة الدراسة في 30 مؤسسة مدرجة في سوق دبي المالي، موزعة على جميع القطاعات (أنظر ملحق رقم 2)، خلال الفترة الممتدة 2010-2013، وذلك بناء على جملة من الاعتبارات منها :
- أن تكون المؤسسة قائمة ومدرجة في سوق دبي المالي، وأن تكون أسهمها متداولة خلال فترة الدراسة؛
 - أن لا يكون قد حدث لمؤسسة أحداث مشوشة مثل الاندماج أو الاتحاد أو تحويل خلال فترة الدراسة؛
 - أن يتوافر معلومات عن حركة تداول أسهمها في السوق المالي أثناء فترة الاختبار؛
 - أن تكون البيانات حول هذه المؤسسة متاحة؛
 - أن تكون السنة المالية المعتمدة من N/01/01 إلى N/12/31.
- ويمكن عرض توزيع العينة على القطاعات من خلال الجدول التالي :

الجدول رقم (2-2): توزيع عينة الدراسة حسب القطاعات

المجموع	الخدمات	النقل	الاتصالات	العقاري	الصناعي	الغذائي	الاستثمار	التأمين	البنوك	القطاع
30	1	3	1	5	1	2	2	9	6	عدد المؤسسات في العينة
100	4	10	4	16	4	6	6	30	20	نسبة المئوية %

المصدر: من إعداد الطالب.

الشكل رقم (2-6): التوزيع النسبي لمؤسسات العينة حسب القطاع



المصدر : من إعداد الطالب بالاعتماد على برنامج Microsoft Office Excel 2007.

وبالتالي فإن حجم العينة المؤسسات سوف تمثل 46.15% من مؤسسات مجتمع الدراسة والتي استوفت الشروط السابقة، وتعتبر هذه النسبة من الناحية الإحصائية مقبولة ومثلة للمجتمع.

2. حدود الدراسة :

بغرض الإجابة على الأسئلة المطروحة في الإشكالية المقترحة، وبغية تحقيق أهداف البحث تم وضع حدود وأبعاد لهذا الأخير، إذ تغطي هذه الدراسة الفترة الممتدة من سنة 2010 إلى سنة 2013 وهي فترة كافية حسب اعتقادنا لمعرفة أثر سياسة توزيع الأرباح على سعر السهم السوقي، أما الحدود المكانية شملت الدراسة عينة من المؤسسات المساهمة العامة المدرجة في سوق دبي المالي باعتبار هذا البلد من أهم الدول العربية النامية.

3. مصادر جمع البيانات :

تم جمع البيانات اللازمة لهذه الدراسة من خلال المصادر التالية :

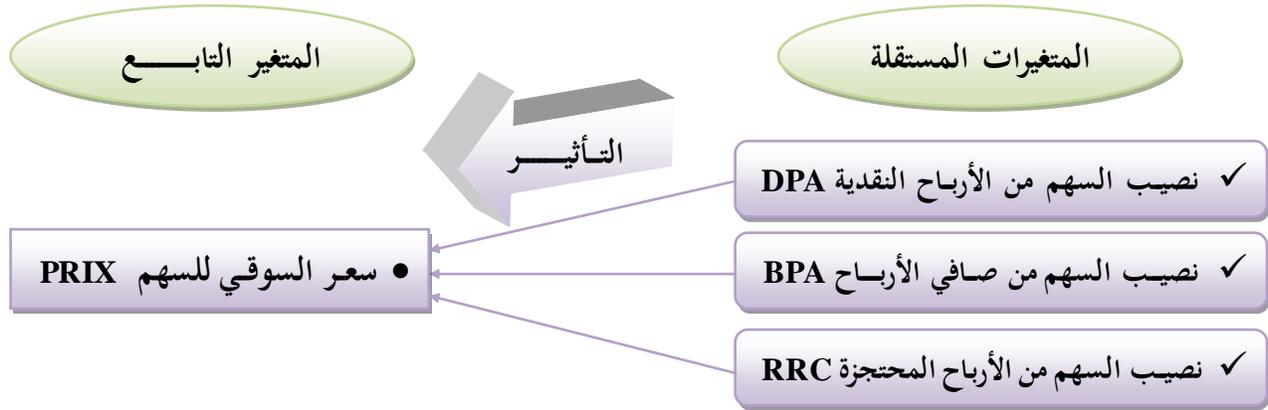
- **البيانات الأولية :** وتتكون من البيانات المالية المتعلقة بالمؤسسات الواقعة ضمن عينة الدراسة، بحيث تم الحصول عليها من خلال التقارير الإحصائية الصادرة عن هذه المؤسسات بشكل سنوي، ومن دليل الشركات ومن منشورات سوق دبي المالي في موقع الرسمي لكونها معتمدة ومدققة وتمتع بمصادقية، بحيث تم الرجوع إلى النشرات السنوية لسوق دبي المالي ابتداء من سنة 2010 إلى سنة 2013 لتحديد عينة الدراسة، وذلك بمتابعة المؤسسات التي استمرت منذ سنة 2010 إلى غاية سنة 2013، ومتابعة حركة تداول أسهم المؤسسات للحصول على حجم التداول، والتي تنطبق عليها معايير اختيار عينة الدراسة، وتم الرجوع إلى التقارير السنوية وأخبار السوق التي تبين فيها أهم الأحداث التي تواجه المؤسسة مثل الاندماج، والتصفية، وإعادة هيكلة رأسمال المؤسسة والإدراج في السوق الموازي.

- **البيانات الثانوية :** وتم جمع البيانات والمعلومات من الكتب، المجلات، الدوريات، المنشورات، والمواقع الإلكترونية الخاصة بهذه الدراسة، وأية مراجع قد نرى أنها تسهم في إثراء الدراسة بشكل علمي، ونرى من خلال اللجوء للمصادر الثانوية في الدراسة التعرف على الأسس والطرق العلمية السليمة في كتابة الدراسات، وكذلك أخذ تصور عام عن آخر المستجدات التي حدثت وتحديث في مجال الدراسة.

الفرع الثالث : متغيرات الدراسة وكيفية قياسها

اشتملت متغيرات الدراسة ثلاثة متغيرات مستقلة ومتغير تابع، وحددت المتغيرات المستقلة في نصيب السهم من الأرباح النقدية الموزعة، نصيب السهم من صافي الأرباح، نصيب السهم من الأرباح المحتجزة والتي تعتبر مهمة من وجهة نظر الطالب في انعكاس تأثيرها على قيمة السهم، أما المتغير التابع فتمثل في سعر السوقي للسهم حيث يعكس هذا الأخير أداء سهم المؤسسة وقيمتها السوقية.

الشكل (2-7) : يوضح متغيرات الدراسة



المصدر : من إعداد الطالب.

❖ المتغير التابع : ويتمثل في :

✓ **سعر السوقي للسهم PRIX**: ومن أجل الحصول على أفضل تمثيل لهذا المتغير فقد اعتمدنا متوسط سعر السهم معبرا عنه بمتوسط سعر الإغلاق للسهم لكل مؤسسة من المؤسسات ضمن العينة خلال الفترة الممتدة من 2010 إلى غاية 2013، وتعتبر القيمة السوقية للسهم المعيار الأساسي بالنسبة للمستثمر لتقييم الوضعية المالية للمؤسسة ومدى إمكانية استمرارها ونموها.

❖ المتغيرات المستقلة :

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

✓ **نصيب السهم من الأرباح النقدية الموزعة DPA** : تدل هذه النسبة على العائد الذي يمكن أن يحصل عليه المستثمر أو المؤسسة في شكل توزيعات نقدية، ومن الواضح أن قيمة هذه التوزيعات لا تعتمد فقط على ما تحققه المؤسسة من أرباح خلال العام بل أيضا على السياسات التي تتبعها الإدارة في توزيع الأرباح لأن قيمة الأرباح التي

توزع على المساهمين تتوقف على توصية مجلس الإدارة والتي تخضع بعد ذلك لمصادقة الهيئة العامة للمساهمين ويختصر باللغة الإنجليزية بـ: "DPS Dividends Per Share"، ويمكن حسابه من خلال المعادلة التالية :

نصيب السهم من الأرباح النقدية الموزعة = الأرباح النقدية الموزعة السنوية / عدد الأسهم المكتتب بها... (2-1)

✓ **نصيب السهم من صافي الأرباح BPA :** (ربحية السهم) وتسمى كذلك نسبة العائد على السهم، وتعتبر من النسب المهمة للمؤسسة بحيث أنها تهتم بالربح قابل للتوزيع على المساهمين، ويختصر باللغة الإنجليزية بـ EPS، ويقاس هذا المعدل ما يستحق لحملة الأسهم من أرباح (لكن هذا لا يعني ما سيقبضه حامل السهم) لأن مجلس الإدارة عادة ما يقوم بإعادة استثمار جزء من الأرباح، بحيث يتم توزيع جزء من الأرباح للمساهمين وتحويل جزء آخر ضمن الاحتياطات للمؤسسة، ويعتبر BPA مؤشراً لمقدار الثروة التي سيحصل عليها المستثمر في المستقبل، ويمكن حسابه من خلال المعادلة التالية :

نصيب السهم من صافي الأرباح = الأرباح الصافية السنوية / عدد الأسهم المكتتب بها..... (2-2)

✓ **نصيب السهم من الأرباح المحتجزة RRC :** هي عبارة عن قيمة التي تحتجزها المؤسسة وتمثل في الفرق بين الأرباح المحققة والتوزيعات الأرباح، ويمكن حسابه من خلال المعادلة التالية :

نصيب السهم من الأرباح غير الموزعة = الأرباح غير الموزعة السنوية / عدد الأسهم المكتتب بها..... (2-3)

المطلب الثاني : الأساليب والأدوات الإحصائية المعتمدة

تم الاعتماد أسلوب الانحدار الخطي البسيط والمتعدد للاختبار فرضيات الأولى للدراسة، ودراسة العلاقة بين المتغير التابع مع المتغيرات المستقلة وقياس مدى تفسير المتغيرات المستقلة للمتغير التابع، ومن أجل القيام بذلك تم الاستعانة ببرنامج الإحصائي EViews نسخة 05، والبرنامج الإحصائي SPSS نسخة 20، والبرنامج الإحصائي 2007 NCSSGESS، هذا للقيام بعمليات التحليل الإحصائي للوصول إلى تأييد أو نفي فرضيات الدراسة عند مستوى دلالة $(\alpha > 0.05)$ ودرجة ثقة (95%)، وذلك وفق الآتي :

✓ **التحليل الإحصائي الوصفي :** من أجل عرض خصائص العينة العامة لمتغيرات الدراسة سيتم استخدام مجموعة مقاييس إحصائية وصفية مثل : الوسط الحسابي، الانحراف المعياري، معامل الاختلاف، وأكبر قيمة، وأدنى قيمة.

✓ حساب معاملات الارتباط : يتم حساب معاملات الارتباط بين المتغيرات المستقلة والمتغير التابع لمعرفة مدى ارتباط هذه المتغيرات مع المتغير التابع.

✓ اختبار تداخل المتغيرات المستقلة : لاختبار تداخل المتغيرات المستقلة في نموذج الدراسة سيتم استخدام معامل تباين التضخم (VIF) Variance Inflationary Factor.

✓ اختبار الارتباط الذاتي بين الأخطاء : نعتمد لاختبار وجود علاقة الارتباط الذاتي بين الأخطاء على اختبار (Breusch-Godfrey) الذي يركز على مضاعف لاغرانج والذي يتوزع توزيع كاي دو، بحيث يسمح باختبار وجود ارتباط ذاتي من درجة أكبر من الواحد.

✓ اختبار ثبات التباين الخطأ : سوف نقوم بإجراء اختبار (ARCH) الذي يستخدم بكثرة في الأسواق المالية خاصة في نمذجة المخاطر، والذي يعتمد على مضاعف لاغرانج LM .

✓ اختبار مدى توزيع البواقي طبيعياً: للتعرف على مدى اقتراب البيانات المتصلة للدراسة من توزيعها الطبيعي سيتم استخدام اختبار (Jarque - Bera) المعلمي الأكثر انتشاراً ضمن حزمة برنامج (EViews).

✓ تقدير النموذج في ظل وجود مشكلة التعدد الخطي : لمعالجة مشكل التعدد الخطي تم اللجوء إلى استعمال مقدرات انحدار الحرف العادية (Ordinary Ridge Regression) ORR بدلا من مقدرات طريقة المربعات الصغرى، وذلك باستخدام البرنامج الإحصائي NCSSGESS 2007.

وفيما يخص الفرضية السادسة والتي تنص على أن المؤسسات المساهمة العامة ضمن العينة المدرجة في سوق دبي المالي تتبع من الناحية العملية منهج متبقي التوزيعات كسياسة لتوزيع الأرباح النقدية على المساهمين، مما يعني أن سياسة توزيع الأرباح النقدية مرتبطة بشكل مطلق مع سياسة الاستثمار، تم استخدام نموذج Lehn and Poulsen لتحديد المؤسسات التي تتبع منهج متبقي الأرباح كبديل من بدائل سياسة التوزيع النقدي¹، ويقوم هذا النموذج الرياضي على حساب النقد الحر (-FCF - Free Cash Flow)، ومن ثم حساب النقد الحر المنمط Standardized FCF، من خلال المعادلات الرياضية التالية :

¹ - لمزيد من المعلومات حول هذا النموذج أنظر:

- Lehn, K. and A. B. Poulsen, **Free Cash Flow and Stockholder Gains in Going Private Transactions**, Journal of Finance, 44, 1989, pp :771-787.

- التدفق النقدي الحر (Free Cash Flow -FCF) = صافي التدفقات النقدية من العمليات التشغيلية - (الإنفاق الاستثماري + التوزيعات الأرباح النقدية) (2-4)
- التدفق النقدي الحر المنمط (Standardized FCF) = التدفق النقدي الحر مقسوما على القيمة السوقية للمؤسسة. (2-5)

حيث أن :

- التدفق النقدي الحر : يركز مقياس التدفق النقدي الحر على النقدية التي يتم توليدها من العمليات الفائضة من الاستثمار، ويستخدم في تحديد درجة المرونة المالية للمؤسسة.
- صافي التدفقات النقدية من العمليات التشغيلية : وهو صافي التدفقات النقدية التشغيلية من العمليات العادية المستمرة للمؤسسة، والمفصح عنه في قائمة التدفقات النقدية للمؤسسة t عن السنة المالية t .
- القيمة السوقية للمؤسسة : تحسب بضرب عدد الأوراق المالية المكتتب بها في سعر الإغلاق في نهاية الفترة المحددة. وقاعدة القرار، أن المؤسسات التي تتبع مدخل متبقي التوزيعات، يكون الوسط الحسابي، والانحراف المعياري للنقد الحر المنمط خلال فترة الدراسة 2010-2013 يساوي صفرا، وكلما ابتعدت القيم عن الصفر ابتعدت المؤسسة عن استخدام منهج المتبقي توزيعات.

المبحث الثاني: عرض ومناقشة النتائج المتوصل إليها

بعد تحديد طريقة وأدوات الدراسة سنتناول في ما يلي عرض النتائج المتوصل إليها وتحليلها ومناقشتها، من أجل الوصول إلى النتيجة النهائية ومقارنتها مع نتائج الدراسات السابقة.

المطلب الأول : عرض النتائج المتوصل إليها

سنعرض من خلال هذا المطلب نتائج الدراسة المتوصل إليها بناء على المعلومات التي تم جمعها، وتلخيصها، ومعالجتها في ما سبق، وقبل تطبيق الانحدار الخطي المتعدد والبسيط، نقوم بالتحليل الإحصائي الوصفي لمتغيرات الدراسة.

الفرع الأول : تحليل الإحصائي الوصفي لمتغيرات الدراسة

يبين الجدول رقم (2-3) بعض المقاييس الإحصائية الوصفية لسياسة توزيع الأرباح، وسعر السهم السوقي، التي إمتدت من سنة 2010 ولغاية 2013، وقد اشتملت هذه المقاييس على مقاييس النزعة المركزية كالوسط الحسابي، وكذلك بعض مقاييس التشتت مثل: الانحراف المعياري، وأكبر قيمة وأقل قيمة، ومعامل الاختلاف.

الجدول رقم (2-3): التحليل الإحصائي الوصفي لمتغيرات الدراسة للفترة (2010-2013)

الوحدة : ألف درهم الإماراتي

statistiques descriptives					
N = 120	المتوسط الحسابي Moyenne	أدنى قيمة Minimum	أكبر قيمة Maximum	الانحراف المعياري Ecart type	معامل الاختلاف cv%
PRIX	18.07630	0.285	383.500	69.48610	384.404
BPA	2.665328	-2.402562	52.18716	9.921856	372.256
DPA	1.089177	0.000	25.000	3.996868	366.962
RRC	1.593761	0.000	32.18716	5.940923	372.761

المصدر : من إعداد الطالب بالاعتماد على معطيات الدراسة ونتائج SPSS 20.

- التحليل الإحصائي للمتغير التابع :

نلاحظ من خلال الجدول أعلاه أن سعر السهم السوقي PRIX خلال فترة الدراسة لعينة المؤسسات يتراوح بين أدنى قيمة والتي تمثل 0.285 ألف درهم وهي قيمة أخذتها أحد مؤسسات قطاع العقارات والإنشاءات الهندسية، وأعلى قيمة لهذا المتغير هي 383.500 ألف درهم والتي أخذتها أحد مؤسسات قطاع التأمين، مما يدل على أن انخفاض سعر السهم السوقي وارتفاعه غير متعلق بقطاع اقتصادي واحد، في حين بلغ متوسط بـ 18.07630 ألف درهم وانحراف معياري قدره 69.48610 ألف درهم، مما يدل على أن التباين بين المؤسسات في هذه القيمة أكثر من القيم الأخرى، وقد بلغ معامل الاختلاف 384.404% و هي نسبة كبيرة مما يعني عدم وجود تجانس في توزيع القيم حول المتوسط الحسابي؛

- التحليل الإحصائي للمتغيرات المستقلة :

من خلال الجدول رقم (2-3) نلاحظ أن المتوسط الحسابي للمشاهدات التي تخص ربحية السهم الواحد BPA هو 2.665328 ألف درهم والانحراف المعياري قدره 9.921856 ألف درهم، مما يدل على وجود التباين بين المؤسسات في هذه القيمة، ويرجع ذلك إلى تباين الأرباح المحققة بين تلك المؤسسات، وقد كانت أدنى قيمة

للمشاهدات لهذا المتغير هي 2.402562- (خسارة) وهي من أحد المؤسسات قطاع البنوك، وأعلى قيمة له 52.18716 ألف درهم والتي أخذتها أحد المؤسسات قطاع التأمين، مما يدل على أن انخفاض الأرباح وارتفاعها غير متعلق بقطاع اقتصادي بعينه، وقد بلغ معامل الاختلاف 372.256% و هي نسبة كبيرة مما يعني عدم وجود تجانس في توزيع القيم حول المتوسط الحسابي؛

وفيما يخص نسبة التوزيعات السهم الواحد DPA خلال فترة الدراسة فقد كان المتوسط الحسابي 1.08918 ألف درهم والانحراف المعياري قدره 3.99687 ألف درهم، مما يدل على أن التباين بين المؤسسات في هذه النسبة منخفض، كما من الملاحظ أن المؤسسات العينة لم توزع الأرباح نقدية ولو لسنة واحدة خلال فترة الدراسة ما نسبته 16.67%، ويمكن إرجاع ذلك إلى تحقيق نتائج منخفضة وسلبية خلال الفترة المحددة، ويتضح أن أعلى قيمة لهذا المتغير 25.000 ألف درهم وهي من القطاع التأمين، وقد بلغ معامل الاختلاف 366.962% و هي نسبة كبيرة مما يعني عدم وجود تجانس في توزيع القيم حول المتوسط الحسابي؛

وعند النظر للمتغير الثالث والمتمثل في نصيب السهم من الأرباح المحتجزة فهو يتراوح بين أدنى قيمة والتي تمثل 0.000 وأعلى قيمة له 32.18716 ألف درهم، وبمتوسط يقدر بـ 1.593761 ألف درهم، وانحراف معياري قدره 5.940923 ألف درهم، وقد بلغ معامل الاختلاف 372.761% و هي نسبة كبيرة جداً مما يعني عدم وجود تجانس في توزيع القيم حول المتوسط الحسابي.

الفرع الثاني : النماذج ومعالمها المقدره

قبل الشروع في بناء النموذج، واختبار فرضياته، نقوم بعرض نموذج الدراسة.

1. تقدير النموذج الانحدار المتعدد :

يكون النموذج المقدر لدالة الانحدار المتعدد للمتغيرات قيد الدراسة كما هو مبين في المعادلة التالية :

$$PRIX = \beta_0 + \beta_1 DPA + \beta_2 BPA + \beta_3 RRC + \varepsilon_t \dots \dots (2 - 6)$$

حيث أن :

PRIX : سعر السهم السوقي للمؤسسات العينة ومعبّر عنه بمتوسط سعر السهم خلال الفترة المحددة؛
 β_0 : ثابت (**Y_i Intercepte**) : وهو عبارة عن قيمة المتغير التابع عندما تكون قيمة المتغير المستقل تساوي صفرًا؛

DPA : نصيب السهم من الأرباح النقدية الموزعة؛

β_1 : معامل الانحدار للمتغير المستقل DPA، وهو عبارة عن قيمة التغير في سعر السهم السوقي للمؤسسة نتيجة تغير نصيب السهم من الأرباح النقدية الموزعة بقيمة وحدة واحدة، مع بقاء المتغيرات المستقلة الأخرى ثابتة؛

BPA : نصيب السهم من الأرباح الصافية؛

β_2 : معامل الانحدار للمتغير المستقل BPA، وهو عبارة عن قيمة التغير في سعر السهم السوقي للمؤسسة نتيجة تغير نصيب السهم من الأرباح الصافية بقيمة وحدة واحدة، مع بقاء المتغيرات المستقلة الأخرى ثابتة؛

RRC : نصيب السهم من الأرباح المحتجزة؛

β_3 : معامل الانحدار للمتغير المستقل RRC، وهو عبارة عن قيمة التغير في سعر السهم السوقي للمؤسسة نتيجة تغير نصيب السهم من الأرباح المحتجزة بقيمة وحدة واحدة، مع بقاء المتغيرات المستقلة الأخرى ثابتة؛

ϵ_t : حد الخطأ العشوائي لنموذج الانحدار المتعدد.

ويرجع وجود حد الخطأ إلى عدة أسباب منها¹:

- إهمال بعض المتغيرات المستقلة التي يمكن أن تؤثر على المتغير التابع في النموذج؛
 - الصياغة الرياضية غير السليمة للنموذج؛
 - حدوث خطأ في كل من تجميع البيانات وقياس المتغيرات الاقتصادية.
- حيث يسعى الاقتصاد القياسي لتحقيق أهداف ومناهج رئيسية تتمثل في² :

- بناء النماذج القياسية الاقتصادية في شكل قابل للاختبار الميداني، وتمثل هذه المرحلة مشكلة تصور الصياغة الرياضية في منهجية القياس الاقتصادي؛
- تقدير واختبار هذه النماذج مستعملين البيانات المتوفرة، وتمثل هذه العملية المرحلة الإحصائية في القياس الاقتصادي؛
- استعمال النماذج المقدرة لغرض التنبؤ، التحليل الاقتصادي أو اتخاذ القرارات المناسبة.

¹ - محمد شبيخي، طرق الاقتصاد القياسي، محاضرات وتطبيقات، الطبعة الأولى، دار الحامد للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2012، ص 19.

² - سعيد هتهات، دراسة اقتصادية وقياسية لظاهرة التضخم في الجزائر، مذكرة ماجستير غير منشورة، كلية الحقوق والعلوم الاقتصادية، جامعة ورقلة، 2006، ص 89.

وفي هذا الإطار تسعى دراستنا للوصول إلى تصور نموذج لتفسير الظاهرة محل الدراسة، وكذلك تقدير واختبار هذا النموذج مستعملين البيانات المتوفرة بغية دراسة مدى وجود علاقة إحصائية بين متغيرات الدراسة، ومنه سنقوم باختبار النموذج على مستوى الإحصائي وتفسيره اقتصادياً.

2. تحليل الارتباط :

سنقوم بحساب معاملات الارتباط بين المتغيرات المستقلة والمتغير التابع لمعرفة مدى ارتباط المتغيرات (RRC، BPA، DPA) مع المتغير التابع PRIX، والجدول التالي يوضح نتائج تحليل الارتباط لعينة الدراسة.

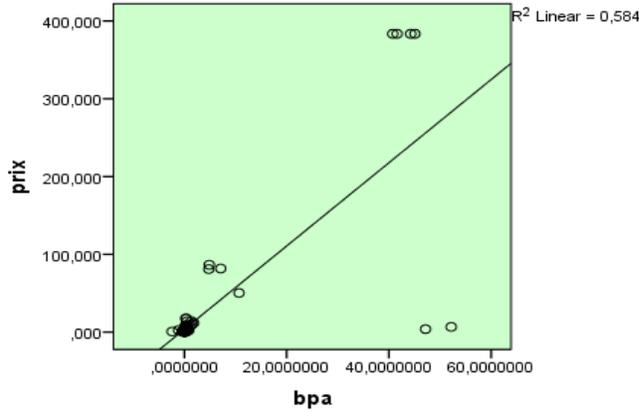
الجدول رقم (2-4) : مصفوفة معاملات الارتباط للمتغيرات الدراسة

	PRIX	RRC	DPA	BPA
PRIX	1.000000	0.754910	0.731407	0.763898
RRC	0.754910	1.000000	0.934354	0.991350
DPA	0.731407	0.934354	1.000000	0.971187
BPA	0.763898	0.991350	0.971187	1.000000

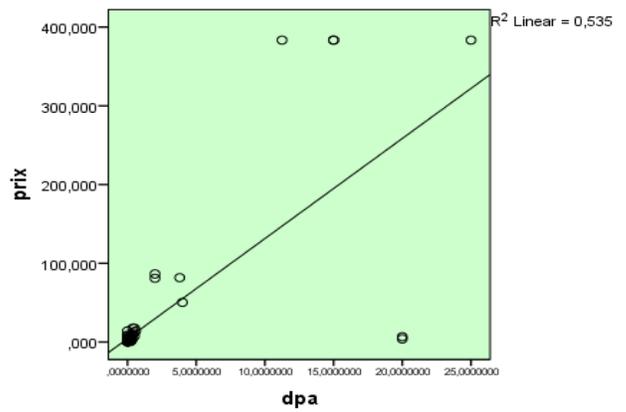
المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على معطيات الدراسة والبرنامج الإحصائي SPSS 20.

نلاحظ من خلال مصفوفة معاملات الارتباط الواردة أعلاه، وجود علاقة ارتباط قوية بين المتغير التابع سعر السهم السوقي PRIX والمتغير المستقل ربحية السهم الواحد BPA بنسبة 76%، مما يدل أن ربحية السهم الواحد لها ارتباط وتشرح وتفسر نسبة كبيرة من التغيرات الكلية التي تحدث في سعر السهم السوقي، أي أن ربحية السهم الواحد يُفسر 58% من اختلافات التي تحدث في سعر السهم السوقي، وتم الكشف أيضاً عن وجود علاقة قوية بين المتغير التابع PRIX والمتغيرات المستقلة (نصيب السهم من الأرباح النقدية الموزعة DPA ونصيب السهم من الأرباح المحتجزة RRC) حيث بلغت معاملات الارتباط 73%، 75% على التوالي، مما يعني أن المتغيرين يفسران سعر السهم السوقي بحوالي 53%، 57% على التوالي، ويمكن تمثيل ذلك في الأشكال التالية :

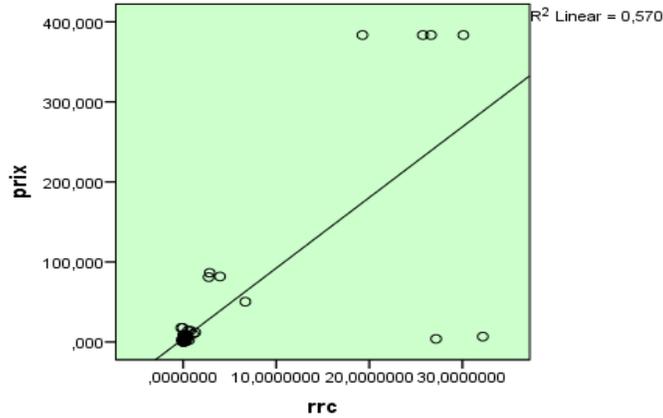
الشكل رقم (2-9) : العلاقة بين BPA و PRIX



الشكل رقم (2-8) : العلاقة بين DPA و PRIX



الشكل رقم (2-10) : العلاقة بين RRC و PRIX



المصدر : من إعداد الطالب بالاعتماد على معطيات الدراسة والبرنامج الإحصائي SPSS 20.

وكذلك كشفت نتائج تحليل الارتباط والتي يوضحها الجدول رقم (2-4) عن وجود علاقات بين المتغيرات المستقلة للدراسة الحالية، فقد أظهرت معاملات الارتباط عن وجود علاقة قوية بين نصيب السهم من الأرباح الصافية BPA ونصيب السهم من الأرباح المحتجزة RRC، حيث بلغ معامل الارتباط 99%، ووجود علاقة قوية بين ربحية السهم BPA ونصيب السهم من التوزيعات النقدية DPA بنسبة 97%، وبين نصيب السهم من الأرباح المحتجزة RRC ونصيب السهم من التوزيعات النقدية DPA بنسبة 93%، وهذه نتيجة منطقية لوجود عدد الأسهم المكتتب بها في حساب نسب المذكورة (المتغيرات المستقلة).

3. تحليل الانحدار :

تم الاعتماد على البرنامج الإحصائي EViews 05 لتقدير معلمات نموذج الانحدار المتعدد باستعمال طريقة مربعات الصغرى، والجدول التالي يوضح مخرجاته :

الجدول رقم (2-5): نتائج الانحدار المتعدد باستعمال طريقة المربعات الصغرى

Dependent Variable: PRIX				
Method: Least Squares				
Date: 04/22/15 Time: 23:40				
Sample: 1 120				
Included observations: 120				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	5.343601	4.226774	1.264227	0.2087
DPA	25.39824	10.21606	2.486110	0.0143
BPA	32.98777	11.17379	2.952244	0.0038
RRC	-29.82087	12.48025	-2.389446	0.0185
R-squared	0.604920	Mean dependent var		18.07630
Adjusted R-squared	0.594702	S.D. dependent var		69.48610
S.E. of regression	44.23693	Akaike info criterion		10.44976
Sum squared resid	227001.1	Schwarz criterion		10.54268
Log likelihood	-622.9857	F-statistic		59.20379
Durbin-Watson stat	0.798535	Prob(F-statistic)		0.000000

المصدر : من إعداد الطالب بالاعتماد على معطيات الدراسة والبرنامج الإحصائي EViews 5.

نلاحظ من خلال نتائج تقدير النموذج بطريقة المربعات الصغرى أن المتغيرات المستقلة للدراسة تفسر 60.49% من التغير في سعر السوقي للسهم، حيث بلغ معامل التحديد 60.49% ومعامل التحديد المصحح 59.47%.

أما بخصوص المعنوية الإحصائية للمعالم يمكن الاعتماد على توزيع ستودنت للوقوف على القدرة التفسيرية للمتغيرات المستقلة لسلوك المتغير التابع، وهذا من خلال الاعتماد على إحصائية t المحسوبة ومقارنتها بالقيمة الجدولة والمستخرجة من جدول توزيع ستودنت بمستوى معنوية α ودرجة حرية $(n-k-1)$ كذلك يمكن الاعتماد على الاحتمال المرفق للإحصائية t المحسوبة ومقارنتها بمستوى معنوية α .

ولاختبار المعنوية الإحصائية للمعاملات المقدرة نقوم بوضع فرضيتين :

$$H_0 : \beta_j = 0 \quad \text{ليس لها معنوية إحصائية}$$

$$H_1 : \beta_j \neq 0 ; j = 1, 2, 3 \quad \text{لها معنوية إحصائية}$$

وانطلاقاً من الجدول رقم (2-5) نلاحظ أن القيمة الإحصائية t-Statistic للمتغير المستقل DPA أكبر تماماً من القيمة الجدولة للتوزيع الطبيعي (1.98) عند مستوى 5%، هذا ما تؤكدته القيمة الاحتمالية المرفقة لـ t-Statistic والتي هي أقل تماماً من مستوى المعنوية $0.0143 < 0.05$ prob = ومنه نرفض الفرضية H_0 ونقبل الفرضية H_1 أي أن β_1 يختلف معنوياً عن الصفر وبالتالي هناك علاقة ذات دلالة إحصائية بين المتغير DPA والمتغير التابع PRIX.

وبالنسبة لمتغير المستقل الثاني BPA نلاحظ من خلال نتائج الانحدار أن القيمة الإحصائية t-Statistic المرفقة له أكبر من القيمة الجدولة (1.98) عند مستوى 5%، وهذا ما تؤكدته قيمة الاحتمالية المرفقة لـ t-Statistic والتي هي أقل تماماً من مستوى المعنوية $0.0038 < 0.05$ prob = ومنه نرفض الفرضية H_0 ونقبل الفرضية H_1 أي أن β_2 يختلف معنوياً عن الصفر وبالتالي هناك علاقة ذات دلالة إحصائية بين المتغير BPA والمتغير التابع PRIX.

ونلاحظ كذلك من خلال نتائج الانحدار أن القيمة الإحصائية t-Statistic للمتغير الثالث RCC بالقيمة المطلقة أكبر من القيمة الجدولة عند مستوى 5%، كذلك ما تبينه القيمة الاحتمالية المرفقة حيث بلغت 0.0185 prob = وهي أقل تماماً من المعنوية الإحصائية 0.05، ومنه نرفض الفرضية H_0 ونقبل الفرضية H_1 أي أن β_3 يختلف معنوياً عن الصفر وبالتالي هناك علاقة ذات دلالة إحصائية بين المتغير RCC والمتغير التابع PRIX.

ويظهر من الجدول (2-5) أن النموذج مقبول من الناحية الإحصائية ويتضح هذا من خلال مستوى الدلالة المرفقة بإحصائية فيشر في الجدول (F-Statistic) prob، والمقدرة 0.0000، فهي أقل من نسبة المعنوية 5%.

وأيضاً يتم مقارنة قيمة فيشر محسوبة بقيمة Fisher الجدولة $(K, n-K-1, \alpha)$ ، حيث نجد قيمة Fc أكبر من القيمة الجدولة لتوزيع Fisher بدرجتي حرية 3 و 116 ونسبة معنوية $\alpha = 5\%$ أي $Fc = 59.20 < 2.68$ ، ومنه نرفض الفرضية H_0 ونقبل H_1 أي أن المعامل المقدرة للنموذج لها معنوية إحصائية كلية وأن قيمة R^2 لها دلالة إحصائية وهذا يدل على المعنوية الإحصائية الكلية للنموذج المقترح.

وبناءً عليه فإنه، يمكن كتابة معادلة الانحدار المتعدد من خلال نتائج التي تظهر في الجدول رقم (2-5) على النحو التالي :

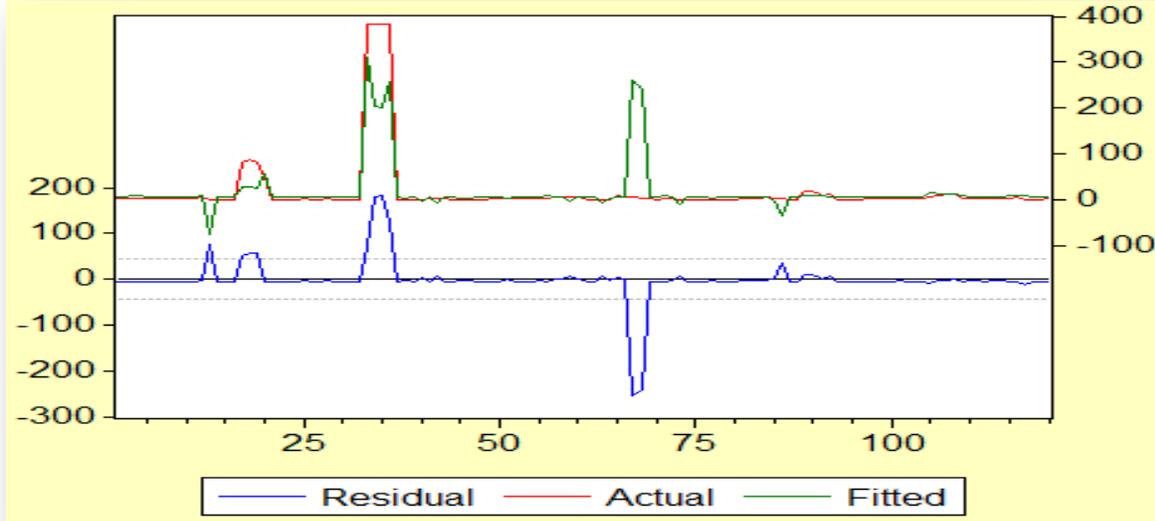
$$PRIX = 5.344 + 25.398 DPA + 32.988 BPA - 29.821 RRC \dots \dots (2 - 7)$$

(1.26) (2.49) (2.95) (-2.39)

$$R^2 = 60.49 \quad F_{STAT} = 59.20 \quad (.) : t-Statistic \quad n : 120$$

ويمكن توضيح القدرة التفسيرية من خلال عرض التمثيل البياني للسلسلة الأصلية مع السلسلة المقدرة لدالة قيمة السهم وهو ما يوضحه الشكل أدناه.

الشكل رقم (2-11) : التمثيل البياني لسلسلة الحقيقية مع النموذج المقدر لدالة سعر السهم



المصدر : من إعداد الطالب بالاعتماد على معطيات الدراسة والبرنامج الإحصائي 5.EVIEWS.

من خلال التمثيل البياني للنموذج المقدر يمكننا ملاحظة التطابق بين منحني القيم الأصلية ومنحني القيم المقدرة والذي يمكن أن يعطينا فكرة عن مدى أهمية تعبير وتفسير النموذج لسعر السهم السوقي.

ولفحص مدى إمكانية الاعتماد على نتائج تحليل نموذج الانحدار المتعدد في تفسير المتغير التابع، سنقوم بإجراء بعض اختبارات لتشخيص القوة الإحصائية للنموذج.

وكما هو معلوم أنّ من بين الشروط قبول نموذج المقدر هو عدم وجود تداخل المتغيرات المستقلة فيما بينها، وكذلك عدم وجود ارتباط ذاتي بين حدود المتغير العشوائي من جهة، وأنّ هذا المتغير العشوائي يتوزع توزيعاً طبيعياً، وهذا ما سيتم التأكد منه في الاختبارات التالية.

✓ اختبار تداخل المتغيرات المستقلة (مشكلة التعدد الخطي) :

يُواجه تطبيق تحليل الانحدار المتعدد العديد من المشاكل من أهمها احتمالية التداخل بين المتغيرات المستقلة، بحيث لا تتصف المتغيرات المستقلة بالاستقلالية بشكل كامل (Multi-Collinearity)، وتظهر حالة التداخل هذه عندما تكون هناك علاقة ارتباط قوية بين متغير واحد أو أكثر من المتغيرات المستقلة مع بعضها، والمتغيرات التي تتصف

بأنها "Collinear" عادة لا تضيف معلومات جديدة لنموذج الانحدار، وتعمل على تشويه نتائج النموذج بسبب صعوبة عزل تأثير العلاقات بين المتغيرات التي يفترض أن تكون مستقلة عن المتغير التابع.

إن أحد الأساليب التي يتم به اختبار التداخل بين المتغيرات المستقلة، هو معامل تباين التضخم (VIF) Variance Inflationary Factor لكل واحد من المتغيرات المستقلة.

ويمكن حساب معامل تباين التضخم (VIF) من خلال المعادلة التالية :

$$VIF = \frac{1}{1 - R_j^2} \dots (2 - 8)$$

حيث : R_j^2 : تمثل معامل التحديد للمتغير التفسيري X_j المستخرج من انحدار X_j على بقية المتغيرات التفسيرية الأخرى في النموذج.

وقاعدة القرار، إنه إذا كان معامل تباين التضخم VIF لمتغير مستقل معين يساوي واحداً، فإن ذلك يعني أن المتغير المستقل، مستقل تماماً عن المتغيرات المستقلة الأخرى، أو أن التداخل ليس له تأثير معنوي على علاقة المتغيرات المستقلة مع المتغير التابع، ويكون المتغير المستقل غير مستقل ومتداخل مع المتغيرات المستقلة الأخرى، إذا كان معامل تباين التضخم لذلك المتغير أكبر من عشرة.

وفي الحالات التي يكون هناك احتمالية تداخل بين المتغيرات المستقلة، أي أن معامل تباين التضخم أكبر من عشرة، تنعدم واحدة من أهم فرضيات نموذج تحليل الانحدار المتعدد، وهي استقلالية المتغيرات المستقلة عن بعضها، مما يؤدي إلى أن مصداقية المتغيرات المستقلة في تفسير المتغير التابع تصبح موضع الشك، لأن نتيجة التداخل بين المتغيرات المستقلة سوف تؤثر في المتغير التابع بالإضافة لتأثير المتغيرات المستقلة نفسها، والجدول التالي يوضح قيمة معامل التضخم (VIF) باستخدام برنامج SPSS 20.

الجدول رقم (2-6): قيمة معامل تباين التضخم للمتغيرات المستقلة VIF

Coefficients ^a								
Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.	Collinearity Statistics	
		B	Std. Error	Beta			Tolerance	VIF
1	(Constant)	5,344	4,227		1,264	,209		
	dpa	25,398	10,216	1,461	2,486	,014	,010	101,387
	bpa	32,988	11,174	4,710	2,952	,004	,001	747,419
	rrc	-29,821	12,480	-2,550	-2,389	,018	,003	334,296

a. Dependent Variable: prix

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على معطيات الدراسة والبرنامج الإحصائي SPSS 20.

بناء على نتائج الجدول رقم (2-6)، نجد أن قيمة معامل تباين التضخم بين المتغيرات المستقلة كانت كلها أكبر تماماً من عشرة، وعليه نستنتج بأن هناك تداخل بين المتغيرات المستقلة أي أن المتغيرات المستقلة مرتبطة فيما بينها، ومنه فالنموذج يعاني من مشكلة التعدد الخطي ذو أثر خطير.

✓ اختبار الارتباط الذاتي بين الأخطاء :

من بين الافتراضات الكلاسيكية لتقدير معالم نموذج الانحدار، هو استقلال القيمة المقدرة لحد الخطأ في فترة زمنية معينة عن القيمة المقدرة لحد الخطأ في فترة زمنية سابقة لها، أي ($Cov(\epsilon_i, \epsilon_j) = 0, \forall i \neq j$)، وإذا تم إسقاط هذا الافتراض فإن ذلك يدل على وجود ما يسمى بالارتباط الذاتي.

نعتمد لاختبار وجود علاقة الارتباط الذاتي بين الأخطاء على اختبار Breusch-Godfrey الذي يتركز على مضاعف لاغرانج والذي يتوزع توزيع كاي دو، بحيث يسمح باختبار وجود ارتباط ذاتي من درجة أكبر من الواحد. وفي هذا الصدد فإن فرضيات هذا الاختبار هي كالتالي :

$$H_0: P_1 = P_2 = P_3 = \dots \dots P_n = 0 \quad \text{الاستقلالية بين الأخطاء}$$

$$H_1: P_n \neq 0 \quad \text{الارتباط الذاتي بين الأخطاء}$$

$$LM = n * R^2 \sim \chi^2_{\alpha} P$$

حيث أن : R^2 : هو معامل التحديد للمعادلة الوسيطة؛

n : عدد المشاهدات المستخدمة للمعادلة الوسيطة؛

$$x^2_{\alpha} P < LM \quad \text{نرفض الفرضية } H_0 \text{ ونقبل الفرضية } H_1 \text{ أي أن هناك ارتباط ذاتي بين الأخطاء؛}$$

$$x^2_{\alpha} P > LM \quad \text{نرفض الفرضية } H_1 \text{ ونقبل الفرضية } H_0 \text{ أي هناك استقلالية تامة بين الأخطاء؛}$$

الجدول رقم (2-7) : نتائج اختبار Breusch- Godfrey

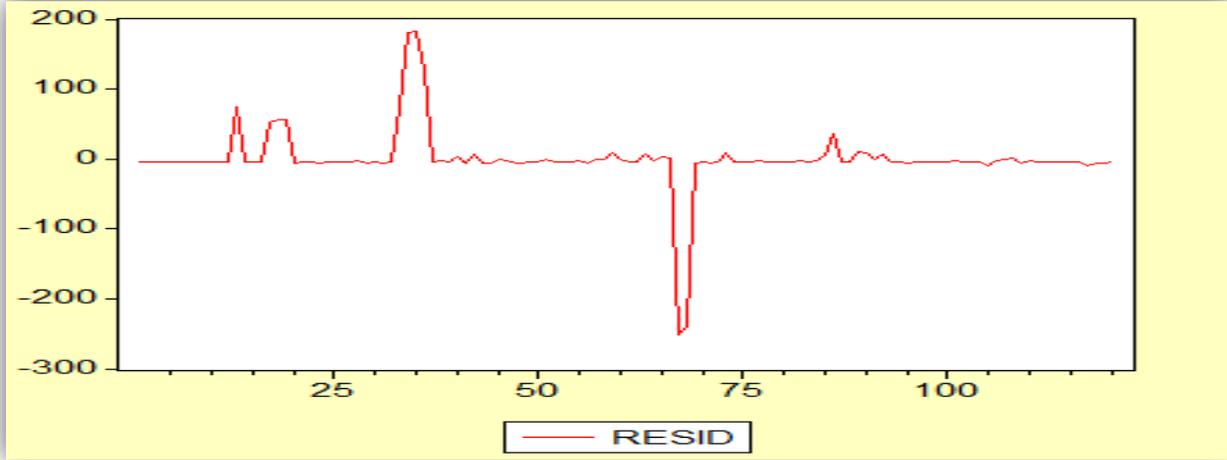
Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test:				
F-statistic	70.53451	Probability	0.000000	
Obs*R-squared	45.62031	Probability	0.000000	
Test Equation:				
Dependent Variable: RESID				
Method: Least Squares				
Date: 03/23/15 Time: 18:47				
Presample missing value lagged residuals set to zero.				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	1.185506	3.345128	0.354398	0.7237
RRC	2.202425	9.871727	0.223104	0.8239
DPA	-3.303076	8.087497	-0.408418	0.6837
BPA	-0.421427	8.835361	-0.047698	0.9620
RESID(-1)	0.632942	0.075364	8.398483	0.0000
R-squared	0.380169	Mean dependent var	3.09E-15	
Adjusted R-squared	0.358610	S.D. dependent var	43.67577	
S.E. of regression	34.97854	Akaike info criterion	9.988120	
Sum squared resid	140702.3	Schwarz criterion	10.10427	
Log likelihood	-594.2872	F-statistic	17.63363	
Durbin-Watson stat	1.703274	Prob(F-statistic)	0.000000	

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على معطيات الدراسة والبرنامج الإحصائي EViews 5.

نلاحظ من خلال نتائج الجدول أعلاه أن إحصائية مضاعف لاغرانج المحسوبة تساوي $LM = n * R^2 = 45.62$ فهي أكبر تماما من القيمة الجدولة لتوزيع χ^2_{α} أي بدرجة حرية 1 ونسبة معنوية 5% والتي تساوي 3.841، وهذا ما تبينه القيمة الاحتمالية المرفقة حيث بلغت $prob = 0.00000$ وهي أقل تماما من المعنوية الإحصائية 0.05، وبالتالي نرفض الفرضية العدم H_0 ونقبل الفرضية H_1 أي أن هناك ارتباط ذاتي بين الأخطاء من الدرجة الثانية.

ويمكن ملاحظة مشكل ارتباط ذاتي بين الأخطاء من خلال الشكل رقم (2-12) والذي يوضح أن البواقي ليست عبارة عن تشويش أبيض، بحيث توجد قيم خارج مجال الثقة، وهو دليل على وجود ارتباط ذاتي بين الأخطاء أو سلسلة البواقي.

الشكل رقم (2-12) : التمثيل البياني لبواقي النموذج المقدر



المصدر : من إعداد الطالب بالاعتماد على معطيات الدراسة والبرنامج الإحصائي EViews 5.

✓ اختبار ثبات تباين الخطأ :

من بين الافتراضات نموذج الانحدار الخطي هو ثبات تباين الخطأ، ويترتب على إسقاط هذا الافتراض، حدوث عدم ثبات تباين حد الخطأ، ويتم اكتشاف عدم ثبات تباين الخطأ بواسطة عدة اختبارات منها : اختبار Goldfeld-Quandt ، Gleisjer ، white ، واختبار ARCH.

وسوف نقوم بإجراء اختبار ARCH الذي يستخدم بكثرة في الأسواق المالية خاصة في نمذجة المخاطر، والذي يعتمد على مضاعف لاغرانج LM .

وفي هذا الصدد فإن فرضيات هذا الاختبار هي كالتالي :

$$H_0 : Q_0 = Q_1 = Q_2 = \dots \dots Q_q = 0 \text{ ثبات تباين الشرطي}$$

$$H_1 : Q_q \neq 0 \text{ عدم ثبات تباين الشرطي}$$

$$LM = (n - q) * R^2 \sim \chi^2_{\alpha} q$$

$\chi^2_{\alpha} q < LM$ نرفض الفرضية H_0 ونقبل الفرضية H_1 وهذا يدل على عدم ثبات تباين الشرطي؛

$\chi^2_{\alpha} q > LM$ نرفض الفرضية H_1 ونقبل الفرضية H_0 وهذا يدل على ثبات تباين الشرطي؛

الجدول رقم (2-8) : نتائج اختبار تجانس التباين

ARCH Test:				
F-statistic	46.81303	Probability	0.000000	
Obs*R-squared	34.00676	Probability	0.000000	
Test Equation:				
Dependent Variable: RESID^2				
Method: Least Squares				
Date: 03/23/15 Time: 18:42				
Sample (adjusted): 2 120				
Included observations: 119 after adjustments				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	887.7662	710.8331	1.248910	0.2142
RESID^2(-1)	0.534575	0.078131	6.842005	0.0000
R-squared	0.285771	Mean dependent var	1907.405	
Adjusted R-squared	0.279667	S.D. dependent var	8933.341	
S.E. of regression	7581.946	Akaike info criterion	20.72159	
Sum squared resid	6.73E+09	Schwarz criterion	20.76830	
Log likelihood	-1230.935	F-statistic	46.81303	
Durbin-Watson stat	1.618291	Prob(F-statistic)	0.000000	

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على معطيات الدراسة والبرنامج الإحصائي 5.EVIEWS.

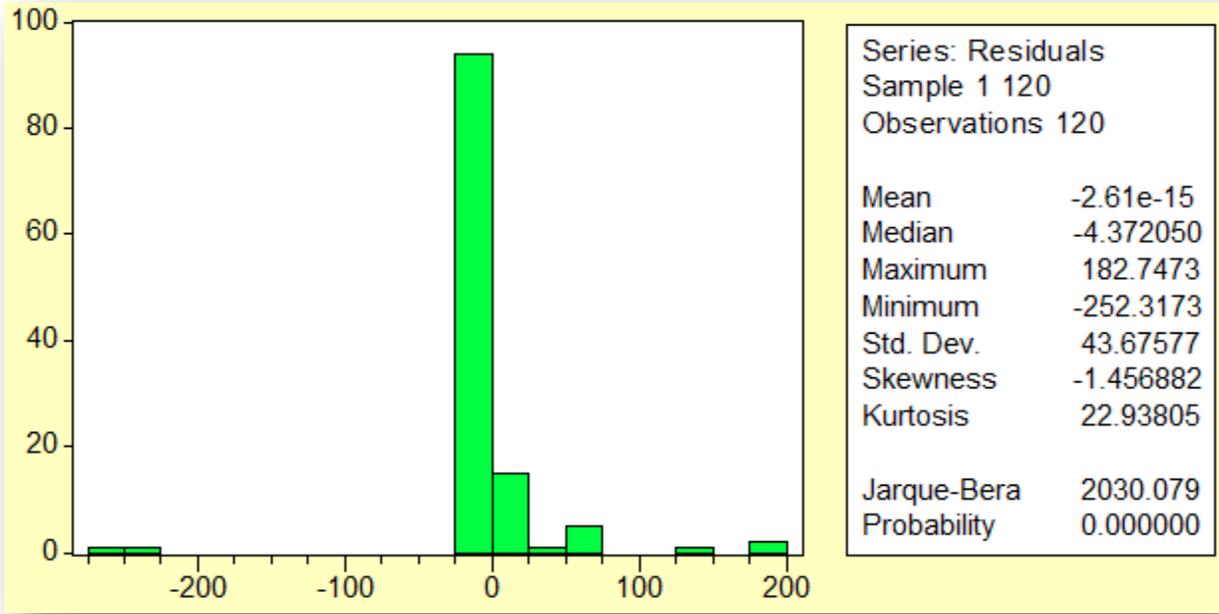
نلاحظ من خلال نتائج الجدول أعلاه أن القيمة المحسوبة للمضاعف لاگرانج $LM = (n - q) * R^2 = 34$ فهي أكبر تماما من القيمة الجدولة لتوزيع $q \chi^2$ أي بدرجة حرية 1 ونسبة معنوية 5% والتي تساوي 3.841، وهذا ما تبينه القيمة الاحتمالية المرفقة حيث بلغت $prob = 0.00000$ وهي أقل تماما من المعنوية الإحصائية 0.05 وبالتالي نرفض الفرضية العدم H_0 ونقبل الفرضية H_1 وهذا يدل على عدم ثبات تباين الشرطي.

✓ اختبار مدى توزيع البواقي طبيعيا:

من بين فرضيات نموذج الانحدار الخطي المتعدد هو توزيع الأخطاء طبيعيا، فهل هي كذلك؟ ولاختبار مدى توزيع طبيعيا توجد عدة اختبارات، حيث نستخدم أشهرها، وهو اختبار Jarque-Bera والذي قدمه كل من "جاك و بيررا" سنة 1987 والذي يستخدم في اختبار المشاهدات والبواقي لتحقيق من شرط توزيع طبيعي للبواقي، والذي يتبع كاي دو، وحسب هذا الاختبار يكون التوزيع طبيعيا عندما تكون إحصائية Jarque-Bera أقل تماما من القيمة الحرجة لتوزيع χ^2 بدرجة حرية 2 ونسبة معنوية 5%، أما إذا كانت إحصائية Jarque-Bera أكبر تماما من القيمة الحرجة لتوزيع χ^2 بدرجة حرية 2 ونسبة معنوية 5% فالتوزيع غير طبيعي، كما يمكن الاعتماد على اختبار فرضيتي التناظر والتسطح باستعمال معامل (Skewness) ومعامل (Kurtosis)، ويكون التوزيع طبيعيا عندما يكون معامل

تناظر (Skewness) معدوم، ومعامل تسطح (Kurtosis) مساوي للقيمة (3)، والشكل (2-13) يوضح نتائج تلك الاختبارات :

الشكل رقم (2-13): التوزيع الاحتمالي للبواقي مع القيم الحرجة لـ Skewness, Kurtosis وإحصائية Jarque-Bera



المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على معطيات الدراسة والبرنامج الإحصائي EViews 5.

يبرز الشكل أعلاه أن مربعات البواقي لم تأخذ شكل التوزيع الطبيعي، وهذا ما تؤكدته إحصائية Skewness والتي تختلف عن الصفر وإحصائية Kurtosis التي تختلف عن 3، وهو كذلك ما تثبتته إحصائية Jarque-Bera والتي تساوي 2030.079 وهي أكبر تماماً من القيمة الحرجة لتوزيع χ^2 بدرجة حرية 2 ونسبة معنوية 5% $\chi^2_{0.05} = 5.991$ ، والتي تثبت عدم التوزيع الطبيعي لمربعات البواقي.

تم التوصل من خلال اختبار الفرضيات النموذج الانحدار المتعدد أعلاه، إلى أنه ولا واحدة من الفرضيات محققة، مما يعني أن هذا النموذج غير صالح للتفسير العلاقة بين المتغيرات الدراسة، وبالتالي لا بد من تعديله أو اللجوء إلى الانحدار الخطي البسيط.

علما أنه لم نقم بإدخال اللوغاريتم "Log" على نموذج الانحدار الخطي المتعدد لأنه يوجد في المتغيرات المستقلة بعض القيم السالبة فإذا قمنا بإدخاله تحذف هذه القيم وتعتبر صفر مما قد يفقد النموذج قيمته، والتي بدورها قد تكون لها أهمية في ذلك.

4. تقدير النموذج في ظل وجود مشكلة التعدد الخطي:

عند وجود مشكلة التعدد الخطي بين المتغيرات التوضيحية فإن المصفوفة $(X'X)$ تكون فردية، لذا فإن الحصول على مقدرات β يكون صعب، وعندما تكون قريبة من الفردية من الممكن الحصول على مقدرات β ولكن تكون ذو صفات غير مرغوب فيها، مما يستوجب البحث عن طرق أخرى لتقدير β غير طريقة مربعات الصغرى العادية **OLS**، ومن هذه الطرق نجد طريقة انحدار الحرف العادية **ORR** (Ordinary Ridge Regression) والتي اقترحت عام 1970 من قبل (Horel and Kennard) وأصبحت من الطرق الشائعة لتقدير مقدرات β عند وجود مشكلة التعدد الخطي¹، ورغم أن هذه المقدرات متحيزة إلا أنها تعتبر في هذه الحالة أحسن من المقدرات التي أعطتها طريقة المربعات الصغرى، وتعتمد طريقة الحرف (**Ridge**) على إضافة حد الثابت (K) إلى العناصر القطرية للمصفوفة $(X'X)^{-1}$ ويدعى الحد الثابت بأثر الحرف (**Ridge Trace**) وبالتالي يؤدي ذلك إلى تقليل درجة ترابط بين المتغيرات المستقلة²، لذلك فإن مقدرات المعالم للنموذج المقدر بطريقة الحرف (**Ridge**)³ تكون كما يلي⁴:

$$\hat{\beta}(k) = (x'x + kI)^{-1} x'y \dots \dots \dots (2 - 9)$$

حيث أن k : الحد الثابت يختار بشكل تحكيمي، وهو محصور بين 0 و 1؛

I : تمثل مصفوفة الوحدة.

أما بالنسبة لكل من تباين ومقدار التحيز للمقدرات فتحسب كما يلي:

$$\text{Var}(\hat{\beta}(k)) = \sigma^2 (I - K(x'x + kI)^{-1}) (x'x)^{-1} (I - K(x'x + kI)^{-1}) \dots (2 - 10)$$

حيث أن σ^2 : تباين شعاع البواقي؛

ومقدار التحيز يعطى بالعلاقة التالية:

¹ - نزار مصطفى جواد، غفران إسماعيل كمال، مقارنة طرق تقدير معالم نموذج الانحدار في حالة ظهور مشكلة التعدد الخطي و القيم الشاذة، مجلة العراقية للعلوم الإدارية والاقتصادية، كلية الإدارة و الاقتصاد، المجلد الخامس عشر، العدد 5، جامعة بغداد، العراق، 2010، ص 154.

² - هيثم يعقوب يوسف وآخرون، استخدام الأساليب الإحصائية في معالجة مشكلة التعدد الخطي، مجلة ديالى للعلوم الزراعية، كلية الإدارة والاقتصاد، المجلد الثاني، العدد الثاني، جامعة ديالى، العراق، 2010، ص 168.

³ - لمزيد من التفاصيل حول طريقة الانحدار الحرف العادية (**Ridge**) أنظر:

- رواء صالح محمد، استخدام انحدار الحرف (**Ridge**) لدراسة أثر بعض العوامل على مؤشر العام لسوق الأوراق المالية، مجلة القادسية للعلوم الإدارية والاقتصادية، كلية الإدارة والاقتصاد، المجلد الثاني عشر، العدد 4، جامعة المستنصرية، بغداد، العراق، 2011.

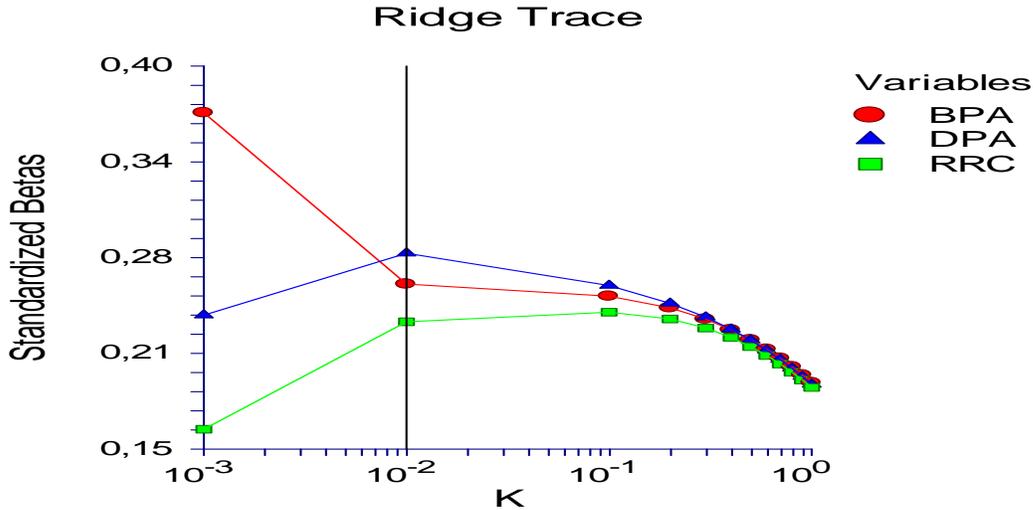
⁴ - نظرا لعدم إمكانية إضافة عدد آخر من المشاهدات وذلك لأن الدراسة اقتصر على عينة قوامها 30 مؤسسة وفق شروط مذكورة سابقا وخلال الفترة الممتدة من سنة 2010-2013، وكما أنه لا يمكن إضافة أي متغير آخر عدا المتغيرات المذكورة سابقا أو حذفه تم اللجوء إلى طريقة الحرف (**Ridge**).

$$\text{Bais}(\hat{\beta}(k)) = -k(x'x + kI)^{-1} \beta \dots\dots\dots (2 - 11)$$

- نتائج تقدير النموذج :

قبل إجراء التقدير تم تحويل البيانات المتعلقة بالمتغيرات التفسيرية (RRC ،BPA ،DPA) إلى الصورة القياسية (ZRRC ،ZBPA ،ZDPA) وباستخدام طريقة انحدار الحرف العادية ظهرت من خلال شكل الموالي أن المعلمات تستقر عند قيمة $K=10^{-2}$.

الشكل رقم (2-14) : تغيرات مقدرات انحدار الحرف العادية بدلالة قيم k



المصدر : من إعداد الطالب بالاعتماد على معطيات الدراسة والبرنامج الإحصائي NCSSGESS 2007.

والجدول التالي يوضح نتائج التقدير :

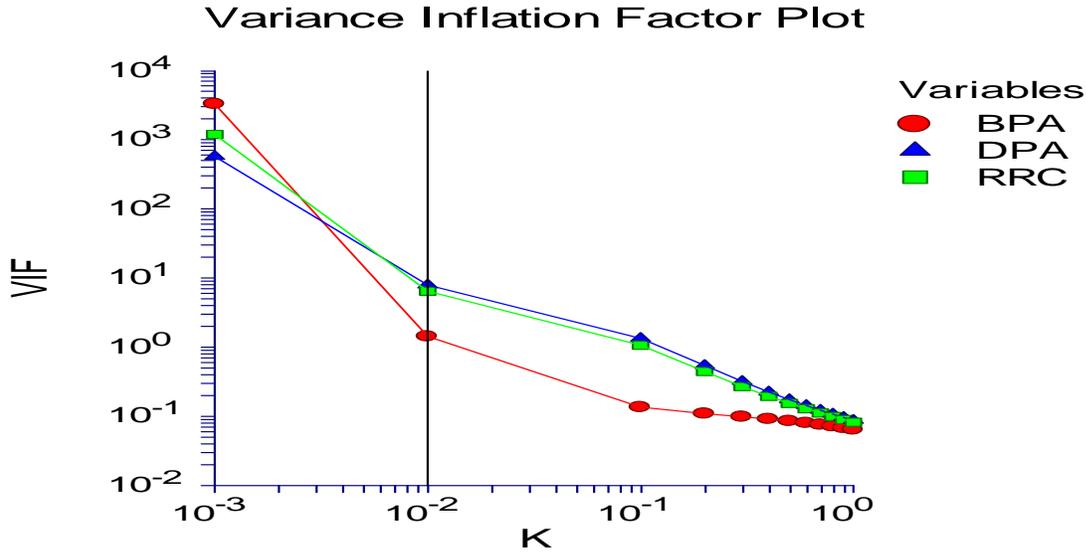
الجدول رقم (2-9) : نتائج التقدير باستعمال طريقة انحدار الحرف العادية

Page/Date/Time 5 06/04/2015 14:31:00					
Database					
De pendent prix					
Included observations: 120					
Ridge Regression Coefficient Section for k = 0,010000					
Variable	Coefficient	Std. Error	t- Student	Stand'zed Regression Coefficient	VIF
C	3,646504				
DPA	4,718247	1,884148	2,50418	0,2778	8,0194
BPA	1,804997	0,504718	3,57625	0,2578	1,4443
RRC	2,726416	1,791237	1,52208	0,2331	6,5212
F=54,0141	R ² =0,5828	DW=1,981	Prob Level = 0,000000		

المصدر : من إعداد الطالب بالاعتماد على معطيات الدراسة والبرنامج الإحصائي NCSSGESS 2007.

ويتضح من خلال نتائج الجدول (2-9) أن قيمة معامل تباين التضخم VIF بين المتغيرات المستقلة أقل من 10، مما يدل على أنه لا يوجد مشكل التعدد الخطي، والشكل التالي يوضح انخفاض VIF بدلالة قيم k :

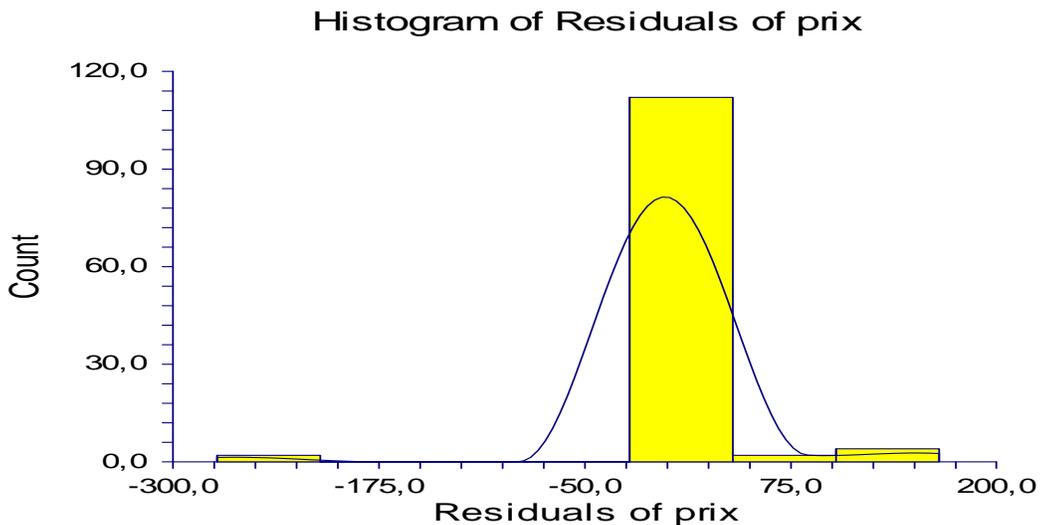
الشكل رقم (2-15) : تغيرات قيمة معامل التضخم VIF بدلالة قيم k



المصدر : من إعداد الطالب بالاعتماد على معطيات الدراسة والبرنامج الإحصائي NCSSGESS 2007.

و بخصوص السلسلة المدروسة هل تتبع التوزيع الطبيعي أم لا، ومن خلال الشكل رقم (2-16) يتضح أن سلسلة النموذج تتمتع بخصائص التوزيع الطبيعي.

الشكل رقم (2-16) : التمثيل البياني للتوزيع الطبيعي للسلسلة المدروسة



المصدر : من إعداد الطالب بالاعتماد على معطيات الدراسة والبرنامج الإحصائي NCSSGESS 2007.

وبناء عليه فإنه، يمكن كتابة معادلة الانحدار من خلال نتائج التي تظهر في الجدول رقم (2-9) على النحو التالي :

$$PRIX = 3.647 + 4.718 DPA + 1.805 BPA + 2.726 RRC \dots \dots (2 - 12)$$

(2.50) (3.58) (1.52)

$$R^2 = 58.28 \quad F_{STAT} = 54.01 \quad (.) : t-Statistic \quad n : 120$$

✓ التفسير الإحصائي :

- اختبار جودة التوفيق النموذج :

نلاحظ من خلال نتائج تقدير النموذج بطريقة الانحدار الحرف العادية (Ridge) أن المتغيرات المستقلة للدراسة تفسر 58.28% من التغير في السعر السوقي للسهم، هذا ما يؤكد معامل التحديد والذي بلغ 58.28%، إلا أن هذه النسبة تبين أن سعر السوقي للسهم لا تفسره فقط التغيرات التي تحدث في متغيرات الدراسة بل تفسره متغيرات أخرى لم تدخل في النموذج.

- اختبار المعنوية الإحصائية للمعالم :

1- بالنسبة للمتغير المستقل DPA :

انطلاقاً من الجدول رقم (2-9) نلاحظ أن القيمة الإحصائية t-Statistic للمتغير المستقل DPA والتي تساوي (2.50418) أكبر تماماً من القيمة الجدولة للتوزيع الطبيعي (1.98) عند مستوى معنوية 5%، ومنه نرفض الفرضية H_0 ونقبل الفرضية H_1 أي أن β_1 يختلف معنوياً عن الصفر، وبالتالي هناك علاقة ذات دلالة إحصائية بين المتغير DPA والمتغير التابع PRIX.

2- بالنسبة للمتغير المستقل BPA :

بالنسبة لمتغير BPA نلاحظ من خلال نتائج الانحدار أن القيمة الإحصائية t-Statistic المرفقة له والتي تساوي (3.57625) أكبر من القيمة الجدولة (1.98) عند مستوى 5%، ومنه نرفض الفرضية H_0 ونقبل الفرضية H_1 أي أن β_2 يختلف معنوياً عن الصفر وبالتالي هناك علاقة ذات دلالة إحصائية بين المتغير BPA والمتغير التابع PRIX.

3- بالنسبة للمتغير المستقل RRC :

نلاحظ كذلك من خلال نتائج الانحدار أن القيمة الإحصائية t-Statistic للمتغير المستقل الثالث RCC تساوي (1.52208) وهي أقل من القيمة الجدولة للتوزيع الطبيعي (1.98) عند مستوى 5%، ومنه نرفض الفرضية H_1 ونقبل الفرضية H_0 أي أن β_3 لا يختلف معنوياً عن الصفر وبالتالي لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين المتغير RCC والمتغير التابع PRIX.

- اختبار المعنوية الكلية للنموذج :

تدل نتائج الانحدار إلى أن النموذج مقبول من الناحية الإحصائية ويتضح هذا من خلال مستوى الدلالة المرفقة بإحصائية فيشر في الجدول (F-Statistic)، والمقدرة 0.0000، فهي أقل من نسبة المعنوية 5%. في حين بلغت قيمة F-Statistic (54.0141) وهي أكبر من القيمة الجدولة بدرجتي حرية 3 و 116 ونسبة معنوية $\alpha = 5\%$ أي $F_c = 54.0141 > 2.68$ ، ومنه نرفض الفرضية H_0 ونقبل H_1 أي أن المعلمة المقدرة للنموذج لها معنوية إحصائية كلية، وأن قيمة R^2 لها دلالة إحصائية، وهذا يدل على المعنوية الإحصائية الكلية للنموذج.

هذا عن علاقة بين سياسة توزيع الأرباح (نصيب السهم من الأرباح النقدية، نصيب السهم من الأرباح الصافية، نصيب السهم الأرباح المحتجزة) وسعر السهم السوقي، فماذا عن علاقة موجودة بين الأرباح المحققة بسياسة توزيع الأرباح (الاحتجاز، التوزيعات)؟ وللإجابة عن ذلك نلجأ إلى الانحدار الخطي البسيط وفقاً لطريقة مربعات الصغرى لتبيان العلاقة بين نصيب السهم من الأرباح المحققة كمتغير مستقل، بسياسة توزيع الأرباح (الاحتجاز، التوزيعات) كمتغير تابع، وذلك من خلال نصيب السهم من الأرباح النقدية الموزعة DPA في مرحلة الأولى، ومن ثم مع نصيب السهم من الأرباح المحتجزة RRC في مرحلة ثانية.

5. تحليل الانحدار البسيط :

الجدول رقم (2-10) : أثر نصيب السهم من الأرباح الصافية على سياسة التوزيع المتبعة

الأرباح المحتجزة RRC		توزيعات الأرباح DPA		المتغيرات التابعة
الدلالة	المعاملات المقدرة	الدلالة	المعاملات المقدرة	المتغير المستقل
0.8753	0.011644	0.6087	0.046426	القيمة الثابتة c
	(0.157275)		(0.513324)	
0.0000	0.593592	0.0000	0.391228	الأرباح المحققة BPA
	(82.05118)		(44.26769)	
0.991350		0.971187		الارتباط R*
0.982775		0.943204		معامل التحديد R ²
0.982629		0.942723		معامل التحديد المصحح R̄
6732.396		1959.628		إحصائية فيشر F
0.000000		0.000000		احتمال فيشر F
2.070828		1.98		إحصائية درين واتسون DW

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على معطيات الدراسة والبرنامج الإحصائي EVIEWS نسخة 5.

Included observations :120

القيم التي بين قوسين هي إحصائية ستودنت؛

كشفت نتائج الانحدار البسيط لأثر نصيب السهم من الأرباح الصافية على سياسة التوزيع المتبعة والتي يوضحها الجدول أعلاه أن ما قيمته 94.32% من التغير في الأرباح النقدية الموزعة يرجع إلى الأرباح المحققة من قبل المؤسسات، حيث أن التغير في الأرباح المحققة بوحدة واحدة يؤدي إلى إحداث تغير في الأرباح النقدية الموزعة بـ (0.391) وحدة وفي نفس الاتجاه، مما يعني أن الزيادة في الأرباح المحققة بوحدة واحدة ستؤدي إلى ارتفاع الأرباح النقدية الموزعة بـ (0.391) وحدة، ولتحديد مدى قوة العلاقة يتم الاعتماد على اختبار ستودنت (t) والتي قدرت بـ t=44.26769 وهي تفوق t الجدولية عند مستوى حرية 5% والتي تمثل (1.98)، وبالتالي يمكن القول بأن هناك علاقة قوية بين المتغيرين وهذا ما يعبر عنه معامل الارتباط الذي بلغت قيمته 0.971، كما يمكن تدعيم قوة النموذج بإحصائية فيشر F المحسوبة (1959.628) و هي أكبر من القيمة الجدولية بدرجتي حرية 1 و 118 ونسبة معنوية 5% $\alpha = 5\%$ والتي تمثل 3.92، مما يؤكد على قوة العلاقة بين المتغيرين.

أما بالنسبة للأرباح المحتجزة فإن ما نسبته **98.28%** من التغيرات فيها يرجع إلى الأرباح المحققة، كما بلغت قيمة درجة التأثير **(0.59)**، وهذا يعني أن الزيادة بقيمة واحدة في الأرباح الصافية يؤدي إلى زيادة في الأرباح المحتجزة بـ **(0.59)** وحدة، مما يعني وجود علاقة طردية بين المتغيرين، هذا ما أسفر عنه معامل الارتباط الذي بلغت قيمته **0.99**، وتم التأكيد عليه بالاعتماد على كل من قيمة **t** و **F** المحسوبتين والتي كانت أكبر من قيمتهما الجدولية.

الفرع الثالث: تحليل البيانات واختبار الفرضية السادسة

تنص الفرضية السادسة على أن المؤسسات المدرجة في سوق دبي المالي تتبع من الناحية العملية سياسة توزيع المتبقي أو الفائض كسياسة لتوزيع الأرباح النقدية خلال الفترة الممتدة 2010-2013، وسنقوم باستخدام نموذج **Lehn and Poulsen** المشار إليه في المبحث الأول من هذا الفصل، لإثبات أو نفي هذه الفرضية، وقاعدة القرار أنه إذا كانت المؤسسات تتبع منهج متبقي التوزيعات، فإن الوسط الحسابي، والانحراف المعياري للنقد الحر المنمط (**Standardized Free Cash Flow**) يساوي صفراً خلال فترة الممتدة 2010-2013، وعليه فإنه يمكن صياغة هذه الفرضية بطريقة إحصائية على النحو التالي :

$H_0 : \mu_k = 0$ أن المؤسسات تتبع من الناحية العملية سياسة توزيع المتبقي أو الفائض

$H_1 : \mu_k \neq 0 ; k = 1, 2, 3$ أن المؤسسات لا تتبع من الناحية العملية سياسة توزيع المتبقي أو الفائض

حيث أن: μ_k : الوسط الحسابي للنقد الحر المنمط للمؤسسات ضمن العينة على مستوى السوق خلال فترة الممتدة 2010-2013.

بعد تحضير جميع البيانات اللازمة لتطبيق نموذج **Lehn and Poulsen** تم قيام باستخدام برنامج **Microsoft Office Excel 2007** لحساب النقد الحر المنمط للمؤسسات ضمن العينة على مستوى السوق ككل أنظر (ملحق رقم 06)، والجدول التالي يوضح نتائج التحليل الإحصائي للنقد الحر المنمط للمؤسسات ضمن العينة على مستوى السوق.

الجدول رقم (2-11) : التحليل الإحصائي للنقد الحر النمط للمؤسسات المساهمة العامة ضمن العينة على مستوى السوق

statistiques descriptives	
على مستوى السوق	N = 4 عدد السنوات
0,410424299	Mean المتوسط الحسابي
0,393243691	Median الوسيط
0,070861154	Std.Deviation الانحراف المعياري
0,005	Variance تباين
0,1589498	Range المدى
0,3482227	Minimum أدنى قيمة
0,5071726	Maximum أكبر قيمة
1,641697	Sum المجموع

المصدر : من إعداد الطالب بالاعتماد على معطيات الدراسة والبرنامج الإحصائي SPSS 20.

نلاحظ من خلال الجدول أعلاه أن قيمة الوسط الحسابي، والانحراف المعياري للنقد الحر النمط للمؤسسات ضمن العينة على مستوى السوق لا تساوي صفراً، ومنه نرفض الفرضية H_0 ونقبل الفرضية H_1 أي أن μ_K يختلف معنوياً عن الصفر وبالتالي فإن المؤسسات لا تتبع من الناحية العملية منهج متبقي التوزيعات كسياسة لتوزيع الأرباح النقدية.

و للتأكد من أن هذه النتيجة ذات دلالة إحصائية سنقوم بإجراء اختبار t ، والجدول التالي يوضح نتائج اختبار t عند مستوى معنوية 5% ودرجة حرية (4-1) = 3.

جدول رقم (2-12) : نتائج اختبار t للوسط الحسابي للنقد الحر النمط للمؤسسات المساهمة العامة ضمن العينة على مستوى السوق

	One - Sample Statistics			
	N	Mean	Std. Deviation	Std. Error Mean
CFM	4	0,410424299	0,0708611538	0,035430577

	Test Value = 0					
	t	df	Sig	Mean Difference	95% Confidence Interval of the Difference	
					Lower	Upper
CFM	11,584	3	0,001	0,410424299	0,29766839	0,52318021

المصدر : من إعداد الطالب بالاعتماد على معطيات الدراسة والبرنامج الإحصائي SPSS 20.

يظهر من خلال الجدول (2-12) أن قيمة t المحسوبة للوسط الحسابي للنقد الحر المنمط للمؤسسات ضمن العينة على مستوى السوق تساوي (11.584) وهي أكبر من قيمة t الجدولية عند مستوى معنوية 5% ودرجة حرية 3 (3.182)، ومنه نرفض الفرضية H_0 ونقبل الفرضية H_1 أي أن μ_k يختلف معنويًا عن الصفر وبالتالي فإن المؤسسات لا تتبع من الناحية العملية منهج متبقي التوزيعات كسياسة لتوزيع الأرباح النقدية، هذا ما تؤكد القيمة الاحتمالية المرفقة لـ t والتي هي أقل تمامًا من مستوى المعنوية $0.001 < 0.05 = \text{prob}$ ومنه نرفض الفرضية H_0 ونقبل الفرضية H_1 أي أن μ_k يختلف معنويًا عن الصفر وهذا يعني وجود دلالة إحصائية على أن الوسط الحسابي للنقد الحر المنمط للمؤسسات المساهمة العامة المدرجة على مستوى السوق يختلف عن الصفر عند مستوى معنوية 5%.

- على مستوى كل قطاعات الاقتصادية كل على حدة :

سنتطرق في هذا الجزء إلى حساب النقد الحر المنمط لكل قطاع على حدة من خلال تطبيق نموذج Lehn and Poulsen المستخدم في الفرضية السادسة، مع العلم أنه تم دمج كل من قطاع بنوك والتأمين والاستثمار كقطاع واحد، ودمج قطاع الاتصالات والخدمات، واستثناء قطاع الصناعة هذا لصغر حجم العينة الممثلة وبالتالي فإن التعميم بالاستناد إلى صغر العينة غير مقبول، ويظهر الجدول التالي نتائج التحليل الإحصائي للنقد الحر المنمط على مستوى كل قطاع.

الجدول رقم (2-13) : التحليل الإحصائي للنقد الحر المنمط للمؤسسات المساهمة العامة ضمن العينة

على مستوى كل قطاع

statistiques descriptives					
	بنوك والتأمين وخدمات المالية	العقارات والإنشاءات الهندسية	النقل	السلع الاستهلاكية والكمالية	الاتصالات والخدمات
Mean المتوسط الحسابي N = 4 عدد السنوات	0,593543433	0,147716993	0,258724639	0,210677819	0,131436518
Median الوسيط	0,565217923	0,11778990	0,219858723	0,21821877	0,106243389
Std.Deviation الانحراف المعياري	0,098698057	0,0695464631	0,221999384	0,029718613	0,058328566
Variance تباين	0,010	0,005	0,049	0,001	0,003
Range المدى	0,2162775	0,1473875	0,4462292	0,0634358	0,1234971
Minimum أدنى قيمة	0,5137302	0,1039503	0,074476	0,1714190	0,0948811
Maximum أكبر قيمة	0,7300077	0,2513378	0,5207051	0,2348548	0,2183782
Sum المجموع	2,3741737	0,5908680	1,0348986	0,8427113	0,5257461

المصدر : من إعداد الطالب بالاعتماد على معطيات الدراسة والبرنامج الإحصائي SPSS 20.

يتضح من خلال نتائج الجدول (2-13) أن قيمة الوسط الحسابي، والانحراف المعياري للنقد الحر المنمط للمؤسسات ضمن العينة على مستوى كل قطاع على حدة لا تساوي صفراً، ومنه نرفض الفرضية H_0 ونقبل الفرضية H_1 أي أن μ_k يختلف معنوياً عن الصفر وبالتالي فإن المؤسسات على مستوى كل قطاع لا تتبع من الناحية العملية منهج متبقي التوزيعات كسياسة لتوزيع الأرباح النقدية.

وللتأكد من هذه النتائج ذات دلالة إحصائية سنقوم بإجراء اختبار t ، والجدول التالي يوضح نتائج اختبار t عند مستوى معنوية 5% ودرجة حرية (4-1) = 3.

جدول رقم (2-14) : نتائج اختبار t للوسط الحسابي للنقد الحر المنمط للمؤسسات المساهمة العامة ضمن العينة على مستوى كل قطاع

One - Sample Statistics				
القطاع	N	Mean	Std. Deviation	Std. Error Mean
البنوك والتأمين وخدمات المالية	4	0,593543433	0,0986980570	0,0493490285
العقارات والإنشاءات الهندسية	4	0,147716993	0,0695464631	0,0347732316
النقل	4	0,258724639	0,2219993838	0,1109996919
السلع الاستهلاكية والكمالية	4	0,210677819	0,0297186130	0,0148593065
الاتصالات والخدمات	4	0,131436518	0,0583285664	0,0291642832

Test Value = 0						
القطاع	t	df	Sig	Mean Difference	95% Confidence Interval of the Difference	
					Lower	Upper
البنوك والتأمين وخدمات المالية	12,027	3	0,001	0,5935434325	0,436492799	0,750594066
العقارات والإنشاءات الهندسية	4,248	3	0,024	0,171477169930	0,037053051	0,258380935
النقل	2,331	3	0,102	0,2587246388	-0,094525921	0,611975198
السلع الاستهلاكية والكمالية	14,178	3	0,001	0,2106778195	0,163388875	0,257966764
الاتصالات والخدمات	4,507	3	0,020	0,1314365180	0,038622753	0,224250283

المصدر : من إعداد الطالب بالاعتماد على معطيات الدراسة والبرنامج الإحصائي SPSS 20.

يتضح لنا من خلال الجدول أعلاه، أن قيمة t المحسوبة للوسط الحسابي للنقد الحر المنمط للمؤسسات ضمن العينة على مستوى قطاع (البنوك والتأمين وخدمات المالية، العقارات والإنشاءات الهندسية، السلع الاستهلاكية والكمالية، الاتصالات والخدمات) هي أكبر من قيمة t الجدولية عند مستوى معنوية 5% ودرجة حرية 3، ومنه نرفض الفرضية H_0 ونقبل الفرضية H_1 أي أن μ_k يختلف معنوياً عن الصفر وبالتالي فإن المؤسسات ضمن العينة على مستوى كل قطاع لا تتبع من الناحية العملية منهج متبقي التوزيعات كسياسة لتوزيع الأرباح النقدية.

هذا ما تؤكدُه القيمة الاحتمالية المرفقة لـ t لكل قطاع والتي هي أقل تماما من مستوى المعنوية 5%، ومنه نرفض الفرضية H_0 ونقبل الفرضية H_1 أي أن μ_k يختلف معنويا عن الصفر وهذا يعني وجود دلالة إحصائية على أن الوسط الحسابي للنقد الحر المنمط للمؤسسات المساهمة العامة على مستوى قطاع (البنوك والتأمين وخدمات المالية، العقارات والإنشاءات الهندسية، السلع الاستهلاكية والكمالية، الاتصالات والخدمات) يختلف عن الصفر عند مستوى معنوية 5%.

وفيما يخص قطاع النقل فإن قيمة t المحسوبة للوسط الحسابي للنقد الحر المنمط للمؤسسات ضمن العينة تساوي (2.331) وهي أقل من قيمة t الجدولية عند مستوى معنوية 5% ودرجة حرية 3 (3.182)، وهذا يعني أنه لا يوجد دلالة إحصائية على أن قطاع النقل لا يتبع منهج متبقي التوزيعات كسياسة لتوزيع الأرباح النقدية عند مستوى ثقة 95%، ويمكن تأكيد هذه النتيجة من خلال النظر إلى قيمة الاحتمالية لـ t والتي هي أكبر تماما من مستوى المعنوية $0.102 > 0.05$ ، مما يعني عدم وجود دلالة إحصائية على أن قطاع النقل لا يتبع منهج متبقي التوزيعات كسياسة لتوزيع الأرباح النقدية عند مستوى الثقة 95%.

المطلب الثاني : تفسير ومناقشة نتائج الدراسة

سعت هذه الدراسة إلى معرفة مدى تأثير سياسة توزيع الأرباح على سعر السهم السوقي، وإلى البحث فيما إذا كانت المؤسسات من الناحية العملية تتبع منهج التوزيعات كسياسة لتوزيع الأرباح النقدية على المساهمين.

تم استخدام التحليل المالي، والإحصائي لاختبار فرضيات الدراسة على عينة مكونة من 30 مؤسسة مساهمة عامة مدرجة في سوق دبي المالي، وتشكل هذه العينة نسبة 46.5% من مجتمع الدراسة، والتي غطت فترة أربع سنوات ممتدة من عام 2010 إلى نهاية عام 2013.

وأوضحت نتائج نموذج الانحدار الخطي المتعدد باستعمال طريقة مربعات الصغرى، أنّ هناك علاقة قوية بين سياسة توزيع الأرباح وسعر السهم السوقي، حيث بلغ معامل التحديد 60.49% ومعامل التحديد المصحح 59.47%، أي أن المتغيرات المستقلة والمتمثلة في (نصيب السهم من الأرباح الموزعة، نصيب السهم من الأرباح الصافية، نصيب السهم من الأرباح المحتجزة) تفسر 60.49% من التغير في سعر السهم السوقي، كما أظهرت النتائج على وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين المتغيرات المستقلة المجتمعة والمتغير التابع سعر السهم السوقي للمؤسسات.

ولفحص مدى إمكانية الاعتماد على نتائج تحليل نموذج الانحدار المتعدد في تفسير المتغير التابع، تم إجراء بعض الاختبارات لتشخيص القوة الإحصائية للنموذج، فخلصنا إلى أنّ نموذج الانحدار المتعدد على مستوى السوق غير صالح لتفسير علاقة بين المتغيرات المدروسة بسبب اختلال مجمل فرضياته، ومن بينها وجود مشكل التعدد الخطي أي أن المتغيرات المستقلة لا تتصف بالاستقلالية بشكل كامل، وهذه النتيجة منطقية لوجود قيمة عدد الأسهم المكتتب بها في حساب نسب المذكورة (المتغيرات المستقلة)، وللقضاء على هذه المشاكل ارتأينا الاعتماد على طريقة تقدير مقدرات غير طريقة مربعات الصغرى ألا وهي طريقة انحدار الحرف العادية ORR (Ordinary Ridge Regression) والمعتمدة على إضافة حد الثابت (k)، والتي أصبحت من الطرق الشائعة لتقدير مقدرات عند مشكلة التعدد الخطي.

ومن خلال مخرجات النموذج، أسفرت النتائج أن سياسة توزيع الأرباح لها تأثير إيجابي على سعر السهم السوقي عند مستوى دلالة 5% وبقدرة تفسيرية قاربت 58.28%، هذا ما يؤكده معامل التحديد (R-squared) والذي يساوي (0.5828)، أي أن ما قيمته (0.5828) من التغيرات في سعر السهم ناتج عن التغير في سياسة توزيع الأرباح (نصيب السهم من توزيعات النقدية، ربحية السهم الواحد، نصيب السهم من الأرباح المحتجزة) وهي نسبة جيدة نوعاً ما، والتي تبين أن سعر السهم السوقي لا تفسره فقط التغيرات التي تحدث في متغيرات الدراسة بل تفسره عوامل أخرى (متغيرات أخرى) تتحكم في سعر السهم السوقي التي لم تدخل في النموذج، هذا بالرغم من عدم وجود دلالة إحصائية لمتغير نصيب السهم من الأرباح المحتجزة، وهذا لا يعني بالضرورة عدم وجود أثر للأرباح المحتجزة على سعر السهم السوقي.

عند دراسة مكونات سياسة توزيع الأرباح، وقدرتها على تفسير المتغير التابع سعر السهم السوقي، تبين أن نصيب السهم من التوزيعات النقدية DPA له علاقة ذات دلالة إحصائية مع سعر السهم السوقي، حيث بلغت درجة التأثير بـ (4.718)، وهذا يعني أن الزيادة بقيمة واحدة في نصيب السهم من الأرباح النقدية الموزعة DPA يؤدي إلى زيادة سعر السهم السوقي بقيمة (4.718) وحدة، مما يعني وجود علاقة طردية ومقبولة في عُرف الاستثمار المالي، ويفسر هذه النتيجة أن معظم المستثمرين في سوق دبي المالي يسعون إلى زيادة الأرباح والعوائد النقدية المحققة من استثماراتهم في هذا السوق بالقدر الذي يحقق لهم الرضا، لأن الأرباح النقدية الموزعة أقل مخاطرة من الأرباح الرأسمالية، بحيث أن درجة تأكيد المستثمرين حول حصولهم على المكاسب الرأسمالية المتحققة من الأرباح المحتجزة أقل من درجة تأكيد حصولهم على التوزيعات، مما يعني تفضيل المستثمرين لتوزيع الأرباح النقدية على تحقيق مكاسب رأسمالية في المستقبل، وتبدو هذه النتيجة منطقية على أساس أن الأسهم ذات التوزيعات النقدية الأكثر، هي الأسهم الأقل مخاطرة، ومع ثبات العوامل الأخرى المؤثرة على سعر السهم، فإن الأسهم الأقل مخاطرة، هي الأسهم

الأعلى ثمنا، كما يمكن إرجاع قوة العلاقة حسب اعتقادنا إلى سياسة التي تتبعها المؤسسات الاقتصادية المدرجة في سوق دبي المالي لجذب مستثمرين جدد من خلال دفع التوزيعات النقدية، لما يحمله هذا الأخير من الإشارات ومعلومات عن قوة المركز المالي للمؤسسة في السوق المالي -والتي تندرج في إطار ما يعرف بنظرية الإشارة أو المحتوى الإعلامي-، الأمر الذي يؤدي إلى ارتفاع القيمة السوقية للمؤسسة - قيمة السهم-.

ولم تقدم هذه النتيجة أي دعم لنتائج دراسة **M&M** لعام 1961، والتي خلصت إلى عدم وجود علاقة بين سياسة توزيع الأرباح النقدية والقيمة السوقية للمؤسسة، حيث تعتبر هذه النتيجة مؤيدة لنظرية عصفور في اليد لـ (**Myron Gordon & John Litner**) وهي نفس النتيجة المتوصل إليها في دراسة "عبد الوهاب دادن، حورية بديدة" ودراسة "علي بن الضب" ودراسة "فايز سليم حداد، دعاء فوزي شبيطة" ودراسة "همدي زعرب، صباح شراب" ودراسة "عماد زياد رمضان"، وكذلك الحال بالنسبة لدراسة "David J. Denis, Igor Osobov" والتي توصلت إلى أن للتوزيعات النقدية تأثير إيجابي ذو دلالة إحصائية على أسعار الأسهم، ومن جهة أخرى تتناقض هذه النتيجة مع دراسة نور أبو الرب، مفيد الظاهر والتي توصلت إلى عدم وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين التوزيع النقدي وسعر السهم السوقية.

وفيما يتعلق بمتغير ربحية السهم **BPA** فقد بيّنت نتائج تحليل الانحدار أنه على علاقة ذات دلالة إحصائية مع سعر السهم السوقية عند مستوى الثقة 95%، كما بلغت درجة التأثير (1.80)، وهذا يعني أن الزيادة بقيمة واحدة في نصيب السهم من الأرباح الصافية **BPA** يؤدي إلى زيادة سعر السهم السوقية بقيمة (1.80) وحدة، ويفسر هذه النتيجة أن المستثمرين في سوق دبي المالي يبحثون عن المؤسسات التي تدر لهم دخلا ثابتا في نهاية العام، إذ يعتبر الربح الهدف الأهم في نظرهم، لذلك فإنهم سوف يتوجهون نحو المؤسسات التي تدفع عائدا أعلى وبشكل دوري، وينتج عن ذلك زيادة الطلب على الأسهم تلك المؤسسات، الأمر الذي يؤدي إلى ارتفاع سعرها السوقية. وهذه النتيجة تتفق مع نتائج كل من دراسة "Raymond A, Ezejiofor, et All" ودراسة "Kanwal Iqbal Khan" ودراسة "Othman Al Omari" التي توصلت إلى وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين ربحية السهم وسعر السهم السوقية، وعكس ما توصلت له دراسة "عبد الوهاب دادن، حورية بديدة" والتي خلصت بأنه لا يوجد علاقة خطية بين المتغير ربحية السهم **BPA** وسعر السهم السوقية، والذين فسّروا ذلك إلى تأثير الأزمة المالية آنذاك على أسعار الأسهم أو وجود أخطاء قياسية.

كما أسفرت نتائج الدراسة عن وجود علاقة طردية وغير دالة إحصائيا بين الأرباح المحتجزة وأسعار الأسهم، وبالتالي تتنافى هذه النتيجة مع ما جاءت به النظرية المالية، غير أن هذا لا يعني بالضرورة عدم وجود أثر للأرباح المحتجزة، قد يرجع عدم وجود علاقة بين المتغيرين إلى أخطاء المعلومات المتحصل عليها، أو قد يعود أيضا إلى

وجود متغيرات أخرى لم تأخذ بالاعتبار في النموذج، وجاءت هذه النتيجة معاكسة لما توصل إليه كل من دراسة "حمدي زعرب، صباح شراب" ودراسة "عماد زياد رمضان"، والتي توصلت إلى أن للأرباح المحتجزة تأثير إيجابي ذو دلالة على أسعار الأسهم.

خصص كل ما سبق لتحليل العلاقة بين سياسة توزيع الأرباح وسعر السهم السوقي، أما عن علاقة بين الأرباح الصافية وسياسة توزيع الأرباح (الاحتجاز، التوزيعات) فتوصلت الدراسة إلى وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين سياسة التوزيعات المتبعة من قبل المؤسسات والأرباح المحققة، أي أن ما نسبته 94.32%، 98.28% من التغيرات في الأرباح النقدية الموزعة والأرباح المحتجزة على التوالي يرجع إلى الأرباح المحققة من قبل المؤسسات، ومنه يمكن القول أنه تميل سياسة توزيعات الأرباح لإتباع اتجاه الأرباح المحققة من طرف المؤسسات، حيث يميل نصيب السهم من الأرباح المحتجزة والموزعة إلى الارتفاع كلما حققت المؤسسة نتائج إيجابية، وعلى العكس من ذلك في حال تحقيقها للنتائج السلبية، وهذا تأكيد على ما تم التوصل إليه من خلال دراسة علاقة الارتباط في العنصرين السابقين، وهي نفس النتيجة التي توصلت إليها دراسة "David J. Denis, Igor Osobov" والتي خلصت إلى وجود ارتباط قوي بين الأرباح المحققة من طرف المؤسسات وسياسة توزيعات.

وكذلك فقد تم دراسة منهج متبقي التوزيعات كسياسة لتوزيع الأرباح النقدية في سوق دبي المالي، ودلت نتائج الدراسة على مستوى السوق أن المؤسسات بمحملها لا تتبع منهج متبقي التوزيعات كسياسة لتوزيع الأرباح النقدية، مما يعني أن هناك فصلاً بين سياسة الاستثمار وسياسة توزيعات النقدية، وتدعم هذه النتيجة ما توصلت إليه دراسة "fama, 1974" ودراسة "Partington, 1985" ودراسة "عماد زياد رمضان، 2004" بخصوص استقلالية قرارات الاستثمار عن قرارات توزيعات النقدية، وتقدم هذه نتيجة دليلاً تجريبياً إضافياً على عدم صحة فرضية M&M لعام 1961.

فبالإضافة إلى نتيجة وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين سياسة توزيع الأرباح وسعر السهم السوقي، عارضت نتائج هذه الدراسة ما نصت عليها الفرضية القائلة بأن المؤسسات تتبع منهج متبقي التوزيعات كسياسة لتوزيع الأرباح النقدية، بحيث أن سياسة توزيع الأرباح النقدية تعتمد وبشكل مطلق على ما تبقى من أموال بعد تغطية الاستثمارات المتاحة للمؤسسة.

ونعتقد أن النتيجة التي تم التوصل إليها من عدم إتباع المؤسسات لمنهج متبقي التوزيعات كسياسة لتوزيعات النقدية، تعتبر منطقية بسبب وجود عوامل متعددة تؤثر في قرار توزيع الأرباح النقدية، بغض النظر عن المتبقي من الأرباح، بحيث نرى أن الإدارة تستخدم العلاقة بين سياسة توزيع الأرباح وسعر السهم السوقي للمؤسسة، لتعظيم ثروة

المساهمين، من خلال التأثير الايجابي على أسعار الأسهم، عن طريق خلق طلب على أسهم المؤسسة، مما يفسر عدم إتباع المؤسسات منهج متبقي التوزيعات كسياسة لتوزيع الأرباح النقدية.

وبينت الدراسة على مستوى القطاع، أن الوسط الحسابي والانحراف المعياري للنقد الحر المنمط لجميع القطاعات، يختلفان عن الصفر، مما يعني أن المؤسسات العينة لا تتبع من الناحية العملية منهج متبقي التوزيعات كسياسة لتوزيعات النقدية على مستوى القطاع، وعند دراسة مستوى دلالة هذه النتائج، تبين وجود دلالة إحصائية على أن قطاع (البنوك والتأمين وخدمات المالية، العقارات والإنشاءات الهندسية، السلع الاستهلاكية والكمالية، الاتصالات والخدمات) لا تتبع منهج متبقي التوزيعات كسياسة لتوزيع الأرباح النقدية، فيما لم تجد الدراسة دلالة إحصائية عند مستوى المعنوية 5% على أن قطاع النقل لا يتبع منهج متبقي التوزيعات كسياسة لتوزيع الأرباح النقدية، هذا بالرغم من أن الوسط الحسابي والانحراف المعياري للنقد الحر المنمط للمؤسسات العاملة في القطاع لا تساوي صفراً.

خلاصة الفصل :

استطاع سوق دبي المالي في غضون فترة قصيرة من الزمن، أن يحقق إنجازات كبيرة في مجال سوق الأسهم، وذلك بفضل سياسة حكيمة ومجهودات إنمائية وتخطيط علمي سليم، حيث أصبح السوق يمثل دوراً متمامياً في تجميع المدخرات الفردية، واستثمارها في مختلف القطاعات الاقتصادية وتأمين مصادر هامة للمؤسسات المساهمة.

ونظراً لأهمية هذا السوق، حاولنا من خلال هذا الفصل تجسيد الدراسة النظرية لهذا البحث على سوق دبي المالي والإجابة عن الإشكالية الرئيسية للبحث والمتعلقة بسياسة توزيع الأرباح وتأثيرها على سعر السهم السوقي، حيث تم اختبار وجود تأثير سياسة توزيع الأرباح على سعر السهم وذلك بالاعتماد على نماذج الانحدار الخطي البسيط والمتعدد، وتم التوصل إلى أن هناك علاقة ذات دلالة إحصائية بين سياسة توزيع الأرباح وسعر السهم السوقي.

كما تم تطبيق نموذج Lehn and Poulsen المستخدم في تحديد المؤسسات التي تتبع منهج متبقي الأرباح كبديل من بدائل سياسة التوزيع النقدي، وتوصلت الدراسة إلى أن المؤسسات بمجملها لا تتبع منهج متبقي التوزيعات كسياسة لتوزيع الأرباح النقدية، مما يعني أن هناك فصلاً بين سياسة الاستثمار وسياسة توزيعات النقدية.



الختامة

حاولنا من خلال هذا البحث إبراز تأثير سياسة توزيع الأرباح على أداء أسهم المؤسسات المدرجة بالبورصة لعينة تتكون من 30 مؤسسة مدرجة في سوق دبي المالي، باعتبار أن سياسة توزيع الأرباح تعد من بين القرارات المالية الإستراتيجية الهامة في المؤسسة، حيث تمثلت الإشكالية المطروحة في : أي مدى يمكن أن تؤثر سياسة توزيع الأرباح على سعر السوقي لأسهم المؤسسات المساهمة العامة المدرجة في سوق دبي المالي، وتطلب هذا الاعتماد على فصلين وفقاً للمنهجية العلمية المذكورة سابقاً، حيث توصلنا إلى مجموعة من النتائج قسمناها إلى نتائج نظرية وأخرى تطبيقية والتي من خلالها قمنا بقبول أو رفض كل فرضية تم وضعها في البحث، وفيما يلي تلخيص لهذه النتائج :

I. النتائج النظرية :

- تتمثل سياسة توزيع الأرباح في تقرير النسب الواجب دفعها إلى المستثمرين على شكل أرباح موزعة، وكذا نسبة الأرباح الواجب احتجازها في المؤسسة على شكل أرباح محتجزة بغية استغلالها وإعادة استثمارها في تمويل مشاريعها المستقبلية ومختلف عمليات النمو والتوسع المسطرة من قبلها، كما تحدد هذه السياسة كذلك شكل التوزيعات المقرر إجراؤها إما على شكل نقدي أو عيني "أسهم"، وتحدد هذه الأخيرة "سياسة توزيعات" بعدة عوامل منها ما هو مرتبط بالقيود والتشريعات القانونية والتعاقدية ومنها ما هو مرتبط بالفرص الاستثمارية المتاحة أمام المؤسسة ومختلف التطورات التي تشهدها، لذلك نجد سياسة توزيعات منها ما هو مستقر ومنها ما هو غير مستقر؛

- إن إتباع المؤسسات الاقتصادية لسياسة توزيعات ثابتة ومستقرة مع زيادة نسبة التوزيعات المقدمة للمساهمين ونصيب السهم من الأرباح، من شأنه أن يعمل على زيادة تمسك المساهمين بمؤسساتهم وجذب مستثمرين جدد، الأمر الذي يؤدي إلى تعظيم القيمة السوقية للمؤسسة؛

- ومن خلال سياسة توزيع الأرباح يمكن للإدارة إرضاء رغبات الملاك بالموازنة بين رغبة التوسع (بالنظر إلى الفرص الاستثمارية المتاحة) ورغبة الحفاظ على استقرار التوزيعات، حيث أصبح بإمكان المساهمين متابعة ومراقبة تصرفات المسيرين وتقييم كفاءتهم من خلال السياسة المطبقة على التوزيعات، مع الأخذ بعين الاعتبار مختلف المتغيرات التي تؤثر على سياسة التوزيعات ومن ثم على القيمة السوقية للمؤسسة، لذا وجب التعامل بحذر مع هذه السياسة؛

- يتضح من خلال تعرضنا لمختلف النظريات المفسرة لتأثير سياسة توزيع الأرباح على قيمة السهم، أنها لم تلقى الإجماع العام بين الباحثين، فكل طرف جاء بنظرية يفسر الأثر حسب الزاوية التي ينظر إليها وتخدم مصالحه

الخاصة، ومن ثم على المؤسسات أن تقوم بتحديد سياسة توزيعات التي تتناسب وظروفها، من شأنه تعظيم القيمة السوقية لها وبالتالي تعظيم ثروة المساهمين، والذي يمكنها من منافسة بقية المؤسسات التي تنتمي لنفس القطاع أو المؤسسات العالمية خاصة وأنا في عالم تسوده العولمة والمنافسة الشرسة؛

II. النتائج التطبيقية واختبار الفروض :

كشف التحليل الإحصائي لبيانات الدراسة عن النتائج التالية :

- أن سياسة توزيع الأرباح لها تأثير ايجابي على سعر السهم السوقى عند مستوى دلالة 5% وبقدرة تفسيرية قاربت 58.28%، أي أن ما قيمته (0.5828) من التغيرات في سعر السهم ناتج عن التغير في سياسة توزيع الأرباح (نصيب السهم من توزيعات النقدية، ربحية السهم الواحد، نصيب السهم من الأرباح المحتجزة) وهي نسبة تبين أن سعر السهم السوقى لا تفسره فقط التغيرات التي تحدث في متغيرات الدراسة بل تفسره متغيرات أخرى لم تدخل في النموذج.

أسفرت نتائج نموذج الانحدار على وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين التوزيعات النقدية DPA وسعر السهم السوقى PRIX، حيث أن الزيادة بقيمة واحدة في نصيب السهم من الأرباح النقدية يؤدي إلى زيادة سعر السهم السوقى بقيمة (4.718) وحدة، وبالتالي وجود علاقة طردية، وهذا يثبت صحة الفرضية الأولى.

وفيما يتعلق بمتغير ربحية السهم BPA فقد بيّنت نتائج تحليل الانحدار أنه على علاقة ذات دلالة إحصائية مع سعر السهم السوقى عند مستوى الثقة 95%، حيث أن الزيادة بقيمة واحدة في نصيب السهم من الأرباح الصافية BPA يؤدي إلى زيادة سعر السهم السوقى بقيمة (1.80) وحدة، مما يعني وجود علاقة طردية، وهذه الإجابة تؤكد صحة الفرضية الثانية.

وبالنسبة لمتغير الأرباح المحتجزة RRC فقد كشفت نتائج الانحدار عن عدم وجود علاقة ذات دلالة إحصائية مع سعر السهم عند المعنوية 5%، غير أن هذا لا يعني بالضرورة عدم وجود أثر للأرباح المحتجزة، قد يرجع عدم وجود علاقة بين المتغيرين إلى أخطاء المعلومات المتحصل عليها، أو قد يعود أيضا إلى وجود متغيرات أخرى لم تأخذ بالاعتبار في النموذج، وبالتالي نرفض الفرضية الثالثة.

- تؤثر التوزيعات النقدية DPA على سعر السهم السوقى أعلى من مختلف سياسات التوزيع المتبعة من قبل المؤسسات، وهذا ما تؤكدته درجة تأثير ذلك المتغير على سعر السهم السوقى، ومن ثمة يمكن القول أن المستثمرين في

سوق دبي المالي يولون أهمية أكبر للسيولة والتدفقات النقدية والتي تلبي حاجاتهم، وبالتالي تمت الإجابة عن الإشكالية الرابعة، ومنه نقبل الفرضية الرابعة.

- تم التوصل إلى وجود علاقة طردية ذات دلالة إحصائية بين الأرباح المحققة وسياسة توزيعات المتبعة من قبل المؤسسات، أي أن ما نسبته 94.32%، 98.28% من التغيرات في الأرباح النقدية الموزعة والأرباح المحتجزة على التوالي يرجع إلى الأرباح المحققة من قبل المؤسسات، وعلى هذا الأساس تمت الإجابة على الإشكالية الخامسة، ومنه قبول الفرضية الخامسة.

- كشفت نتائج التحليل عن وجود دلالة إحصائية على أن المؤسسات بمجملها لا تتبع منهج متبقي "فائض" التوزيعات كسياسة لتوزيع الأرباح النقدية، مما يعني أن هناك استقلالية بين سياسة الاستثمار وسياسة توزيعات النقدية، وبهذا تمت الإجابة على الإشكالية السادسة، ومنه نرفض الفرضية السادسة.

III. التوصيات:

في ضوء نتائج التحليل النظري والتطبيقي لهذه الدراسة والتي خلصت إلى قدرة الإدارة في التأثير الإيجابي على القيمة السوقية للمؤسسة من خلال سياسة توزيع الأرباح، عن طريق جعل المؤسسة أكثر جاذبية للمستثمرين، وبافتراض رشد وعقلانية المستثمرين، بحيث يسعون لتحقيق مصالحهم الشخصية دون أن يتعارض ذلك مع الاحتياجات المالية للمؤسسة، والمتمثلة في تحقيق هدف البقاء والنمو والازدهار والمحافظة على الملاءة المالية، نوصي بما يلي :

- ضرورة أن تقوم المؤسسات المساهمة العامة المدرجة في سوق دبي المالي بدراسة رغبات المستثمرين فيها، والمتعلقة بسياسة توزيع الأرباح، بهدف تلبية هذه الرغبات بما لا يتعارض مع مساعيها لتحقيق البقاء والنمو والازدهار والملاءة المالية؛

- لا بد للمؤسسات من اعتماد سياسة توزيع الأرباح المثلى التي تخلق حالة توازن بين توزيع الأرباح والفرص الاستثمارية، وهذا يتطلب من المؤسسات تقييم احتياجات صندوق المؤسسة عن طريق استخدام الموازنات النقدية والتدفقات النقدية المتوقعة، بغية إيجاد صورة جيدة عن فرص نمو المؤسسات لفترة زمنية طويلة؛

- العمل على تأكيد مفهوم العلاقة بين سياسة توزيع الأرباح والقيمة السوقية للمؤسسة لدى متخذي قرار توزيع الأرباح، بهدف تعظيم ثروة حملة الأسهم من خلال إتباع سياسة التوزيع المناسبة؛

- زيادة اهتمام مديري مؤسسات المساهمة العامة في سوق دبي المالي بالدراسات والأبحاث التي تبين العوامل التي تؤثر على سعر السهم السوقي لهذه المؤسسات؛

- على السلطات المختصة عدم السماح للمؤسسات بتوزيع الأرباح إلا بعد تكوين المخصصات والاحتياطات اللازمة، وعدم المغالاة في احتجاز هذه الأرباح خاصة إذا لم تتوفر الفرص الاستثمارية المناسبة؛

IV. آفاق البحث :

تفتح نتائج الدراسة الباب على مصراعيه أمام الدارسين في قضايا الإدارة المالية بشكل عام والنظرية المالية بشكل خاص للبحث في العديد من القضايا والإشكاليات التي لم تحظ بالاهتمام الكافي في ثنايا هذا البحث، نظرا لحدود الدراسة الموضوعية والصعوبات التي واجهتنا في الحصول على البيانات المالية للمؤسسات لذلك نقترحها لتكون مواضيع بحث مستقبلية :

- دراسة محددات سياسة توزيع الأرباح في المؤسسات المساهمة العامة في سوق دبي المالي؛
- دراسة كفاءة سوق دبي المالي عند المستوى الضعيف؛
- دراسة تأثير سياسة إعادة شراء الأسهم على سعر السهم السوقي وحجم تداوله للمؤسسات المدرجة في سوق دبي المالي؛
- إضافة بعض المتغيرات المالية أو الاقتصادية لهذه الدراسة لفهم العوامل المؤثرة على أسعار أسهم المؤسسات المدرجة في سوق دبي المالي؛



المصادر والمراجع

أولا : باللغة العربية :

I. الكتب :

1. أرشد فؤاد التميمي، أسامة عزمي سلام، الاستثمار بالأوراق المالية في الشركات، تحليل وإدارة، الطبعة الأولى، دار المسيرة للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2004.
2. حمزة محمود الزبيدي، الإدارة المالية المتقدمة، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، الطبعة الثانية، عمان، الأردن، 2008.
3. دريد كامل آل شبيب، مبادئ الإدارة المالية، دار المناهج للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2009.
4. عاطف جابر طه عبد الرحيم، أساسيات التمويل والإدارة المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2010.
5. عبد الغفار حنفي، أساسيات التمويل والإدارة المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2007.
6. —————، الإدارة المالية مدخل اتخاذ القرارات، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، مصر، 2007.
7. عدنان تايه النعيمي، أرشد فؤاد التميمي، الإدارة المالية المتقدمة، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2009.
8. —————، سعدون مهدي الساقى، أسامة عزي سلام، شقيري نوري مرسى، الإدارة المالية، النظرية والتطبيق، دار المسيرة للنشر والتوزيع، الطبعة الرابعة، عمان، الأردن، 2011.
9. محمد شيخي، طرق الاقتصاد القياسي، محاضرات وتطبيقات، الطبعة الأولى، دار الحامد للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2012.
10. محمد صالح الحناوي، تحليل وتقييم الأسهم والسندات، دار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 1998.
11. —————، نihal فريدة مصطفى، جلال إبراهيم العبد، الاستثمار في الأسهم والسندات، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2004.
12. —————، نihal فريدة مصطفى، جلال إبراهيم العبد، تقييم الأسهم والسندات، مدخل الهندسة المالية، مكتب الجامعي الحديث، الإسكندرية، مصر، 2007.
13. محمد علي إبراهيم العامري، الإدارة المالية المتقدمة، الطبعة الأولى، دار إثراء للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2010.

14. محمد قاسم خصاولة، أساسيات الإدارة المالية، الطبعة الأولى، دار الفكر، عمان، الأردن، 2011.
15. محمود صبح، الإدارة المالية طويلة الأجل، الطبعة الأولى، دار البيان لنشر والتوزيع، دمشق، سوريا، 2000.
16. منير إبراهيم الهندي، الفكر الحديث في مجال الاستثمار، المنشأة المعارف، الإسكندرية، مصر، 2003.
17. ———، الفكر الحديث في هيكل تمويل الشركات، منشأة المعارف، الإسكندرية، مصر، 2003.
18. ———، الفكر الحديث في هيكل تمويل الشركات، الطبعة الثانية، منشأة المعارف، الإسكندرية مصر، 2005.
19. ———، الفكر الحديث في إدارة المخاطر "الهندسة المالية باستخدام التوريق والمشتقات"، الجزء الأول، دار المعارف، الإسكندرية، 2011.
20. ———، أساسيات الاستثمار وتحليل الأوراق المالية "الأسهم والسندات"، الطبعة الثانية، دار المعرفة الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2011.
21. ———، الإدارة المالية، مدخل تحليلي معاصر، الطبعة الرابعة، المكتب العربي الحديث، الإسكندرية، مصر، 1999.

II. البحوث الجامعية :

1. أيمن أحمد حسين أبو الهيجاء، سياسات توزيع الأرباح وأثرها على القيمة السوقية للسهم، دراسة ميدانية في سوق عمان المالي، مذكرة ماجستير غير منشورة، كلية الاقتصاد والعلوم الإدارية، جامعة آل البيت، عمان، الأردن، 2004.
2. بلخير بكاري، أثر التقييم المالي على مسار الشراكة بالنسبة لقطاع المحروقات في الجزائر دراسة حالة المؤسسة الوطنية لخدمات الآبار (ENSP)، أطروحة دكتوراه غير منشورة، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر3، 2010.
3. بهاء صبحي عواد، أثر إدارة الأرباح على سياسة توزيع الأرباح وانعكاسها على القيمة السوقية للشركة، أطروحة دكتوراه غير منشورة، كلية الأعمال، جامعة عمان العربية، الأردن، 2011.

4. خالد محمد أحمد الجابري، استخدام نموذج مضاعف الربحية في تقييم الأسهم العادية، دراسة تطبيقية، مذكرة ماجستير غير منشورة، كلية إدارة المال والأعمال، جامعة آل البيت، عمان، الأردن، 2009.
5. سعيد هتهات، دراسة اقتصادية وقياسية لظاهرة التضخم في الجزائر، مذكرة ماجستير غير منشورة، كلية الحقوق والعلوم الاقتصادية، جامعة ورقلة، الجزائر، 2006.
6. سميرة لطرش، كفاءة سوق رأس المال وأثرها على القيمة السوقية للسهم، دراسة حالة مجموعة من أسواق رأس المال العربية، أطروحة دكتوراه غير منشورة، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة منتوري، قسنطينة، 2010.
7. عبد الرحمن سلوم، أثر قرار احتجاز الأرباح على ربحية الشركات المساهمة، دراسة ميدانية، مذكرة ماجستير غير منشورة، إدارة الأعمال، جامعة دمشق، 2013.
8. عبد الكريم بوحادرة، أثر اختيار الهيكل المالي على قيمة المؤسسة: دور سياسة توزيع الأرباح في تحديد القيمة السوقية للسهم -دراسة حالة-، مذكرة ماجستير غير منشورة، علوم التسيير، جامعة منتوري، قسنطينة، 2012.
9. علي بن الضب، دراسة تأثير الهيكل المالي وسياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة الاقتصادية المدرجة بالبورصة: دراسة حالة عينة من الشركات المدرجة بسوق الكويت للأوراق المالية خلال الفترة 2006-2008، رسالة ماجستير غير منشورة، علوم التسيير، جامعة ورقلة، 2009.
10. عماد زياد رمضان، أثر سياسات توزيع الأرباح على قيمة السوقية للشركات الأردنية، أطروحة دكتوراه غير منشورة، كلية الدراسات الإدارية والمالية العليا، جامعة عمان العربية، الأردن، 2004.
11. هوراي سويسي، تقييم المؤسسة ودوره في اتخاذ القرار في إطار التحولات الاقتصادية بالجزائر، أطروحة دكتوراه غير منشورة، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، 2008.
12. هيثم محمد عقل إسماعيل أبو غبن، نظام التكاليف على أساس الأنشطة الموجهة بالوقت (TDABC) وأثره على سياسة توزيع الأرباح لدى شركات المساهمة العامة المدرجة في بورصة فلسطين، مذكرة ماجستير غير منشورة، كلية الاقتصاد والعلوم الإدارية، جامعة الأزهر، غزة، 2013.

III. المقالات المنشورة :

1. أياد طاهر محمد الجبوري، تأثير سياسة إعادة الشراء في تداول الأسهم في الأسواق-دراسة حالة-، مجلة العراقية للعلوم الإدارية، كلية الإدارة و الاقتصاد، المجلد السابع عشر، العدد 62، جامعة بغداد، العراق، 2010.
2. إبراهيم الكراسنة، إرشادات في تقييم الأسهم والسندات، معهد السياسات الاقتصادية، صندوق النقد العربي، أبوظبي، 2005.
3. حمدي زعرب، صباح شراب، أثر الإعلان عن التوزيعات الأرباح على أسعار أسهم الشركات المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية، مجلة الجامعة الإسلامية، سلسلة الدراسات الإنسانية، المجلد الخامس عشر، العدد الثاني، فلسطين، 2007.
4. رواء صالح محمد، استخدام انحدار الحرف (Ridge) لدراسة أثر بعض العوامل على مؤشر العام لسوق الأوراق المالية، مجلة القادسية للعلوم الإدارية والاقتصادية، كلية الإدارة والاقتصاد، المجلد الثاني عشر، العدد 4، جامعة المستنصرية، بغداد، العراق، 2011.
5. رياض دهال، الأدوات المالية، مجلة جسر التنمية، المعهد العربي للتخطيط، العدد الخامس عشر، الكويت، مارس 2003.
6. عبد القادر بربيش، عيسى بدروني، محددات سياسة توزيع الأرباح في المؤسسات الخاصة الجزائرية، مجلة الباحث، الأكاديمية للدراسات الاجتماعية و الإنسانية، العدد العاشر، جامعة حسيبة بن بوعلي، الشلف، 2013.
7. عبد الناصر إبراهيم نور، العلاقة بين توزيعات الأرباح والعوائد السوقية غير العادية للأسهم ومدى تأثيرها بربحية الشركة وحجمها ودرجة مخاطرتها اللانظامية، دراسة ميدانية مقارنة بين الشركات المساهمة العامة العراقية والأردنية، مجلة جامعة الملك عبد العزيز: الاقتصاد والإدارة، المجلد السابع عشر، العدد واحد، 2003.
8. عبد الوهاب دادن، حورية بديدة، تأثير سياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسات المسعرة، حالة المؤشر CAC40 خلال الفترة الممتدة ما بين 2007-2009، مجلة الباحث للعلوم الاقتصادية، العدد العاشر، ورقة، 2012.
9. علام محمد موسى حمدان، العلاقة بين الحاكمية المؤسسية وتوزيعات الأرباح وتأثيرها بصعوبات التمويل الخارجي، دراسة ميدانية، مجلة الأردنية في إدارة الأعمال، المجلد العاشر، العدد واحد، الأردن، 2014.

10. فايز سليم حداد، دعاء فوزي شبيطة، تأثير المخاطر النظامية وحجم الشركة ونوع القطاع على علاقة بين توزيعات الأرباح وعوائد الأسهم، دراسة تطبيقية على بورصة عمان، مجلة دراسات: العلوم الإدارية، المجلد السابع والثلاثون، العدد واحد، الأردن، 2010.

11. كزار سليم، حسين كاظم عوجه، حسنين راغب طلب، قياس القيمة العادلة للأسهم العادية باستعمال نموذج مضاعف الربحية، دراسة تطبيقية في المصارف العراقية الخاصة المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية، مجلة الغري للعلوم الاقتصادية والإدارية، جامعة الكوفة، المجلد التاسع، العدد التاسع والعشرون، العراق، 2013.

12. محمد زرقون، أثر الاكتتاب العام على سياسة توزيع الأرباح في المؤسسات الاقتصادية المسعرة في البورصة، دراسة تحليلية مقارنة المؤسسة تسيير فندق الأوراسي الجزائر، مجلة الباحث، العدد الثامن، جامعة ورقلة، الجزائر، 2010.

13. نزار مصطفى جواد، غفران إسماعيل كمال، مقارنة طرق تقدير معالم نموذج الانحدار في حالة ظهور مشكلة التعدد الخطي و القيم الشاذة، مجلة العراقية للعلوم الإدارية والاقتصادية، كلية الإدارة و الاقتصاد، المجلد الخامس عشر، العدد 55، جامعة بغداد، العراق، 2010.

14. نضال عمر زلوم، أسحق محمود الشعار، أثر توزيعات الأرباح على قرار الاستثماري في ضوء جودة التقارير المالية، دراسة ميدانية، مجلة الأردنية للعلوم الاقتصادية، المجلد الثاني، العدد واحد، الأردن، 2015.

15. نور أبو الرب، مفيد الظاهر، أثر قرار توزيع الأرباح على سعر السهم وحجم التداول للشركات المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية، مجلة جامعة القدس المفتوحة للأبحاث والدراسات، العدد الثامن، أكتوبر 2006.

16. هيثم يعقوب يوسف، جعفر قاسم محمد، هشام فرعون عبد اللطيف، استخدام الأساليب الإحصائية في معالجة مشكلة التعدد الخطي، مجلة ديالى للعلوم الزراعية، كلية الإدارة والاقتصاد، المجلد الثاني، العدد الثاني، جامعة ديالى، العراق، 2010.

IV. التقارير :

1. سوق دبي المالي، التقارير السنوي 2010، 2011، 2012، 2013.

2. سوق دبي المالي، النشرات السنوية 2010، 2011، 2012، 2013.

3. سوق دبي المالي، دليل الشركات 2010، 2011، 2012، 2013.

4. صندوق النقد العربي، النشرات الفصلية لقاعدة بيانات الأسواق المالية العربية، 2010، 2011، 2012، 2013.

ثانيا : باللغة الأجنبية :

I. les livres :

1. H. Kent Baker, **Dividends and Dividends Policy**, JohnWiley & Sons, New Jersey, USA, 2009.
2. Geoffrey A, Hirt & Stantey B, Block, **Investment Management**, McGraw-Hill Irwin, USA, 2008.
3. Pascal François, **Stratégies Financières**, Cours et exercices Corrigés, ellipses édition, paris, 2010.
4. Pierre Vernimmen, **Finance D'entreprise**, 6 Edition, Dalloz, Paris, 2005.
5. Régis Bourbonnais, **Économétrie**, Cours et exercices Corrigés, 9eme édition, Dunod, paris, 2015.
6. Ross–Westerfield–Jordan, **Fundamentals of Corporate Finance**, Ninth Edition, The McGraw–Hill, Companies, 2010.
7. Stephen A. Ross, Randolph W. Westerfield, Bradford D. Jordan, **Fundamentals of Corporate Finance**, Fifth Edition, McGraw-Hill, USA, 2001.
8. Stephen A. Ross, Randolph W. Westerfield, And Bradford D. Jordan, **Essential Of Corporate Finance**, Sixth Edition, Mc Graw-Hill Companies, New York, USA, 2008.
9. Steven M. Bragg, **Accounting Reference Desktop**, John Wiley and Sons, New York, USA, 2002.

II. Thèses :

1. Aymen Turki, **Le rôle de la politique de dividendes dans le cadre des opérations de fusions-acquisitions**, Thèse Doctorat, Sciences de Gestion, L'Université Lille 2 – Droit et Santé, 2013.
2. Othaman al Omari, **Determinants of dividend policy- the case of jordanian companies**- Master of Banking & Finance, Yarmouk Univesity, jordon, 2005.
3. Peerapat Wongchaiwat, **Politique de Dividende des entreprises sur les marchés émergents d'Asie**, Thèse Doctorat, de l'Université des Sciences Économiques, Paris I Panthéon-Sorbonne, 2011.

III. Articles :

1. Bellalah Mondher, **Réflexion sur la politique optimale de dividendes en présence de coûts d'information**, cahiers de recherche n°200009, Université Paris IX Dauphine.
2. David J. Denis, Igor Osobov, **Why Do Firms Pay Dividends? International Evidence on the Determinants of Dividend Policy**, Journal of Financial Economics, États-Unis, V 89, Issue 1, 2008.
3. Kanwal Iqbal Khan, **Effect of Dividends on Stock Prices, A Case of Chemical and Pharmaceutical Industry of Pakistan**, Management, Pakistan, Vol 2 No 5, 2012.
4. Lehn, K. and A. B. Poulsen, **Free Cash Flow and Stockholder Gains in Going Private Transactions**, Journal of Finance, 44, 1989.
5. Raymond A, Ezejiofor, et All, **"Relevance of Corporate Dividend Policy on the Shareholder's Wealth"**, Scholars Journal of Economics, Business and Management, Nigeria, 1(10), 2014.
6. Sébastien Dereeper, Frédéric Romon, **Rachats d'actions versus dividendes-effet de substitution sur le marché boursier français ?**, Finance Contrôle Stratégie-- Volume 9, n° 5, mars 2006.

ثالثا : المواقع الالكترونية :

<http://www.dfm.ae/pages/default.aspx?c=801>

1. موقع سوق دبي المالي

<http://www.amf.org.ae/ar>

2. موقع صندوق النقد العربي

<http://www.sca.gov.ae/Arabic/Pages/default.aspx>

3. موقع هيئة الأوراق المالية والسلع الإمارات

<http://cip.dauphine.fr/Bourbonnais>

4. موقع الشخصي للأستاذ Bourbonnais Régis

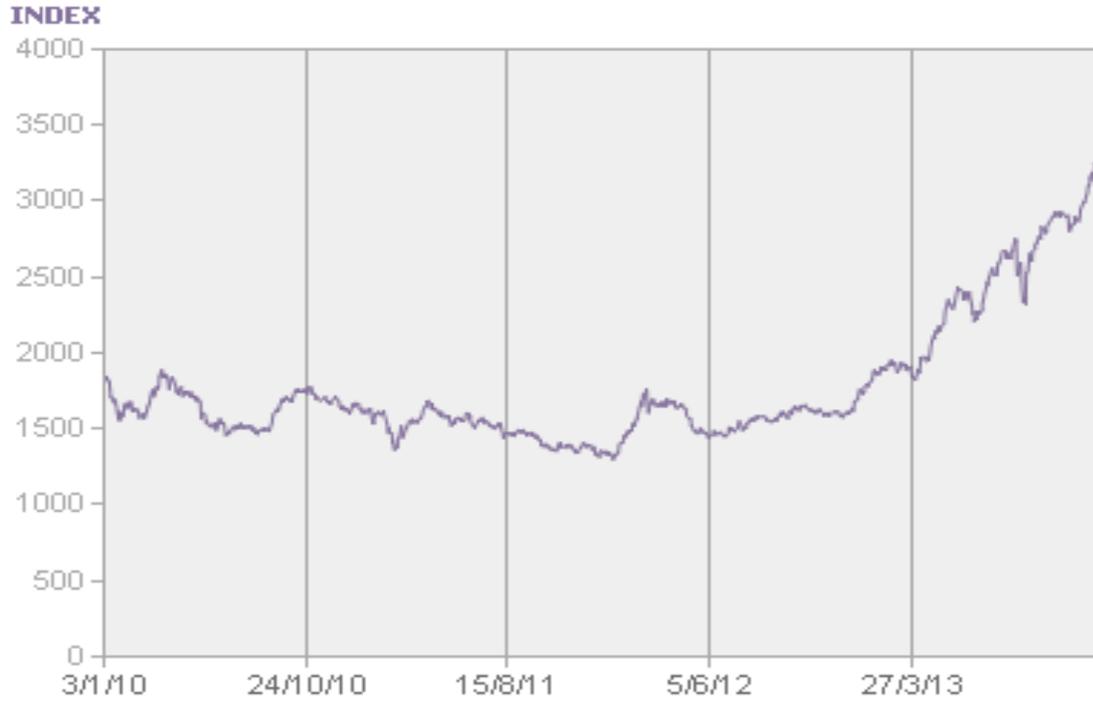
<http://ar.wikipedia.org>

5. الموسوعة الحرة ويكيبيديا

A stack of several books with dark covers and white pages. A white, rectangular label with rounded corners is placed in the center of the stack. The label contains the Arabic word 'الملاحق' (Al-Malahiq) written in black, bold, calligraphic script. The books are arranged in a slightly overlapping manner, creating a sense of depth.

الملاحق

الملحق رقم (01): تطور مؤشر سوق دبي المالي خلال الفترة 2010-2013



Source : <http://www.dfm.ae/pages/default.aspx?c=801> consulté le 01/05/2015 à 23:10.

الملحق رقم (02): المعلومات أساسية للمؤسسات عينة الدراسة

البريد الإلكتروني	المؤسسات	رمز المؤسسات العينة	الرقم
قطاع البنوك			
cbd-ho@cbd.ae	بنك دبي التجاري (ش.م.ع)	(CBD)	1
contactus@dib.ae	بنك دبي	(DIB)	2
VinodN@emiratesnbd.com	الإمارات دبي الوطني (ش.م.ع)	(EMIRATESNBD)	3
info@gfhouse.com	بيت التمويل الخليجي (ش.م.ب)	(GFH)	4
NarayananH@mashreq.com	بنك المشرق (ش.م.ع)	(MASQ)	5
contact.us@alsalambahrain.com	مصرف البحرين	(SALAM_BAH)	6
قطاع الاستثمار والخدمات المالية			
helpdesk@dfm.ae	سوق دبي المالي (ش.م.ع.)	(DFM)	7
info@dubaiinvestments.com	دبي للإستثمار (ش.م.ع)	(DIC)	8
قطاع التأمين			
alliance@alliance-uae.com	شركة اللانيس للتأمين (ش م ع)	(ALLIANCE)	9
info@aman.ae	دبي للتأمين وإعادة التأمين - أمان	(AMAN)	10
info@arig.com.bh	المجموعة العربية للتأمين (ش.م.ع)	(ARIG)	11
info@daraltakaful.com	دار التكافل	(DARTAKAFUL)	12
info@dubins.ae	شركة دبي للتأمين	(DIN)	13
mails@dnirc.com	شركة دبي الوطنية للتأمين وإعادة التأمين	(DNIR)	14
ngico@emirates.net.ae	الشركة الوطنية للتأمينات العامة (ش.م.ع)	(NGI)	15
info@salama.ae	الشركة العربية للتأمين - سلامة	(SALAMA)	16
regulatory@tameen.ae	شركة عمان للتأمين	(OIC)	17

قطاع العقارات والإنشاءات الهندسية			
media@arabtecuae.com	أرابتك القابضة (ش.م.ع)	(ARTC)	18
info@deyaar.ae	شركة ديار للتطوير (ش.م.ع)	(DEYAAR)	19
corporate@drakescull.com	دريك آند سكل إنترناشيونال (ش.م.ع)	(DSI)	20
info@emaar.ae	إعمار العقارية (ش.م.ع)	(EMAAR)	21
dfm@mazayarealestate.com	شركة المزيا القابضة	(MAZAYA)	22
قطاع النقل			
investor@agilitylogistics.com	شركة أجيليتي للمخازن العمومية (ش.م.ك)	(AGLTY)	23
abintaliah@airarabia.com	العربية للطيران (ش.م.ع)	(AIRARABIA)	24
investors@aramex.com	شركة أرامكس (ش م ع)	(ARMX)	25
قطاع الصناعة			
cement@nationalcement.ae	شركة الإسمنت الوطنية (ش.م.ع)	(NCC)	26
قطاع السلع الاستهلاكية والكمالية			
jyotica.kapoor@erc.ae	شركة دبي للمرطبات (ش.م.ع)	(DRC)	27
gulfa75@emirates.net.ae	شركة غلفا للمياه المعدنية والصناعات التحويلية (ش.م.ع)	(GULFA)	28
قطاع الاتصالات			
talk-to-us@du.ae	شركة الإمارات للاتصالات المتكاملة	(DU)	29
قطاع الخدمات			
info@tabreed.ae	الشركة الوطنية للتبريد المركزي (تبريد)	(TABREED)	30

المصدر : من إعداد الطالب

الملحق رقم (03) : البيانات المالية للمؤسسات العينة

نصيب السهم من الأرباح	نصيب السهم من الأرباح	نصيب السهم من الأرباح	سعر السهم	السنوات	رمز المؤسسات العينة	الرقم
الصادفة BPA	النقدية الموزعة DPA	غير الموزعة RRC	السوقي PRIX			
قطاع البنوك						
0.42270	0.19	0.2227034	3.097	2010	(CBD)	1
0.4033160	0.19	0.2128400	2.996	2011		
0.4183958	0.3	0.1183958	2.898	2012		
0.4505578	0.3	0.1505578	3.749	2013		
0.2124075	0.1	0.1124075	2.335	2010	(DIB)	2
0.26603280	0.125	0.1410328	2.134	2011		
0.29088123	0.145	0.1468261	2.048	2012		
0.40744572	0.25	0.15744572	3.308	2013		
0.42094329	0.2	0.2209433	2.758	2010	(EMIRATESNBD)	3
0.45540222	0.2	0.25540222	3.588	2011		
0.45954183	0.25	0.20954183	2.919	2012		
0.58591183	0.25	0.33591183	4.884	2013		
-2.40256241	0	0	0.808	2010	(GFH)	4
0.0011933	0	0.0011933	0.617	2011		
0.03144730	0	0.03144730	0.649	2012		
0.0073038	0	0.0073038	0.553	2013		
4.75226151	2	2.75226151	81.000	2010	(MASQ)	5
4.85210361	2	2.8521036	86.479	2011		
7.0916068	3.8	3.9616068	81.748	2012		
10.6795440	4	6.6795440	50.306	2013		
0.04764726	0	0.0476472	0.821	2010	(SALAM_BAH)	6
0.00203197	0	0.0020319	0.561	2011		
0.06683033	0.04875	0.0180803	0.471	2012		
0.056285463	0.04875	0.00753542	0.950	2013		
قطاع الإستثمار والخدمات المالية						
0.00987013	0	0.0098702	1.732	2010	(DFM)	7

-0.0008575	0	0	1.235	2011		
0.004398125	0	0.004398125	1.074	2012		
0.015579125	0.05	0	1.803	2013		
0.22545542	0.06	0.16545542	0.940	2010	(DIC)	8
0.05671948	0.05	0.006719488	0.798	2011		
0.091965119	0.07	0.021965119	0.864	2012		
0.215247763	0.07	0.1452477640	1.685	2013		
قطاع التأمين						
45.103549	11.25	30.103549	383.500	2010	(ALLIANCE)	9
41.611	15	26.611	383.500	2011		
40.75593	15	25.75593	383.500	2012		
44.260332	25	19.260332	383.500	2013		
0.0938107	0	0.093810737	0.833	2010	(AMAN)	10
-0.07491915	0	0	0.667	2011		
0.03786932	0	0.037869324	0.932	2012		
-0.23398449	0	0	1.088	2013		
0.34745890	0.276	0.071458909	2.123	2010	(ARIG)	11
-0.3187549	0	0	2.147	2011		
0.262168464	0.15	0.082168464	1.834	2012		
0.32979295	0.2	0.129792954	1.392	2013		
-0.09023998	0	0	1.136	2010	(DARTAKAFUL)	12
-0.04469227	0	0	0.780	2011		
0.29106	0.2	0.09106	0.649	2012		
0.31517	0.25	0.06517	1.067	2013		
0.23547	0.25	0	2.106	2010	(DIN)	13
0.25233	0.2	0.05233	2.313	2011		
0.2920606	0.2	0.2520606	2.630	2012		
0.261532467	0.2	0.0615324	3.068	2013		
0.19773636	0.2	0	2.178	2010	(DNIR)	14
0.2055021	0.1429	0.06164502	2.063	2011		
0.25094306	0.12	0.10943063	2.228	2012		

الملاحق

0.28665678	0	0.286656781	2.692	2010	(DU)	29
0.2400978125	0.15	0.090097812	3.110	2011		
0.43302459	0.3	0.133024594	3.260	2012		
0.4345250	0.12	0.2445250	5.300	2013		
قطاع الخدمات						
0.360760216	0	0.207602167	0.500	2010	(TABREED)	30
0.277219137	0	0.277219136	1.016	2011		
0.35861646	0.05	0.30861646	1.299	2012		
0.3687946	0.05	0.318794607	1.949	2013		

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على بيانات المؤسسات

الملحق رقم (04) : نتائج انحدار التوزيعات النقدية كدالة في ربحية السهم

Dependent Variable: DPA				
Method: Least Squares				
Date: 04/19/15 Time: 11:02				
Sample: 1 120				
Included observations: 120				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.046426	0.090442	0.513324	0.6087
BPA	0.391228	0.008838	44.26769	0.0000
R-squared	0.943204	Mean dependent var		1.089177
Adjusted R-squared	0.942723	S.D. dependent var		3.996868
S.E. of regression	0.956554	Akaike info criterion		2.765567
Sum squared resid	107.9694	Schwarz criterion		2.812025
Log likelihood	-163.9340	F-statistic		1959.628
Durbin-Watson stat	1.976458	Prob(F-statistic)		0.000000

المصدر : من إعداد الطالب بالاعتماد على معطيات الدراسة والبرنامج الإحصائي 5.EVIEWS.

الملحق رقم (05) : نتائج انحدار نسبة الاحتجاز الأرباح كدالة في ربحية السهم

Dependent Variable: RRC				
Method: Least Squares				
Date: 04/19/15 Time: 11:05				
Sample: 1 120				
Included observations: 120				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.011644	0.074034	0.157275	0.8753
BPA	0.593592	0.007234	82.05118	0.0000
R-squared	0.982775	Mean dependent var		1.593761
Adjusted R-squared	0.982629	S.D. dependent var		5.940923
S.E. of regression	0.783014	Akaike info criterion		2.365194
Sum squared resid	72.34710	Schwarz criterion		2.411652
Log likelihood	-139.9116	F-statistic		6732.396
Durbin-Watson stat	2.070828	Prob(F-statistic)		0.000000

المصدر : من إعداد الطالب بالاعتماد على معطيات الدراسة والبرنامج الإحصائي 5.EVIEWS.

الملحق رقم (06) : التدفق النقدي الحر المنمط لمؤسسات العينة

نقد الحر المنمط				المؤسسات العينة	الرقم
2013	2012	2011	2010		
قطاع البنوك					
0,5349961100	0,831283474	0,896506796	0,827636594	(CBD)	1
0,8196039040	1,365329945	1,286071609	1,266515519	(DIB)	2
0,0659608870	0,290930126	-0,142915186	-0,038419216	(EMIRATESNBD)	3
0,0458461970	0,023135958	0,047240145	0,999569157	(GFH)	4
0,9634470140	1,345173054	0,628486759	1,028097062	(MASQ)	5
2,5947379960	1,917953992	3,134953028	2,294497741	(SALAM_BAH)	6
قطاع الاستثمار والخدمات المالية					
0,021593066	0,028473651	0,064642261	0,039472433	(DFM)	7
0,013809232	0,033426945	-0,161408627	0,075678262	(DIC)	8
قطاع التأمين					
0,069546589	0,04401043	0,031525423	0,029694915	(ALLIANCE)	9
0,161256641	0,145567294	0,246344735	0,12098626	(AMAN)	10
2,319676697	2,283448373	1,833464115	1,808833333	(ARIG)	11
0,22438756	0,696832061	0,269640179	0,027828877	(DARTAKAFUL)	12
0,127752727	0,181783088	0,121011494	0,117171806	(DIN)	13
0,189874939	0,117839262	0,047900128	0,174400826	(DNIR)	14
0,088502072	0,069001826	0,043386687	0,208504229	(NGI)	15
0,300627535	0,737236071	0,631410768	0,209692292	(SALAMA)	16
0,191794382	0,130351525	0,014371995	0,018365936	(OIC)	17
0,5137302087	0,602457475	0,528978371	0,541678002	النقد الحر المنمط للقطاع البنوك والتأمين وقطاع الاستثمار وخدمات المالية	
قطاع العقارات والإنشاءات الهندسية					
0,112527184	0,098169066	0,174177236	0,249618016	(ARTC)	18
0,097306615	0,056820148	0,139243561	0,036760948	(DEYAAR)	19
0,097869897	0,113157863	0,130162246	0,026168243	(DSI)	20
0,086788547	0,102956316	0,68961651	0,082015374	(EMAAR)	21
0,223195854	0,14864825	0,123489589	0,165648401	(MAZAYA)	22
0,123537619	0,103950329	0,251337828	0,112042196	النقد الحر المنمط للقطاع العقارات والإنشاءات الهندسية	
قطاع النقل					
0,086761244	0,960318673	0,054380271	1,16653635	(AGLTY)	23
-0,008348788	0,029585328	0,062589269	0,219393792	(AIRARABIA)	24

الملاحق

0,145015439	0,105698722	0,106580075	0,176185291	(ARMX)	25
0,074475965	0,365200908	0,074516538	0,520705144	النقد الحر المنمط للقطاع النقل	
قطاع الصناعة					
0,027596339	0,02892442	0,029146936	-0,008655395	(NCC)	26
قطاع السلع الاستهلاكية والكمالية					
0,181944215	0,300476495	0,299572649	0,427359519	(DRC)	27
0,225855066	0,164599303	0,043265306	0,04235	(GULFA)	28
0,203899641	0,232537899	0,171418978	0,23485476	النقد الحر المنمط للقطاع السلع الاستهلاكية والكمالية	
قطاع الاتصالات					
0,012933938	0,168521727	0,179872353	0,213050104	(DU)	29
قطاع الخدمات					
0,423822445	0,021240476	0,023435714	0,008615385	(TABREED)	30
0,218378192	0,094881102	0,101654034	0,110832744	النقد الحر المنمط للقطاع الاتصالات والخدمات	
0,3482227181	0,418029795	0,368272134	0,400452402	النقد الحر المنمط للسوق ككل	

المصدر : من إعداد الطالب بالاعتماد على بيانات المؤسسات.

الفهـ رس

الفهـرس

الصفحة

IV	الإهداء
V	الشكر
VI	مستخلص
VII	قائمة المحتويات
VIII	قائمة الجداول
IX	قائمة الأشكال البيانية
X	قائمة الملاحق
XI	قائمة الاختصارات والرموز
أ	المقدمة
01	الفصل الأول : الأدبيات النظرية والتطبيقية
02	تمهيد
03	المبحث الأول : الأدبيات النظرية -الإطار المفاهيمي للدراسة-
03	المطلب الأول : مفاهيم أساسية حول سياسة توزيع الأرباح
03	الفرع الأول : مفهوم سياسة توزيع الأرباح
05	الفرع الثاني : إجراءات توزيع الأرباح والعوامل المؤثرة فيها
11	الفرع الثالث : أنواع وأشكال توزيعات الأرباح
17	المطلب الثاني : مفاهيم أساسية حول قيمة وتقييم الأسهم
18	الفرع الأول : ماهية القيمة والتقييم
18	الفرع الثاني : تقييم الأسهم العادية
20	الفرع الثالث : طرق وأساليب تقييم الأسهم العادية
24	الفرع الرابع : تقييم الأسهم الممتازة
25	المطلب الثالث : النظريات المفسرة لتأثير سياسة توزيع الأرباح على قيمة السهم
25	الفرع الأول : نظرية حيادية سياسة توزيع الأرباح
26	الفرع الثاني : نظرية العصفور في اليد
27	الفرع الثالث : نظرية التفضيل الضريبي
28	الفرع الرابع : نظرية الإشارة

29	..... الفرع الخامس : نظرية الوكالة
30	..... المبحث الثاني : الأدبيات التطبيقية -الدراسات السابقة للموضوع-
30	..... المطلب الأول : الدراسات العربية
34	..... المطلب الثاني : الدراسات الأجنبية
36	..... المطلب الثالث : مقارنة بين الدراسات السابقة والدراسة الحالية
38	..... خلاصة الفصل
39	..... الفصل الثاني : الجانب التطبيقي للدراسة
40	..... تمهيد
41	..... المبحث الأول : الطريقة والأدوات المستخدمة في الدراسة
41	..... المطلب الأول : الطريقة التي اعتمدت عليها الدراسة
41	..... الفرع الأول : مجتمع الدراسة
48	..... الفرع الثاني : تقديم عينة الدراسة
51	..... الفرع الثالث : متغيرات الدراسة وكيفية قياسها
52	..... المطلب الثاني : الأساليب والأدوات الإحصائية المعتمدة
54	..... المبحث الثاني : عرض ومناقشة النتائج المتوصل إليها
54	..... المطلب الأول : عرض النتائج المتوصل إليها
55	..... الفرع الأول : تحليل الإحصائي الوصفي لمتغيرات الدراسة
56	..... الفرع الثاني : النماذج ومعالمها المقدره
75	..... الفرع الثالث : تحليل البيانات واختبار الفرضية السادسة
79	..... المطلب الثاني : تفسير ومناقشة نتائج الدراسة
84	..... خلاصة الفصل
85	..... الخاتمة
90	..... المراجع
98	..... الملاحق
110	..... الفهرس