

جامعة قاصدي مرياح - ورقلة
كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير
قسم علوم التسيير



مذكرة مقدمة لإستكمال متطلبات شهادة الماستر أكاديمي
الميدان: علوم اقتصادية، والعلوم التجارية وعلوم التسيير
الشعبة: علوم مالية ومحاسبية
تخصص: مالية مؤسسة

من إعداد الطالب: عبد المنعم رضواني
بعنوان:

أثر سياسة توزيعات الأرباح على الأداء المالي للمؤسسات
الإقتصادية

دراسة عينة من المؤسسات المدرجة في سوق السعودية للأوراق المالية خلال الفترة
2015-2013

نوقشت وأجيزت بتاريخ: 2016/05/25

أمام اللجنة المكونة من السادة:

د/ عمر مساوي (أستاذ محاضر ب-جامعة قاصدي مرياح ورقلة) رئيسا
أ/ سعيدة تلي (أستاذ مساعد -جامعة قاصدي مرياح ورقلة) مشرفا
أ/علي بن ساحة(أستاذ مساعد ب-جامعة قاصدي مرياح ورقلة) ممتحنا

السنة الجامعية: 2016/2015

جامعة قاصدي مرباح - ورقلة
كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير
قسم علوم التسيير



مذكرة مقدمة لإستكمال متطلبات شهادة الماستر أكاديمي
الميدان: علوم اقتصادية، والعلوم التجارية وعلوم التسيير
الشعبة: علوم مالية ومحاسبية
التخصص: مالية مؤسسة

من إعداد الطالب: عبد المنعم رضواني
بعنوان:

أثر سياسة توزيعات الأرباح على الأداء للمؤسسات
الإقتصادية

دراسة عينة من المؤسسات المدرجة في سوق السعودية للأوراق المالية خلال الفترة
2013-2015

نوقشت وأجيزت بتاريخ: 2016/05/25

أمام اللجنة المكونة من السادة:

د/ عمر مساوي (أستاذ محاضر ب-جامعة قاصدي مرباح ورقلة) رئيسا
أ/ سعيدة تلي (أستاذ مساعد -جامعة قاصدي مرباح ورقلة) مشرفا
أ/علي بن ساحة(أستاذ مساعد ب-جامعة قاصدي مرباح ورقلة) ممتحنا

السنة الجامعية: 2015/2016

الإهداء

أهدي ثمرة هذا العمل إلى من سهر على تربيته ونجاحي:

إلى الوالدين الكريمين حفظهم الله تعالى ورزقنا رضاهم، وأدعو الله أن
يغفر لهما ويرحمهما كما ربياني صغيراً.

كما أهدي هذا إلى إخوتي وأخواتي حماهم الله وبارك فيهم، وأدعو الله
أن ييسر لهم طريق العلم.

إلى كل من ساعدني ووقف بجاني وكان سندا لي خلال فترة هذا العمل.
إلى كل أصدقائي من قريب أو من بعيد الذين هم في القلب ولا تسعمهم
هذه الورقة، فأسال الله أن يجزيهم خير الجزاء وأن يفتح لهم طريق الخير
والبركة.

وإلى كل سالمي طريق العلم، أسال الله أن يفتح لهم أبواب العلم والرحمة.

محمد المنعم

الشكر

لا يسعني في البداية إلا أن أحمد الله الذي بإسمه بدأت وعليه توكلت
وأشكره على توفيقه في إعداد هذه الدراسة.

ومن ثم أتقدم بجزيل الشكر والإمتنان لكل من ساهم في إنجاز هذا العمل
وأخص بالذكر أ.سعيدة تلي لما قدمته من جهود في إشرافها وتوجيهاتها
على هذه الدراسة، كما أتقدم بجزيل الشكر والتقدير لكل من: أ. ياسين
خيفة وأ. السعيد هتمات ود. إسماعيل بن قانة على كل ما قدموه لإتمام
هذه الدراسة.

كما أتقدم بالشكر إلى كل أساتذتي، من الإبتدائي إلى الجامعي، وأدعو
الله أن يرزقهم السعادة في الدنيا والآخرة.

كذلك أوجه الشكر إلى كل من ساهم من قريب أو من بعيد في إنجاز
هذا العمل.

المخلص :

تهدف هذه الدراسة إلى التعرف على مدى تأثير سياسة توزيع الأرباح على الأداء المالي للمؤسسات الاقتصادية المتمثلة في ثلاث قطاعات مهمة (باستثناء القطاع المالي) في بورصة السعودية خلال الفترة 2013-2015، من خلال تقدير نموذج يفسر تأثير هذه السياسة على التغيرات الإجمالية للأسعار السوقية للأسهم (الأداء المالي)، إضافة إلى تبيان أكثر أشكال سياسة توزيع الأرباح تأثيراً على الأداء المالي للمؤسسات، وهذا من خلال إستعمال نموذجي الإنحدار الخطي البسيط والمتعدد لبيانات السلاسل الزمنية والمقطعية (بانل) لإجراء هذه الإختبارات.

وقد خلصت هذه الدراسة إلى أن هناك تأثير لسياسة التوزيعات النقدية على أسعار الأسهم، بقوة تفسيرية بلغت 23.48%، وكذلك توصلت الدراسة أيضا بأن هناك تأثير لربحية السهم الواحد على أسعار الأسهم، بقوة تفسيرية بلغت 90.97%، وأن ربحية السهم الواحد هي السياسة التي يهتم بها المستثمرون والمتعاملون في سوق السعودية للأوراق المالية وتوصلت الدراسة إلى أن ربحية السهم الواحد يعتبر من أكثر أشكال سياسة توزيعات الأرباح تأثيراً على أسعار الأسهم، وأيضاً خلصت الدراسة بأنه لا يوجد أثر للتوزيعات النقدية وربحية السهم معا في نموذج واحد (متعدد) على أسعار الأسهم.

الكلمات المفتاحية :

أداء المالي، سياسة توزيع الأرباح، بورصة السعودية، ربحية السهم.

Résumé :

Cette étude vise à identifier l'impact de la politique de dividende sur la performance financière des institutions économiques des trois secteurs importants (à l'exclusion du secteur financier) de la bourse saoudienne au cours de la période 2013-2015, Par l'intermédiaire de modèle d'estimation pour expliquer les effets de ces politiques Sur Total des changements des prix du marché (Rendement financier), En plus d'identifier le plus politique de dividende influence sur la performance financière des entreprises, C'est grâce à l'utilisation typique Multijoueur et régression linéaire simple des données de série de temps et syllabique (PANEL), Pour effectuer ces tests.

Cette étude a conclu qu'il existe un effet de trésorerie répartition politique sur le cours des actions, une force explicative s'élevait à 23.48%, Et l'étude a également révélé qu'il y a un effet d'EPS sur le cours des actions, une force explicative s'élevait à 90.97 %, Et le bénéfice par action, Et le bénéfice par action est la politique d'intérêt pour les investisseurs et les commerçants dans la Bourse saoudienne, L'étude a révélé que la rentabilité par action est une des formes plus influentes de la politique de dividende sur le cours des actions, L'étude a également conclu qu'il n'y avait pas d'effet du dividende et le bénéfice par action dans un seul modèle (multiple) sur les cours boursiers.

Mots clés : Performance financière, Politique de dividendes, TASI, Le bénéfice par action.

قائمة المحتويات

III.....	الإهداء.....
IV.....	الشكر.....
V.....	الملخص.....
VI.....	قائمة المحتويات.....
VII.....	قائمة الجداول.....
VII	قائمة الأشكال.....
VIII.....	قائمة الإختصرات والرموز.....
VIII	قائمة الملاحق.....
أ	المقدمة
1	الفصل الأول : الأدبيات النظرية والتطبيقية للأداء المالي وسياسة توزيع الرباح
2	تمهيد:.....
3.....	المبحث الأول : أساسيات عامة حول الأداء المالي وسياسة توزيعات الأرباح.....
9.....	المبحث الثاني : الدراسات السابقة.....
16.....	خلاصة الفصل
17.....	الفصل الثاني : دراسة قياسية لأثر سياسة توزيع الأرباح على الأداء المالي
18.....	تمهيد.....
19.....	المبحث الأول : عرض مجتمع وأدوات الدراسة.....
24.....	المبحث الثاني : عرض النتائج ومناقشتها.....
40.....	خلاصة الفصل
41.....	الخاتمة
44.....	المراجع.....
47.....	الملاحق.....
58.....	الفهرس.....

قائمة الجداول

الصفحة	إسم الجدول	رقم الجدول
13	يوضح مقارنة الدراسات السابقة العربية	(1-1)
15	يوضح مقارنة الدراسات السابقة الأجنبية	(2-1)
21	الشركات موضع الدراسة حسب القطاعات	(1-2)
24	يوضح تحليل الارتباط بين مؤشرات سياسة توزيع الأرباح والأداء المالي	(2-2)
26	نتائج نموذج الإنحدار التجميعي PRM	(3-2)
27	نتائج نموذج التأثيرات الثابتة FEM	(4-2)
28	نتائج نموذج التأثيرات العشوائية REM	(5-2)
28	معلومات نموذج الدراسة المقدر باستخدام النماذج الثلاثة	(6-2)
29	إختبار LM لنموذج أثر DPA على PP	(7-2)
30	إختبار Hausman لنموذج أثر DPA على PP	(8-2)
30	معلومات النموذج المقدر باستخدام نموذج التأثيرات الثابتة	(9-2)
33	معلومات نموذج الدراسة المقدر باستخدام النماذج الثلاثة	(10-2)
33	إختبار LM لنموذج أثر PBA على PP	(11-2)
34	إختبار Hausman لنموذج أثر PBA على PP	(12-2)
34	معلومات النموذج المقدر باستخدام نموذج التأثيرات العشوائية	(13-2)
36	معلومات نموذج الدراسة المقدر باستخدام النماذج الثلاثة	(14-2)
37	إختبار LM لأثر PBA و DPA على PP	(15-2)
37	إختبار Hausman لأثر PBA و DPA على PP	(16-2)

قائمة الأشكال

الصفحة	إسم الشكل	رقم الشكل
25	يوضح التمثيل النقطي للمتغير التابع PP بدلالة المتغيرين BPA و DPA	(1-2)

قائمة الرموز والمختصرات

الرقم	المصطلح باللغة العربية	المصطلح باللغة الأجنبية	الإختصار
1	سعر السهم	Partager prix	PP
2	نصيب السهم من التوزيعات	Par action dividende	DPA
3	التوزيعات النقدية	dividende	DIV
4	عدد الأسهم المصدرة	Nombre d'actions émises	NAE
5	ربحية السهم الواحد	Bénéfice par action	BPA

قائمة الملاحق

رقم الملحق	إسم الملحق	الصفحة
1	يوضح حساب متغيرات الدراسة	48
2	يوضح مجتمع الدراسة	50
3	يوضح النموذج الإنحدار التجميعي لأثر DPA على PP	52
4	يوضح نموذج الآثار الثابتة لأثر DPA على PP	53
5	يوضح نموذج الآثار العشوائية لأثر DPA على PP	54
6	يوضح نموذج الإنحدار التجميعي لأثر BPA و DPA على PP	55
7	يوضح نموذج الآثار الثابتة لأثر BPA و DPA على PP	56
8	يوضح نموذج الآثار العشوائية لأثر BPA و DPA على PP	57

المقدمة

يهدف تقييم الأداء إلى الكشف عن مدى تحقيق القدرة الإيرادية والقدرة الكسبية في الشركة، حيث أن الأولى تعني قدرة الشركة على توليد إيرادات سواء من أنشطتها الجارية أو الرأسمالية أو الاستثنائية، بينما تعني الثانية قدرة الشركة على تحقيق فائض من أنشطتها الموضحة سابقا من أجل مكافأة عوامل الإنتاج وفقا للنظرية الحديثة، وقد أثبتت النظرية المالية عن وجود تأثير للقرار التمويلي والاستثماري على قيمة المؤسسة، يبقى أن القرار الأخير الذي يعتبر واحدا من أهم القرارات المالية بعد قرار الاستثمار التمويل ألا وهو قرار توزيع الأرباح والذي أثار جدلا بين الباحثين والمنظرين وذلك لاختلاف مستويات الأسواق المالية والتطور الذي توأكبه المؤسسات في حجها وقيمتها، ويترتب على هذه السياسة التأثير على الخطط الاستثمارية في حد ذاتها.

وتتمثل سياسة توزيع الأرباح في قرار الشركة بشأن المفاضلة بين توزيع الأرباح على الملاك وبين احتجاز الأرباح بغرض إعادة استثمارها، حيث تقوم هذه السياسة بإعطاء إشارات للمستثمرين حول وضعية المؤسسة وأدائها، و التي يمكن إدراجها في إطار ما يعرف بنظرية الإشارة، إضافة إلى هذا وما يترتب عن قرار توزيع الأرباح من تأثير على القرارات المالية الأخرى للمؤسسة يجعل من هذه السياسة تحظى بأهمية بالغة لدى مالكي المؤسسة بل يتعدى ذلك لجمهور المستثمرين والمحللين الماليين، ومن خلال ما سبق يمكن طرح الإشكالية الرئيسية التالية :

ما هو حجم تأثير سياسة توزيعات الأرباح على الأداء المالي للمؤسسات الإقتصادية المسعرة في سوق السعودية للأوراق المالية خلال الفترة 2013-2015 ؟

بغرض دراسة هذه الإشكالية الرئيسية تم تقسيمها إلى إشكاليات فرعية على النحو التالي :

- هل توجد علاقة بين ربحية السهم والأداء المالي للمؤسسات الإقتصادية المسعرة في بورصة السعودية ؟
- هل توجد علاقة نصيب السهم من التوزيعات والأداء المالي للمؤسسات الإقتصادية المسعرة في بورصة السعودية ؟
- هل توجد علاقة بين كل من ربحية السهم ونصيب السهم من التوزيعات على أسعار أسهم المؤسسات الإقتصادية المسعرة في بورصة السعودية ؟

ت- الفرضيات:

- توجد علاقة بين ربحية السهم وأسعار أسهم المؤسسات الإقتصادية المسعرة في بورصة السعودية ؛
- توجد علاقة بين نصيب السهم من التوزيعات وأسعار أسهم المؤسسات الإقتصادية المسعرة في بورصة السعودية ؛
- توجد علاقة بين كل من ربحية السهم ونصيب السهم من التوزيعات على أسعار أسهم المؤسسات الإقتصادية المسعرة في بورصة السعودية.

ث- مبررات إختيار الموضوع

- الإهتمام بالأسواق المالية والرغبة في إثراء المعارف والمكتسبات الخاصة بالأسواق المالية ؛
- محاولة دراسة هذا الموضوع في بورصة السعودية للخروج بنتائج جديدة مقارنة بالدراسات السابقة ؛
- رغبة الطالب في التطرق للجانب المالي وذلك راجع لتخصص بالدرجة الأولى.

ج- أهداف الدراسة

وتتمثل في ما يلي :

- دراسة إمكانية تأثير القرارات المالية بالأخص سياسة توزيع الأرباح على الأداء المالي للمؤسسات الإقتصادية المدرجة في البورصة ؛
- التعرف على العلاقة التي تحكم متغيرات سياسة توزيع الأرباح ؛
- قياس القدرة التفسيرية لأثر نصيب السهم من التوزيعات ورجحية السهم على الأداء المالي للمؤسسات المسعرة في بورصة السعودية ؛

ح- أهمية الدراسة

تكمن أهمية الموضوع في إعتبار سياسة توزيع الأرباح من القرارات المالية التي تمه المستثمر من خلال إعطائه إشارات تبين له الطريق الصحيح للاستثمار حسب نظرية الإشارة، ومن جانب آخر تكمن أهمية هذا البحث من خلال توجه العديد من الاهتمامات البحثية العلمية الحالية إلى تناول أبحاث أداء البورصات ولمؤسسات ومعايير تقييمها والعوامل المؤثرة عليها.

خ- حدود الدراسة

سيتم الاعتماد في هذه الدراسة على عينة من المؤسسات المدرجة في بورصة السعودية موزعة على ثلاث قطاعات مهمة (قطاع البتروكيماويات، قطاع الإسمنت، قطاع التجزئة) باستثناء القطاع المالي، أما الحدود الزمنية ستكون في الفترة الممتدة بين 2013-2015 والتي تعتبر كافية لإختبار الفرضيات والإجابة على الإشكالية العامة.

د- منهج الدراسة والأدوات المستخدمة

من أجل الوصول إلى النتائج المرجوة، وبغرض تحقيق الهدف بخطوات منهجية صحيحة مع الإجابة على الأسئلة المطروحة تم الإعتماد على المنهج الوصفي التحليلي ومنهج دراسة الحالة، أما أدوات الدراسة تم الإستعانة بمصفوفة الارتباط لبيرسون لتبيان العلاقة بين المتغيرات، أما بالنسبة لإختبار فرضيات الدراسة تم إستخدام نموذجي الإنحدار الخطي البسيط والمتعدد لبيانات السلاسل الزمنية والمقطعية (بانل)، لدراسة العلاقة بين المتغير التابع والمتغيرات المستقلة وقياس مدى تفسير المتغيرات المستقلة للمتغير التابع، تم الاعتماد على البرنامج الإحصائي EViews 9.0.

ذ- مراجع الدراسة

لإتمام جميع جوانب هذه الدراسة تم الإعتماد على ما يلي :

- كتب المتخصصة في مجال البحث (كتب مالية) ؛
- الأطروحات والرسائل الجامعية كدراسات سابقة في مجال البحث ؛
- مقالات منشورة في مجلات علمية ؛
- مواقع الإنترنت.

ر- صعوبات البحث

- صعوبة تطبيق الأساليب الإحصائية ؛
- ضيق الوقت بسبب التأخر في الحصول على عنوان مناسب للمذكرة.

ز- هيكل البحث

بهدف إنجاز هذا البحث والتوصل إلى النتائج المطلوبة وفقاً لمنهجية علمية أصيلة، قمنا بتقسيم هذه الدراسة إلى فصلين مسبقين بمقدمة عامة وتنتهي بخاتمة للدراسة وتوصيات للأبحاث الأخرى، وتمثل فصول الدراسة في :

الفصل الأول: سنقوم في هذا الفصل بتقسيمه إلى مبحثين من خلال تسليط الضوء بشكل مختصر على الأسس النظرية للأداء المالي وسياسة توزيع الأرباح وذلك في المبحث الأول، أما المبحث الثاني سنتطرق فيه إلى أهم الأعمال والبحوث التي تصب في صلب موضوعنا قيد الدراسة والتي تم الاطلاع عليها والمختارة من أحسن الأبحاث التي سنعتمدها كدراسات سابقة.

الفصل الثاني: والذي يعتبر فصل الدراسة التطبيقية، لذا سنحاول من خلاله الكشف عن العلاقة بين سياسة توزيع الأرباح والأداء المالي من خلال إختبار فرضيات الدراسة باستخدام نموذج بيانات السلاسل الزمنية والمقطعية (بانل) للكشف عن أي شكل من أشكال التوزيعات الأكثر تأثراً على الأداء المالي للمؤسسات الإقتصادية المسعرة في بورصة السعودية.

الفصل الأول: الأدبيات
النظرية والتطبيقية للأداء
المالي وسياسة توزيع الأرباح

تمهيد:

إن موضوع تقييم الأداء المالي يكتسي أهمية كبيرة لأي مؤسسة اقتصادية، مهما اختلف نوع نشاطها، وسواء كانت مسعرة أو غير مسعرة في البورصة، خاصة في ظل التنافس الكبير والمستمر بين المنظمات في دنيا الأعمال، للحصول على أكبر حصة سوقية ممكنة، والتي تؤدي بدورها إلى تحقيق أرباح كبيرة تنعكس بالتأكيد على ثروة أصحاب المشروع، لذلك يعتبر موضوع الأداء المالي أحد المواضيع التي شغل بال المسيرين والباحثين على حد سواء، نظرا لأهميته إما على المستوى الكلي أو الجزئي، باعتباره يعكس النتيجة المنتظرة من وراء كل نشاط، وهو يعتبر واحد من المصطلحات التي لم تلقى اتفاقا عاما حول تقديم مفهوم محدد للأداء المالي، نتيجة اختلاف المعايير والمقاييس المطبقة في دراسته وقياسه.

لهذا سنحاول في هذا الفصل التطرق بإلمام وإختصار إلى الإطار النظري للأداء المالي وأثر سياسة توزيع الأرباح على هذا الأخير، وكذا الدراسات السابقة المتعلقة بموضوع الدراسة الحالية، حيث تم تقسيم هذا الفصل إلى مبحثين كما يلي :

◀ **المبحث الأول:** الطرح النظري للأداء المالي وتأثير سياسة توزيع الأرباح عنه ؛

◀ **المبحث الثاني:** الدراسات السابقة.

المبحث الأول: أساسيات عامة حول الأداء المالي وسياسة توزيعات الأرباح

من خلال هذا المبحث سوف نحاول الإمام بأهم المفاهيم النظرية المتعلقة بالأداء المالي وتأثير سياسة توزيع الأرباح عليه.

المطلب الأول: مفاهيم أساسية حول الأداء المالي

سنتناول في هذا المطلب مفهوم الأداء المالي وأهميته، كما سنتطرق أيضا إلى الدور الذي يلعبه الأداء المالي في تشخيص الوضع المالي للمؤسسة وأثره على أصحاب المصالح.

الفرع الأول: مفهوم الأداء

جاء مفهوم الأداء Performance ليعبر عن وجهات نظر العلوم الأخرى، والنظريات المختلفة، فنجد أن علم الاجتماع ينظر لدور الأداء في مقابلة المسؤولية الاجتماعية، أما أصحاب إدارة العمليات فكان سعيهم حول تحسين أداء العمليات للشركات تجاه المجتمع، كما اهتم علم النفس بالأداء من خلال الدوافع والقيادات أما الاقتصاديون فينظرون إلى الأداء على أنه الاستخدام الأمثل للموارد لضمان استمرارية الشركة.

تباينت نظرة العلوم للأداء باختلاف المدارس والنظريات، فنجد مدرسة العلاقات الإنسانية ركزت على دراسة أثر العلوم الاجتماعية والإنسانية وظروف العمل على الأداء، أما المدرسة البيروقراطية ترى الأداء من خلال المعيارية والنمطية في الأداء المحدد مسبقا، أما مدرسة الإدارة العلمية فنظرت إلى الأداء من خلال تنميط الأداء الفردي وتخصيص المناقشات لتحسين الأداء ورفع الإنتاجية.¹

كما عرف الأداء على أنه تقييم الكفاءة، والتي تمثل ثروة حملة الأسهم من واقع القيمة السوقية للأسهم أو الأرباح التي تحسب من واقع البيانات والمعلومات المحاسبية.²

يتكون مصطلح الأداء من عنصرين أساسيين هما : مستوى الفعالية، ودرجة الكفاءة، وهما عاملين هامين لتقييم مدى قدرة الشركة على تحقيق أهدافها، والذي يعرفهما (vincentplanchet) كالاتي:³

- **الفعالية** : هي القدرة على تحقيق النشاط المرتقب، والوصول إلى النتائج المنتظرة.
- **الكفاءة** : هي القدرة على القيام بالعمل المطلوب، بقليل من الإمكانيات.

عرف Bortoli أداء الشركة من خلال العلاقة بين العناصر : النتائج والموارد والأهداف، الأبعاد: الكفاءة، الفعالية والموازنة.⁴

¹ سناء عبد الكريم الخناق، مظاهر الأداء الاستراتيجي والميزة التنافسية، المؤتمر العلمي الدولي حول الأداء المتميز للمنظمات والحكومات، جامعة ورقلة، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير: 08-09/03/2005، ص35.

² عبد المحسن توفيق محمد، تقييم الأداء، دار النهضة العربية، مطبعة الإخوة الأشقاء للطباعة، القاهرة، مصر، 1998، ص3.

³ عبد الباقي بضياف، تأثير المخاطر المالية على الأداء المالي للمؤسسة، مذكرة ماجستير، جامعة ورقلة-الجزائر، 2014، ص ص29-30.

⁴ ناصر دادي عدون، عبد الله قويدر الواحد، مراقبة التسيير والأداء في المؤسسة الاقتصادية، دار المحمدية العامة، الجزائر، ص 13.

حيث أن هذه العناصر ليس لها أثر بمعزل عن بعضها البعض إلا إذا تم التوفيق فيما بينها، وأن أخذ كل منها بمعزل يؤدي للوقوع في مخاطر وإنزلاقات لا يتم التحكم فيها أو تتبعها.

الفرع الثاني: مفهوم الأداء المالي

تقف أي إدارة على نقاط القوة والضعف، وعلى الفرص المتاحة والمعوقات التي يمكن أن تواجهها، لذا توجب عليها تقييم أداءها، وخاصة الأداء المالي باعتباره همزة وصل للإدارة من خلال المعلومات والمفاهيم التي تسمح باتخاذ القرارات الاستثمارية وسد الثغرات والمعوقات التي قد تظهر مستقبلا، وعليه يمكن تعريف الأداء المالي على أنه :

المفهوم الضيق لأداء الشركات، حيث يركز على استخدام مؤشرات مالية لقياس مدى إنجاز الأهداف ويعبر الأداء المالي عن أداء الشركات، حيث أنه الداعم الأساسي للأعمال المختلفة التي تمارسها الشركة، ويساهم في إتاحة الموارد المالية، وتزويد الشركة بفرص استثمارية في ميادين الأداء المختلفة، والتي تساعد على تلبية إحتياجات أصحاب المصالح وتحقيق أهدافهم.¹

كما يعرف الأداء المالي على أنه "تقديم حكم ذو قيمة حول إدارة الموارد الطبيعية والمادية والمالية متحدة، ومدى قدرة إدارة المؤسسة على إشباع منافع ورغبات أطرافها المختلفة"²

لقد عرفه J.PIERRE على أنه "مدى قدرة المسيرين على تحقيق أهدافهم، وذلك من خلال نمو المعدل السنوي للمبيعات وتحقيقهم لنسب مالية معينة"³

كما يمكن تعريفه على أنه تشخيص الوضع المالي للشركة لمعرفة مدى قدرتها على إنشاء قيمة، ومواجهة المستقبل من خلال اعتمادها على الميزانيات، وجدول حسابات النتائج، والجداول الملحقمة، ولكن لا جدوى من ذلك إذا لم يأخذ الظرف الاقتصادي والقطاع الذي تنتمي إليه الشركة، وعلى هذا الأساس فإن تشخيص الأداء يتم بمعاينة المردودية للشركة ومعدل نمو الأرباح.

الفرع الثالث: أهمية تقييم الأداء المالي

نظرا للتوسع الكبير لأنشطة الشركات واستقطابها للعديد من المتعاملين، وإستخدامها للوسائل الاستثمارية مما يؤدي بها إلى تقييم أداء تلك الوسائل، فالقوائم المالية لوحدها لا تمكن متخذي القرار وأصحاب الإدارة من رقابة الأداء، لكن بعد تحليلها وصياغتها في شكل مؤشرات ونسب مالية ذات دلالة يمكن أن تساعد في تحديد سمات ومتغيرات الأداء.

كما أن هناك العديد من الجهات تحتاج إلى التحليل المالي وهذا ما يبين مدى أهمية الأداء المالي والتي يمكن تلخيصها في الآتي :

- عملية تقييم الأداء تعد كمحاولة لتجاوز القصور الذي قد يحصل في عملية التخطيط المالي للشركة ؛

¹ سليم عمري، دور تقييم الأداء المالي في التنبؤ بالفشل المالي للشركات، مذكرة ماجستير غير منشورة، جامعة ورقلة، 2015، ص 26.

² عبد الغاني دادن، قياس وتقييم الأداء المالي في المؤسسة الاقتصادية، نحو إرسال نموذج للإنذار المبكر باستعمال المحاكاة المالية، أطروحة دكتوراه غير منشورة، جامعة الجزائر، 2007، ص 38.

³ Josée St-pierre, la gestion financière des pme Théories et pratiques, presses de l'Université de Québec, 1990, page 263.

- عملية تقييم الأداء تفصح عن مدى قيام الوحدات والأقسام بوظائفها بأكمل وجه ؛
- عملية تقييم الأداء ترتبط بالتخطيط، حيث أنها توضح مدى كفاءة التخطيط عندما يطبق الأفراد مهامهم على أكمل وجه¹؛
- تساعد على توجيه الإدارة العليا إلى مراكز المسؤولية التي تكون أكثر حاجة إلى الإشراف ؛
- تقوم على ترشيد الطاقة البشرية في الشركة مستقبلاً، حيث يتم إبراز العناصر الناجحة وتنميتها، وكذلك إبراز العناصر غير المنتجة التي يتطلب الأمر الاستغناء عنها ؛
- تساعد مديري الأقسام في اتخاذ القرارات التي تحقق الأهداف من خلال توجيه نشاطاتهم نحو المجالات التي تخضع للقياس والحكم.²

الفرع الرابع: أهداف تقييم الأداء المالي

يهدف تقييم الأداء إلى الكشف عن مدى تحقيق القدرة الإيرادية والقدرة الكسبية في الشركة، حيث أن الأولى تعني قدرة الشركة على توليد إيرادات سواء من أنشطتها الجارية أو الرأسمالية أو الاستثنائية، بينما تعني الثانية قدرة الشركة على تحقيق فائض من أنشطتها الموضحة سابقاً من أجل مكافأة عوامل الإنتاج وفقاً للنظرية الحديثة.

يعرفه البعض الآخر بمدى تمتع وتحقيق الشركة لهامش أمان عن حالة العسر المالي، وظاهرة الإفلاس، أو بتعبير آخر مدى قدرة الشركة على التصدي للمخاطر والصعاب المالية.³

يمكن تلخيص أهم أهداف عملية تقييم الأداء المالي فيما يأتي⁴:

- تكشف عن الخلل الذي قد يحصل في عملية التخطيط المالي للمؤسسة وتصدر إقتراح الحلول لذلك ؛
- تقف على مدى كفاءة الوحدات والأقسام على القيام بوظائفها ؛
- تساعد على مدى تحقيق المؤسسة لأهدافها المنشودة ؛
- تساعد متخذي القرار في إشرافهم وتوجيههم في سير جميع العمليات داخل المؤسسة ؛
- هي جزء من عملية الرقابة الداخلية للمؤسسة.

¹ فؤاد مجيد الكرخي، تقويم الأداء في الوحدات الاقتصادية لمستخدم البيانات المالية، الطبعة الأولى، دار المناهج للنشر، عمان، الأردن، 2001، ص 92.

² جلييلة بن خروف، دور المعلومات المالية في تقييم الأداء المالي للمؤسسة واتخاذ القرارات، مذكرة ماجستير، جامعة بومرداس، الجزائر، 2009، ص 73.

³ سليم عماري، مرجع سبق ذكره، ص 30.

⁴ عبد الباقي بوضياف، مرجع سبق ذكره، ص 12.

المطلب الثاني: مفاهيم أساسية عن سياسة توزيع الأرباح

سنحاول في هذا المطلب التطرق إلى تعريف سياسة توزيع الأرباح وأساسياتها وكذلك إلى بعض النظريات المفسرة لهذه السياسة.

الفرع الأول : مفهوم سياسة توزيع الأرباح

توجد عدة تعريفات للأرباح الموزعة، لعل أبرزها :

فسياسة توزيع الأرباح يمكن أن تعرف على أنها كيفية التصرف في الأرباح التي حققتها المؤسسة، وذلك إما بإحتجازها ومن ثم إعادة إستثمارها في المؤسسة، أو توزيعها على المساهمين بإتباع شكل من أشكال التوزيعات المختلفة، وذلك إما في شكل نقدي أو عن طريق أسهم.... الخ، وتقضي بدفع الزائد من الأموال وتحويله من أنشطة المؤسسة إلى المساهمين، وكشرط ضروري لإتمام هذه العملية هو توفر السيولة اللازمة لدفع هذه التوزيعات.¹

سياسة توزيع الأرباح تعني نسبة الربح الذي يتم توزيعه على المساهمين، وتعتبر سياسة توزيع الأرباح الحلقة المفقودة بين التوزيعات والنمو، الذي يجعلها كذلك كون أن لها تأثير في ذات الوقت على مستوى كل من التوزيعات ومعدل النمو.²

الفرع الثاني: أساسيات توزيع الأرباح³

إن توزيعات الأرباح النقدية المتوقعة هي العامل الرئيسي الذي يعتمد عليه المساهمون والمستثمرون من أجل تقييم سعر سهم المؤسسة في السوق ولذلك فإن هناك أمور يجب الإتفاق عليها بين المساهمين ومجلس إدارة المؤسسة، وأبرزها :

أولاً: إجراء توزيع الأرباح النقدية

بمعنى متى وبأية مبالغ سيتم دفع توزيعات الأرباح النقدية للمساهمين في المؤسسة ؟

- هو قرار يتخذ من مجلس إدارة المؤسسة في إجتماعاتهم السنوية أو نصف السنوية أو ربع السنوية ؛
- يعتبر كل من الأداء المالي للمؤسسة وتوزيع الأرباح النقدية السابقة ومستقبل المؤسسة من العوامل الرئيسة التي تؤثر على قرار مجلس الإدارة في ما يتعلق بتوزيعات الأرباح ؛
- تجدر الإشارة إلى أن هذه الإجراءات قد تختلف من مؤسسة إلى أخرى.

¹ عبد الكريم بوحادة، أثر إختيار الهيكل المالي على قيمة المؤسسة: دور سياسة توزيعات الأرباح في تحديد القيمة السوقية للسهم، مذكرة ماجستير غير منشورة، جامعة منتوري، قسنطينة، 2012، ص 108.

² خيرة مزوزي، أثر إعلان سياسة توزيع الأرباح على أسعار الأسهم المدرجة في سوق دبي المالي، مذكرة ماجستير غير منشورة، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، 2015، ص12.

³ لزهاري زواويد، دراسة تأثير سياسة توزيع الأرباح على السلوك التمويلي للمؤسسة الإقتصادية المدرجة في البورصة، مذكرة ماستر غير منشورة، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، 2012، ص 12.

ثانيا: مبلغ توزيعات الأرباح

- إن قرار تحديد مبلغ أو كمية توزيعات الأرباح هو قرار مهم جدا ويعتمد على سياسة توزيع الأرباح في المؤسسة ؛
- فمعظم المؤسسات لديها سياسة محددة تتبعها فيما يتعلق بكمية التوزيعات ؛
- لكن يمكن لمجلس إدارة المؤسسة تغيير هذه الكمية بناء على الزيادة أو النقص في الأرباح التي حققتها المؤسسة.

ثالثا: تواريخ توزيعات الأرباح

إذا قام مجلس إدارة المؤسسة بالإعلان عن توزيعات الأرباح، فإنهم غالبا ما يصدرون إعلانا يبينو فيه قرار توزيع الأرباح والموعد النهائي لأسماء المساهمين المسجلين في سجلات المؤسسة والذين يحق لهم الحصول على هذه التوزيعات وموعد الدفع، هذا الإعلان ينشر عادة في الصحف اليومية والصحف التي تختص بالأخبار المالية.

رابعا: تاريخ التسجيل

هو التاريخ الذي يتم وضعه من قبل مجلس إدارة المؤسسة، ويقوم المساهمون والأشخاص المعنويون بالتوزيعات بتسجيل أسمائهم في هذا التاريخ بغية الحصول على توزيعات الأرباح المعلنة في فترة محددة في المستقبل.

خامسا: تاريخ الدفع

يقرر من قبل مجلس إدارة المؤسسة، وهو اليوم الفعلي الذي تبدأ فيه المؤسسة بالقيام بدفع توزيعات الأرباح للمساهمين المسجلين في تاريخ التسجيل.

سادسا: خطط إعادة استثمار توزيعات الأرباح

العديد من المؤسسات العالمية اليوم تقدم لمساهميها خطط لإعادة استثمار أرباحهم، و التي تمكن المساهمين باستثمار توزيعات الأرباح التي حصلوا عليها من أجل تملك أسهم إضافية بدون تحمل تكاليف للمعاملات.

الفرع الثالث: أشكال سياسة توزيع الأرباح

عند تشكيل سياسة توزيع الأرباح فانه يجب على المؤسسة أن تأخذ بعين الاعتبار هدفين رئيسيين، الأول توفير أموال كافية لدفع توزيع الأرباح والثاني تعظيم ثروة المساهمين في الشركة، وهناك نمطان أو شكلان من توزيعات الأرباح هي : التوزيعات النقدية والتوزيعات في شكل أسهم.

أولا: التوزيعات النقدية

ينقسم هذا النوع من التوزيعات إلى ثلاثة أنواع¹:

¹ عبد الحق قنون، دراسة أثر سياسة توزيع الأرباح على القيمة البورصة للمؤسسة الاقتصادية، مذكرة ماستر غير منشورة، جامعة قاصدي مرياح، ورقلة، 2013، ص ص7-8.

1. سياسة نسبة توزيعات الأرباح الثابتة: تقوم هذه السياسة على دفع توزيعات أرباح نقدية للمساهمين في الشركة كنسبة من الأرباح بعملة البلد الذي تعمل به الشركة.
2. سياسة توزيع الأرباح منتظمة: هذه السياسة مبنية على دفع توزيعات أرباح بالدينار في كل فترة زمنية.
3. سياسة توزيع أرباح منخفضة ومتزايدة: تقوم هذه السياسة على دفع توزيعات أرباح ثابتة ولكن بمبالغ منخفضة، وتقوم الشركة بزيادة هذه التوزيعات حين تحقق أرباح أعلى من أرباحها العادية في فترة زمنية معينة.

ثانياً: التوزيعات في شكل أسهم

وينقسم هذا النوع بدوره إلى نوعين :

1. التوزيعات على شكل أسهم مجانية (actions gratuites) : يقصد بها إعطاء المستثمر عدد من الأسهم بدلا من إعطائه توزيعات نقدية، ويتحدد نصيب كل مستثمر من هذه التوزيعات بنسبة ما يمتلكه من أسهم الشركة، ويكون هذا النوع من التوزيعات الشكل الآخر لإعادة الرملة أو الهيكلية.
2. إعادة شراء الأسهم العادية (Les actions ordinaries): قد تلجأ الشركة في بعض الظروف إلى إعادة شراء أسهمها العادية التي أصدرتها، ومثل هذه الإجراءات تؤدي إلى خلق ما يسمى بالأسهم النقدية (trésorerie disponible) وهي عبارة عن سهم سبق إصداره ثم أعيد شراؤه بإحدى الطرق، ويعتبر الحافز من هذه العملية الحصول على الأسهم للدمج أو امتلاك شركات أخرى ومن جهة أخرى لتفادي سيطرة أو إستيلاء شركات أخرى على الشركة.

الفرع الرابع: نظريات سياسة توزيع الأرباح

هناك عدة نظريات تحدد سياسة توزيع الأرباح ومنها :

أولاً: نظرية حيادية سياسة توزيع الأرباح

أوضحت هذه النظرية أن قيمة الشركة تتوقف على مدى الاستخدام الأمثل للموارد المختلفة المتاحة وليس الكيفية التي يتم من خلالها التعامل مع الأرباح، وأكدت هذه النظرية أن كفاءة الاستثمارات هي المحدد الرئيسي لثروة المساهمين، ولقد توصل Miller and Modiglian (1961) إلى علاقة رياضية لاحتساب قيمة الأسهم وكان هناك غياب لتأثير سياسة توزيع الأرباح على قيمة السهم، وأن سياسة توزيع الأرباح ليست هي المؤثرة على ثروة المساهم، وإنما مدى كفاءة الإدارة في اختيار الاستثمارات المرشحة والمثل¹.

ثانياً: نظرية عدم ملائمة التوزيعات

وضعت هذه النظرية من طرف رائدي علم المالية Miller and Modiglian وتنص هذه النظرية على أن قيمة الشركة تتحدد فقط بالأرباح التي تحققها الشركة ومخاطر أصولها أو استثماراتها، وأن أسلوب تقسيم الأرباح على شكل توزيعات

¹ خالد جمال ناصر، أثر الإعلان عن توزيع الأرباح وربحية السهم في القيمة السوقية لأسهم الشركات الأردنية المدرجة في بورصة عمان للأوراق المالية، مذكرة ماجستير جامعة العلوم التطبيقية الخاصة، عمان-الأردن، 2015، ص 35.

نقدية أو أرباح محتجزة يتم إعادة استثمارها لا يؤثر على قيمة المؤسسة وللإشارة فإن هذه النظرية تقوم على مجموعة من الفرضيات غير واقعية وغير قابلة للتطبيق العملي.¹

ثانيا: نظرية عصفور باليد

الحجة التقليدية في توزيع أرباح السهم هي أنها تخفض المخاطرة لأنها تورد إلى المساهمين تدفقات نقدية، جميع المساهمين يستطيعون الحصول على سيولة من خلال بيع جزء من أسهمهم ولكن هذا يحملهم تكاليف التبادل التي يمكن تجنبها في حال قامت المؤسسة بتوزيع أرباحها.

وتسمى هذه النظرية عصفور باليد وقد تطرق إليها كل من Lintner (1962) وكذلك Gordon (1963) والتي تتحدث حول توزيع الإدارة لأرباح الأسهم لتقدم السيولة للمساهمين، مما يسمح لهم بتخفيض حالة عدم التأكد حول التدفقات المستقبلية.²

ثالثا: نظرية التمييز الضريبي

تحاول هذه النظرية توضيح أثر الضريبة على تفضيل المستثمر وترفض نظرية عدم ملائمة التوزيعات في حين تأخذ مركزا مضادا مع النظرية السابقة وهي بذلك تدعو المؤسسات لاحتجاز أكبر قدر من الأرباح المتولدة حيث تقوم على مبدأ أن المستثمر يفضل احتجاز الأرباح على التوزيعات بسبب التمييز الضريبي والذي يرحح الأرباح الرأسمالية لأنها تخضع لمعدل ضريبة أقل بالمقارنة بالضريبة على التوزيعات، ووفقا لنظرية التمييز الضريبي، فإنه يجب على الشركات أن تدني التوزيعات النقدية إلى أدنى مستوى إذا كانت راغبة في تعظيم قيمة الأسهم، ومن ثم يمكن أن نطلق عليها جواز نظرية عصفور على الشجرة.³

المبحث الثاني: الدراسات السابقة

بعد التطرق إلى مفهوم الأداء المالي وأهميته وكذا إلى سياسة توزيع الأرباح (مفهوم، أشكال)، نحاول في هذا المبحث إختيار أهم الدراسات التي تناولت تقييم الأداء المالي وسياسة توزيع الأرباح، وكذلك بعض الأهداف ومن ثم مناقشة النتائج المتوصل إليها بالإضافة إلى ما يميز الدراسة الحالية عن الدراسات السابقة.

المطلب الأول: الدراسات السابقة باللغة العربية والأجنبية

سيتم في هذا المطلب عرض الدراسات السابقة العربية والأجنبية وهذا من أجل الوصول إلى طريقة ومنهجية يتم من خلالها إتمام الدراسة الحالية.

¹ عبد الحق قنون، مرجع سبق ذكره، ص 10.

² خالد جمال ناصر، مرجع سبق ذكره، ص 35.

³ محمد زرقون، أثر الاكتتاب العام على سياسة توزيع الأرباح في المؤسسات الاقتصادية المسعرة في البورصة -دراسة تحليلية مقارنة لمؤسسة تسيير فندق الأوراسي الجزائر-، مجلة الباحث، العدد الثامن، جامعة ورقلة، 2010، ص 87.

الفرع الأول: الدراسات السابقة باللغة العربية

أولاً : الدراسات المتعلقة بالأداء المالي

❖ دراسة: عبد الباقي بضياف، تأثير المخاطر المالية على الأداء المالي للمؤسسة، مذكرة ماجستير غير منشورة، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة- الجزائر، 2014.

تهدف الدراسة لإختبار العلاقة بين المخاطر المالية (النظامية والغير النظامية) للشركات المدرجة في سوق السعودية للأوراق المالية وأدائها المالي، حيث تم قياس الأداء المالي لتلك الشركات باستخدام EVA و MVA، وتم قياس المخاطر النظامية بواسطة معامل بيتا والمخاطر الغير نظامية بواسطة إنحراف المردودية، وتم جمع البيانات لثلاثين شركة مدرجة في سوق السعودية للأوراق المالي موزعة على ثماني قطاعات خلال الفترة الممتدة ما بين 2009-2012.

توصلت الدراسة إلى وجود علاقة عكسية وذات دلالة إحصائية قوية، بين المخاطر التي تتعرض لها الشركات المدرجة في السوق السعودية للأوراق المالية من جهة، وأدائها المالي من جهة ثانية، وأظهرت الدراسة أن المتغيرات المستقلة المتمثلة في مؤشرات المخاطر المالية (معامل بيتا وإنحراف المردودية) تؤثر سلباً في الأداء المالي كمتغير تابع والممثل بـ (القيمة الاقتصادية المضافة والقيمة السوقية المضافة).

كما توصلت الدراسة إلى أن المخاطر الغير نظامية أكثر تفسيراً من المخاطر النظامية، للمتغيرات التي تطرأ على الأداء المالي.

❖ دراسة: عبد النور شنين، دراسة قدرة المؤشرات التقليدية والحديثة على تفسير الأداء المالي للمؤسسات الاقتصادية المسعرة في البورصة، مذكرة ماستر غير منشورة، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة-الجزائر، 2015.

هدفت هذه الدراسة إلى قياس ومقارنة القدرة التفسيرية لمؤشرات الأداء المالي التقليدية والحديثة لمؤسستي صيدال وفندق الأوراسي المسعرتين في بورصة الجزائر، حيث تعتبر المؤشرات التقليدية والحديثة متغيرات مستقلة والأداء المالي مقاساً بالعوائد على الأسهم متغير تابع وذلك للفترة 2000-2013.

توصلت الدراسة إلى وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين مؤشرات الأداء المالي التقليدية (العائد على حقوق الملكية العائد على الأصول، العائد على الاستثمار، الرافعة المالية، الاحتياج في رأس مال العامل للاستغلال) والحديثة (عائد التدفق النقدي على الاستثمار، ما عدا القيمة الاقتصادية المضافة والقيمة السوقية المضافة التي لم تعطي معنوية ذات دلالة إحصائية) وبين عوائد أسهم المؤسسات الاقتصادية المسعرة في بورصة الجزائر، إلا أن المؤشرات التقليدية هي الأكثر قدرة على تفسير التغيرات في عوائد الأسهم، وخاصة منها نسب الربحية التي تجاوزت قوة التفسير فيها 50 في المائة، وهذا مقارنة بالمؤشرات الحديثة التي لم تتجاوز فيها نسبة التفسير 14 في المائة.

ثانياً: الدراسات المتعلقة بتوزيعات الأرباح

❖ دراسة: عبد الوهاب دادن وحورية بديدة، تأثير سياسة توزيعات الأرباح على قيمة الشركات المدرجة في مؤشر CAC40، مجلة الباحث، العدد 12، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة- الجزائر، 2012.

هدف هذه الدراسة إلى التعرف على مدى تأثير سياسة توزيع الأرباح على قيمة مؤسسات المؤشر CAC40، وذلك في ظل وجود قرارات مالية أخرى، وفي هذا الإطار، تناولت الدراسة محوران أساسيان: دراسة تأثير سياسة توزيع الأرباح (التوزيعات النقدية، إعادة شراء الأسهم، ربحية السهم) على قيمة المؤسسة، عن طريق الدراسة الاختبارية، وكذا دراسة تأثير المحتوى الإعلامي لهذه السياسة على القيمة السوقية، من خلال دراسة الحدث.

خلصت الدراسة إلى أن هناك تأثير لسياسة التوزيعات النقدية على قيمة المؤسسة، بينما لا توجد علاقة خطية بين كل من إعادة شراء الأسهم وربحية السهم على القيمة السوقية، هذا بالإضافة إلى عدم وجود تأثير للمحتوى الإعلامي لهذه السياسة على قيمة مؤسسات المؤشر CAC40.

❖ دراسة: عبد الحق قنون، دراسة أثر سياسة توزيع الأرباح على القيمة البورصية للمؤسسات الاقتصادية، مذكرة ماستر غير منشورة، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، 2013.

هدفت هذه الدراسة إلى تبيان وقياس تأثير سياسة توزيع الأرباح على القيمة البورصية للمؤسسة الاقتصادية من خلال تقدير نموذج يفسر تأثير هذه السياسة على التغيرات الإجمالية للأسعار السوقية للأسهم (قيمة المؤسسة)، تطلبت هذه الدراسة اختيار عينة مكونة من 25 مؤسسة مدرجة في سوق قطر للأوراق، موزعة على عدة قطاعات باستثناء القطاع المالي في الفترة ما بين 2011-2012، إضافة إلى تبيان أكثر أشكال سياسة توزيع الأرباح تأثيراً على القيمة البورصية للمؤسسة، وهذا من خلال استعمال الانحدار الخطي المتعدد والبسيط لإجراء هذه الاختبارات.

وخلصت هذه الدراسة إلى وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين سياسة توزيع الأرباح وقيمة المؤسسة عند مستوى معنوية 0.05، كذلك توصلت الدراسة إلى أن التوزيعات النقدية تعتبر من أكثر أشكال توزيعات الأرباح تأثيراً على قيمة المؤسسة البورصية.

❖ دراسة: خيرة مزوزي، أثر الإعلان عن سياسة توزيع الأرباح على أسعار الأسهم المدرجة في سوق دبي المالي، مذكرة ماجستير غير منشورة، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة- الجزائر، 2015.

تهدف هذه الدراسة إلى قياس تأثير الإعلان عن توزيعات الأرباح على أسعار الأسهم المدرجة في سوق دبي المالي، كحدث يتم من خلاله إرسال إشارات حول وضعية المؤسسة ومعالجة آفاقها المستقبلية، الأمر الذي سيؤدي إلى تغير أسعار أسهمها ولتحقيق هذا الهدف استخدمت الدراسة منهجية دراسة الحدث والتي تطلق على الدراسات التطبيقية في البحث عن العلاقة بين أسعار الأوراق المالية والأحداث المالية، تم تحديد نافذة الحدث تشمل فترة خمسة أيام قبل الإعلان عن توزيعات الأرباح وخمسة أيام بعد الإعلان، إقتصرت عينة الدراسة على ثماني مؤسسات من بين 22 مؤسسة قامت بتوزيع أرباحها خلال سنة 2011.

خلصت النتائج إلى ضعف حجم متوسط العائد غير عادي للفترة بعد الإعلان بمستويات دلالة غير مقبولة إحصائياً وهذا يدل على أن السوق غير قادر على إمتصاص المعلومات الجديدة.

تشير النتائج في مجملها إلى عدم وجود للإعلان عن توزيعات الأرباح على أسعار أسهم المؤسسات المدرجة بسوق دبي المالي، وبالتالي استخدام حدث الإعلان عن التوزيعات كإشارة للتأثير على الأسعار غير محقق في هذه الدراسة.

❖ دراسة: خالد جمال ناصر، أثر الإعلان عن الأرباح وربحية السهم في القيمة السوقية لأسهم الشركات الأردنية المدرجة في بورصة عمان للأوراق المالية، مذكرة ماجستير، جامعة العلوم التطبيقية الخاصة، عمان- الأردن، 2015.

هدفت هذه الدراسة إلى قياس أثر الإعلان عن توزيع الأرباح والإعلان عن ربحية السهم في القيمة السوقية لأسهم الشركات المدرجة في بورصة عمان خلال الفترة الممتدة من عام 2009 إلى عام 2013.

ومن أجل تحقيق هدف الدراسة تم احتساب متوسط القيمة السوقية لأسهم الشركات المدرجة في بورصة عمان لمدة عشرة أيام قبل تاريخ الإفصاح، ومقارنته مع متوسط القيمة السوقية لأسهم الشركات المدرجة في بورصة عمان لمدة عشرة أيام بعد تاريخ الإفصاح، وتم استخدام أسلوب دراسة الحدث لهذه الغاية وذلك باستخدام إختبار عينتين مرتبطتين، وقد تم اعتماد الهيئة العامة كتاريخ الإفصاح المعتمد للإعلان عن حدث توزيع الأرباح وربحية السهم.

وتم التوصل إلى وجود أثر ذي دلالة إحصائية للإعلان عن توزيع الأرباح والإعلان عن ربحية السهم على القيمة السوقية لأسهم الشركات المدرجة في بورصة عمان خلال الفترة الممتدة من عام 2009 إلى عام 2013، وقد أوصت الدراسة بإجراء نفس هذه الدراسة على كل قطاع بشكل منفرد، وذلك لمعرفة أي القطاعات أكثر تأثراً، كما أوصت الدراسة بالأخذ بعين الإعتبار نسبة توزيع الأرباح ونسبة ربحية السهم ومقارنتها بنسبة التغير في القيمة السوقية لأسهم الشركات المدرجة في بورصة عمان، وذلك للتوصل إلى نموذج للتنبؤ بقيمتها السوقية.

الفرع الثاني: الدراسات السابقة باللغة الأجنبية

❖ دراسة :

Main Sajid Nazir, How Dividend Policy Affects Volatility Of Stock Prices Of Financial Sector Firm Of Pakistan, american journal of scientific research issue 61, 2012.

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

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

❖ دراسة :

Heffernan & Fu, The Determinations of Bank Performance in China, 2008.

إن الهدف الأساسي للدراسة هو تحديد المتغيرات التي تؤثر على الأداء لعينة مكونة من 76 بنكا في الصين للفترة الممتدة 1999-2006، وقد استخدمت الدراسة المؤشرات الأربعة التالية : معد العائد على الموجودات ROA، ومعد العائد على الملكية ROE، هامش الفائدة NIM، والقيمة الاقتصادية المضافة EVA.

وقد توصلت الدراسة إلى تفوق كل من القيمة الاقتصادية المضافة EVA وهامش الفائدة NIM على مؤشرات العائد على الموجودات ROA والعائد على الملكية ROE في تفسير العوامل التي تؤثر على أداء البنوك في الصين.

المطلب الثاني: موقع الدراسة من الدراسات السابقة

أغلب الدراسات التي تطرقت للأداء المالي ارتكزت على دراسة العلاقة بين المؤشرات الحديثة ممثلة في EVA و MVA مقابل المؤشرات التقليدية لتقييم الأداء المالي، أما الدراسات التي تطرقت لسياسة توزيع الأرباح فيها من إرتكزت على دراسة قياس تأثير الإعلان عن توزيعات الأرباح وربحية السهم على أسعار الأسهم أما الدراسات الأخرى فقد تناولت مدى تأثير سياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة، وذلك من خلال إستعمال مصفوفة الإرتباط ونماذج الإنحدار الخطي البسيط والمتعدد.

أما الدراسة الحالية، تهدف إلى التعرف على مدى تأثير سياسة توزيع الأرباح على الأداء المالي للمؤسسات الاقتصادية المتمثلة في ثلاث قطاعات مهمة (باستثناء القطاع المالي) في بورصة السعودية خلال الفترة 2013-2015، من خلال تقدير نموذج يفسر تأثير هذه السياسة على التغيرات الإجمالية للأسعار السوقية للأسهم (الأداء المالي)، إضافة إلى تبيان أكثر أشكال سياسة توزيع الأرباح تأثيراً على الأداء المالي للمؤسسات، وهذا من خلال إستعمال أساليب بيانات السلاسل الزمنية والمقطعية (بانل) لإجراء هذه الإختبارات، وتكمن أهمية هذه الدراسة في كون الدراسات السابقة عبرت عن الأداء المالي بعائد السهم، أما هذه الدراسة فقد تم التعبير عنه بسعر الأسهم، وكذلك إعتمدت في تمثيلها لسياسة توزيع الأرباح على مؤشرين (ربحية السهم ونصيب السهم من التوزيعات) على غرار الدراسات الأخرى، والجدولين التاليين يمثلان أهم الإختلافات بين الدراسة الحالية والدراسات الأخرى :

الجدول (1-1): يوضح مقارنة الدراسات السابقة العربية

الدراسة	عبد الباقي بضيف	عبد النور شنين	عبد الحق قنون	خيرة مزوزي	خالد جمال ناصر	عبد الوهاب دادان وحدوية بديدة
الهدف	تهدف لإختبار العلاقة بين المخاطر والأداء المالي للشركات.	تهدف إلى قياس ومقارنة القدرة التفسيرية لمؤشرات الأداء المالي التقليدية والحديثة.	إلى تبيان وقياس تأثير سياسة توزيع الأرباح على القيمة البورصية للمؤسسة الاقتصادية	تهدف إلى قياس تأثير الإعلان عن توزيعات الأرباح على أسعار الأسهم.	تهدف إلى قياس أثر الإعلان عن توزيع الأرباح و الإعلان عن ربحية السهم في القيمة السوقية لأسهم الشركات.	التعرف على مدى تأثير سياسة توزيع الأرباح على قيمة مؤسسات المؤشر CAC40.
الحدود المكانية والزمنية	30 شركة مدرجة في بورصة السعودية للفترة 2009-2012.	شركتين مدرجتين في بورصة الجزائر للفترة 2000-2013.	25 مؤسسة مدرجة في سوق قطر للأوراق للفترة 2011-2012	08 مؤسسات مدرجة في بورصة دبي خلال سنة 2011.	جميع الشركات المدرجة في بورصة عمان البالغ عددها 244 للفترة من 2009-2013.	33 مؤسسة المتتمة لمؤشر CAC40 في بورصة باريس خلال الفترة 2007-2009.

DPA, BPA, Rachat.	الإعلان عن سياسة توزيع الأرباح، ربحية السهم.	مؤشر السوق، سعر السهم، المعلومات المتعلقة بالإعلان عن سياسة توزيع الأرباح.	DPA, DG, BNR.	ROA ROE, RO I BFR, EVA, MVA, CFROI.	β , ERT	المتغيرات المستقلة
متوسط سعر السهم.	القيمة السوقية للسهم	أسعار الأسهم، أرباح غ عادية	متوسط سعر السهم	EPS	EVA, MVA	المتغيرات التابعة
نموذج الإنحدار الخطي البسيط والمتعدد.	الوسط الحسابي، الإنحراف المعياري وغيرها.	الإنحدار الخطي المتعدد، إختبار معنوية الفرق.	نماذج الإنحدار الخط المتعدد والبسيط.	مصفوفة الارتباط نماذج الإنحدار الخطية والغير خطية.	مصفوفة الارتباط والإنحدار الخطي.	أدوات التحليل الإحصائي
Eviews	SPSS	Eviews, SPSS	Eviews	Eviews, SPSS	Eviews	البرنامج الإحصائي
هناك تأثير DPA على قيمة المؤسسة، بينما لا توجد علاقة خطية بين كل من Rachat و BPA على القيمة.	وجود أثر ذي دلالة إحصائية للإعلان عن توزيع الأرباح و الإعلان عن ربحية السهم على القيمة السوقية لأسهم الشركات.	عدم وجود تأثير للإعلان عن توزيعات الأرباح على أسعار الأسهم.	وجود علاقة بين سياسة توزيع الأرباح وقيمة المؤسسة، والتوزيعات النقدية هي الأكثر تفسيراً لقيمة المؤسسة.	المؤشرات التقليدية أكثر تفسيراً للمتغيرات في عوائد الأسهم.	وجود علاقة عكسية بين المخاطر والأداء المالي والمخاطر غ النظامية أكثر تفسير من المخاطر النظامية.	النتائج

المصدر: من إعداد الطالب بالإعتماد على الدراسات السابقة.

الجدول رقم (1-2): يوضح مقارنة الدراسات السابقة الأجنبية

الدراسة	الهدف	الحدود الزمنية والمكانية	المتغيرات المستقلة	المتغيرات التابعة	أدوات التحليل الإحصائي	البرنامج الإحصائي	النتيجة
Main Sajid & All	الكشف عن مدى تأثير سياسة توزيع الأرباح على أسعار أسهم الشركات.	75 شركة من القطاع المالي مدرجة في بورصة كراتشي - باكستان - خلال الفترة 2006-2010.	DPA, BPA	PP	متوسط الحسابي، الإنحراف المعياري.	SPSS	هناك علاقة عكسية بين DPA و PP وأن BPA على علاقة طردية بـ PP.
Heffernan & Fu	هو تحديد المتغيرات التي تؤثر على أداء البنوك في الصين.	76 بنكا في الصين للفترة الممتدة 1999-2006.	ROA ROE NIM EVA	العوامل التي تؤثر على أداء.	نموذج الإنحدار الخطي البسيط والمتعدد.	Eviews	أفضلية كل من EVA و NIM على ROA و ROE في تقييم أداء البنوك.

المصدر: من إعداد الطالب بالإعتماد على الدراسات السابقة

خلاصة الفصل

يعتبر قياس الأداء المالي بمثابة المرآة التي تعكس الوضعية المالية للمؤسسة، وذلك بإستخدام مجموعة من الأدوات والمؤشرات المالية بهدف استخراج نقاط القوة والضعف ذات الطبيعة المالية.

إن من أكثر الأساليب شيوعاً في تقييم الأداء المالي هي النسب المالية أو ما يعرف بالمؤشرات التقليدية الذي يعتمد التقييم المحاسبي أساساً على مضمونه التحليلي، ومع التطور التدريجي للبيئة الاقتصادية والمالية للمؤسسات، تم تجاوز التقييم المحاسبي للأداء والتحول نحو التقييم الاقتصادي له، ومن أكثر الأساليب الاقتصادية أو الحديثة في تقييم الأداء في البورصة هي ربحية السهم BPA وسعر السهم PP، والتي يعتبرها المساهمون والمستثمرون المؤشرات الأحسن لتقييم قيمة المؤسسة.

هناك العديد من المتغيرات التي تؤثر على الأداء المالي في البورصة وعلى سلوك المستثمرين، فمن بين هذه المتغيرات سياسة توزيع الأرباح، والتي تؤثر على سلوك المساهمين والمستثمرين في حالة الإحتفاظ بها أو توزيعها، لذلك سيتم في الفصل التالي دراسة أثر سياسة توزيعات الأرباح ومدى تفسيرها للمتغيرات التي تحدث للأداء المالي والمعبر عنه بأسعار الأسهم، وذلك بإسقاطها على حالة بورصة السعودية للأوراق المالية.

**الفصل الثاني: دراسة قياسية لأثر
سياسة توزيع الأرباح على الأداء
المالي**

تمهيد

بعد التطرق في الفصل السابق للأدبيات النظرية للأداء المالي وسياسة توزيعات الأرباح، وكذا الأدبيات التطبيقية التي لها صلة بالدراسة الحالية، سنقوم في هذا الفصل بدراسة أثر سياسة توزيعات الأرباح ومدى قدرتها على تفسير التغيرات التي تحدث في الأداء المالي المعبر عنه بأسعار الأسهم، ولأجل تحقيق هذا الهدف نستخدم مصفوفة الارتباط، ونموذجي الإنحدار الخطي البسيط والمتعدد للبيانات المقطعية، الذين سوف يبرزان المؤشرات الأكثر ارتباطاً وتفسيرا للأداء المالي.

بغرض إختبار مدى صحة فرضيات الدراسة، والقيام بتحليل وتفسير نتائج الدراسة الميدانية، تم تقسيم هذا الفصل إلى مبحثين كالتالي :

◀ المبحث الأول: مجتمع وأدوات الدراسة ؛

◀ المبحث الثاني: تفسير نتائج الدراسة التطبيقية.

ملاحظة: إستثناء قطاع البنوك، وذلك لخصوصية حساب المؤشرات المتعلقة بسياسة توزيعات الأرباح والأداء

المبحث الأول: عرض مجتمع وأدوات الدراسة

سنتطرق في هذا المبحث إلى مجتمع الدراسة وعينته، وكذلك إلى الأدوات المستخدمة والتي هي متعلقة بجمع المعلومات من أجل الاستعانة بها للوصول لنتائج الدراسة.

المطلب الأول: مجتمع وعينة الدراسة

سنقوم في هذا المطلب بتوضيح مجتمع الدراسة والعينة التي إعتدنا عليها للقيام بهذه الدراسة، وكذلك سنبرز حدود الدراسة المكانية والزمنية.

الفرع الأول: مجتمع الدراسة

من أجل الإحاطة بالسوق المالي السعودي نعطي لمحة تاريخية عن إنشائه والقوانين التي تحكمه، أهداف هذا السوق وتكوين مجلس إدارته وأوقات تداول اليومي فيه.

1) لمحة تاريخية عن السوق المالي السعودي والقوانين التي تحكمه

بدأت الشركات السعودية المساهمة نشاطاتها في أواسط الثلاثينيات الميلادية عندما تم تأسيس الشركة العربية للسيارات كأول شركة مساهمة في المملكة العربية السعودية، وبحلول عام 1975م كان هناك نحو 14 شركة مساهمة، وقد أدى النمو الاقتصادي السريع جنباً إلى جنب مع عمليات سعودة جزء من رأس مال البنوك الأجنبية في السبعينيات الميلادية إلى تأسيس عدد ضخم من الشركات وبنوك المساهمة.

وشهد عام 1990 نقلة نوعية في نشاط تداول الأسهم في السعودية بتشغيل النظام الآلي لمعلومات الأسهم (ESIS) الذي أتاح إمكانية التداول الآلي لجميع الأسهم عبر المصارف المحلية، وساهم في تركيز الأسهم في سوق موحدة تلتقي فيها العروض والطلبات، كما ساعد على إحداث زيادة كبيرة في صفقات الأسهم المتداولة، ووصل عدد الشركات المتداول أسهمها من خلال النظام إلى 72 شركة في النصف الأول من عام 2004، وفي شهر تشرين الأول/أكتوبر 2001م تم تشغيل جيل جديد من أنظمة التداول والتسوية (تداول) تتميز بالتسوية الآنية للعمليات (T+0)، الأمر الذي مكن المستثمر من الشراء والبيع عدة مرات في اليوم الواحد.

ومن أجل إعادة هيكلة السوق المالية في السعودية على أسس جديدة ومتطورة لتعزيز ثقة المستثمرين، وتوفير مزيد من الإفصاح والشفافية والعدالة في التعامل، صدر (نظام السوق المالية) بالمرسوم الملكي الرقم (م/30) الذي ارتكز على تحديد دور المؤسسات الإشرافية والرقابية والتشغيلية الجديدة للسوق المالية وبيان مهماتها، وفصل الدور الإشرافي والرقابي عن الدور التنفيذي من خلال إنشاء مؤسسات جديدة للسوق، من أهمها: ¹

- هيئة السوق المالية: هي الهيئة الرقابية والإشرافية للسوق المالية؛
- السوق المالية السعودية: هي الجهة المعنية بالمهام التشغيلية للسوق؛

¹ صانفي عمار، محددات الاستثمار المحفظي في السوق المالي السعودية، بحث إقتصادية عربية، العدد 71، جامعة بومرداس-الجزائر، 2015، صص 131-132.

- لجنة الفصل في منازعات الأوراق المالية: هي لجنة تختص بالفصل في المنازعات التي تقع في نطاق أحكام نظام السوق المالية ولوائحه التنفيذية، وقواعد الهيئة والسوق وتعليماتها ؛
- مركز إيداع الأوراق المالية: هي الجهة الوحيدة المصرح لها بمزاولة عمليات إيداع الأوراق المالية المتداولة في السوق وتسجيل ملكيتها ونقلها وتسويتها.

وفي إطار تنفيذ المادة العشرين من (نظام السوق المالية)، التي تقضي بأن تكون الصفة النظامية للسوق المالية شركة مساهمة، وافق مجلس الوزراء السعودي يوم 19 آذار/مارس 2007 على تأسيس شركة السوق المالية السعودية (تداول) كشركة مساهمة سعودية مغلقة برأسمال قدره 1,200 مليون ريال سعودي مقسم إلى 120 مليون سهم، تبلغ القيمة الاسمية لكل منها 10 ريالات سعودية اكتتب بها بالكامل من قبل صندوق الاستثمارات العامة، ويتمثل نشاط الشركة الرئيسي في توفير وتهيئة وإدارة آليات تداول الأوراق المالية، والقيام بأعمال التسوية والمقاصة للأوراق المالية، وإيداعها وتسجيل ملكيتها، ونشر المعلومات المتعلقة بها، ولها حق مزاولة أي نشاط آخر ذي علاقة بأي من ذلك، وفقا لنظام السوق المالية، وبما يحقق أهدافها الواردة فيه.¹

(2) أهداف السوق المالي السعودي

- إدارة وتشغيل السوق المالية بكفاءة وفعالية ؛
- ضمان كفاءة وجودة وعدالة السوق ؛
- دعم الجهود الهادفة لرفع مستوى الثقافة الاستثمارية لدى المستثمرين ؛
- تقديم خدمات متميزة ذات جودة عالية لعملائنا (الوسطاء، المستثمرين، المصدرين، مزودي خدمات البيانات، وغيرهم)
- تطوير إمكانات وقدرات السوق الفنية والتنظيمية ؛
- توفير الآليات المناسبة للشركات للحصول على التمويل اللازم ؛
- تطوير أسواق ومنتجات وخدمات وأدوات مالية متكاملة ومتنوعة وإبتكارية ؛
- تشجيع كل من المستثمرين والمصدرين والوسطاء المحليين والعالميين للمشاركة في السوق ؛
- تكامل وفعالية العمليات الرئيسية للسوق ؛
- تحقيق عوائد مالية مجزئة للمنشأة ومساهميها.

(3) مجلس الإدارة

يتكون مجلس إدارة السوق المالية السعودية (تداول) من تسعة أعضاء يتم تعيينهم بقرار من مجلس الوزراء وترشيح من رئيس مجلس هيئة السوق المالية، وتشمل عضوية المجلس :

- ممثل عن وزارة المالية ؛
- ممثل من وزارة التجارة والصناعة ؛
- ممثل عن مؤسسة النقد العربي السعودي ؛
- أربعة ممثلين عن شركات الوساطة المرخصة ؛

¹ <http://www.tadawul.com.sa>, consulté le 15/04/2016.

• ممثلين عن الشركات المساهمة المدرجة.

4) أوقات التداول

ينقسم يوم التداول إلى ثلاث فترات مختلفة يتم في كل فترة منها العديد من العمليات تمهيدا لبدء النشاط اليومي للسوق وهي كالتالي :

أ- فترة ما قبل التداول (من الساعة 09:30 صباحاً وحتى الساعة 10:00 صباحاً): فترة ما قبل التداول هي الفترة التي يتاح فيها إدخال أوامر البيع والشراء وتعديل الكميات والأسعار وإلغاء الأوامر، وفي هذه الفترة لا يمكن تنفيذ الأوامر التي تم إدخالها.

ب- فترة التداول من الساعة (10:00 صباحاً وحتى الساعة 3:00 مساءً): فترة التداول هي الفترة التي يتاح فيها إدخال أوامر البيع والشراء وتعديل الكميات والأسعار وإلغاء الأوامر، ويتم خلالها تنفيذ الأوامر في السوق.

ت- فترة ما بعد التداول (من الساعة 3:00 مساءً وحتى الساعة 4:00 مساءً): فترة ما بعد التداول هي الفترة التي لا يمكن فيها إدخال أو تعديل أسعار أوامر البيع والشراء أو كمياتها إلا أنه يمكن إلغاء الأوامر المدخلة والغير منفذة خلال فترة التداول أو تعديل تاريخ صلاحيتها.

الفرع الثاني: عينة الدراسة

يشتمل مجتمع الدراسة على 3 قطاعات مهمة في السوق المالي السعودية (قطاع البتروكيماويات، قطاع الإسمنت، قطاع التجزئة) خلال الفترة الممتدة من 2013 إلى 2015م، والتي بلغت 44 شركة في بورصة السعودية، أما عينة الدراسة فقد تكونت من 25 شركة، بعد إستبعاد 19 شركة وذلك لعدم توفرها على الشروط التالية :

- أن تكون المؤسسات إقتصادية، ليست مالية ولا مصرفية ؛
- أن تكون مؤسسات وطنية ؛
- أن تكون ملفات البيانات المنشورة عنها من صيغة PDF ومتاحة خلال سنوات الدراسة ؛
- لم يتم توقيف تداول أسهمها خلال فترة الدراسة ؛
- أن تكون قامت بتوزيعات الأرباح خلال فترة الدراسة.

وعينة الدراسة موضحة في الجدول التالي :

الجدول (2-1): الشركات موضع الدراسة حسب القطاعات

الشركة	رمز الشركة	القطاع
الشركة السعودية العالمية للبتروكيماويات	2310	الصناعات البتروكيماوية
الشركة السعودية للصناعات الأساسية	2010	
الشركة المتقدمة للبتروكيماويات	2330	
شركة الأسمدة العربية السعودية	2020	

شركة الصحراء للبتروكيماويات	2260	الإسمنت
شركة ينبع الوطنية للبتروكيماويات	2290	
شركة أسمنت العربية	3010	
شركة أسمنت القصيم	3040	
شركة أسمنت المدينة	3003	
شركة أسمنت المنطقة الجنوبية	3050	
شركة أسمنت المنطقة الشرقية	3008	
شركة أسمنت المنطقة الشمالية	3004	
شركة أسمنت اليمامة	3020	
شركة أسمنت تبوك	3090	
شركة أسمنت بجران	3002	
شركة أسمنت ينبع	3060	
شركة الأسمنت السعودية	3030	
الشركة السعودية لخدمات السيارات والمعدات	4050	التجزئة
الشركة المتحدة للإلكترونيات	4003	
الشركة الوطنية للرعاية الطبية	4005	
شركة أسواق عبدالله العثيم	4001	
شركة الخليج للتدريب والتعليم	4290	
شركة الدريس للخدمات البترولية والنقلات	4200	
شركة جرير للتسويق	4190	
شركة دله للخدمات الصحية القابضة	4004	

المصدر: من إعداد الطالب اعتماداً موقع بورصة السعودية¹

ولمزيد من المعلومات عن مجتمع الدراسة الإطلاع على الملحق رقم (2).

❖ حدود الدراسة :

تمثلت حدود الدراسة الزمنية في الفترة الممتدة من 2013 إلى 2015، وتعتبر فترة مقبولة وكافية لدراسة أثر المتغيرات المستقلة على التابع الأداء المالي والمعبر عنه بسعر الأسهم PP، أما الحدود المكانية تمثلت في بورصة السعودية.

¹ <http://www.tadawul.com.sa>, consulté le 15/04/2016.

المطلب الثاني: تحديد متغيرات الدراسة، مصادر البيانات والأدوات الإحصائية

سنتطرق في هذا المطلب إلى متغيرات الدراسة ومصادر جمع البيانات وكذا الأدوات المستخدمة في الدراسة.

الفرع الأول: تحديد متغيرات الدراسات

أولاً: المتغير التابع

يتمثل المتغير التابع للدراسة في الأداء المالي للمؤسسات المسعرة في بورصة السعودية، وبغرض الحصول على أحسن تمثيل لهذا المتغير فقد تم الإعتماد على سعر أسهم المؤسسات للفترة الممتدة بين 2013-2015، هذا من خلال أخذ مشاهدات سنوية لأسعار الأسهم مباشرة من موقع السوق المالية السعودية (تداول)، وتعتبر القيمة السوقية للسهم المعيار الأساسي للمستثمر لتقييم الحالة المالية للمؤسسة ومدى إمكانية نموها وإستمراريتها، حيث يعتقد أنه يعكس قيمة المؤسسة.

ثانياً: المتغيرات المستقلة

على ضوء تحليل الدراسة وهدفها تم الإعتماد على متغيرين أساسيين يعكسان سياسة توزيع الأرباح ألا وهما :

1. نصيب السهم من التوزيعات DPA :

توضح هذه النسبة ما يحصل عليه حامل السهم من الأرباح الموزعة في نهاية العام، وليس من الضروري أن قيمة التوزيعات تساوي ما تحققه المؤسسة من أرباح خلال العام، ويعتبر هذا المتغير من أهم أشكال سياسة توزيع الأرباح وأكثرها استعمالاً من طرف المؤسسات، ويتم حسابه بقسمة التوزيعات النقدية للأرباح على عدد الأسهم المصدرة، وقد تم أخذ هذا المؤشر مباشرة من موقع السوق المالية السعودية (تداول).

2. ربحية السهم الواحد BPA :

يمثل قيمة الأرباح التي تم تحقيقها لكل سهم أصدرته المؤسسة، ويحسب بقسمة صافي الأرباح على عدد الأسهم التي تصدرها المؤسسة، ويختصر باللغة الإنجليزية بـ EPS، وقد تم أخذ هذا المؤشر مباشرة من موقع السوق المالية السعودية (تداول) 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 وتحويل جزء آخر ضمن الاحتياطات للمؤسسة (حسب سياسة توزيع الأرباح الخاصة بالمؤسسة).

الفرع الثاني: مصادر البيانات

تم جمع بيانات عينة الدراسة من المواقع الإلكترونية الخاصة بالمؤسسات قيد الدراسة وبورصة السعودية إضافة إلى التقارير السنوية والمتمثلة في القوائم المالية لهذه الشركات ودليل المستثمر التي تنشرها بورصة السعودية، هذا لكونها معتمدة ومدققة، تتمتع بمصداقية مقبولة يمكن الاعتماد عليها للقيام بدراسات تجريبية.

الفرع الثالث: الأساليب والأدوات الإحصائية المعتمدة

تم الإعتماد في هذه الدراسة على نموذجي الإنحدار الخطي البسيط والمتعدد للبيانات المقطعية ومصنوفة الارتباط، حيث سيستخدم الارتباط لدراسة العلاقة بين المتغيرات المستقلة من جهة، وبين هذه الأخيرة والمتغير التابع من جهة أخرى، أما بالنسبة لنموذجي الإنحدار الخطي البسيط والمتعدد لبيانات السلاسل الزمنية والمقطعية (بانل)، سيستخدم لإختبار أثر سياسة توزيعات الأرباح وقدرتها على تفسير المتغير التابع الذي يعبر عن الأداء المالي والمتمثل في أسعار الأسهم السنوية، وذلك بإستخدام البرنامج الإحصائي EViews 9.0.

المبحث الثاني: عرض النتائج ومناقشتها

نحاول في هذا المبحث عرض النتائج التطبيقية لمصنوفة الارتباط والإنحدار لإختبار القدرة التفسيرية لمؤشرات سياسة توزيع الأرباح على الأداء المالي، وذلك بعرض الوسائل التوضيحية اللازمة لذلك.

المطلب الأول: نتائج مصنوفة الارتباط، ونماذج الإنحدار

سنقوم في هذا المطلب بعرض نتائج تحليل الارتباط ونتائج نموذج الإنحدار الخطي البسيط للبيانات المقطعية وهذا من أجل الوصول إلى نتائج الدراسة التطبيقية ومنه قبول أو رفض فرضيات الدراسة.

الفرع الأول: نتائج مصنوفة الارتباط

الجدول (2-2): يوضح تحليل الارتباط بين مؤشرات سياسة توزيع الأرباح والأداء المالي

Correlation Probability	PP	BPA	DPA
PP	1.000000		
BPA	0.841288 0.0000	1.000000	
DPA	0.617083 0.0000	0.773242 0.0000	1.000000

المصدر: من إعداد الطالب بالإعتماد على برنامج Eviews 9.0

تبين إشارة معامل الارتباط السالبة والموجبة طبيعة العلاقة بين المتغيرين، عكسية أو طردية على التوالي، بينما تبين قيمة معامل الارتباط r قوة العلاقة بين المتغيرين، لكن قبل أن نراعي إلى قيمة المعامل لابد من دراسة الدلالة الإحصائية له، حيث يمكن أن يعطي r قيمة للإرتباط، بينما لا توجد دلالة إحصائية في الواقع بين هذين المتغيرين (قيمة عشوائية)، من أجل ذلك نقارن

القيمة الاحتمالية prob بمستوى المعنوية 5% المعتمد، حيث إذا كانت قيمة prob أقل من 0.05 فإن قيمة معامل الارتباط تختلف معنويًا عن الصفر، أي توجد دلالة إحصائية للارتباط الخطي بين المتغيرين.

نلاحظ من خلال الجدول أعلاه بأن هناك علاقة طردية ذات دلالة إحصائية لمعامل الارتباط ما بين مؤشري سياسة توزيع الأرباح (ربحية السهم الواحد BPA ونصيب السهم من توزيع الأرباح DPA) وسعر السهم، حيث بلغت درجات الارتباط بين هذين المؤشرين وسعر السهم PP على التوالي 0.841، 0.617، عند مستويات معنوية كذلك على التوالي (0.000) (0.000)، وهي أقل من مستوى المعنوية المعتمد وهو 0.05، حيث أن الزيادة في ربحية السهم الواحد BPA ونصيب السهم من التوزيعات DPA يكون لهما أثر إيجابي على أسعار الأسهم.

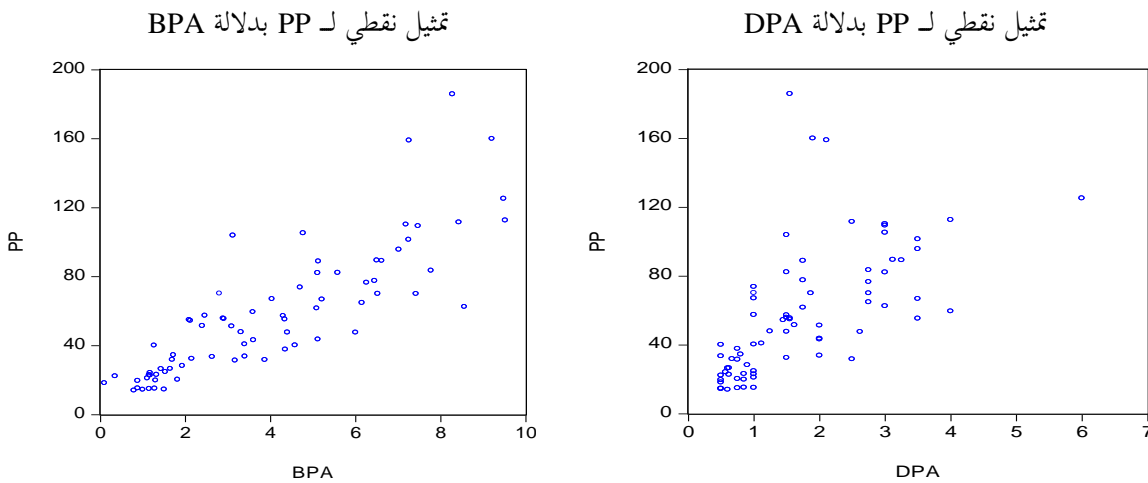
من نفس الجدول نلاحظ أن هناك علاقة طردية ذات دلالة إحصائية لمعامل الارتباط بين ربحية السهم BPA ونصيب السهم من توزيع الأرباح DPA، حيث بلغت درجة الارتباط بينهما 0.773 عند مستوى معنوية (0.000) وهو أقل من مستوى المعنوية المقبول 0.05، وبالتالي يوجد تأثير لنصيب السهم من التوزيعات على ربحية السهم.

الفرع الثاني: نمذجة قياسية لأثر مؤشرات توزيع الأرباح على سعر السهم PP

في هذا الجزء سيتم نمذجة علاقة سعر السهم PP بدلالة مؤشري سياسة توزيع الأرباح والمتمثلين في ربحية السهم الواحد BPA ونصيب السهم من التوزيعات DPA.

إنطلاقاً من معطيات الشركات محل الدراسة، سنعمد في صياغة العلاقة ما بين سعر السهم PP كمتغير تابع ومؤشري سياسة توزيع الأرباح المذكورة أعلاه كمتغيرين مستقلين نموذجي الإحدار الخطي البسيط والمتعدد للبيانات المقطعية، حيث نهدف من خلال ذلك إيجاد المعادلة الرياضية الأحسن التي يمكن لها أن تعطي أكبر قدرة تفسيرية بين سعر السهم ومؤشري توزيعات الأرباح، وفي سبيل ذلك يعتمد القياسيون على التمثيل النقطي للمتغير التابع بدلالة المتغيرات المستقلة كبداية لإظهار العلاقة وتوضيح الأشكال أدناه التمثيل النقطي للمتغير التابع PP بدلالة المتغيرين المستقلين BPA و DPA.

الشكل (1-2): يوضح التمثيل النقطي للمتغير التابع PP بدلالة المتغيرين BPA و DPA



المصدر: مخرجات برنامج Eviews 9.0

يساعدنا التمثيل النقطي للمتغير التابع PP بدلالة كل من المتغيرين المستقلين BPA و DPA على صياغة العلاقة الخطية وذلك من خلال ملاحظة شكل إنتشار النقاط، فإذا كان هذا الإنتشار على شكل معادلة خط مستقيم تكون العلاقة خطية وإذا كان الإنتشار على شكل قطع مكافئ تكون العلاقة أسية.

من خلال الشكلين السابقين يمكن تمييز العلاقة بين المتغيرين، وهي علاقة خطية، لذلك سيتم تقدير ثلاث نماذج حسب منهج السلاسل الزمنية والمقطعية PANEL، وسيتم إختيار أحسن نموذج بالإعتماد على إختبارين.

أولاً: نتائج تحليل نموذج الإنحدار الخطي البسيط لبيانات السلاسل الزمنية والمقطعية لأثر BPA على PP

1- نموذج الإنحدار التجميعي (pooled Regression Model) :

يعتبر هذا النموذج من أبسط نماذج البيانات الطولية حيث تكون فيه جميع المعاملات β_j و $\beta_{0(i)}$ ثابتة لجميع الفترات الزمنية (يهمل أي تأثير للزمن) لا نأخذ في الاعتبار اختلاف المؤسسات، بمعنى تجري عملية التقدير كأننا أمام شركة واحدة، بمعنى نتجاهل البعدين، السلاسل الزمنية والمقاطع، ويكون نموذج الانحدار التجميعي بالصيغة الآتية :

$$y_{it} + \sum \beta_j X_j(it) + \varepsilon_{it} \quad i = 1, 2, \dots, N, t = 1, 2, \dots, T$$

الجدول (2-3): نتائج نموذج الإنحدار التجميعي PRM

Dependent Variable: PP				
Method: Panel Least Squares				
Date: 04/13/16 Time: 01:14				
Sample: 2013 2015				
Periods included: 3				
Cross-sections included: 25				
Total panel (balanced) observations: 75				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	9.266263	4.333313	2.138378	0.0358
BPA	12.24904	0.921217	13.29658	0.0000
R-squared	0.707765	Mean dependent var		57.81707
Adjusted R-squared	0.703762	S.D. dependent var		37.12887
S.E. of regression	20.20841	Akaike info criterion		8.876379
Sum squared resid	29811.73	Schwarz criterion		8.938179
Log likelihood	-330.8642	Hannan-Quinn criter.		8.901055
F-statistic	176.7991	Durbin-Watson stat		1.096508
Prob(F-statistic)	0.000000			

المصدر: مخرجات برنامج Eviews 9.0

2- نموذج التأثيرات الثابتة (Fixed effects model) :

في نموذج التأثيرات الثابتة يكون الهدف هو معرفة سلوك كل مجموعة بيانات مقطعية على حدة من خلال جعل معلمة القطع B_0 تتفاوت من مجموعة إلى أخرى مع بقاء معاملات الميل B_j ثابتة لكل مجموعة بيانات مقطعية (أي سوف نتعامل مع حالة عدم التجانس في التباين بين المجموع)، وعليه فان نموذج التأثيرات الثابتة يكون بالصيغة الآتية :

$$y_{it} = \alpha_1 + \sum \alpha_d D_d + \sum \beta_j X_j(it) + \varepsilon_{it} \quad i = 1, 2, \dots, N, t = 1, 2, \dots, T$$

الجدول (2-4): نتائج نموذج التأثيرات الثابتة FEM

Dependent Variable: PP				
Method: Panel Least Squares				
Date: 04/13/16 Time: 01:14				
Sample: 2013 2015				
Periods included: 3				
Cross-sections included: 25				
Total panel (balanced) observations: 75				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	37.08760	7.442288	4.983360	0.0000
BPA	5.229906	1.834687	2.850571	0.0064
Effects Specification				
Cross-section fixed (dummy variables)				
R-squared	0.909754	Mean dependent var	57.81707	
Adjusted R-squared	0.863711	S.D. dependent var	37.12887	
S.E. of regression	13.70701	Akaike info criterion	8.341357	
Sum squared resid	9206.220	Schwarz criterion	9.144753	
Log likelihood	-286.8009	Hannan-Quinn criter.	8.662144	
F-statistic	19.75851	Durbin-Watson stat	2.737036	
Prob(F-statistic)	0.000000			

المصدر: مخرجات برنامج Eviews 9.0

3- نموذج التأثيرات العشوائية (Random effects model):

على خلاف نموذج التأثيرات الثابتة يتعامل نموذج التأثيرات العشوائية مع الآثار المقطعية والزمنية على أنها معالم عشوائية وليست معالم ثابتة، ويقوم هذا الافتراض على أن الآثار المقطعية والزمنية هي متغيرات عشوائية مستقلة بوسط يساوي صفر وتباين محدد وتضاف كمكونات عشوائية في حد الخطأ العشوائي للنموذج، ويقوم هذا النموذج على افتراض أساسي وهو عدم ارتباط الآثار العشوائية مع متغيرات النموذج التفسيرية، وتعطى صيغة النموذج العام بالصيغة التالية:

$$y_{it} = \mu + \sum \beta_j X_j(it) + v_i + \epsilon_{it} \quad i = 1, 2, \dots, N, t = 1, 2, \dots, T$$

الجدول (2-5): نتائج نموذج التأثيرات العشوائية REM

Dependent Variable: PP				
Method: Panel EGLS (Cross-section random effects)				
Date: 04/13/16 Time: 01:14				
Sample: 2013 2015				
Periods included: 3				
Cross-sections included: 25				
Total panel (balanced) observations: 75				
Swamy and Arora estimator of component variances				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	16.53394	5.337390	3.097758	0.0028
BPA	10.41546	1.080625	9.638364	0.0000
Effects Specification				
			S.D.	Rho
Cross-section random			13.81735	0.5040
Idiosyncratic random			13.70701	0.4960
Weighted Statistics				
R-squared	0.524462	Mean dependent var	28.73487	
Adjusted R-squared	0.517948	S.D. dependent var	21.20669	
S.E. of regression	14.72379	Sum squared resid	15825.68	
F-statistic	80.51047	Durbin-Watson stat	1.869936	
Prob(F-statistic)	0.000000			
Unweighted Statistics				
R-squared	0.691906	Mean dependent var	57.81707	
Sum squared resid	31429.60	Durbin-Watson stat	0.941565	

المصدر: مخرجات برنامج Eviews 9.0

بعد عرض النماذج الثلاثة سنقوم بتلخيصها في الجدول التالي :

الجدول (2-6): معلمات نموذج الدراسة المقطرة باستخدام النماذج الثلاثة

المتغير التابع: يمثل سعر السهم PP			
الفترة: 2013 - 2015 T= 3 N= 25 مجموع مشاهدات البانل: 75 = 25 × 3 مشاهدة.			
المتغيرات التفسيرية	نموذج الإنحدار التجميعي	نموذج التأثيرات الثابتة	نموذج التأثيرات العشوائية
Coefficient	9.266 (0.035)*	37.087 (0.000)*	16.533 (0.002)*
BPA	12.249 (0.000)*	5.229 (0.006)*	10.415 (0.000)*
R- squared	0.707	0.909	0.524
Adjusted R- squared	0.703	0.863	0.5179
Prob (F- statistic)	0.000	0.000	0.0000

القيم بين الأقواس تشير إلى قيم -prob-

* معنوي عند مستوى دلالة قدره 5%.

المصدر: من إعداد الطالب إنطلاقاً من نتائج التقدير

بعد القيام بعرض النماذج الثلاثة سنقوم بإختيار أحسن نموذج وذلك بالإعتماد على إختبارين، إختبار مضاعف لاغرونج LM وإختبار Hausman.

أ- إختبار LM :

وهو الإختبار الأول في أسلوب البيانات المقطعية الطولية، ويهدف إلى الإختيار ما بين كل من نموذج الانحدار التجميعي أو ما بين نموذج التأثيرات الثابتة والعشوائية من خلال اختبار فرضياته، فإذا كانت LM عند مستوى معنوية أقل من 0.05 فإننا نرفض الفرضية H_0 (نموذج الانحدار التجميعي) ونقبل الفرضية H_1 نموذج التأثيرات الثابتة أو العشوائية، وتعطى فرضيات النموذج كالتالي :

H_0 : نموذج الانحدار التجميعي هو الملائم لتمثيل العلاقة

H_1 : نموذج التأثيرات الثابتة أو العشوائية هو الملائم لتمثيل العلاقة

الجدول (2-7): إختبار LM لنموذج أثر BPA على PP

Lagrange Multiplier Tests for Random Effects			
Null hypotheses: No effects			
Alternative hypotheses: Two-sided (Breusch-Pagan) and one-sided (all others) alternatives			
	Test Hypothesis		
	Cross-section	Time	Both
Breusch-Pagan	11.90508 (0.0006)	0.019399 (0.8892)	11.92448 (0.0006)

المصدر: مخرجات برنامج Eviews 9.0

من خلال جدول النتائج أعلاه نجد أن $prob = 0.000 < 0.05$ ومنه نقبل الفرضية H_1 ونرفض الفرضية H_0 أي أننا نرفض نموذج الانحدار التجميعي والنموذج الملائم هو نموذج التأثيرات الثابتة أو العشوائية، ومن أجل إختيار النموذج الأحسن من بين هذين النموذجين سنقوم بإختبار Hausman.

ب- إختبار Hausman :

يستخدم إختبار Hausman (1978) في حالة الاختلاف الجوهرى بين التأثيرات الثابتة والعشوائية وهو المدى الذي يرتبط فيه الأثر الفردي بالمتغيرات المستقلة، فتستند فرضية العدم على عدم وجود ذلك الارتباط وعندها تكون كل من مقدرات التأثيرات الثابتة والعشوائية مستقلة ولكن مقدرات التأثيرات العشوائية تكون هي الأكثر كفاءة، بينما في ظل الفرضية البديلة لوجود الارتباط، فإن مقدرات التأثيرات الثابتة هي فقط تكون متسقة وأكثر كفاءة.

وتعطى فرضيات إختبار Hausman كالتالي :

H_0 : نموذج التأثيرات العشوائية هو الملائم لتمثيل العلاقة

H_1 : نموذج التأثيرات الثابتة هو الملائم لتمثيل العلاقة

الجدول (2-8): إختبار Hausman لنموذج أثر BPA على PP

Correlated Random Effects - Hausman Test			
Equation: Untitled			
Test cross-section random effects			
Test Summary	Chi-Sq. Statistic	Chi-Sq. d.f.	Prob.
Cross-section random	12.232003	1	0.0005

المصدر: مخرجات برنامج Eviews 9.0

أشارت نتائج الإختبار إلى أن قيمة $prob = 0.000 < 0.05$ وهو ما يعني رفض الفرضية H_0 وقبول الفرضية البديلة H_1 أي أن النموذج الأحسن هو نموذج التأثيرات الثابتة (FEM) بحيث يتبين أن أسلوب تحليل الآثار الثابتة هو أكثر معنوية وكفاءة في تقدير بيانات الدراسة عن أساليب التحليل الأخرى داخل نموذج بيانات السلاسل الزمنية والمقطعية.

أ- تقدير معلمات النموذج المقدر باستخدام نموذج التأثيرات الثابتة :

بعد نتائج إختبار Hausman سوف نقدر معلمات النموذج باستخدام نموذج التأثيرات الثابتة وذلك باستخدام طريقة المربعات الصغرى العادية بالاعتماد على برنامج Eviews 9.0 والجدول الموالي يوضح ذلك :

الجدول (2-9): معلمات النموذج المقدر باستخدام نموذج التأثيرات الثابتة

المتغير التابع: يمثل سعر السهم PP		
الفترة: 2013-2015 T= 3 N= 25 مجموع مشاهدات البانل: $3 \times 25 = 75$ مشاهدة.		
نموذج التأثيرات الثابتة	المتغيرات التفسيرية	
37.087 (0.000)*	Constante	
5.229 (0.006)*	BPA	
0.909	R- squared	
0.863	Adjusted R- squared	
0.000	Prob (F- statistic)	
-20.170	الشركة السعودية العالمية للبتروكيماويات	
14.240	الشركة السعودية للصناعات الأساسية	
-18.980	الشركة المتقدمة للبتروكيماويات	
27.554	شركة الأسمدة العربية السعودية	
-23.305	شركة الصحراء للبتروكيماويات	
-5.433	شركة ينبع الوطنية للبتروكيماويات	
-4.095	شركة أسمنت العربية	
11.577	شركة أسمنت القصيم	

-23.096	شركة أسمنت المدينة	
20.966	شركة أسمنت المنطقة الجنوبية	
-8.811	شركة أسمنت المنطقة الشرقية	
-23.595	شركة أسمنت المنطقة الشمالية	
-10.333	شركة أسمنت اليمامة	
-22.336	شركة أسمنت تبوك	
-22.488	شركة أسمنت نجران	
-6.629	شركة أسمنت ينبع	
14.667	شركة الأسمنت السعودية	
-21.674	الشركة السعودية لخدمات السيارات والمعدات	
7.064	الشركة المتحدة للإلكترونيات	
5.450	الشركة الوطنية للرعاية الطبية	
16.297	شركة أسواق عبدالله العثيم	
-7.156	شركة الخليج للتدريب والتعليم	
-11.937	شركة الدريس للخدمات البترولية والنقلات	
88.009	شركة جرير للتسويق	
24.217	شركة دله للخدمات الصحية القابضة	

القيم بين الأقواس تشير إلى قيم -prob-
* معنوي عند مستوى دلالة قدره 5%.

المصدر: من إعداد الطالب إنطلاقاً من نتائج التقدير.

من خلال الجدول أعلاه يمكن كتابة معادلة النموذج كما يلي :

$$PP = 37.087 + 5.229*BPA$$

● اختبار جودة التوفيق :

يعتمد اختبار جودة التوفيق على معامل التحديد، والذي يقوم بدراسة العلاقة بين المتغير التابع والمتغيرات المستقلة مرة واحدة، كذلك مراعاة معامل التحديد المصحح Adjusted R- squared والذي يساعد على مدى قبول النموذج الكلي.

من خلال الجدول أعلاه، يمكن ملاحظة أن المتغير المستقل يفسر 90.97% من التغيرات الكلية للمتغير التابع (الأداء المالي)، أما النسبة المتبقية 9.03% تفسرها متغيرات أخرى غير مقدرة في النموذج، وبالتالي القوة التفسيرية للنموذج قوية جداً.

● اختبار المعنوية الإحصائية للمعالم المقدرة :

في اختبار المعنوية الإحصائية للمعاملات المقدرة 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 $(1-n-k)$ كذلك يمكن الاعتماد على القيمة الاحتمالية Prob المرفقة للقيمة الإحصائية t المحسوبة ومقارنتها بمستوى معنوية α .

ولإختبار المعنوية الإحصائية للمعاملات المقدرة نقوم بوضع فرضيتين :

$$H_0 : B_j = 0 / j = 1,2,3$$

$$H_1 : B_j \neq 0 / j = 1,2,3$$

حيث يمكننا قبول إحدى الفرضيتين ورفض الأخرى اعتمادا على القيمة الاحتمالية ل Prob.

إنطلاقا من الجدول رقم (2-9) نجد أن القيمة الإحصائية للمتغير المستقل BPA تساوي (0.006) وهي أقل من مستوى المعنوية (0.05)، مما يعني قبول الفرضية H_1 ورفض الفرضية H_0 ، أي أن β_1 تختلف معنويا عن الصفر بمستوى دلالة 5%، وبناء عليه توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين ربحية السهم الواحد والأداء المالي (سعر السهم)، وهذه النتيجة موافقة لما جاء في دراسة (خالد جمال ناصر وعبد الحق قنون) ومخالفة لدراسة كل من (عبد الوهاب دادن وحورية بديدة) و(خيرة مزوزي).

بالنسبة للمعلمة α_i لها معنوية إحصائية عند مستوى 5%، وتؤثر إيجابيا على الأداء المالي (سعر السهم)، كما نلاحظ بأن قيمها تختلف من مؤسسة إلى أخرى وذلك حسب خصوصية كل مؤسسة.

• إختبار المعنوية الكلية للنموذج :

يمكن إختبار المعنوية الكلية للنموذج من خلال إحصائية فيشر Prob(F-stat) ومقارنتها بمستوى معنوية 5%.

من خلال الجدول رقم (2-9) نجد أن القيمة الإحصائية المرفقة لإحصائية فيشر والتي قدرت بـ Prob(F-stat) = 0.000 والذي هو أقل تماما من مستوى المعنوية 0.05، ومنه نرفض H_0 ونقبل H_1 ، أي أنه يوجد معلمة على الأقل تختلف معنويا عن الصفر، وبالتالي هناك دلالة إحصائية للنموذج عند مستوى معنوية 5%.

ثانيا: نتائج تحليل نموذج الإنحدار الخطي البسيط لبيانات السلاسل الزمنية والمقطعية لأثر DPA على PP

لتحقيق هذا الهدف المتمثل في تقدير النموذج وبالتالي التوصل إلى النتائج التي من خلالها يتم تفسير طبيعة العلاقة بين سعر السهم ونصيب السهم من التوزيعات، فقد تم استخدام منهج بيانات السلاسل الزمنية والمقطعية (Panel Data) من خلال تطبيق ثلاث نماذج وهي: نموذج الإنحدار التجميعي (PRM)، نموذج الآثار الثابتة (FEM)، ونموذج الآثار العشوائية (REM) وبالاعتماد على الملاحق (3، 4، 5) وبرنامج Eviews 9.0 تحصلنا على الجدول التالي :

الجدول (2-10): معاملات نموذج الدراسة المقدر باستخدام النماذج الثلاثة

المتغير التابع: يمثل سعر السهم PP			
الفترة: 2013 - 2015 T= 3 N= 25 مجموع مشاهدات البانل: 75 = 25 × 3 مشاهدة.			
المتغيرات التفسيرية	نموذج الإنحدار التجميعي	نموذج التأثيرات الثابتة	نموذج التأثيرات العشوائية
Constante	22.240 (0.000)*	38.251 (0.000)*	32.051 (0.000)*
DPA	20.581 (0.000)*	11.319 (0.004)*	14.906 (0.000)*
R- squared	0.380	0.910	0.234
Adjusted R- squared	0.372	0.865	0.224
Prob (F- statistic)	0.000	0.000	0.000

القيم بين الأقواس تشير إلى قيم -prob-

* معنوي عند مستوى دلالة قدره 5%.

المصدر: من إعداد الطالب إنطلاقاً من نتائج التقدير

بعد القيام بعرض النماذج الثلاثة سنقوم بإختيار أحسن نموذج وذلك بالإعتماد على إختبارين، إختبار مضاعف لاغرونج

LM وإختبار Hausman.

أ- إختبار LM :

وتعطي فرضيات النموذج كالتالي :

H_0 : نموذج الإنحدار التجميعي هو الملائم لتمثيل العلاقة

H_1 : نموذج التأثيرات الثابتة أو العشوائية هو الملائم لتمثيل العلاقة

الجدول (2-11): إختبار LM لنموذج أثر DPA على PP

Lagrange Multiplier Tests for Random Effects			
Null hypotheses: No effects			
Alternative hypotheses: Two-sided (Breusch-Pagan) and one-sided (all others) alternatives			
	Test Hypothesis		
	Cross-section	Time	Both
Breusch-Pagan	43.08799 (0.0000)	0.326482 (0.5677)	43.41447 (0.0000)

المصدر: مخرجات برنامج Eviews 9.0

من خلال جدول النتائج أعلاه نجد أن $\text{prob} = 0.000 < 0.05$ ومنه نقبل الفرضية البديلة H_1 ونرفض الفرضية H_0 أي أننا نرفض نموذج الإنحدار التجميعي والنموذج الملائم هو نموذج التأثيرات الثابتة أو العشوائية، ومن أجل إختبار النموذج الأحسن من بين هذين النموذجين سنقوم بإختبار Hausman.

ب- إختبار Hausman :

وتعطى فرضيات إختبار Hausman كالتالي :

H_0 : نموذج التأثيرات العشوائية هو الملائم لتمثيل العلاقة

H_1 : نموذج التأثيرات الثابتة هو الملائم لتمثيل العلاقة

الجدول (2-12): إختبار Hausman لنموذج أثر DPA على PP

Correlated Random Effects - Hausman Test			
Equation: Untitled			
Test cross-section random effects			
Test Summary	Chi-Sq. Statistic	Chi-Sq. d.f	Prob.
Cross-section random	2.654347	1	0.1033

المصدر: مخرجات برنامج Eviews 9.0

أشارت نتائج الإختبار إلى أن قيمة $\text{prob} = 0.103 > 0.05$ وهو ما يعني رفض الفرضية H_1 وقبول الفرضية العدمية H_0 ، أي أن النموذج الأحسن هو نموذج التأثيرات العشوائية (REM) بحيث يتبين أن أسلوب تحليل الآثار العشوائية هو أكثر معنوية وكفاءة في تقدير بيانات الدراسة عن أساليب التحليل الأخرى داخل نموذج بيانات السلاسل الزمنية والمقطعية.

❖ تقدير معاملات النموذج باستخدام نموذج التأثيرات العشوائية :

بعد نتائج إختبار Hausman سوف نقدر معاملات النموذج باستخدام نموذج التأثيرات العشوائية وذلك باستخدام طريقة المربعات الصغرى المعممة GLS، وبالاعتماد على برنامج Eviews 9.0 تحصلنا على الجدول التالي :

الجدول (2-13): معاملات النموذج المقدر باستخدام نموذج التأثيرات العشوائية

المتغير التابع: يمثل سعر السهم PP	
الفترة: 2013-2015 T= 3 N= 25 مجموع مشاهدات البانل: 75 = 25 × 3 مشاهدة.	
نموذج التأثيرات العشوائية	المتغيرات التفسيرية
32.051 (0.000)*	Constante
14.906 (0.000)*	DPA
0.234	R- squared
0.224	Adjusted R- squared
0.000	Prob (F- statistic)

Durban Watson	
-15.924	الشركة السعودية العالمية للبتروكيماويات
17.186	الشركة السعودية للصناعات الأساسية
-6.177	الشركة المتقدمة للبتروكيماويات
9.217	شركة الأسمدة العربية السعودية
-23.185	شركة الصحراء للبتروكيماويات
-0.606	شركة ينبع الوطنية للبتروكيماويات
-2.696	شركة أسمنت العربية
9.108	شركة أسمنت القصيم
-22.796	شركة أسمنت المدينة
19.318	شركة أسمنت المنطقة الجنوبية
-30.231	شركة أسمنت المنطقة الشرقية
-23.195	شركة أسمنت المنطقة الشمالية
-3.580	شركة أسمنت اليمامة
-19.714	شركة أسمنت تبوك
-17.097	شركة أسمنت نجران
-9.866	شركة أسمنت ينبع
6.302	شركة الأسمت السعودية
-18.397	الشركة السعودية لخدمات السيارات والمعدات
14.870	الشركة المتحدة للإلكترونيات
0.267	الشركة الوطنية للرعاية الطبية
13.793	شركة أسواق عبدالله العثيم
-1.540	شركة الخليج للتدريب والتعليم
-17.576	شركة الدريس للخدمات البترولية والنقلات
99.785	شركة جرير للتسويق
22.736	شركة دله للخدمات الصحية القابضة

القيم بين الأقواس تشير إلى قيم -prob-

* معنوي عند مستوى دلالة قدره 5%.

المصدر: من إعداد الطالب إنطلاقاً من نتائج التقدير

من خلال النموذج أعلاه يمكن كتابة معادلة النموذج كما يلي :

$$PP = 32.0510087705 + 14.9063124207 * DPA$$

• اختبار جودة التوفيق :

من خلال الجدول أعلاه، يمكن ملاحظة أن المتغير المستقل يفسر 23.48% من التغيرات الكلية للمتغير التابع - الأداء المالي- ، أما النسبة المتبقية 76.52% تفسرها متغيرات أخرى غير مقدرة في النموذج، وبالتالي القوة التفسيرية للنموذج ضعيفة.

• اختبار المعنوية الإحصائية للمعالم المقدرة :

إنطلاقاً من الجدول رقم (2-13) نجد أن القيمة الإحصائية للمتغير المستقل DPA تساوي (0.000) وهي أقل من مستوى المعنوية (0.05)، مما يعني قبول الفرضية H_1 ورفض الفرضية H_0 ، أي أن β_1 تختلف معنوياً عن الصفر بمستوى دلالة 5%، وبناء عليه توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين نصيب السهم من التوزيعات والأداء المالي (سعر السهم)، وهذا ما أكدته دراسة (د.عبد الوهاب دادن وأ.حورية بديدة) ودراسة (عبد الحق قنون).

بالنسبة للمعلمة $\beta_{0(i)}$ لها معنوية إحصائية عند مستوى 5%، وتؤثر إيجابياً على الأداء المالي (سعر السهم)، وهي القيمة المقدرة لسعر السهم عند إنعدام نصيب السهم من التوزيعات، أي عندما تساوي نسبة نصيب السهم من التوزيعات الصفر فإن القيمة المقدرة لسعر السهم تساوي 32.051، فهو يمثل قيمة الأخطاء كما نلاحظ بأن قيمها تختلف من مؤسسة إلى أخرى وذلك حسب سلوك كل مؤسسة.

• اختبار المعنوية الكلية للنموذج :

من خلال الجدول رقم (2-9) نجد أن القيمة الإحصائية المرفقة لإحصائية فيشر والتي قدرت بـ $\text{Prob}(F\text{-stat}) = 0.000$ والذي هو أقل تماماً من مستوى المعنوية 0.05، ومنه نرفض H_0 ونقبل H_1 ، أي أنه يوجد معلمة على الأقل تختلف معنوياً عن الصفر، وبالتالي هناك دلالة إحصائية للمعادلة عند مستوى معنوية 5%.

ثالثاً: نتائج تحليل نموذج بيانات السلاسل الزمنية والمقطعية لأثر PBA و DPA على PP

سنقوم بتقدير نموذج أثر كل من PBA و DPA على PP وذلك من خلال تقدير ثلاث نماذج حسب PANEL وستقوم بإختيار أحسنهم من خلال إختبارين (إختبار LM وإختبار Hausman)، وبالإعتماد على النماذج المقدرة المتمثلة في الملاحق (6، 7، 8) وبرنامج Eviews 9.0 تحصلنا على الجدول التالي :

الجدول (2-14): معاملات نموذج الدراسة المقدرة باستخدام النماذج الثلاثة

المتغير التابع: يمثل سعر السهم PP			
الفترة: 2013 - 2015 T= 3 N= 25 مجموع مشاهدات البانل: 75 = 25 × 3 مشاهدة.			
المتغيرات التفسيرية	نموذج الإنحدار التجميعي	نموذج التأثيرات الثابتة	نموذج التأثيرات العشوائية
Constante	10.349 (0.025)*	29.32384 (0.000)*	14.17041 (0.009)*
PBA	13.185 (0.000)*	3.611 (0.070)*	9.360 (0.000)*
DPA	-2.773 (0.408)	8.203 (0.050)	3.785 (0.230)
R- squared	0.710	0.916	0.540
Adjusted R- squared	0.702	0.871	0.527
Prob (F- statistic)	0.000	0.000	0.000

القيم بين الأقواس تشير إلى قيم -prob-
* معنوي عند مستوى دلالة قدره 5%.

المصدر: من إعداد الطالب إنطلاقاً من نتائج التقدير

بعد عرض النماذج الثلاثة الموضحة في الجدول أعلاه، نتقل الآن لإختيار النموذج الأمثل من بين الثلاث نماذج، وذلك بالقيام بالإختبارات سابقة الذكر، اختبار مضاعف لاغرانج LM و اختبار Hausman.

أ- إختبار LM :

وتعطي فرضيات النموذج كالتالي :

H_0 : نموذج الإنحدار التجميعي هو الملائم لتمثيل العلاقة

H_1 : نموذج التأثيرات الثابتة أو العشوائية هو الملائم لتمثيل العلاقة

الجدول (2-15): إختبار LM لأثر PBA و DPA على PP

Lagrange Multiplier Tests for Random Effects			
Null hypotheses: No effects			
Alternative hypotheses: Two-sided (Breusch-Pagan) and one-sided (all others) alternatives			
	Test Hypothesis		
	Cross-section	Time	Both
Breusch-Pagan	9.088128 (0.0026)	0.001120 (0.9733)	9.089248 (0.0026)

المصدر: مخرجات برنامج Eviews 9.0

من خلال جدول النتائج أعلاه نجد أن $\text{prob} = 0.0026 < 0.05$ ومنه نقبل الفرضية البديلة H_1 ونرفض الفرضية H_0 ، أي أننا نرفض نموذج الإنحدار التجميعي والنموذج الملائم هو نموذج التأثيرات الثابتة أو العشوائية، وبالتالي سوف نتقل للاختبار الثاني وهو اختبار Hausman.

ب- إختبار Hausman :

H_0 : نموذج التأثيرات العشوائية هو الملائم لتمثيل العلاقة

H_1 : نموذج التأثيرات الثابتة هو الملائم لتمثيل العلاقة

و الجدول الموالي يوضح نتائج اختبار Housman :

الجدول (2-16): إختبار Hausman لأثر PBA و DPA على PP

Correlated Random Effects - Hausman Test			
Equation: Untitled			
Test cross-section random effects			
Test Summary	Chi-Sq. Statistic	Chi-Sq. d.f.	Prob.

Cross-section random

19.491531

2

0.0001

المصدر: مخرجات برنامج Eviews 9.0

نلاحظ من نتائج الإختبار السابق أن قيمة $\text{prob} = 0.0001 < 0.05$ وهو ما يعني رفض الفرضية H_0 وقبول فرضية البديلة H_1 ، أي أن النموذج الملائم هو نموذج التأثيرات الثابتة (FEM)، ولكن عند إختبار معنوية المعامل نلاحظ أن β للمتغيرين BPA و DPA تحقق الفرضية H_0 أي انه ليس لها معنوية إحصائية، وبالتالي ليس لها قدرة على تفسير الأداء المالي. ويمكن أن نرجع عدم دلالة إحصائية لمعاملات النماذج الثلاثة إلى إمكانية وجود ارتباط ما بين مؤشري توزيعات الأرباح في تأثيرها على الأداء المالي مما سبب وجود مشكل التعدد الخطي.

المطلب الثاني: تحليل ومناقشة النتائج

إن النتائج التي تم الحصول عليها تمكن من معرفة أي من المؤشرين التي تساهم في التأثير وإعطاء أحسن قدرة تفسيرية للأداء المالي، وبالتالي سيتم عرض النتائج وفق الأسئلة التي تم طرحها في المقدمة حتى تكون متسلسلة ومنهجية.

بعد إستخدام نماذج الإنحدار الخطي البسيط والمتعدد لبيانات السلاسل الزمنية والمقطعية على متغيرات الدراسة، وللوصول إلى النموذج الرياضي الأفضل والذي يمكن أن يعطي أكبر قدرة تفسيرية للمتغيرات التي تحدث في عوائد الأسهم، بينت الدراسة التطبيقية أن كل من مؤشري توزيعات الأرباح BPA و DPA كلاهما لديهما دلالة إحصائية والقدرة على تفسير الأداء المالي، حيث كان هناك تباين في الدرجات التفسيرية بين المؤشرات إلا أنه لكلا المؤشرين تأثير على الأداء المالي.

- من خلال النموذج المقدر رقم (2-9) نلاحظ أن سياسة توزيع الأرباح تؤثر على أداء المؤسسة بشكل إيجابي من خلال الزيادة في ربحية السهم بوحدة واحدة سيؤدي إلى إرتفاع سعر السهم بـ 5.22 وحدة نقدية، وهذا يبين لنا مدى دور سياسة توزيع الأرباح في تحديد سعر السهم ومن ثم قيمة المؤسسة والتي تنعكس على أدائها المالي.

فقد كشفت الدراسة أن ربحية السهم الواحد على علاقة طردية مع الأداء المالي في النموذج، كذلك فهو أكثر المتغيرات تأثيراً على أداء المؤسسة حيث يفسر أداء المؤسسة بنسبة 90.97%، حيث أن ربحية السهم هي السياسة التي يهتم بها المستثمرون والمتعاملون في السوق السعودي المالي، وأن ربحية السهم هي المحدد لسعر السهم السوقي (الأداء المالي)، أكثر من التوزيعات النقدية، ومن خلال هذه النتيجة نقول بأن الشركات في السوق السعودية لأوراق المالية تعتمد على سياسة عصفور على الشجرة، أي أن المساهمون يفضلون إحتجاز الأرباح على توزيعها لأن إحتجاز الأرباح تفرض عليها ضرائب اقل من توزيعات الأرباح، ومن جهة أخرى المساهمون يريدون تعظيم الثروة ويكون هذا إلا بإحتجاز الأرباح وضمها لرأس المال لتحقيق أرباح أكبر ومنه تعظيم الثروة.

- من خلال النموذج المقدر رقم (2-13) نلاحظ بأن التوزيعات النقدية تؤثر بشكل إيجابي على الأداء المالي من خلال أنه كلما تزيد التوزيعات النقدي بوحدة واحدة سيؤدي هذا إلى إرتفاع في سعر السهم بـ 14.90 وحدة نقدية.

كشفت نتائج النموذج الذي يقر بوجود علاقة طردية بين نصيب السهم من التوزيعات والأداء المالي، حيث أظهرت النتائج أن نصيب السهم من التوزيعات يفسر التغير في القيمة السوقية للسهم بنسبة 23.48%، ويعود سبب ضعف القوة

التفسيرية لأثر نصيب السهم من التوزيعات على سعر السهم هو أن المؤسسات في السوق المالي السعودي تبنت سياسة تدني التوزيعات النقدية إلى أدنى مستوى لها، وهذا من أجل تعظيم قيمة الأسهم، وهذه النتيجة موافقة لما جاء في نظرية عصفور على الشجرة.

- كشفت نتائج إختبار الإنحدار المتعدد لنموذج التأثيرات الثابتة رقم (2-14) على أن متغيرات سياسة توزيع الأرباح تفسر أداء المؤسسة بنسبة 54.05%، وهذا على الرغم من عدم وجود دلالة إحصائية لمتغير ربحية السهم وتوزيعات الأرباح، غير أن هذا لا يعني بالضرورة عدم وجود أثر لهذه المتغيرات على أداء المؤسسة أو القيمة السوقية لسهم، وقد يرجع عدم وجود علاقة بسبب أخطاء القياس، وأخطاء المعلومات المتحصل عليها، أو لأن هناك متغيرات أخرى مهمة ولم تؤخذ بعين الإعتبار في النموذج، كما يمكن أن يرجع السبب في قصر فترة الدراسة أو الفرق بين الشكل الحقيقي للعلاقة والشكل الرياضي الذي تبيناه في الدراسة (متعدد) أو لأسباب أخرى.

خلاصة الفصل

تعتبر سوق السعودية للأوراق المالية أفضل الأسواق العربية في الشرق الأوسط وشمال إفريقيا، وهذا لحصولها على جائزة أفضل سوق (Global Investor ISF) لسنة 2015، لما تتميز به من رصمة بورصية وأداء، وكذلك فتح المجال للمستثمرين الأجانب المؤهلين، وهذا ما يبين لنا النمو الملاحظ في هذه السوق، ولا تزال تسعى السوق المالية السعودية لتعزيز قدراتها لتصبح سوقا ماليا دوليا متعدد المنتجات والأصول تقدم حلولاً متكاملة لعملائها أينما كانوا.

وبعد ما تم تقديم مجتمع الدراسة والمتمثل في السوق السعودية للأوراق المالية، تم دراسة تأثير سياسة توزيع الأرباح على الأداء المالي للمؤسسات الاقتصادية المدرجة في هذا السوق من خلال إستخدام نماذج PANEL للكشف عن هذه العلاقة وإختبار النظريات على أرض الواقع. وتم التوصل إلى أن هناك علاقة ذات دلالة إحصائية بين سياسة توزيع الأرباح والأداء المالي المعبر عنه بسعر السهم، وهذا التأثير كان بمستوى قوي في حدود 90.97% بالنسبة للمستقل الأول ربحية السهم، أما المستقل الثاني نصيب السهم من التوزيعات كان تأثيره ضعيف في حدود 23.48%، كمل توصلت الدراسة كذلك إلى أن ربحية السهم هي أكثر أشكال توزيعات الأرباح تفسيراً لقيمة المؤسسة بغض النظر عن مؤشرات توزيعات الأرباح الأخرى.

الخاتمة

حاولنا في هذه الدراسة معالجة موضوع سياسة توزيع الأرباح وإختبار قدرتها على تفسير الأداء المالي في سوق السعودية للأوراق المالية، حيث كانت إشكالية البحث كالتالي: " ما مدى تأثير سياسة توزيع الأرباح على الأداء المالي للمؤسسات الإقتصادية المدرجة في سوق المالي السعودي خلال الفترة 2013-2015"، وتطلب ذلك الإعتماد على فصلين وفقا للمناهج المذكورة سابقا، وحاولت هذه الدراسة قدر المستطاع إبراز هذا التأثير من خلال إختيار عينة مشكلة من 25 مؤسسة إقتصادية مدرجة في سوق السعودية للأوراق المالية، وخلصت الدراسة إلى ما يلي :

1. نتائج البحث واختبار الفرضيات :

أظهرت النتائج التطبيقية عن وجود علاقة طردية بين المتغير المستقل "ربحية السهم الواحد" وأداء المؤسسة، ومن خلال هذه النتيجة نقول بأن الشركات في السوق السعودية لأوراق المالية تعتمد على سياسة عصفور على الشجرة، أي أن المساهمون يفضلون إحتجاز الأرباح على توزيعها لأن إحتجاز الأرباح تفرض عليها ضرائب اقل من توزيعات الأرباح، ومن جهة أخرى المساهمون يريدون تعظيم الثروة ويكون هذا إلا بإحتجاز الأرباح وضمها لرأس المال لتحقيق أرباح أكبر ومنه تعظيم الثروة، وأن ربحية السهم هو المحدد لسعر السهم السوقي (الأداء المالي)، أكثر من التوزيعات النقدية، وكانت هذه النتيجة موافقة لما جاء في دراسة (خالد جمال ناصر) ومخالفة لدراسة كل من (عبد الوهاب دادن وحورية بديدة) و(خيرة مزوزي) و(عبد الحق قنون) إذا ومن خلال هذه النتيجة المتوصل إليها نثبت صحة الفرضية الأولى التي تقول توجد علاقة بين ربحية السهم الواحد والأداء المالي للمؤسسات الإقتصادية المسعرة في بورصة السعودية.

كشفت نتائج الدراسة عن وجود علاقة طردية بين المتغير المستقل " التوزيعات النقدية " وأداء المؤسسة حيث أظهرت النتائج أيضا أن نصيب السهم من التوزيعات يفسر التغير في القيمة السوقية للسهم بنسبة 23.48%، ويعود سبب ضعف القوة التفسيرية لأثر نصيب السهم من التوزيعات على سعر السهم هو أن المؤسسات في السوق المالي السعودي تبنت سياسة تدني التوزيعات النقدية إلى أدنى مستوى لها، وهذا من أجل تعظيم قيمة الأسهم، وهذه النتيجة موافقة لما جاء في نظرية عصفور على الشجرة، وهذه النتيجة أكدته دراسة (د.عبد الوهاب دادن وأ.حورية بديدة) و(عبد الحق قنون)، إذا ومن خلال هذه النتيجة المتوصل إليها نثبت صحة الفرضية الثانية التي تقول توجد علاقة بين نصيب السهم من التوزيعات والأداء المالي للمؤسسات الإقتصادية المسعرة في بورصة السعودية.

كشفت نتائج إختبار الإنحدار المتعدد لنموذج التأثيرات الثابتة على أن متغيرات سياسة توزيع الأرباح تفسر أداء المؤسسة بنسبة 54.05%، وهذا على الرغم من عدم وجود دلالة إحصائية لمتغير ربحية السهم وتوزيعات الأرباح، غير أن هذا لا يعني بالضرورة عدم وجود أثر لهذه المتغيرات على أداء المؤسسة أو القيمة السوقية للسهم، وقد يرجع عدم وجود علاقة بسبب أخطأ القياس، وأخطأ المعلومات المتحصل عليها، أو لأن هناك متغيرات أخرى مهمة ولم تؤخذ بعين الإعتبار في النموذج، كما يمكن أن يرجع السبب في الفرق بين الشكل الحقيقي للعلاقة والشكل الرياضي الذي تبيناه في الدراسة (متعدد) أو لأسباب أخرى، إذا ومن خلال هذه النتيجة المتوصل إليها نرفض صحة الفرضية الثالثة التي تقول توجد علاقة بين كل من ربحية السهم ونصيب السهم من التوزيعات على الأداء المالي للمؤسسات الإقتصادية المسعرة في بورصة السعودية.

من خلال هذه النتائج المتوصل إليها ومن خلال نموذج الإنحدار الخطي البسيط لنماذج بانل، نجد أن ربحية السهم الواحد هو أكثر أشكال توزيعات الأرباح تأثيرا على أداء المؤسسة.

2. توصيات الدراسة :

بناء على نتائج البحث المتوصل إليها فقد أوصى الطالب بما يلي :

- إجراء دراسات أخرى تمكن من معرفة العوامل الأخرى التي من شأنها التأثير على أداء المالي للشركات في سوق السعودية للأوراق المالية ؛
- تبسيط البيانات والنشرات الدورية المتعلقة بنشاط المؤسسات المدرجة بالسوق، والمتمثلة في التقارير المالية من ميزانية وجدول حسابات النتائج وحسابات الأرباح والخسائر وتقارير مجلس الإدارة... الخ ؛
- يتعين على بعض الصحف المحلية المهتمة بالشؤون المالية، أن تقوم بنشر كافة البيانات المالية عن الشركات المساهمة وكل ما يتعلق بحركة الأوراق المالية لها بشكل منتظم ودوري، ويعد هذا بمثابة فرصة لإحدى هذه الصحف أن تدخل مجال التخصص في نشر المعلومات المالية ونشر القوائم المالية بشكل منتظم بدلا من نشرها بشكل عشوائي في بعض الصحف.

3. آفاق الدراسة :

في ظل التطورات الاقتصادية والمالية، وانفتاح الأسواق وتربطها، ومن خلال ما تسعى إليه المؤسسة من تحقيق أرباح مستقبلية ورفع من قيمتها وبغرض النمو والتوسع، إضافة إلى ذلك وما يسعى إليه المستثمر من تحقيق أكبر ربح بغرض تعظيم ثروته، وبناء على ما ورد وما تم التوصل إليه في هذه الدراسة نقترح ما يلي :

- محددات سياسة توزيع الأرباح في المؤسسات الاقتصادية المسعرة في بورصة الجزائر ؛
- اثر سياسة توزيع الأرباح على الأداء المالي للمؤسسات الاقتصادية المسعرة في بورصة الجزائر ؛
- دور سياسة توزيع الأرباح في تمويل المؤسسات الاقتصادية المدرجة في بورصة الجزائر.

المراجع

الكتب :

1. ناصر داداي عدون وعبد الله قويدر الواحد، مراقبة التسيير والأداء في المؤسسة الاقتصادية، دار الحمدي العامة، الجزائر السنة مجهولة.
2. عبد المحسن توفيق محمد، تقييم الأداء، دار النهضة العربية، مطبعة الإخوة الأشقاء للطباعة، القاهرة، مصر 1998.
3. فؤاد مجيد الكرخي، تقويم الأداء في الوحدات الاقتصادية لمستخدم البيانات المالية، الطبعة الأولى، دار المناهج للنشر عمان الأردن، 2001.

المذكرات :

4. عبد الغاني دادن، قياس وتقييم الأداء المالي في المؤسسة الاقتصادية، نحو إرسال نموذج للإنذار المبكر باستعمال المحاكاة المالية، أطروحة دكتوراه غير منشورة، جامعة الجزائر، 2007.
5. عبد الباقي بضيف، تأثير المخاطر المالية على الأداء المالي للمؤسسة، مذكرة ماجستير، جامعة ورقلة-الجزائر، 2014.
6. جلييلة بن خروف، دور المعلومات المالية في تقييم الأداء المالي للمؤسسة واتخاذ القرارات، مذكرة ماجستير، جامعة بومرداس الجزائر، 2009.
7. خالد جمال ناصر، أثر الإعلان عن توزيع الأرباح وربحية السهم في القيمة السوقية لأسهم الشركات الأردنية المدرجة في بورصة عمان للأوراق المالية، مذكرة ماجستير، جامعة العلوم التطبيقية الخاصة، عمان-الأردن، 2015.
8. خيرة مزوري، أثر إعلان سياسة توزيع الأرباح على أسعار الأسهم المدرجة في سوق دبي المالي، مذكرة ماجستير غير منشورة جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، 2015.
9. سليم عماري، دور تقييم الأداء المالي في التنبؤ بالفشل المالي للشركات، مذكرة ماجستير غير منشورة، جامعة ورقلة 2015.
10. عبد الحق قنون، دراسة أثر سياسة توزيع الأرباح على القيمة البورصية للمؤسسة الاقتصادية، مذكرة ماستر غير منشورة جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، 2013.
11. عبد الكريم بوحادرة، أثر إختيار الهيكل المالي على قيمة المؤسسة: دور سياسة توزيعات الأرباح في تحديد القيمة السوقية للسهم، مذكرة ماجستير غير منشورة، جامعة منتوري، قسنطينة، 2012.
12. لزهاري زواويد، دراسة تأثير سياسة توزيع الأرباح على السلوك التمويلي للمؤسسة الاقتصادية المدرجة في البورصة مذكرة ماستر غير منشورة، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، 2012.

المجلات :

13. محمد زرقون، أثر الاكتتاب العام على سياسة توزيع الأرباح في المؤسسات الاقتصادية المسعرة في البورصة -دراسة تحليلية مقارنة لمؤسسة تسيير فندق الأوراسي، الجزائر، مجلة الباحث، العدد الثامن، جامعة ورقلة، 2010.
14. عمار صايفي، محددات الإستثمار المحفظي في السوق المالي السعودية، بحوث إقتصادية عربية، العدد 71، جامعة بومرداس-الجزائر، 2015.

المؤتمرات :

15. سناء عبد الكريم الخناق، مظاهر الأداء الاستراتيجي والميزة التنافسية، المؤتمر العلمي الدولي حول الأداء المتميز للمنظمات والحكومات، جامعة ورقلة، 2005.

ثانيا: المراجع باللغة الأجنبية

الكتب :

16. Josée St-pierre, la gestion financière des pme Théories et pratiques, presses de l'Université de Québec, 1990.

المذكرات :

17. Main Sajid Nazir, How Dividend Policy Affects Volatility Of Stock Prices Of Financial Sector Firm Of Pakistan, american journal of scientific research issue 61, 2012.
18. Heffernan & Fu, The Determinations of Bank Performance in China, 2008.

المواقع :

19. <http://www.tadawul.com>.

الملاحق

الملحق رقم (1): يوضح حساب متغيرات الدراسة

Enterprise	ANS	PP	BPA	DPA
E1	2013	31,8	1,69	0,67
	2014	26,54	1,65	0,62
	2015	14,01	0,79	0,6
E2	2013	111,5	8,43	2,5
	2014	83,5	7,78	2,75
	2015	76,5	6,26	2,75
E3	2013	40,8	3,396	1,12
	2014	40,21	4,579	1
	2015	37,76	4,348	0,75
E4	2013	125,2	9,48	6
	2014	112,67	9,52	4
	2015	82,15	5,11	3
E5	2013	19,8	1,3	0,85
	2014	15,23	0,88	0,85
	2015	18,24	0,1	0,5
E6	2013	73,75	4,7	1
	2014	47,64	4,4	1,5
	2015	32,41	2,15	1,5
E7	2013	51,5	2,4	1,62
	2014	77,57	6,45	1,75
	2015	47,57	6	2,62
E8	2013	89,5	6,5	3,12
	2014	89,15	6,62	3,25
	2015	70,06	6,52	1,87
E9	2013	22,95	1,15	1
	2014	22,75	1,17	0,62
	2015	15,1	1,28	1
E10	2013	110,25	7,19	3
	2014	109,36	7,47	3
	2015	70,03	7,42	2,75
E11	2013	59,5	3,59	4
	2014	55,33	4,34	3,5
	2015	31,71	3,87	2,5
E12	2013	23,15	1,32	0,85
	2014	21,11	1,11	1
	2015	14,94	1,15	0,75
E13	2013	57,25	4,3	1,5
	2014	47,93	3,31	1,25
	2015	31,46	3,17	0,75
E14	2013	28,3	1,93	0,9
	2014	24,8	1,53	1

E15	2015	14,48	1	0,5
	2013	24,2	1,17	0,57
	2014	26,44	1,43	0,6
E16	2015	14,6	1,5	0,5
	2013	66,75	5,21	3,5
	2014	61,64	5,09	1,75
E17	2015	43,63	5,12	2
	2013	101,5	7,25	3,5
	2014	95,69	7,02	3,5
E18	2015	64,87	6,15	2,75
	2013	19,63	0,88	0,5
	2014	20,32	1,82	0,75
E19	2015	22,24	0,35	0,5
	2013	82,29	5,58	1,5
	2014	67,07	4,04	1
E20	2015	40,05	1,27	0,5
	2013	54,5	2,12	1,45
	2014	54,85	2,09	1,55
E21	2015	55,5	2,91	1,55
	2013	62,5	8,56	3
	2014	105,27	4,77	3
E22	2015	88,93	5,13	1,75
	2013	33,45	2,63	0,5
	2014	57,47	2,46	1
E23	2015	34,49	1,72	0,8
	2013	33,8	3,4	2
	2014	51,24	3,09	2
E24	2015	43,18	3,6	2
	2013	159	7,26	2,11
	2014	185,8	8,28	1,55
E25	2015	159,93	9,21	1,9
	2013	55,8	2,89	1,5
	2014	103,94	3,12	1,5
	2015	70,25	2,8	1

المصدر: من إعداد الطالب إعتقادا على وثائق المؤسسات في بورصة السعودية

الملحق رقم (2): يوضح مجتمع الدراسة

الرقم	إسم القطاعات	إسم الشركة
1	الصناعات البتروكيماوية	كيمانول
2	الصناعات البتروكيماوية	بتروكيم
3	الصناعات البتروكيماوية	سابك
4	الصناعات البتروكيماوية	سافكو
5	الصناعات البتروكيماوية	التصنيع
6	الصناعات البتروكيماوية	اللجين
7	الصناعات البتروكيماوية	نماء للكيماويات
8	الصناعات البتروكيماوية	مجموعة السعودية
9	الصناعات البتروكيماوية	الصحراء
10	الصناعات البتروكيماوية	ينساب
11	الصناعات البتروكيماوية	سبكيم العالمية
12	الصناعات البتروكيماوية	المتقدمة
13	الصناعات البتروكيماوية	كيان السعودية
14	الصناعات البتروكيماوية	بترو رابغ
15	الاسمنت	اسمنت حائل
16	الاسمنت	اسمنت نجران
17	الاسمنت	اسمنت المدينة
18	الاسمنت	اسمنت الشمالية
19	الاسمنت	اسمنت ام القرى
20	الاسمنت	اسمنت العربية
21	الاسمنت	اسمنت اليمامة
22	الاسمنت	الأسمنت السعودي
23	الاسمنت	اسمنت القصيم
24	الاسمنت	اسمنت الجنوب
25	الاسمنت	اسمنت ينبع
26	الاسمنت	اسمنت الشرقية
27	الاسمنت	اسمنت تبوك

اسمنت الجوف	الاسمنت	28
أسواق ع العثيم	التجزئة	29
المواساة	التجزئة	30
إكسترا	التجزئة	31
دله الصحية	التجزئة	32
رعاية	التجزئة	33
أسواق المزرعة	التجزئة	34
الحمادي	التجزئة	35
ساكو	التجزئة	36
المستشفى السعودي الألماني	التجزئة	37
ساسكو	التجزئة	38
ثمار	التجزئة	39
مجموعة فتيحي	التجزئة	40
جرير	التجزئة	41
الدريس	التجزئة	42
الحكير	التجزئة	43
الخليج للتدريب	التجزئة	44

المصدر: من إعداد الطالب اعتمادا على موقع بورصة السعودية¹

¹ <http://www.tadawul.com.sa>, consulté le 05/04/2016.

الملحق رقم (3): يوضح النموذج التجميعي لأثر DPA على PP

Dependent Variable: PP
Method: Panel Least Squares
Date: 04/24/16 Time: 13:45
Sample: 2013 2015
Periods included: 3
Cross-sections included: 25
Total panel (balanced) observations: 75

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	22.24090	6.303228	3.528494	0.0007
DPA	20.58171	3.071815	6.700178	0.0000
R-squared	0.380791	Mean dependent var		57.81707
Adjusted R-squared	0.372309	S.D. dependent var		37.12887
S.E. of regression	29.41607	Akaike info criterion		9.627264
Sum squared resid	63167.30	Schwarz criterion		9.689064
Log likelihood	-359.0224	Hannan-Quinn criter.		9.651940
F-statistic	44.89239	Durbin-Watson stat		0.441999
Prob(F-statistic)	0.000000			

المصدر: مخرجات برنامج Eviews 9.0

الملحق رقم (4): يوضح نموذج الآثار الثابتة لأثر DPA على PP

Dependent Variable: PP
Method: Panel Least Squares
Date: 04/24/16 Time: 13:44
Sample: 2013 2015
Periods included: 3
Cross-sections included: 25
Total panel (balanced) observations: 75

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	38.25174	6.776940	5.644396	0.0000
DPA	11.31903	3.813507	2.968143	0.0046

Effects Specification

Cross-section fixed (dummy variables)

R-squared	0.910822	Mean dependent var	57.81707
Adjusted R-squared	0.865324	S.D. dependent var	37.12887
S.E. of regression	13.62566	Akaike info criterion	8.329452
Sum squared resid	9097.273	Schwarz criterion	9.132848
Log likelihood	-286.3545	Hannan-Quinn criter.	8.650239
F-statistic	20.01860	Durbin-Watson stat	2.743974
Prob(F-statistic)	0.000000		

المصدر: مخرجات برنامج Eviews 9.0

الملحق رقم (5): يوضح نموذج الآثار العشوائية لأثر DPA على PP

Dependent Variable: PP
 Method: Panel EGLS (Cross-section random effects)
 Date: 04/24/16 Time: 13:41
 Sample: 2013 2015
 Periods included: 3
 Cross-sections included: 25
 Total panel (balanced) observations: 75
 Swamy and Arora estimator of component variances

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	32.05101	7.718384	4.152555	0.0001
DPA	14.90631	3.113635	4.787431	0.0000

Effects Specification		S.D.	Rho
Cross-section random		26.51973	0.7911
Idiosyncratic random		13.62566	0.2089

Weighted Statistics			
R-squared	0.234894	Mean dependent var	16.44260
Adjusted R-squared	0.224413	S.D. dependent var	15.64618
S.E. of regression	13.77919	Sum squared resid	13860.22
F-statistic	22.41160	Durbin-Watson stat	1.846203
Prob(F-statistic)	0.000011		

Unweighted Statistics			
R-squared	0.351837	Mean dependent var	57.81707
Sum squared resid	66121.03	Durbin-Watson stat	0.386999

المصدر: مخرجات برنامج Eviews 9.0

الملحق رقم (6): يوضح نموذج الإنحدار التجميعي لأثر BPA و DPA على PP

Dependent Variable: PP
Method: Panel Least Squares
Date: 04/13/16 Time: 01:17
Sample: 2013 2015
Periods included: 3
Cross-sections included: 25
Total panel (balanced) observations: 75

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	10.34963	4.533686	2.282828	0.0254
BPA	13.18523	1.455848	9.056730	0.0000
DPA	-2.773476	3.335004	-0.831626	0.4084
R-squared	0.710546	Mean dependent var		57.81707
Adjusted R-squared	0.702505	S.D. dependent var		37.12887
S.E. of regression	20.25123	Akaike info criterion		8.893486
Sum squared resid	29528.09	Schwarz criterion		8.986186
Log likelihood	-330.5057	Hannan-Quinn criter.		8.930500
F-statistic	88.37191	Durbin-Watson stat		1.193887
Prob(F-statistic)	0.000000			

المصدر: مخرجات برنامج Eviews 9.0

الملحق رقم (7): يوضح نموذج الآثار الثابتة لأثر BPA و DPA على PP

Dependent Variable: PP
Method: Panel Least Squares
Date: 04/13/16 Time: 01:17
Sample: 2013 2015
Periods included: 3
Cross-sections included: 25
Total panel (balanced) observations: 75

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	29.32384	8.192947	3.579156	0.0008
BPA	3.611109	1.954624	1.847469	0.0708
DPA	8.203542	4.087058	2.007200	0.0504

Effects Specification

Cross-section fixed (dummy variables)

R-squared	0.916743	Mean dependent var	57.81707
Adjusted R-squared	0.871645	S.D. dependent var	37.12887
S.E. of regression	13.30205	Akaike info criterion	8.287426
Sum squared resid	8493.337	Schwarz criterion	9.121722
Log likelihood	-283.7785	Hannan-Quinn criter.	8.620551
F-statistic	20.32788	Durbin-Watson stat	2.770493
Prob(F-statistic)	0.000000		

المصدر: مخرجات برنامج Eviews 9.0

الملحق رقم (8): يوضح نموذج الآثار العشوائية لأثر BPA و DPA على PP

Dependent Variable: PP
 Method: Panel EGLS (Cross-section random effects)
 Date: 04/13/16 Time: 01:18
 Sample: 2013 2015
 Periods included: 3
 Cross-sections included: 25
 Total panel (balanced) observations: 75
 Swamy and Arora estimator of component variances

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	14.17041	5.340318	2.653477	0.0098
BPA	9.360840	1.400868	6.682173	0.0000
DPA	3.785669	3.132171	1.208640	0.2308

Effects Specification		S.D.	Rho
Cross-section random		12.95657	0.4868
Idiosyncratic random		13.30205	0.5132

Weighted Statistics			
R-squared	0.540554	Mean dependent var	29.48089
Adjusted R-squared	0.527791	S.D. dependent var	21.58124
S.E. of regression	14.83007	Sum squared resid	15835.04
F-statistic	42.35520	Durbin-Watson stat	1.739040
Prob(F-statistic)	0.000000		

Unweighted Statistics			
R-squared	0.682762	Mean dependent var	57.81707
Sum squared resid	32362.38	Durbin-Watson stat	0.850919

المصدر: مخرجات برنامج Eviews 9.0

الفهرس

الفهرس

III.....	الإهداء.....
IV.....	الشكر.....
V.....	الملخص.....
VI.....	قائمة المحتويات.....
VII.....	قائمة الجداول.....
VII.....	قائمة الأشكال.....
VIII.....	قائمة الإختصرات والرموز.....
VIII.....	قائمة الملاحق.....
أ.....	المقدمة.....
1.....	الفصل الأول : الأدبيات النظرية والتطبيقية للأداء المالي وسياسة توزيع الأرباح.....
2.....	تمهيد:.....
3.....	المبحث الأول : أساسيات عامة حول الأداء المالي وسياسة توزيعات الأرباح.....
3.....	المطلب الأول : مفاهيم أساسية حول الأداء المالي.....
3.....	الفرع الأول : مفهوم الأداء.....
4.....	الفرع الثاني : مفهوم الأداء المالي.....
4.....	الفرع الثالث : أهمية تقييم الأداء المالي.....
5.....	الفرع الرابع : أهداف تقييم الأداء المالي.....
6.....	المطلب الثاني : مفاهيم أساسية عن سياسة توزيع الأرباح.....
6.....	الفرع الأول : مفهوم سياسة توزيع الأرباح.....
6.....	الفرع الثاني : أساسيات توزيع الأرباح.....
7.....	الفرع الثالث : أشكال سياسة توزيع الأرباح.....
8.....	الفرع الرابع : نظريات سياسة توزيع الأرباح.....
9.....	المبحث الثاني : الدراسات السابقة.....
9.....	المطلب الأول : الدراسات السابقة باللغة العربية والأجنبية.....
10.....	الفرع الأول : الدراسات السابقة باللغة العربية.....
12.....	الفرع الثاني : الدراسات السابقة باللغة الأجنبية.....
13.....	المطلب الثاني : موقع الدراسة من الدراسات السابقة.....

16.....	خلاصة الفصل.....
17.....	الفصل الثاني : دراسة قياسية لأثر سياسة توزيع الأرباح على الأداء المالي.....
18.....	تمهيد.....
19.....	المبحث الأول : عرض مجتمع وأدوات الدراسة.....
19.....	المطلب الأول : مجتمع وعينة الدراسة.....
19.....	الفرع الأول : مجتمع الدراسة.....
21.....	الفرع الثاني : عينة الدراسة.....
23.....	المطلب الثاني : تحديد متغيرات الدراسة، مصادر البيانات والأدوات الإحصائية.....
23.....	الفرع الأول : تحديد متغيرات الدراسة.....
23.....	الفرع الثاني : مصادر البيانات.....
24.....	الفرع الثالث : الأساليب والأدوات الإحصائية المعتمدة.....
24.....	المبحث الثاني : عرض النتائج ومناقشتها.....
24.....	المطلب الأول : نتائج مصفوفة الارتباط ونماذج الإنحدار.....
24.....	الفرع الأول : نتائج مصفوفة الارتباط.....
25.....	الفرع الثاني : نموذج قياسية لأثر مؤشرات توزيعات الأرباح على سعر السهم PP
38.....	المطلب الثاني : تحليل ومناقشة النتائج.....
40.....	خلاصة الفصل.....
41.....	الخاتمة.....
44.....	المرجع.....
47.....	الملاحق.....
58.....	الفهرس.....

