

قاصدي مباح -ورقلة -

كلية العلوم الاقتصادية و التجارية وعلوم التسيير

قسم علوم التسيير



مذكرة إستكمال متطلبات شهادة ماستر أكاديمي

المسار: علوم مالية ومحاسبة

التخصص : مالية مؤسسة

من إعداد الطالبة : بسمة خادم الله

بعنوان

دراسة تأثير سياسة توزيع الأرباح النقدية على القيمة

البورصية للمؤسسات الاقتصادية

دراسة عينة من المؤسسات المدرجة في سوق السعودية المالي خلال الفترة

2017-2013

نوقشت وأجيزت علنا بتاريخ: 2018-05-09

أمام اللجنة المكونة من السادة:

الأستاذ: محمد الهاشمي حجاج (أستاذ محاضر(ب) - جامعة قاصدي مباح ورقلة) رئيسا

الأستاذ: بوزيد عصام (أستاذ محاضر (أ) - جامعة قاصدي مباح ورقلة) مشرف

الأستاذة: داوي كنزة (أستاذ مساعدة (ب) - جامعة قاصدي مباح ورقلة) مناقشا

السنة الجامعية 2017-2018

بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ

الإهداء

إلى قرة عيني ونبضات قلبي إلى من جعلت الجنة تحت أقدامها والتي وهبتني حبها وسقتني من نبع حنانها
ومنحتني الأمان و الحب و الاطمئنانأغلى إنسانة في حياتي
أمي الغالية

والى روح الأم الثانية وحنانها دليلة خيخي أسقاك ربي من ماء الجنة . إلى أعظم رجل في الكون ما لم ترى عيني
سواه صاحب الصبر الجميل إلى من كرس حياته من أجل تعليمي وعلمي معنى الصبر و العطاء و الحنان
.....
أبي العزيز .

إلى من جمعهم معي ظلمة الرحم ومنحوني الإصرار و الأمل و السعادة إخواتي و أخواتي من سميرة إيمان
إلى قرة عيني أخي وصديق طفولتي خالد ولا يسعد الفؤاد إلا بوجوده أطلب من الله عز وجل فك كرتته وإسعاده
في الدنيا و الآخرة .

وبدون أن أنسى زوجات إخواتي إيمان وأم الخير والى كل عائلة :خادم الله، المير، خيخي . حماشة، سعيدات، بن
هلال، فلاح، بوعرعار، بوعابة، رحماني الذين أتقدم لهم بأسمى معاني الإحترام .
إلى من تقاسمت معهم حلوى الحياة ومرها صديقتي إيمان، ريم نورة، أمينة وزينب وأم الخير .
إلى كل الأصدقاء الذين يسعهم قلبي ولا تسعهم صفحتي إلى دفعة الثانية ماستر تخصص مالية

كلمة شكر وتقدير

" ربي أوزعني أن أشكر نعمتك التي أنعمت عليا وعلى والدي "

..... الحمد لله عز وجل الذي أنعم عليا ووفقني لإتمام هذا العمل

أما بعد: أتقدم بأعظم التشكرات و الإحترام و التقدير إلى أستاذي الفاضل و المشرف "بوزيد عصام" على إشرافه

على هذا العمل وما قدمه لي من نصائح وتوجيهات وإرشادات طيلة فترة البحث .

كما لا يغفو عنهم ذاكرتي إن أتقدم بالشكر إلى كل من :عماني لمياء و بن قانة إسماعيل

فلهم خالص الشكر و الإحترام لما قدموه لي من عون في سبيل هذا العمل

كذلك أوجه شكري كل من ساهم معي في هذا الإنجاز من قريب أو بعيد .

ملخص

هدفت هذه الدراسة إلى قياس تأثير سياسة توزيع الأرباح النقدية على قيمة البورصية للمؤسسات الاقتصادية في سوق السعودي المالي من خلال تقديم نموذج يفسر تأثير هذه السياسة على قيمة المؤسسة حيث شملت الدراسة على 25 مؤسسة مدرجة بالسوق خلال فترة 2017-2018 موزعة على عدة قطاعات مختلفة وذلك بالإعتماد على نموذج خطي البسيط من أجل إختبار الفرضيات الدراسية .

حيث خلصت الدراسة إلى وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين سياسة توزيع الأرباح النقدية وقيمة المؤسسة عند مستوى معنوية 0.05 كذلك توصلت إلى أن التوزيعات النقدية ليست هي المحدد الأساسي للأسعار السوقية للأسهم وعلى قيمة المؤسسة بل هناك متغيرات أخرى يجب الكشف عنها .

الكلمات المفتاحية: سياسة توزيع الأرباح ،قيمة المؤسسة ،سوق السعودي المالي ،توزيعات النقدية. .

The study summarized:

This study aimed to measure the effect of the policy of distributing cash profits on the value of the stock market to the economic institutions in the Saudi financial market by providing a model explaining the impact of this policy on the value of the institution. The study included 25 institutions listed in the market during the period 2017-2018. On a simple linear model in order to test hypothesis study.

The study concluded that there is a statistically significant relationship between the policy of distributing cash profits and the value of the institution at a significant level of 0.05. As a result, cash distributions are not the main determinant of the market prices of shares and the value of the institution, but there are other variables that must be disclosed.

Key Words: Profit Distribution Policy, Value of the Corporation, Saudi Financial Market.

قائمة المحتويات

| | |
|-----------|--------------------------------------|
| II..... | الإهداء |
| III..... | كلمة شكر وتقدير |
| IV..... | ملخص الدراسة |
| V..... | قائمة المحتويات |
| VI..... | قائمة الجداول قائمة الاشكال البيانية |
| VII..... | قائمة الملاحق |
| VIII..... | قائمة المصطلحات |
| ب..... | مقدمة |

الفصل الاول : سياسة توزيع الأرباح وعلاقتها بقيمة الاسهم

| | |
|---------|--|
| 2..... | تمهيد |
| 2..... | المبحث الاول: سياسة توزيع الأرباح وعلاقتها بقيمة المؤسسة |
| 2..... | المطلب الاول : مفاهيم أساسية حول قيمة المؤسسة |
| 4..... | المطلب الثاني: سياسة توزيع الأرباح |
| 7..... | المطلب الثالث: النظريات المفسرة لسياسة توزيع الأرباح |
| 9..... | المبحث الثاني : الدراسات السابقة وتقييمها |
| 18..... | خلاصة الفصل |

الفصل الثاني : دراسة تأثير سياسة توزيع الأرباح النقدية على قيمة المؤسسة

| | |
|---------|--|
| 21..... | تمهيد |
| 21..... | المبحث الاول: تقديم مجتمع الدراسة و وصف عينة الدراسة |
| 21..... | المطلب الاول: تقديم مجتمع الدراسة |
| 23..... | المطلب الثاني: تقديم عينة الدراسة |
| 25..... | المبحث الثاني: تقديم وتفسير نتائج الدراسة |
| 25..... | المطلب الاول: نتائج الإحصاء الوصفي |
| 25..... | المطلب الثاني: تقديم نتائج الدراسة |
| 27..... | المطلب الثالث: الإختبارات الإحصائية للنموذج المقدر |
| 31..... | المطلب الرابع: تحليل وتفسير نتائج الدراسة |
| 32..... | خلاصة الفصل |
| 35..... | الخاتمة |

| | |
|---------|-----------------|
| 35..... | توصيات الدراسة. |
| 35..... | أفاق الدراسة . |
| 37..... | قائمة المراجع. |
| 41..... | الملاحق. |
| 49..... | الفهرس . |

قائمة الجداول

| صفحة | عنوان الجدول | رقم الجدول |
|------|--|------------|
| 24 | الجدول يبين عينة الدراسة | 1-2 |
| 26 | الجدول يبين نتائج الإحصاء الوصفي | 2-2 |
| 27 | الجدول يبين نتائج الارتباط | 3-2 |
| 28 | الجدول يبين نتائج الإنحدار الخطي البسط | 4-2 |

قائمة الأشكال البيانية

| صفحة | عنوان الشكل | رقم الشكل |
|------|--|-----------|
| 4 | الشكل يبين طرق التقييم | 1-1 |
| 7 | الشكل يبين محددات طبيعة سياسة توزيع الأرباح | 2-1 |
| 8 | الشكل يبين أشكال توزيعات الأرباح | 3-1 |
| 10 | الشكل يبين نظريات سياسة توزيع الأرباح | 4-1 |
| 30 | الشكل يبين الارتباط الذاتي للأخطاء | 1-2 |
| 31 | الشكل يبين مقارنة السلسلة الأصلية والمقدرة لقيمة المؤسسة | 2-2 |

قائمة الملاحق

| صفحة | إسم الملحق | رقم الملحق |
|------|---|------------|
| 41 | خاص بالمؤسسات المدرجة وقيمة وتوزيعات المؤسسات | الملحق (1) |
| 46 | Table de la loi du Chi-deux | الملحق (2) |
| 47 | Table de la loi de Fisher-Snedecor | الملحق (3) |

قائمة المصطلحات

| الدلالة | إسم الرمز | الاختصار |
|-------------------------------|----------------------|----------|
| نصيب السهم من توزيعات النقدية | Dividende Par Action | DPA |
| مود يقلياني وميلر | Mhodigliani & Miller | M&M |

مقدمة

المقدمة

توطئة

في ظل التطور الذي شهدته الساحة الإقتصادية و المالية تطور معها مفهوم القيمة التي آثار جدلا واسعا من خلال إنتقاله من المفهوم الكلاسيكي إلى المفهوم الحديث مع ظهور النظرية المالية فقد كان الهدف الأساسي للمؤسسة في الفكر الإقتصادي هو تعظيم الأرباح والذي وجهت إليه إنتقادات عدة لكونه هدف غير إستراتيجي وكذلك لعدة إعتبارات أخرى ومع ظهور النظرية المالية التي أحدثت تلك الإنتقادات بعين الإعتبار تحول الهدف الأساسي للمؤسسة إلى تعظيم قيمة المؤسسة وهذا من خلال إدخال عدم التأكد في الدراسات و النماذج المستعملة .

لكن هذا الهدف لازال صعبا على أرض الواقع إذا يجد المسير المالي نفسه بين أمرين فمن جهة يسعى لتحقيق رغبة المساهمين ومن جهة أخرى هو ملزم بمراعاة حقوق الدائنين . وعلى إعتبار أن هدف تعظيم قيمة المؤسسة من الأهداف الحديثة للإدارة المالية إلا أنه صعب المنال كونه يرتبط بمتغيرات عدة ولهذا السبب أجريت هذه الدراسة التي قامت بالتركيز على أهم المتغيرات المتمثلة في توزيع الأرباح و التي تعتبر متغيرا يؤثر على قيمة المؤسسة . ومن خلال هذا تتجلى الإشكالية هذه الدراسة و التي يمكن صياغتها على نحو التالي:

أولاً: إشكالية البحث

ما مدى تأثير سياسة توزيع الأرباح النقدية على قيمة البورصية للمؤسسات الإقتصادية في سوق السعودي المالي خلال الفترة 2013-2017؟

ولتحكم في صلب الموضوع قسمنا الإشكالية العامة إلى سؤال فرعي كتابي :

- هل توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين توزيعات النقدية والقيمة المؤسسات المدرجة في سوق السعودي المالي ؟.

- هل تعتبر التوزيعات النقدية هي المحدد الأساسي لقيمة المؤسسة في السوق السعودي المالي ؟.

ثانياً: فرضيات البحث

للإجابة على هذه التساؤلات تم وضع فرضيات التالية :

- يوجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين التوزيعات النقدية والقيمة المؤسسات المدرجة في سوق السعودي المالي .

- التوزيعات النقدية ليست هي المحدد الأساسي لقيمة المؤسسة في السوق السعودي المالي .

ثالثاً: مبررات إختيار الموضوع

- محاولة دراسة هذا الموضوع في بورصة السعودية للخروج بنتائج جديدة مقارنة بالدراسات السابقة

- أهمية الموضوع من خلال الإهتمام المتزايد من قبل الاقتصاديين .

- رغبة الشخصية لتعرض إلى الجانب المالي وذلك راجع للتخصص المدروس .

- محاولة إختبار بعض النظريات المفسرة لسياسة توزيع الأرباح في الواقع العملي .

المقدمة

رابعاً: أهمية الموضوع

تتبع أهمية الموضوع من أهمية عملية توزيع الأرباح في حد ذاتها إذا تعتبر سياسة توزيع الأرباح من أهم القرارات المالية التي تتخذها الإدارة المالية والتي أصبحت حالياً تلقى إهتماماً كبيراً من جهة وتوجه العديد من الإهتمامات البحثية العلمية الحالية إلى تناول أبحاث أداء البورصات و المؤسسات ومعايير تقييمها و العوامل المؤثر عليها .

خامساً: أهداف البحث :تهدف هذه الدراسة إلى مايلي:

الوقوف على القدرة التفسيرية لأحد القرارات المالية وهو قرار توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة.
محاولة الوصول إلى نموذج يفسر تأثير سياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسات المدرجة في سوق السعودي المالي.

سادساً: حدود الدراسة

سيتم الإعتماد في هذه الدراسة على عينة من المؤسسات المدرجة في سوق السعودية على عدة قطاعات . أما الحدود الزمنية ستكون بين الفترة الممتدة بين 2013-2017 لكونها فترة كافية لتحليل وإختبار الفرضية وصحتها و الإجابة على الإشكالية .

سابعاً: منهجية الدراسة

ستعتمد هذه الدراسة على المنهج الوصفي في الجانب النظري من خلال التطرق إلى مفاهيم لقيمة المؤسسات وكذلك سياسة توزيع الأرباح و النظريات المفسرة لها .وفي الجانب التطبيقي سيتم إتباع منهج التحليلي لإختبار العلاقات وتأثير سياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة الإقتصادية وهذا إعتماد على أحد الأساليب الإحصائية والذي سيساعد في الكشف عن العلاقة بين متغيرات الدراسة ألا وهو الإنحدار الخطي البسيط وفقاً لطريقة المربعات الصغرى بالإعتماد على البرنامج الإحصائي: EVIEWS 9.

ثامناً: هيكل الدراسة

بهدف إنجاز البحث قمنا بتقسيم هذه الدراسة إلى فصلين مسبقين بمقدمة عامة وتنتهي بخاتمة الدراسة وتوصيات الأبحاث الأخرى وتتمثل في: قيمة المؤسسة وسياسة توزيع الأرباح_مروراً بالنظريات المفسرة لهذه السياسة وهذا في الجزء الأول أما الجزء الثاني نتطرق إلى أهم الدراسات و البحوث التي تناولت هذا الموضوع والتي تم الإطلاع عليها وإختيار أحسن وأهم الدراسات نعتمد عليها كدراسة سابقة .

أما الفصل الثاني: يعتبر دراسة تطبيقية ولذا حاولنا من خلاله الكشف عن العلاقة بين سياسة توزيع الأرباح النقدية وقيمة المؤسسة من خلال إختبار الفرضية الدراسة بإستخدام طريقة الإنحدار الخطي البسيط للكشف عن تأثيراً على قيمة المؤسسة.

الفصل الأول

سياسة توزيع الأرباح وعلاقتها
بقيمة المؤسسة

تمهيد

منذ ظهور النظرية المالية تطورت الكثير من الأفكار على مستوى الإقتصادي و المالي فقد كان من الأهداف الأساسية للنظرية المالية البحث عن قضايا المؤسسات و الأسواق المالية من خلال البحث في مختلف القرارات المالية. لما لها من تأثير على قيمة المؤسسة وتحقيق الأهداف المسطرة من طرف المؤسسة . ونظرا للجدل القائم حول هذه السياسة وتأثيرها على قيمة المؤسسة سنحاول في هذا الفصل إلى إعطاء محتوى نظري للسياسة توزيع الأرباح وعلاقتها بالمؤسسة الإقتصادية المدرجة في البورصة وإعطاء بعض الدراسات التي تناولت هذا الموضوع

المبحث الأول: سياسة توزيع الأرباح وعلاقتها بقيمة الأسهم

من خلال هذا المبحث سنعطي أهم مفاهيم لتوزيع الأرباح وقيمة المؤسسة.

المطلب الأول: مفاهيم أساسية حول قيمة المؤسسة

ينصرف الفكر المالي في دراسته للقيمة إلى قيمة المرتبطة بالمؤسسة حيث كون أغلب القرارات المالية تبنى على أساس هذه القيمة لما لها من أهمية للمهتمين بشؤون المؤسسة لهذا سنتعرض إلى جملة من المفاهيم حول قيمة المؤسسة .

الفرع الأول: مدخل للقيمة والتقييم:

ليس من سهل تحديد مفهوم القيمة فقيمة الشيء مرتبط بعدد هائل من المحددات وزوايا التقييم و فترته، و للقيمة مفاهيم عدة حسب الإستخدامات و غاياتها.

أولا/ تعريف القيمة: (القيمة هي عبارة عن مبلغ يدفع مقابل أصل أو الحق في الحصول على عوائد مستقبلية من وراء إستخدام ذلك الأصل و القيمة تختلف من السعر الذي يمثل المبلغ المدفوع للحصول أصل ما بمعنى أن القيمة موجودة في جوهر الشيء و يحدث عملية التبادل يتم ترجمتها إلى سعر)¹.

أيضا :

ذلك المبلغ النقدي العادل الذي خلص إليه خبير متخصص حيث أن ذلك المبلغ يحظى بقبول العام لدى مختلف الأطراف المعنية بما عند كل مرحلة من طلب قياسها الذي يعكس القيمة العادلة لكافة موارد و إمكانية المؤسسة المستقلة في تنظيمها القائم وذلك في ظل مفهوم إستمرارية النشاط)².

¹-حميدة رمضان، تأثير سياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة المسعرة بالسوق المالي، مذكرة ماستر غير منشورة، جامعة ورقلة 2008-2010 ص 25 .

²- هواري سويسي، تقييم المؤسسة ودوره في إتخاذ القرار في إطار التحولات الإقتصادية بالجزائر، أطروحة الدكتوراه غير منشورة جامعة الجزائر 2008ص37

ثانيا/ مفهوم التقييم

هو ذلك الأجر المنظم الذي يتحدد عن طريق السعر السوقي للورقة المالية وذلك بإستخدام مجموعة من النماذج الرياضية التي تقوم على أساس وجود علاقة طردية بين المخاطر و العائد المتوقع³.

الفرع الثاني: طرق التقييم

إن تقييم الأوراق المالية يعني إيجاد القيمة الحقيقية للإستثمار بواسطة الأوراق المالية ولإن القرار الإستثماري يتخذ حاضرا فان القيمة الحالية هي الأساس الموضوعي للوصول إلى تقييم حقيقي للورقة المالية و منطلق نماذج التقييم ينص على: القيمة الحقيقية لأي أصل مالي تتساوى مع القيمة الحالية لجميع التدفقات النقدية و التي يتوقع حائز الأصل الحصول عليها خلال مدة حياة هذا الأصل⁴.

أولا: تقييم الأسهم العادية

يعتبر تقييم الأسهم بعملية غير سهلة حيث يحتاج إلى تقييم شامل لأوضاع الشركة المصدرة ولهذا نعرض بعض النماذج حول تقييم السهم العادي :

- نموذج خصم توزيعات أرباح الأسهم: ينص على أن قيمة السهم العادي هي القيمة الحالية لكل توزيعات الأرباح المستقبلية على نحو التالي :

$$V_0 = D_1 / (1+K) + D_2 / (1+K)^2 + \dots + D_{\infty} / (1+K)^{\infty}$$

بحيث :

V_0 : قيمة السهم العادي.

D_t : توزيعات أرباح الأسهم خلال الزمن t

K : معدل العائد المطلوب على السهم العادي

* نموذج مضاعف السعر **PER** : يفضل العديد المستثمرون تقدير قيمة الأسهم العادية بإستخدام

نموذج **FER** ويسمى أيضا نسبة السعر إلى الربح p/E كالتالي :

مضاعف الإيرادات = السعر السوقي لسهم/الربح الصافي للسهم

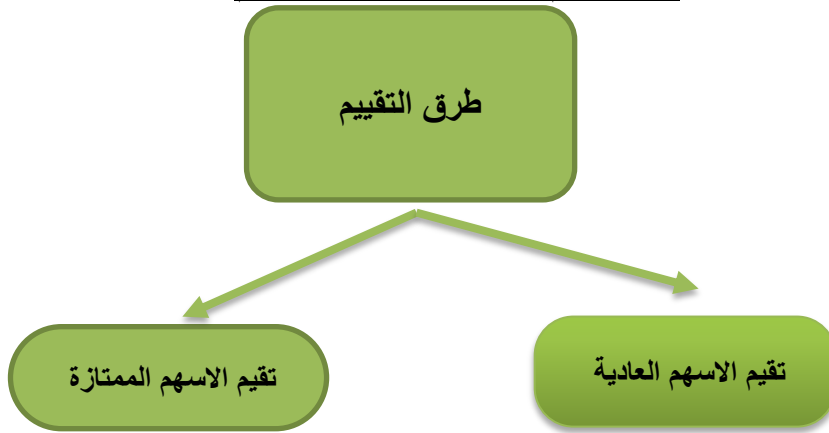
3-طارق عبد العال حماد، التقييم وإعادة هيكلة الشركات، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2008 ص 11 .
4-عبد الحق قنون، أثر سياسة توزيع الأرباح على القيمة البورصية للمؤسسات الإقتصادية، مذكرة ماستر غير منشورة، جامعة ورقلة 2013 ص 4 .

يشير هذا إلى إتجاه المستثمرين السائد نحو قيمة السهم ما . كما يشير إلى عدد السنوات الأزمة لإسترجاع P/E المستثمرين ما إذا كانوا متفقيين مع نسبة قيمة السهم من الأرباح السنوية التي يتوقع الحصول عليها كما أن حساب مضاعف السعر استخدام الربح الصافي لسهم لفترة ماضية غير مقبولة عند المحللين كون أن المستثمر يشتري السهم على أساس الأرباح المستقبلية له .

ثانياً: تقييم الأسهم الممتازة

يمكن إيجاد القيمة الحالية لسهم الممتاز من خلال العلاقة التالية مع مراعاة إن توزيعات الأسهم الممتاز ثابتة لا تتغير وإحتفاظ المستثمرين بالأسهم لفترة طويلة جداً ويمكن توضيح ذلك من خلال العلاقة التالية:
القيمة المالية للأسهم الممتازة = توزيعات السهم الممتاز / معدل العائد المطلوب
تشير هذه العلاقة أن القيمة الحالية لتوزيعات الأرباح على السهم الممتاز لفترة غير محدودة.

الشكل رقم 1-1: يبين طرق التقييم



المصدر: من إعداد الطالبة إعتقاد علي كتاب طارق عبد العال

الفرع الثالث: تعظيم القيمة كهدف للمؤسسة

يقوم سوق المال بدور هام في الحياة المالية للمؤسسة حيث تنشأ بينهما عدة تعاملات مالية، فسوق المال يعتبر مصدر أساسي للفرع في رأس المال، و معيار هام لتحديد من خلاله القيمة السوقية، كما يعتبر مصدر هام للمعلومات و المؤشرات المتعلقة بالمحيط الذي تنشط فيه المؤسسة⁵.

لقد تبين لنا أن هدف تعظيم الأرباح هو هدف قصير الأجل لأنه يتجاهل عدة عناصر هامة و هي توقيت العائد، و التدفقات النقدية، و المخاطرة، لذلك لا بد من الإعتداد على هدف آخر يستوعب جميع العوامل السابقة و بشكل عام فإن القرارات المالية لا بد أن يتم إتخاذها في ضوء تحقيق هدف تسعى إدارة الشركة إلى

5-عبد الحق قنون، مرجع سبق ذكره، ص4

تحقيقه باستمرار و هو تطوير و توزيع الموارد المتاحة بكفاءة على مدى الطويل من أجل تعظيم قيمة الشركة و بالتالي تعظيم ثروة المالكين و لا شك بأن تطبيق هذا الهدف يكون من خلال تعظيم أسعار أسهم الشركة في السوق لأنه و في أي لحظة زمنية فإن هذه الأسعار تعكس قيمة الشركة.

هذا يعني بأن تعظيم القيمة السوقية للشركة هو نتاج أو محطة للقرارات المالية التي يقوم مدير المالي بإتخاذها في مجال الإستثمار و التمويل أخذنا مفهوم المبادلة بين العوائد و المخاطر بعين الإعتبار و كما هو معروف فإن العلاقة بين العائد و المخاطرة هي علاقة طردية، بمعنى أن المستثمرون يقبلون على الإستثمار في المشاريع ذات المخاطر العالية لكن في المقابل عوائد متوقعة عالية، و يقبلون على الإستثمار في المشاريع ذات المخاطر المنخفضة في المقابل عوائد متوقعة منخفضة⁶.

المطلب الثاني: سياسة توزيع الأرباح

يعد قرار توزيع الأرباح من أهم القرارات الإستراتيجية التي تتخذها المؤسسة لما لهذا القرار من إنعكاسات لهذا سنتطرق لتعريف توزيعات الأرباح وأشكالها وأنواع وأيضاً محدداتها ودوافع.

الفرع الأول: مفهوم سياسة توزيع الأرباح

- معدل التدفق النقدي أو غير نقدي الذي يتلقاه المساهمون كمردود ملموس على إستثمار ما في أسهم المؤسسة التي يحملونها. تمثل هذه الأرباح بالنسبة للمستثمرين دخلاً جارياً ينتظره ويتوقعه العديد من المساهمين لينفقوه على استهلاكهم الجارية من السلع والخدمات كما تأثر سياسة توزيع الأرباح على سعر السوقي للسهم⁷.
- هي مضمون لاتخاذ القرار بتوزيع الأرباح وإحتجازها لإعادة إستثمارها في المؤسسة و تتمثل سياسة المثلى للتوزيعات في تلك التي تعمل على الموازنة بين التوزيعات الحالية والأرباح المستقبلية والتي ينتج عنها تعظيم سعر السهم).

الفرع الثاني: دافع توزيع الأرباح في المؤسسة الاقتصادية :

تلجئ المؤسسة إلى توزيع جزء من الأرباح لأسباب التالية :

يسمح هذا التوزيع بتحفيز المساهمين على الإحتفاظ بأسهمهم وعدم بيعها وكذا تحفيزهم على الإكتتاب عند قرار المؤسسة زيادة رأسمال .

لزيادة ثقة المستثمرين فيها .

إذا قررت المؤسسة إحتجاز الأرباح من أجل القيام بإستثمارات إستثنائية معتبرة .

6 - يوسف قريشي، إلياس بن ساسي، التسيير المالي "الإدارة المالية"، الطبعة الثانية، دار وائل لنشر التوزيع، عمان، الأردن، 2011، ص39
7- زرقون محمد، أثر الإكتتاب العام على سياسة توزيع الأرباح في المؤسسات الاقتصادية المسعرة في البورصة دراسة تحليلية مقارنة لمؤسسة تسيير فندق الأوراسي الجزائر، مجلة الباحث جامعة ورقلة، العدد الثامن، 2010 ص 85 .

الفرع الثالث: محددات طبيعة سياسة توزيع الأرباح

في هذا الصدد نسأل هل سياسة توزيع الأرباح يعد قرار تمويلي أو قرار إستثماري للإجابة على هذا نرى الهدف الذي تسعى المؤسسة إلى تحقيقه وهو تعظيم قيمة المؤسسة كأموال مستثمرة .

سياسة توزيع الأرباح كقرار إستثماري: تشير توزيعات الأرباح كونها قرار إستثماريا اذا ما إتمدت القرارات الخاصة بها على مصدر النقدية الناتجة عن عمليات التشغيل وفي مثل هذا الموقف قد يمتد أثر هذه القرارات على فرص الإستثمارية المتاحة للمؤسسة ومن تعريفات قرار التوزيع الخاص بالأرباح هنا قد يعكس مشكلة إستثمارية يجتم الموقف الخاص بها إتخاذ قرار ضروري⁸ .

إن البحث في حلول السياسة توزيع الأرباح كمشكلة إستثمارية قد يفرض على المؤسسة تنتظر حتى تقرر إختيار الفرص الإستثمارية المتاحة وإستخدام ذلك الجزء المتبقي من النقدية الناتجة عن التشغيل في عملية توزيع الأرباح وذلك بعد إستيفاء كافة متطلبات الإستثمار في المؤسسة.

سياسة توزيع الأرباح كقرار تمويلي: قد تلجئ المؤسسة في بعض الحالات إلى الإعتماد على مصدر خارجي في توزيعات الأرباح وذلك لتجنب المشكلة الإستثمارية الناجمة عن إستخدام النقدية المترتبة عن عمليات التشغيل الداخلية وفي مثل هذا الموقف قد يعكس قرار توزيع الأرباح بإستخدام الأموال الخارجية (القروض أو الأسهم الجديدة) مشكلة تمويلية خاصة إذا مكان هذا سيؤثر على هيكل التمويل المناسب في المؤسسة وهذا يعني بالدرجة الأولى أن الإتجاه نحو إستخدام المصدر الخارجي لتمويل عملية توزيع الأرباح لا بد وأن يتم تخطيطه في ضوء محددات الهيكل المناسب للتمويل أي بما لا يخل بهدف تعظيم سعر السهم الواحد إلى أقصى حد ممكن أن الإرتباط بين سياسة توزيع الأرباح و قرارات الإستثمار و التمويل تبدو واضحة من خلال العلاقة التالية⁹:

توزيعات الأرباح = (النقدية الناتجة عن التشغيل + مصادر التمويل الخارجية) - الأموال المطلوبة للإستثمار .

وهذه العلاقة السابقة توضح لنا أن عملية توزيع الأرباح في المؤسسة ما هي إلا محصلة للفرق بين ما هو متاح لهذه المؤسسة من نقدية (داخلية أو خارجية) وبين ما تحتاجه من أموال لعمليات الإستثمار وذلك مع ملاحظة أنه إذا ما كانت النقدية الداخلية كافية لتغطية مطالب الإستثمار أو تزيد عنها فلا حاجة أصلا للحصول على الأموال الخارجية كإتجاه لتمويل عملية التوزيع.

8-زررقون محمد، مرجع سبق ذكره، ص 85
9-نفس المرجع ص85.

الشكل الرقم 1-2: يبين محددات طبيعة سياسة توزيع الأرباح



المصدر: من إعداد الطالبة إعتقاد علي مجلة الباحث زرقون محمد

الفرع الرابع: أشكال سياسة توزيع الأرباح

عند تشكيل سياسة توزيع الأرباح يجب على المؤسسة أخذ بعين الإعتبار توفير الأموال الكافية لدفع توزيعات الأرباح وتعظيم ثروة المساهمين في الشركة وهنا نجد نمطان: التوزيعات النقدية و التوزيعات في شكل الأسهم.

1-توزيعات النقدية: ينقسم بدوره إلى ثلاث أنواع¹⁰:

***سياسة نسبة التوزيعات الأرباح الثابتة:** تقوم هذه السياسة على دفع التوزيعات الأرباح النقدية للمساهمين في الشركة كنسبة الأرباح بعملة البلد الذي تعمل به الشركة

* **سياسة توزيع الأرباح المنتظمة:** هذه السياسة مبنية على دفع توزيعات الأرباح بالدينار في كل فترة زمنية .

* **سياسة توزيع أرباح منخفضة ومتزايدة:** تقوم هذه السياسة على دفع توزيعات الأرباح ثابتة ولكن بمبالغ منخفضة وتقوم الشركة بزيادة هذه التوزيعات حين يحقق أرباح أعلى من أرباحها العادية في فترة زمنية معينة .

2-توزيعات في شكل أسهم: وينقسم إلى نوعين¹¹:

***توزيعات على شكل أسهم مجانية:** ويعني إعطاء المستثمر عدد من أسهم بدلا من إعطاءه توزيعات نقدي و يتحدد نصيب كل مستثمر من هذه التوزيعات بنسبة ما يمتلكه من أسهم الشركة.

***إعادة شراء الأسهم:** تلجئ المؤسسة في بعض الظروف إلى إعادة شراء أسهمها العادية التي أصدرتها ومثل هذه الإجراءات تؤدي إلى خلق ما يسمى بالأسهم النقدية (أسهم الخزينة) وهي عبارة عن سهم سبق إصداره ثم أعيد

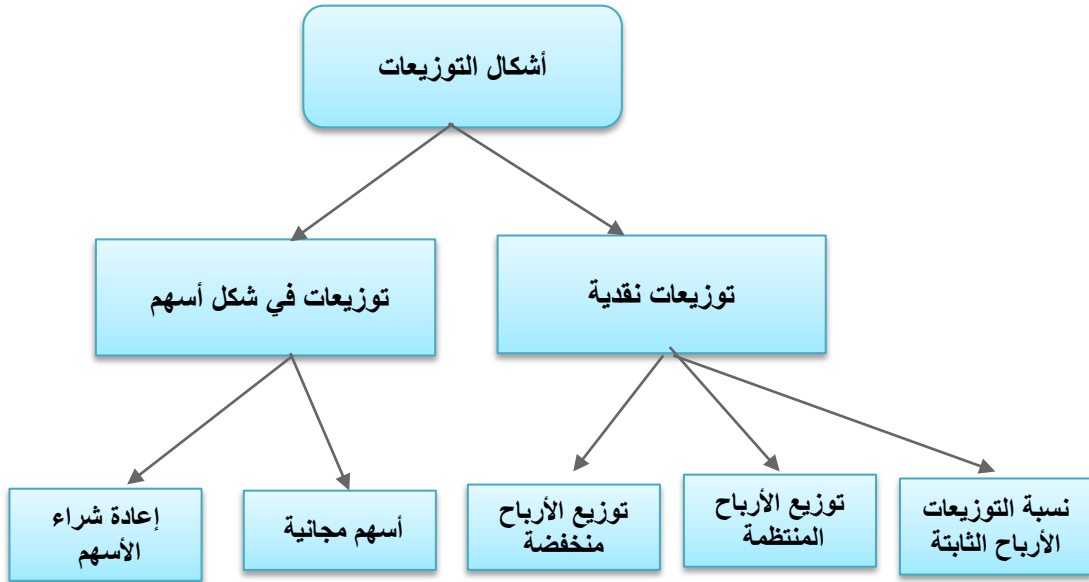
10- فايزة سليم حداد، الإدارة المالية، دار الحامد لنشر و التوزيع الأردن، الطبعة الثانية، 2009، ص 313-314 .

11- منير إبراهيم هندي، الإدارة المالية مدخل تحليلي معاصر -المكتب العربي الحديث، الإسكندرية مصر 2003ص 722 .

فايز سليم حداد، نفس المرجع، ص 320 .

شراؤه بإحدى الطرق ويعتبر الحافز من هذه العملية الحصول على الأسهم للدمج أو إمتلاك شركات أخرى ومن جهة أخرى لتفادي سيطرة أو إستيلاء شركات أخرى على الشركة¹².

الشكل رقم 1-3: يبين الأشكال توزيعات



المصدر: من إعداد الطالبة إعتداد على كتاب فاييزة سليم حداد

المطلب الثالث: النظريات المفسرة لسياسة توزيع الأرباح

في هذا الصدد سنتطرق إلى بعض النظريات المفسرة لسياسة توزيع الأرباح ونذكر أهمها

الفرع الأول: نظرية الفائض

من أكثر النظريات قبولا لدى المساهمين في شركات الأعمال بشأن التطرق بالأرباح المتحققة هي نظرية الفائض *the residual theory of dividends* ومضمونها أن عموم المساهمين في شركات الأعمال وطلما يسعون إلى تعظيم ثروتهم فهم لا يمانعون من قيام الشركة من إحتجاز الأرباح وإعادة إستثمارها في الشركة إذا ما كانت أمامها فرص إستثمارية جديدة ومرجحة يشرط أن يكون معدل العائد على الأرباح المستثمرة في الشركة يفوق معدل العائد المطلوب من قبل المساهمين فيما لو تمت عملية إستثمار الأرباح الموزعة عليهم في مجال إستثمار آخر خارج الشركة ولكن يساوي المخاطر¹³.

12- فاييز سليم، نفس المرجع، ص 320 .

13- حمزة محمود الزبيدي، الإدارة المالية المتقدمة، مؤسسة الوراق، الاردن، 2008 ص 625 .

الفرع الثاني: نظرية عدم ملائمة التوزيعات

وضعت هذه النظرية من طرف رائدي علم المالية M&M و تنص هذه النظرية على أن قيمة الشركة تتحدد فقط بالأرباح التي تحققها لشركة ومخاطر أصولها أو إستثماراتها أن أسلوب تقسيم الأرباح على شكل توزيعات نقدي أو أرباح محتجزة يتم إعادة إستثمارها لا يؤثر على قيمة المؤسسة للإشارة فإن هذه النظرية تقوم على مجموعة من الفرضيات غير واقعية وغير قابلة للتطبيق العملي¹⁴.

الفرع الثالث: نظرية ملائمة التوزيعات (نظرية العصفور في اليد)

والتي تنسب إلى ميرون غوردن و جون لنتر وجاءت على نقدهما وإعتراضهما لفرضية M&M التي قامت عليها النظرية الأولى إلا وهي عدم وجود علاقة بين سياسة التوزيع و الذين إقترحوا أن هناك علاقة مباشرة بين سياسة الشركة في توزيعات الأرباح وقيمتها السوقية الأساس لهذه النظرية هو كمثل عصفور في اليد والتي تقترح أن المستثمرين يرون توزيعات الأرباح الحالية أقل مخاطرة من توزيعات الأرباح المستقبلية أو الأرباح الرأسمالية¹⁵

الفرع الرابع: نظرية التمييز الضريبي

تحول هذه النظرية توضيح أثر الضريبة على تفضيل المستثمر والتي تبناها ليزن بيرجي و راما سواني ترفض النظرية عدم ملائمة التوزيعات في حين تأخذ مركزا مضادا مع النظرية السابقة وهي بذلك تدعو المؤسسات لإحتجاز أكبر قدر من الأرباح المتولدة حيث تقوم على مبدأ أن المستثمر يفضل إحتجاز الأرباح على التوزيعات بسبب التمييز الضريبي والذي يرجح الأرباح الرأسمالية لأنها تخضع لمعدل ضريبة أقل بالمقارنة بالضريبة على التوزيعات و وفقا لنظرية التمييز الضريبي فإنه يجب على الشركات أن تدنى التوزيعات النقدية إلى أدنى مستوى إذا كانت رغبة في تعظيم قيمة الأسهم ومن ثم يمكن أن نطلق عليها جوازا: نظرية عصفور على الشجرة¹⁶.

الفرع الخامس: نظرية الإشارة

هذه النظرية تنص على أن المعلومات التي يمتلكها أصحاب الفئات و أصحاب العجز المالي ليست متماثلة، فأصحاب الفئات، الفئة الأولى تبحث عن مصادر تمويل مثلى فيقومون بإرسال إشارة نوعية و كمية تدل على حسن مركزهم المالي مما يفسر قدرتهم على التسديد في المستقبل، و في المقابل فالفئة الثانية تبحث عن أحسن إستثمار لفوائضها المالية، كما نصت هذه النظرية على إهتمام المستثمرين بتقييم التغيرات في توزيعات الأرباح و سعر السهم سواء بالزيادة أو بالنقصان، ليس بالضرورة ترجمة لتفضيل هؤلاء المستثمرين لتوزيعات الأرباح على

14-فايز سليم حداد، مرجع سبق ذكره، ص 307 .

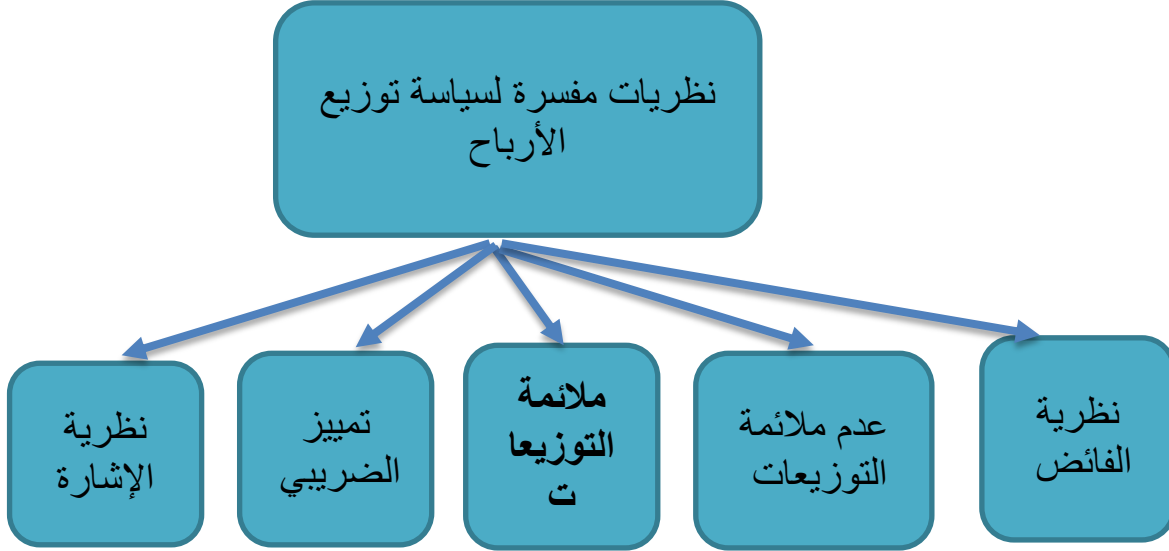
15-عدنان تاية النعيمي وآخرون، الإدارة المالية النظرية و التطبيق، دار الميسرة للنشر و التوزيع، عمان، 2007-2008 ص 456.

16-بريش عبد القادر ويدرو نيعيسى، محددات سياسة توزيع الأرباح في المؤسسات الخاصة الجزائرية، مجلة الباحث، الأكاديمية للدراسات

الإجتماعية والإنسانية، العدد العاشر، 2013، ص16.

إحتجازها، بل تغير سعر السهم إنما هو نتيجة لإنعكاس المعلومات المهمة التي يحملها إعلان توزيع الأرباح، حيث يستدل منها عن مضمون هذه التوزيعات¹⁷.

الشكل رقم 1-4: يبين نظريات المفسرة لسياسة التوزيع الأرباح



المصدر: من إعداد الطالبة إعتقاد علي كتاب بريش عبد القادر

المبحث الثاني: الدراسات السابقة وتقييمها

بعد التطرق إلى أهم الإطار النظري لموضوع دراستنا بشكل مختصر وجب علينا إعطاء نظرة على أهم الدراسات السابقة التي تناولت موضوعنا و الإطلاع عليها قصد التعرف على النتائج المتوصل إليها والمنهج المستعمل وهذا من أجل مقارنتها بنتائجنا وتدعيمها نسبيا. فقد حظي موضوع سياسة توزيع الأرباح بقدر كبير من الإهتمام على المستوى المالي والعالمي وإختلاف الأسواق المالية وإختلاف خصائص الشركات من إقليم لآخر.

المطلب الاول: الدراسات السابقة

فمن بين أهم الدراسات التي لها علاقة مباشرة بموضوع ما يلي:

-الدراسة1:علي بن الضب دراسة تأثير الهيكل المالي وسياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة الإقتصادية المدرجة بالبورصة -دراسة حالة عينة من الشركات المدرجة بسوق الكويت للأوراق المالية خلال الفترة 2006-2008 رسالة ماجستير في علوم التسيير جامعة ورقلة 2009.

17- بريش عبد القادر، مرجع سبق ذكره،ص16

تدور إشكالية هذه الدراسة في "مدى تأثير كل من الهيكل المالي وسياسة توزيع الأرباح لقيمة المؤسسة الإقتصادية المسعرة بالبورصة وتفسيرهما؟ حيث يهدف الباحث إلى الوقوف على القدرة التفسيرية للقرارات التمويلية على قيمة المؤسسة ومن ثمة على أسعار الأسهم الدول العربية والتعمق في طريق التقييم المتعددة وإختبار إمكانية تطبيقها والوقوف على النقائص و الصعوبات في ضل الإصلاحات المحاسبية الوطنية وهذا من خلال إختبار الدراسة على عينة متكونة من 60 شركة مدرجة في سوق الكويت للأوراق المالية في الفترة الممتدة بين 2006-2008 إضافة إلى إختيار كفاءة سوق الكويت للأوراق المالية عند المستوى الضعيف لكل أسهم الشركات المدرجة في سوق الكويت للأوراق المالية في الفترة بين 2001-2008 كذلك ومحاولة إختبار الوعي الإستثماري العربي من خلال المراعاة لمؤشرات المرودية .

وقد خلصت الدراسة إلى أن سوق الكويت للأوراق المالية تعد سوق كفوّة عن المستوى الضعيف وأن متغير الهيكل المالي وسياسة توزيع الأرباح تمثل حصة أسد في تفسير قيمة المؤسسة المدرجة بسوق الكويت ولهما تأثير ذو معنوية إحصائية على قيمة المؤسسة وهما ليس لوحدهما بل توجد متغيرات محاسبية وبورصة لها تأثير ذو معنوية إحصائية وهي حجم المؤسسة المرودية, المخاطر النظامية والمعبرة بها ب: Beta .

من خلال ما تطرق إليه الدراستان إنهما ألتا بكل الجوانب النظرية و التطبيقية الخاصة بسياسة توزيع الأرباح وعلاقتها بقيمة المؤسسة بالنسبة لدراستنا فستركز فقط على إختيار العلاقة بين سياسة توزيع الأرباح هي "التوزيعات النقدية" والتوصل تأثيرها على قيمة المؤسسة.

-دراسة 2:عبد الوهاب دادن,حورية بديدة. تأثير سياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسات المسعرة - حالة مؤشر CAC40 -خلال الفترة الممتدة ما بين 2007-2009 مجلة الباحث العدد 10-2012.

هدفت هذه الدراسة الى معرفة القدرة التفسيرية لسياسة توزيع الأرباح على أسعار الأسهم قيمة المؤسسة وإبراز المتغير الأكثر تأثيرا من بين المتغيرات سياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة إضافة إلى محاولة إختيار تأثيرا المحتوى المعلوماتي لسياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسات المدرجة في مؤشر cac40 وهذا من خلال إجراءات دراسة إختباريه على 33 مؤسسة مدرجة في هذا المؤشر في الفترة ما بين 2008-2010 ودراسة الحدث الخاص بإعلان توزيع الأرباح النقدية فكانت الفترة سنة واحدة هي 2009 وكشفت الدراسة عن عدم وجود تأثير لكل من سياسة الأرباح المحتجزة وسياسة إعادة شراء الأسهم وان سياسة التوزيعات النقدية هي المحدد لسعر السهم السوقي أكثر من المتغيرات الأخرى لسياسة توزيع الأرباح من خلال ما تؤكدته دراسة الحدث على أهمية المعلومات المتعلقة بالتوزيعات النقدية.

-دراسة3: Main Sajid &ALL (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 الأسهم من خلال معرفة دور هذه السياسة في ثقلب أسعار أسهم الشركات الخاصة بالقطاع المالي المسعرة في بورصة كراتشي -باكستان -من خلال الإعتماد على بيانات المالية ل 75 شركة من القطاع المالي و التي كانت عينة الدراسة في الفترة ما بين 2006-2010 .

توصلت الدراسة الى أن الأرباح الموزعة على علاقة عكسية مع تغيرات أسعار الأسهم الشركات المدرجة في بورصة كراتشي والى أن ربحية السهم على علاقة إيجابية مع تقلبات الأسعار أي أن سياسة توزيع الأرباح وسيلة فعالة لتأثير على أسعار الأسهم السوقية كون سوق كراتشي ناشئة .

دراسة4: DAR -HSIN CHRN &ALL (THE QNNOUNCEMENT EFFECT OF CACH DIVIDANDE CHANGES ON SHARE PRICES :AN EMPRICLA ANALYSIS OF CHINA) DEPARTMENT OF BUSINESS ADMINISTRATION NATIONAL TAIPEI UNIVORSITY TAIWAN -2007.

هدفت هذه الدراسة إلى معرفة أثر الإعلان عن تغير التوزيعات الأرباح النقدية للشركات المدرجة في أسواق الصين للأوراق المالية وهذا من خلال الإعتماد على عينة من الشركات التي أعلنت عن تغيير التوزيعات النقدية في الفترة الممتدة ما بين 2000-2004 قدرت ب422 إعلان عن تخفيض في توزيعات النقدية و460 إعلان عن زيادة في توزيع الأرباح وهذا من أدراسة الحدث فتوصل الباحثون إلى أن الإعلان عن التغير في توزيعات الأرباح له أثر إيجابي على سلوك الأسهم وهي تأكده نظرية الإشارة حول توزيعات الأرباح كذلك أن الربح الموزع على علاقة إيجابية مع الأرباح التراكمية القصيرة الأجل وتختفي هذه العلاقة مع تحقيق أرباح تراكمية طويلة الأجل .

دراسة 5 : (THE EFFECT OF DIVIDEND POLICY ON MARKET VALUE UK EMPIRICAL STUDY) : SALIH ALAA A
DURHAM THESES/DURHAM UNIVERSITY UK -2010

هدفت هذه الأطروحة إلى دراسة العلاقة ما بين سياسة توزيع الأرباح و القيمة السوقية للشركات في المملكة المتحدة من خلال إختبار نظرية عدم ملائمة التوزيعات M&M ومدى صلاحيتها في الأسواق المملكة المتحدة كذلك معرفة العلاقة بين سياسة توزيع الأرباح و السياسة الإستثمارية الخاصة بالشركات المسعرة والى مدى إعتقاد هذه الشركات على سياسة توزيعات الأرباح المتبقية.

وقد إعتد الباحث في هذه الأطروحة على مراحل تجريبية لدراسة التأثير والعلاقة كما يلي:

أ-المرحلة الأولى :تهدف إلى إختبار مدى صلاحية نظرية عدم الملائمة التوزيعات ل M&M من خلال إستكشاف العلاقة بين أشكال توزيعات الأرباح -توزيعات النقدية -توزيعات المجانية -إعادة شراء الأسهم -ربحية السهم وسياسة الإستثمار (الأرباح المحتجزة) مع قيمة الشركة المسعرة بالإعتماد على بيانات سنوية ونصف سنوية لعينة تتكون من 362 شركة موزعة على عدة قطاعات للفترة الممتدة بين 1998-2007 .

ب-مرحة الثانية : تهدف إلى الكشف عن ما إذا كانت الشركات تفضل سياسة إعادة الإستثمار الأرباح المتبقية من عدمه بالإعتماد على حسابات النفقات النقدية الموحدة الحرة SFCF الخاصة ب 590 شركة مدرجة في بورصة المملكة المتحدة للفترة ما بين 1998-2007.

وقد توصل الباحث إلى عدة نتائج أهمها :عدم صلاحية نظرية ملائمة التوزيعات النقدية ل M&M من خلال وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين سياسة توزيع الأرباح و القيمة البورصية لشركات في المملكة المتحدة وأن هناك علاقة بين ربحية السهم سياسة الإستثمار و القيمة السوقية مما يدل على أن الإعلان عن سياسة التوزيعات تؤثر على القيمة السوقية للشركات.

كما أن الشركات البريطانية تعتمد على العموم على سياسة توزيعات المتبقية مما يعني تفضيل سياسة إستثمار الأرباح على توزيعات بإستثناء القطاع المالي كما أظهرت النتائج أن معظم الشركات البريطانية تفضل التوزيعات النقدية عن الأشكال الأخرى من التوزيعات وهذا بسبب تنفيذه السهل.

دراسة 6: أمجد إبراهيم البراجية إختبار العلاقة بين توزيع الأرباح وكل من القيمة السوقية و الدفترية للأسهم المتداولة في سوق فلسطين للأوراق المالية رسالة ماجستير في المحاسبة والتمويل -الجامعة الإسلامية -غزة فلسطين 2009 .

هدفت هذه الدراسة إلى معرفة أثر التوزيعات على القيمة السوقية و القيمة الدفترية للأسهم المتداولة في سوق فلسطين للأوراق المالية المعلن عن التوزيعات وهل الإقبال على تداول الأسهم يؤثر على كل من القيمة السوقية و

الدفترية للأسهم المتداولة وما مدى تأثير سياسة إحتجاز الأرباح على كل من القيمة الدفترية و السوقية للسهم وإذا ما كانت الشركات العاملة في سوق فلسطين تتبع سياسة توزيع الأرباح وهذا من خلال الإجابة على الإشكالية الرئيسية وهي ما هو أثر توزيع الأرباح على قيم الأسهم السوقية و الدفترية؟. وقد توصلت هذه الدراسة إلى مجموعة من النتائج أهمها: أنه توجد علاقة بين كل من معدل توزيع الأرباح و القيمة السوقية للأسهم المتداولة وبين كل من صافي التدفقات النقدية و القيمة السوقية للأسهم المتداولة كما أن هناك علاقة بين كل من كمية الأسهم المتداولة و القيمة السوقية للأسهم المتداولة في سوق فلسطين للأوراق المالية ومن جهة أخرى توصل الباحث إلى عدم وجود علاقة بين كل من معدل توزيع الأرباح و القيمة الدفترية للأسهم المتداولة كذلك بين كل من إرتفاع القيمة السوقية وإرتفاع القيمة الدفترية للأسهم المتداولة في سوق فلسطين للأوراق المالية. أغفلت هذه الدراسات على أحد أهم المتغيرات الأساسية لسياسة توزيع الأرباح وهو التوزيعات المجانية للأسهم والذي يعتبر أحد الأدوات المستعملة من طرف المؤسسات الإقتصادية المدرجة خاصة في عملية إعادة الهيكلة .

—دراسة7:

Imad Zeyad Ramadan, Dividendpolicy and pricevolatility, empiricalevidencefromjordan, International journal of academicresearch in accounting, finance and management sciences, vol.3, No2,2013.

هدفت هذه الدراسة إلى تبيان أثر سياسة توزيع الأرباح على قيمة أسهم الشركات الصناعية من خلال دراسة عينة مكونة من 77 شركة صناعية مدرجة في سوق عمان-الأردن- للأوراق المالية خلال الفترة 2000-2011 حيث إعتد الباحث على تحليل الإرتباط بين المتغيرات و أسلوب بيانات السلاسل الزمنية المقطعية إضافة إلى تقديم نموذج بإستخدام الإنحدار المتعدد، توصل الباحث إلى أن كل من ربحية السهم و التوزيعات النقدية على علاقة عكسية مع قيمة أسهم الشركات الصناعية و أن مديري الشركات الصناعية الأردنية لهم القدرة على التأثير على قيمة الأسهم من خلال تبني سياسة توزيع الأرباح التي تناسب المستثمرين. من خلال هذا التقديم نقول أن الدراسة إعتمدت على المتغيرات " ربحية الأسهم و التوزيعات النقدية" كمتغيرات مستقلة لتفسير تقلبات الأسهم إلا أن هذه الدراسة أغفلت دور إحتجاز الأرباح في تفسير هذه الظاهرة .

-دراسة8: عبد الحق قنون، "دراسة أثر سياسة توزيع الأرباح على القيمة البورصية للمؤسسة الاقتصادية -دراسة عينة من المؤسسات المدرجة في سوق قطر للأوراق المالية- خلال الفترة 2011-2012"، مذكرة ماستر في علوم تسيير، جامعة ورقلة 2013.

هدفت هذه الدراسة إلى تباين و قياس تأثير سياسة توزيع الأرباح على القيمة البورصية للمؤسسة الاقتصادية من خلال تقدير نموذج يفسر تأثير هذه السياسة على التغيرات الإجمالية لأسعار السوقية للأسهم -قيمة المؤسسة- ، تطلبت هذه الدراسة إختيار عينة مكونة من 25 مؤسسة مدرجة في سوق قطر للأوراق المالية موزعة على عدة قطاعات بإستثناء القطاع المالي في الفترة بين 2011-2012، إضافة إلى تبيان أكثر أشكال سياسة توزيع الأرباح تأثيراً على القيمة البورصية للمؤسسة، و هذا من خلال إستعمال الإنحدار الخطي المتعدد و البسيط لإجراء هذه الإختبارات، و خلُصت هذه الدراسة إلى وُجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين سياسة توزيع الأرباح و قيمة المؤسسة عند مستوى معنوية 0.05، كذلك توصلت الدراسة إلى أن التوزيعات النقدية تُعتبر من أكثر أشكال توزيعات الأرباح تأثيراً على قيمة المؤسسة البورصية.

أغفل الباحث في هذه الدراسة تبيان العلاقة بين ربحية السهم بالقيمة السوقية للسهم - قيمة المؤسسة- حيث تعتبر ربحية السهم مؤشراً لمقدار الثروة التي سيحصل عليها المستثمر.

- دراسة9:

Zuriawati Zakaria jorah, Muhammad abdulhadiZulikifli, The Impact of dividendpolicy on the sharpricevolatility:malaysian construction and materialcompanies,Internationa journal of economics and management science, vol.2, No, 2012.

هدفت هذه الدراسة إلى أثر سياسة توزيع الأرباح على تقلبات أسهم الشركات العملة مجال البناء و المدرجة في سوق ماليزيا للأوراق المالية خلال الفترة 2005-2011 و إعتد الباحث على الإنحدار المتعدد لتقديم نموذج مفسر للظاهرة ، و توصلت الدراسة إلى أن لتوزيعات النقدية و حجم المؤسسة هما المحددان الأساسيان لقيمة الأسهم حيث أنهما على علاقة إحصائية موجبة مع قيمة الأسهم و أن الرفع المالي على علاقة عكسية مع قيمة السهم ، كذلك توصل الباحث إلى أن ربحية السهم ، معدل النمو، و تقلبات الأرباح ليست لها دلالة إحصائية ولا تفسر تقلبات الأسهم.في هذه الدراسة إعتد الباحث على المتغيرات " حجم المؤسسة، الرفع المالي، معدل النمو و تقلبات الأسهم" كمؤشرات محددة لسياسة توزيع الأرباح و مكملة للدراسة، إلا أن دراستنا سترتكز فقط على المتغير " التوزيعات النقدية " و علاقتها بقيمة الأسهم ضنا منا أنها كافية للدراسة.

- دراسة 10:

Mohammad hashemijoo, ArefMahdaviardekani, Najat younesi, The impact of dividendpolicy on sharepricevolatility in the Malaysian stock market, Journal of business studiesquarterly, vol.4, No.1, 2012

قام الباحثون في هذه الدراسة بإختبار العلاقة بين سياسة توزيع الأرباح و تقلبات أسهم شركات المنتجات الإستهلاكية و هذا من خلال دراسة عينة مكونة من 84 شركة مدرجة في سوق ماليزيا للأوراق المالية خلال الفترة 2005-2010 اعتمادا على الإنحدار المتعدد و البسيط لتفسير العلاقة بين المتغيرات وتوصلت الدراسة إلى أن هناك علاقة سلبية ذات دلالة إحصائية بين المتغيرات المستقلة " ربحية السهم و التوزيعات النقدية " و قيمة الأسهم و أن التوزيعات النقدية يعتبر الأكثر تأثيرا على تقلبات الأسهم.

إعتمدت هذه الدراسة على نفس المتغيرات " ربحية السهم و التوزيعات النقدية " بإستثناء إحتجاز الأرباح و الذي يعتبر أحد أشكال سياسة توزيع الأرباح و الذي يساعد في فهم السياسة الإستثمارية و التمويل الداخلي للمؤسسة.

-الدراسة 11: خديجة خوخي، "دراسة تأثير سياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة المدرجة بالبورصة -دراسة عينة من الشركات المدرجة بسوق دبي المالي-لفترة 2007/2008"مذكرة ماستر في علوم تسيير، جامعة ورقلة 2012.

هدفت هذه الدراسة إلى قياس تأثير قرار توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة المدرجة بسوق دبي المالي، حيث شملت الدراسة 36 شركة مدرجة بسوق دبي للأوراق المالية خلال الفترة الممتدة ما بين 2007 إلى 2008 موزعة على عدة قطاعات مختلفة ما عد القطاع المالي، و ذلك بالإعتماد على نماذج الإنحدار الخطي المتعدد و البسيط، حيث توصلت الدراسة إلى أن سوق دبي للأوراق المالية يعد من بين أهم الأسواق العربية، و إلى أن سياسة توزيع الأرباح تفسر بشكل متوسط قيمة السهم في كلتا السنتين، حيث أن لسياسة توزيع الأرباح تأثير ذو معنوية إيجابية عند مستوى 0.05 على قيمة المؤسسة.

المطلب الثاني:تقييم الدراسات السابقة

من خلال هذا الجزء سنقوم بتقييم الدراسات التي تم تناولها ومقارنتها مع دراستنا

-ركزت دراسة على بن الضب، على تأثير الهيكل المالي وسياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة في سوق الكويت المالي ل60 شركة خلال 2001-2008 في حين ركزت دراستنا على توزيعات النقدية فقط لدراسة تأثير في السوق السعودي المالي، ل25 مؤسسة مدرجة خلال 2013-2017 فكشفت دراستنا أن تأثير

سياسة توزيع الأرباح النقدية تأثيرا نسبيا أما دراسة علي بن الضب خلصت أن سياسة توزيع الأرباح تأثير قوي و تمثل حصة الأسد في تفسير قيمة المؤسسة.

-دراسة عبد الوهاب دادن و حورية بديد لتأثير سياسة توزيع الأرباح لمؤشر cac40 في الفترة 2008-2010 وخلصت لدرستهم الى عدم وجود تأثير لكل من الأرباح المحتجزة وسياسة إعادة شراء الأسهم، في حين سياسة توزيع الأرباح النقدية ذات تأثير أما بالنسبة لدرستنا فأن سياسة توزيع الأرباح النقدية ذات تأثير نسبي على قيمة المؤسسة في السوق السعودي المالي خلال 2013-2017 .

-دراسة صالحى علاء كان موضوع دراسته حول تأثير سياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة وإختبار نظرية عدم ملائمة التوزيعات وصلاحتها في المملكة المتحدة حيث كشفت دراسته الى عدم صلاحية نظرية عدم ملائمة توزيعات في سوق خلال 1998-2007 ل 362 شركة ذات قطاع مختلف كما أظهرت نتائج وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين سياسة توزيع الأرباح وقيمة المؤسسة وهي نفس نتائج دراستنا في سوق السعودي المالي. - كما قام أمجد إبراهيم بدراسة أثر سياسة توزيعات الأرباح على قيمة مؤسسة وقيمة الدفترية لأسهم في سوق فلسطين فخلصت دراسته إلى وجود علاقة بين توزيعات وقيمة المؤسسة وعدم وجود علاقة بين توزيعات وقيمة الدفترية، أما دراستنا فكشفت الى وجود علاقة بين توزيعات وقيمة المؤسسة.

-دراسة عبد الحق قنون كان موضوع دراسته تأثير ساسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة في سوق قطر خلال 2011-2012 موزعة على عدة قطاعات بإستثناء قطاع المالي، فأظهرت نتائج أن سياسة توزيع الأرباح ذات معنوية إحصائية وهي نفس دراستنا كما أظهرت نتائج أن التوزيعات النقدية أكثر الأشكال تأثيرا على قيمة المؤسسة.

-دراسة حديجة خوحي لتأثير سياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة في سوق فلسطين ل 36 شركة خلال 2007-2018 فأظهرت نتائجها أن سياسة توزيع الأرباح ذات تأثير متوسط على قيمة السهم وهي نفس دراستنا، حيث كشفت نتائجنا إلى تأثير نسبي بين سياسة توزيع الأرباح النقدية وقيمة المؤسسة في سوق السعودي المالي.

- zuriawati و muhammad تم إختبار أثر سياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة في سوق ماليزيا خلال 2005-2011 فكشفت دراستهم أن توزيع الأرباح هو المحدد لقيمة السهم، أما دراستنا فكشفت أن توزيعات النقدية ليست هي المحدد فقط لقيمة المؤسسة في سوق السعودي المالي.

-تناولت دراسة imad ziad علة تبيان أثر سياسة توزيع الارباح على شركات الصناعية فقط في سوق عمان خلال سنتي الدراسة فكشفت دراسته إلى وجود علاقة عكسية بين سياسة توزيع الأرباح وقيمة المؤسسة على عكس دراستنا فقد كشفت إلى وجود علاقة طردية بين توزيعات النقدية وقيمة المؤسسة لخمس سنوات الدراسة.

-تناولت دراسة ALL و main sajid إلى تبيان تأثير سياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة في بورصة كراتشي تم إعتقاد على 75 شركة ، وخلصت إلى وجود علاقة عكسية بين توزيعات النقدية وهذا عكس درستنا كما أظهرت نتائجهم إلى وجود علاقة موجبة بين ربحية السهم .

-ركزت دراسة all و dor hsine تبيان تأثير سياسة الإعلان وتوزيعات النقدية على قيمة المؤسسة في سوق الصين فخلصت نتائج إلى أن كلاهما أثر إيجابي وهي نفس دراستنا إلى وجود أثر على قيمة المؤسسة .

خلاصة الفصل :

تعد سياسة توزيع الأرباح من أهم القرارات الإستراتيجية ويبقى الجدل قائم حول تأثير هذا القرار على قيمة المؤسسة .

ولتفسير هذا التأثير جاءت عدة نظريات منها نظرية ملائمة التوزيعات M&M والتي تقضي بأنه لا تأثير لسياسة توزيعات على القيمة السوقية للمؤسسة .

في حين ترى نظرية عصفور في اليد المبرون جودرن وجون لثنر أنه كلما زادت التوزيعات المدفوعة إرتفعت قيمة المؤسسة وكلما إنخفضت التوزيعات تراجع قيمة المؤسسة متجاهلة في ذلك كل المزايا الجبائية الناجمة عن الفرق بين معدل الضريبة المفروض على التوزيعات وعلى فوائض القيم وهو منطلق نظرية التمييز الضريبي حيث ترى هذه الأخيرة أن زيادة التوزيعات تؤدي إلى تخفيض قيمة المؤسسة و العكس في حالة تخفيض التوزيعات .

وفي الأخير تطرقنا إلى أهم الدراسات التي تم الإطلاع عليها والتي تمت على مستوى هذا الموضوع والتي إختلفت آراؤها ونتائجها لإختلاف خصائص المنطقة و الأسواق قيد الدراسة .

ومن خلال تطرقنا إليه في الجانب النظري يبقى أن نقوم بدراسة حالة لتبيان هذه الآراء والنظريات حول توزيعات الأرباح وتأثيرها على قيمة المؤسسة من خلال الفصل التالي والذي يعتبر دراسة تطبيقية للموضوع.

الفصل الثاني

تأثير سياسة توزيع الأرباح
النقدية على قيمة المؤسسة
(دراسة تطبيقية)

تمهيد

بعد التطرق إلى الجانب النظري وجب علينا في هذا الفصل دراسة تأثير سياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة الاقتصادية بإختيار عينة من المؤسسات المدرجة في سوق السعودي. ومن أجل تحقيق هذا سنقوم ، بدراسة إختباريه للعلاقة الموجودة بين سياسة توزيع الأرباح النقدية وقيمة المؤسسة من خلال تطبيق الإنحدار الخطي البسيط بهدف بناء نموذج مفسر لتأثير المتغيرات المستقلة لسياسة ، توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة.

ولهذا سيتم فصل هذا الجزء إلى جزئين أساسين : من خلال تقديم مجتمع الدراسة و الأدوات المستعملة في الدراسة في الجزء الأول وتقديم نتائج الدراسة وتفسير و تحليل هذه النتائج في الجزء الثاني .

المبحث الأول: تقديم مجتمع الدراسة و وصف عينة الدراسة

سننطلق من خلال هذا المبحث إلى تطرق إلى تقديم مجتمع وعينة الدراسة

المطلب الأول: تقديم مجتمع الدراسة

نتعرض في هذا الجزء إلى المعرفة إلى نشأة سوق السعودية والشركات المدرجة فيه وأهم مؤشرات

الفرع الأول: نبذة عن سوق السعودية المالي:

بداية تاريخ الشركات المساهمة في المملكة العربية السعودية تعود إلى الثلاثينيات، حيث تم تأسيس أول شركة مساهمة سعودية في عام 1934م، وهي الشركة العربية للسيارات، وفي عام 1954م تم تأسيس شركة الأسمنت العربية ثم تبعتها ثلاث شركات كهرباء. وتتابع بعد ذلك تأسيس العديد من الشركات المساهمة الأخرى مواكبة للاحتياجات الأولية للتنمية الاقتصادية لتلك المرحلة.

ويمكن تحديد بداية ظهور سوق الأسهم في المملكة إلى نهاية السبعينيات عندما تزايد عدد الشركات المساهمة بشكل ملحوظ. وقامت الحكومة بعد ذلك بدمج شركات الكهرباء في شركات موحدة مما أدى إلى توزيع أسهم إضافية بدون مقابل على المساهمين، بالإضافة إلى قيامها بسعودة البنوك الأجنبية العاملة في المملكة وطرح أسهمها للاكتتاب العام. وقد ساهمت هذه العوامل في زيادة عدد الأسهم المتاحة للتداول بين المستثمرين، ومن ثم نشأت الحاجة إلى التداول في الأسهم. وبالتالي نشأ سوق غير رسمي لدى مكاتب غير مرخصة قامت بممارسة نشاط الوساطة في بيع وشراء الأسهم. ونظراً لعدم وجود الأسس السليمة التي تتعامل بها تلك المكاتب، استمر التداول في إطار محدود إلى بداية الثمانينات حيث أدى تحسن أسعار النفط في ذلك الوقت إلى تحرك سوق الأسهم إلى الأفضل، مما أدى بدوره إلى زيادة حجم التداول وارتفاع أسعار السوق.

خلال عام 1985م أوكلت الدولة موضوع تداول الأسهم إلى مؤسسة النقد العربي السعودي وتم إيقاف التداول عن طريق المكاتب الغير مرخصة لتداول الأسهم. وأصبحت المؤسسة تقوم بدور الإشراف والرقابة لحماية سوق الأسهم من الآثار العكسية لفرط التوقعات بالإضافة إلى القيام بتطويرها لتصبح سوقاً مالية ناضجة. وعلاوة على ذلك فإن الحكومة ترغب في أن تطور سوق الأسهم بطريقة تساهم في التنمية والتطوير القومي وتكون منسجمة مع سياستها الرامية إلى مشاركة أكبر من القطاع الخاص¹⁸.

لقد تم إدراج سوق الأسهم السعودي ضمن مؤشر الأسواق الناشئة تحت إشراف مؤسسة التمويل الدولية (IFC) وتعتبر هذا الخطوة اعترافاً بأهمية سوق الأسهم السعودية ومكانته، لاسيما أن هذا السوق احتل مركزاً متقدماً ضمن قائمة هذه الأسواق الناشئة المدرجة في قاعدة بيانات المؤسسة من خلال عدة مؤشرات أهمها القيمة السوقية، والمتوسط اليومي لقيمة الأسهم المتداولة، إضافة إلى مؤشر نسبة السعر إلى الربح السنوي (PE/R).

صدر الأمر السامي رقم 8/1230 في 1403/1/17هـ الموافق 23 نوفمبر 1984م، بإنشاء الشركة السعودية لتسجيل الأسهم (S.S.R.C) من قبل البنوك المحلية والتي تشرف عليها مؤسسة النقد العربي السعودي، حيث تتولى هذه الشركة حالياً إدارة سجلات مساهمي معظم الشركات المساهمة، إضافة إلى قيامها بكافة العمليات المساندة للتسويات ونقل وتسجيل الملكية للمعاملات التي يتم تنفيذها بالنظام الآلي. فكان ذلك بمثابة بدء مرحلة جديدة نحو وضع تنظيم محدد لعملية تداول الأسهم ومركزيتها إلكترونياً.

بالنسبة للمواطن السعودي فإنه لا توجد أية قيود أو حدود على نسبة التملك في أسهم الشركات المساهمة السعودية باستثناء صناديق الاستثمار بالأسهم المحلية التي لا يسمح له بتملك أكثر من (5%) من الأسهم المصدرة لكل شركة مساهمة. وأما بالنسبة للمواطن الخليجي فإنه يسمح له بالاستثمار في أسهم شركات محددة وضمن نسبة محددة طبقاً للقرارات المتخذة من قبل مجلس التعاون الخليجي. أما بالنسبة للمواطن العربي غير الخليجي أو الأجنبي فإنه غير مسموح له الاستثمار في أسهم الشركات السعودية مباشرة إلا من خلال الصناديق الاستثمارية المغلقة المخصصة للاستثمار في سوق الأسهم السعودي مثل الصندوق الاستثماري المغلق الذي تم إدراجه خلال عام 1997م من قبل البنك السعودي الأمريكي بالتعاون مع أحد البنوك الأجنبية متيحاً للأجانب فرصة التملك. ويهدف هذا الإجراء إلى فتح السوق بشكل تدريجي لاستقطاب الاستثمار الأجنبي وتعريف المستثمر بالبيئة والفرص الاقتصادية المتاحة في المملكة¹⁹.

¹⁸ -موقع بورصة السعودية ، www.argaam.com ، 10/03/2018 .09:20

¹⁹ -موقع بورصة السعودية ، www.argaam.com ، 10/03/2018 .09:20

نبذة إقتصادية:

يعتمد إقتصاد المملكة العربية السعودية بصفة رئيسية على النفط، ومن الثابت أنها تمتلك أكبر إحتياطي نفطي في العالم إذ يُقدر بنحو 262.7 مليار برميل وهو ما يعادل 25.6% من الإحتياطي العالمي. كما تحتل المملكة المرتبة الأولى كأكبر مُنتج ومصدر للبتروول في العالم، حيث أنها تلعب دوراً قيادياً في منظمة الدول المصدرة للبتروول (أوبك) وذلك لإنتاجها 31.5% من إجمالي إنتاج أوبك. وقد بلغ متوسط إنتاجها النفطي 9.404 مليون برميل يومياً خلال عام 2005، ويتم تصدير حوالي 7.75 مليون برميل يومياً، وتمثل الصادرات النفطية 90% من إجمالي عوائد الصادرات. و يُشكل قطاعي النفط والغاز حوالي 75% من إيرادات الدولة ونسبة 45% من الناتج المحلي الإجمالي. وقد بلغ متوسط أسعار النفط لسلة "أوبك" 50.64 دولار للبرميل في عام 2005 مقارنةً بعام 2004 حيث كان متوسط السعر 36.05 دولار أمريكي للبرميل، بزيادة سنوية قدرها 40.5%، ويُعزى ذلك بصفة رئيسية لقوة الطلب على الطاقة من قبل الصين والهند والولايات المتحدة الأمريكية. كما أن الحكومة السعودية مستمرة في برنامج إصلاحاتها الاقتصادية حيث يتم التركيز حالياً على استقطاب استثمارات القطاع الخاص المحلي والأجنبي للاستثمار في عدة قطاعات مثل: الغاز والطاقة والاتصالات والعقار. وقد انضمت المملكة العربية السعودية إلى منظمة التجارة العالمية في نهاية عام 2005 وذلك كجزء من محاولاتها لاجتذاب الاستثمار الأجنبي وتنويع الاقتصاد، كما ركزت موازنة المملكة لعام 2006 على الصرف في البنية الأساسية حيث تم تخصيص حوالي 126 مليار ريال (33.6 مليار دولار أمريكي) للمشاريع الرأسمالية وذلك من إجمالي الموازنة المخصصة للصرف الحكومي والتي يبلغ قدرها حوالي 335 مليار ريال (89.3 مليار دولار أمريكي)، ومن المتوقع أن يؤدي ذلك إلى تعزيز النمو الاقتصادي وتوفير الوظائف في الدولة، حيث ستكون الأولوية لتطوير المناطق الريفية وكذلك التخطيط لتشييد الجامعات والمدارس ومراكز الرعاية الطبية الأولية في جميع أنحاء المملكة²⁰.

الفرع الثاني: الشركات المدرجة

إرتفع عدد الشركات سوق أسهم السعودية الرئيسية بأكثر من نحو 110 بالمئة خلال 10 سنوات من عام 2007 حتى نهاية عام 2016.

ووفقاً لرصيد إجراءاته وحدة التقارير في صحيفة الإقتصادية فإنه قد تم إدراج 92 شركة جديدة في سوق الأسهم السعودية خلال 10 سنوات ليرتفع عدد الشركات السوق من 84 شركة إلى 176 شركة بنهاية العام 2016²¹.

²⁰ -موقع بورصة السعودية، www.argaam.com، 10/03/2018 .09:20 .

²¹ -بورصة السعودية عن الشركات المدرجة، www.argaam.com، 15/03/2018 .10:15 .

الفرع الثالث: أهم مؤشر بورصة السعودية

مؤشر العام تأسّي TAS: هو مؤشر الوحيد المصرح له إدراج الأسهم في السعودية حيث يقيس هذا المؤشر أداء الشركات المدرجة في سوق الأسهم في المملكة العربية السعودية²².

المطلب الثاني: تقديم عينة الدراسة

سيتم من خلال هذا الجزء إعطاء وصف لعينة الدراسة و الشروط الواجب توفرها .

الفرع الأول: عينة الدراسة

تتمثل عينة الدراسة في 25 شركة مدرجة في سوق السعودي المالي موزعة على عدة قطاعات كما مبين :

جدول رقم 1-2 يبين عينة الدراسة

| المجموع | النقل | تجزئة سلع الكمالية | طاقة | الاستثمار والتمويل | اتصالات | إنتاج الأغذية | بنوك | مواد الأساسية | قطاعات |
|---------|-------|--------------------------|------|-----------------------|---------|------------------|------|------------------|----------------------------|
| 25 | 1 | 1 | 1 | 2 | 2 | 4 | 7 | 7 | عدد المؤسسات |
| 100% | %4 | %4 | %4 | %8 | %8 | %16 | %28 | %28 | نسبة المؤسسات من العينة |

المصدر: من إعداد الطالبة اعتماد على برنامج excel

الفرع الثاني: حدود الدراسة

تتمثل حدود الدراسة الزمنية في الفترة الممتدة من 2017-2018 والتي تعتبر فترة كافية لدراسة لتأثير المتغيرات المستقلة (سياسة توزيع الأرباح) على المتغير التابع (قيمة المؤسسة) أما حدود المكانية فتتمثل في سوق السعودي المالي .

²² بورصة السعودية عن المؤشرات ، www.argaam.com ، 10:20 .15/03/2018 .

الفرع الثالث: مصادر البيانات

تم جمع البيانات عينة الدراسة من موقع الإلكتروني الخاص بالمؤسسات قيد الدراسة و التقارير السنوية كونها تتمتع بمصداقية يمكن الإعتماد عليها .

الفرع الرابع: متغيرات الدراسة

***المتغير التابع** : يتمثل المتغير التابع للدراسة في القيمة السوقية للمؤسسات المدرجة خلال الفترة 2017-2018 ويعتبر القيمة السوقية للسهم المعيار الذي يعتمد عليه المستثمر لتقييم مؤسسات وإستمراريتها .

***المتغير المستقل**: تم إعتماد على متغير سياسة توزيع الأرباح

- **نصيب السهم من توزيعات النقدية dpr**: يتم حساب هذا المؤشر من خلال قسمة التوزيعات النقدية للأرباح على عدد الأسهم العادية.

- **الخطأ العشوائي E**: يتم ظهور هذا المؤشر لأسباب التالية:

*يوجد متغيرات أخرى مستقلة تأثر على قيمة المؤسسة و متغير توزيعات الأرباح.

*إمكانية حدوث أخطاء من متغيرا.

*صياغة الخاطفة.

الفرع الخامس: أسلوب والأدوات الإحصائية المعتمدة

يتم الإعتماد على أسلوب الإنحدار البسيط لإختبار، الفرضية الدراسة ودراسة العلاقة بين المتغيرين وتم الإعتماد على برنامج 9.EVIEWS.

المبحث الثاني : تقديم وتفسير نتائج الدراسة

سنقوم من خلال هذا المبحث بتقديم نتائج وتفسير لها.

المطلب الأول : نتائج الإحصاء الوصفي

الجدول رقم 2-2 : يبين نتائج الإحصاء الوصفي

| | DPR | PRIX |
|--------------|----------|----------|
| Mean | 2.296098 | 46.62365 |
| Median | 1.000000 | 37.04928 |
| Maximum | 30.74000 | 198.9302 |
| Minimum | 0.000000 | 0.000000 |
| Std. Dev. | 3.341467 | 35.88022 |
| Skewness | 5.322587 | 1.732927 |
| Kurtosis | 43.92787 | 6.726922 |
| Jarque-Bera | 9165.602 | 132.7482 |
| Probability | 0.000000 | 0.000000 |
| Sum | 282.4200 | 5734.709 |
| Sum Sq. Dev. | 1362.179 | 157061.6 |
| Observations | 125 | 125 |

المصدر: من إعداد الطالبة اعتمادا على برنامج 9 EVIEWS

من خلال الجدول أعلاه نلاحظ أن عدد المشاهدات 125 وأن العينة ذات توزيع طبيعي من خلال القيمة $PR=0.00000$ أقل من مستوى المعنوية 0.05 وقدرت قيمة Mean لكل من توزيعات النقدية و قيمة المؤسسة 2.296098 و 46.62365 على التوالي، وقيمة Median لكل من dpr و prix (1.000000، 37.04928) على التوالي .

المطلب الثاني : تقديم نتائج الدراسة

يتم من خلال هذا الجزء إلى بناء نموذج إحصائي بين المتغيرات المسؤولة عن تغيرات أسعار الأسهم الشركات المدرجة من خلال إيجاد معاملات β_0, β_1 وأحسن طريقة هي طريقة المربعات الصغرى.

يكون النموذجي المقدر لدالة الإنحدار البسيط كمايلي :

$$PRIX_{it} = \beta_0 + \beta_1 DPA_{it-1} + \varepsilon_t \dots\dots\dots(1.II)$$

حيث :

PRIX: سعر السهم السوقي (قيمة المؤسسة)

DPA: نصيب السهم من التوزيعات النقدية

ϵ_t : الحد من الخطأ

الفرع الأول: تحليل نتائج الارتباط

الجدول رقم (2-3): يبين نتائج الارتباط

| | PRIX | DPA |
|------|------|-------|
| PRIX | 1 | 0.623 |
| DPA | | 1 |

المصدر من إعداد الطالبة اعتماد على برنامج spss19

من خلال الجدول أعلاه الذي يبين نتائج معاملات الارتباط للبيانات المؤسسات حيث خلصت إلى وجود ارتباط بين المتغير التابع (قيمة المؤسسة) و المتغير المستقل توزيعات النقدية حيث بلغ الارتباط 62.3%

الفرع الثاني : نتائج الإنحدار الخطي البسيط

جدول رقم 2-4: نتائج الإنحدار الخطي البسيط

-إنحدار قيمة المؤسسة كدالة في سياسة توزيع الأرباح النقدية-

| DependentVariable: PRIX | | | | |
|--|-------------|-----------------------|-------------|----------|
| Method: Panel Least Squares | | | | |
| Date: 03/27/18 Time: 21:02 | | | | |
| Sample: 2013 2017 | | | | |
| Periodsincluded: 5 | | | | |
| Cross-sections included: 25 | | | | |
| Total panel (balanced) observations: 125 | | | | |
| Variable | Coefficient | Std. Error | t-Statistic | Prob. |
| C | 34.12014 | 3.355877 | 10.16728 | 0.0000 |
| DPR | 5.406645 | 0.836330 | 6.464725 | 0.0000 |
| R-squared | 0.253608 | Meandependent var | | 46.42220 |
| Adjusted R-squared | 0.247539 | S.D. dependent var | | 35.62700 |
| S.E. of regression | 30.90446 | Akaike info criterion | | 9.715549 |
| Sumsquaredresid | 117475.5 | Schwarz criterion | | 9.760802 |
| Log likelihood | -605.2218 | Hannan-Quinn criter. | | 9.733933 |
| F-statistic | 41.79267 | Durbin-Watson stat | | 2.017018 |
| Prob(F-statistic) | 0.000000 | | | |

المصدر: من إعداد الطلبة اعتماد على برنامج 9 EIEWS

من خلال جدول أعلاه تكون المعادلة بالشكل:

$$PRIX_i = 34.12014 + 5.406645 * DPR_i \dots (2.II)$$

المطلب الثالث: الاختبارات الإحصائية للنموذج المقدر

بعد تقدير المعادلة الدراسية لا يكفي هذا بل لبدى من تشخيص القوة الإحصائية من خلال مجموعة من الاختبارات وهي :

* إختبار المعنوية الإحصائية للمعالم المقدره β .

* إختبار جودة التوفيق.

*إختبار المعنوية الكلية للمعادلة.

أولا :إختبار المعنوية الإحصائية للمعالم

لإختبار المعنوية الإحصائية للمعاملات المقدرة نعلم على توزيع ستودنت وهذا من خلال الإعتماد على الإحصائية المحسوبة أو الإعتماد المرفق على الإحصائية المقابل لها ومقارنتها مع مستوى المعنوية 0.05 من خلال نضع الفرضية التالية:

$$H_0: =0$$

$$H_1: \neq 0$$

ومن خلالها يمكن قبول فرضية و رفض الأخرى :

للمتغير توزيعات النقدية T-sata وإنطلاقا من الجدول المستخرج من البرنامج نجد ان القيمة أكبر تماما من القيمة الجدولة لتوزيع ستودنت تقدر ب 2.08 حيث قدرت القيمة المحسوبة ب 6.46 وهذا ما يؤكد الإحتمال المرفق لقيمة في العمود الأخير فنلاحظ أنه أقل تماما من مستوى المعنوية 0.05 حيث تساوي $pro= 0.0000$ ومنه نرفض فرضية H_0 ونقبل الفرضية أن β_1 يختلف معنويا عن الصفر، بالتالي هناك علاقة ذات دلالة إحصائية بين سياسة توزيع الأرباح و قيمة المؤسسة.

ثانيا : جودة التوفيق

يعتبر إختبار ثاني بعد إجتياز مرحلة إختبار المعنوية الإحصائية للمعالم و الذي يقوم بدراسة العلاقة بين المتغير التابع و المستقل مرة واحدة ، مع مراعاة عامل التحديد ،والذي يساعد على مدى قبول النموذج الكلي والذي يعتبر مرحلة الثالثة بعده .

ومن خلال نتائج النموذج أعلاه يمكن ملاحظة أن المتغير المستقل يفسر 25.36% من المتغيرات الكلية للمتغير التابع ، يدل على أن المتغير المستقل يؤثر بشكل نسبي على المتغير التابع .

ثالثا : المعنوية الكلية للنموذج

يمكن إختبار المعنوية الكلية للنموذج من خلال إختبار فيشر ويتم مقارنة مع القيمة فيشر الجدولة .

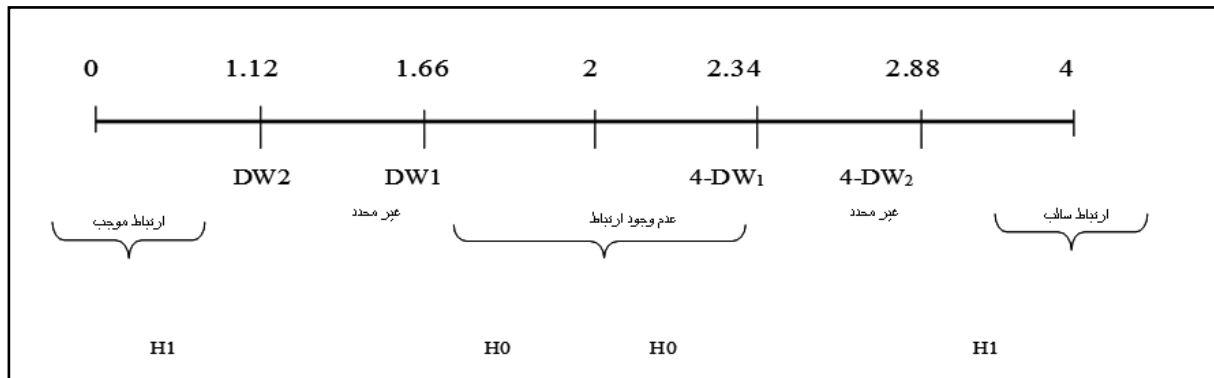
ومن خلال الجدول أعلاه نجد أن قيمة فيشر 41.36 أكبر تماما من القيمة الإحصائية الجدولة لفيشر والتي تقدر $F(1, 23, 0.05) = 4.24$ ومن خلال القيمة الإحتمالية المرفقة للإحصائية و التي تقدر ب

Pro = 0.000000 أي أن المعالم المقدرة للنموذج لها معنوية إحصائية كلية وأن قيمة لها دلالة إحصائية ، وهذا ما يدل على نموذج إحصائي الكلي المقترح .

رابعا: إختبار الارتباط الذاتي للأخطاء

تلجئ إلى هذا الإختبار للأخطاء المعيارية وبالتالي يكون هذا المشكل عندما يكون حد الخطاء للفترة الزمنية مرتبط طرديا مع الخطاء في الفترة الزمنية سابقا ، ويمكن إختبار وجود إرتباط ذاتي للأخطاء من الدرجة الأولى باستخدام درين وتسن وذلك بعد إستخراج القيمة المحسوبة من جدول الإنحدار الخطي البسيط والتي تقدر 2.017018.

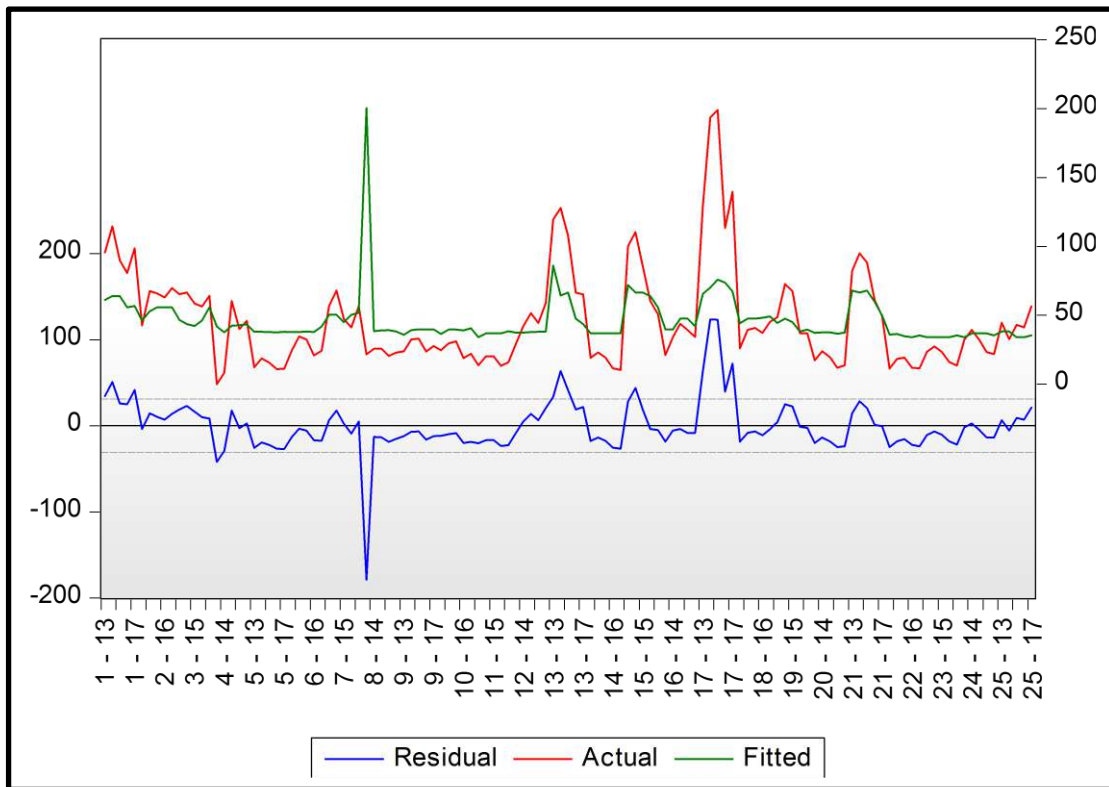
الشكل رقم 2-1: يبين الاختبار الذاتي للأخطاء



المصدر : من إعداد الطالب

ومنه نلاحظ إحصائية درين وتسون تقع في المنطقة H0 ، ومنه نقول أنه لا يوجد مشكل إرتباط ذاتي لأخطاء، ومنه نقول أن النموذج المقدر مقبول إحصائيا .

الشكل رقم 2-2 : يبين مقارنة السلسلة الأصلية و المقدرة لقيمة المؤسسة



المصدر: من إعداد الطالبة إعتقاد على برنامج **9 eviews**

من خلال الشكل البياني أعلاه نلاحظ التطابق النسبي بين منحنى القيم الأصلية (ACTUAL) ومنحنى القيم المقدرة (FITTED) ، والذي يمكن أن يعطينا فكرة عن مدى أهمية تعبير وتفسير النموذج لقيمة المؤسسة .

المطلب الرابع : تحليل و تفسير نتائج الدراسة

من خلال الدراسة كشفنا مجموعة من النتائج من خلالها إمكانية إثبات أو نفي الفرضية.

1-من خلال النموذج الكلي المقدر :

نلاحظ أن سياسة توزيع الأرباح تؤثر على قيمة المؤسسة من خلال أن زيادة التوزيعات النقدية سيؤدي إلى إرتفاع سعر السهم ب 5.406645 وحدة وهذا يبين لنا دور سياسة توزيع الأرباح في تحديد قيمة السهم ،ومن تم قيمة المؤسسة .

2-توصلت الدراسة إلى أن سياسة توزيع الأرباح النقدية تؤثر بشكل نسبي على قيمة مؤسسة الإقتصادية ،من خلال نتائج النموذج العام الذي يقدر نتيجة أن هذه السياسة تفسر 25% من المتغيرات الكلية لقيمة المؤسسة و راجع هذا إلى وجود متغيرات أخرى تؤثر على قيمة المؤسسة وهي نفس دراسة علي بن الضب و SALIH و ALAA.A وعكس دراسة عبد الوهاب دادن و حورية بديد ومن جهة أخرى دراسة MAIN SAJID و ET ALL التي توصلت إلى أن هناك علاقة عكسية بين سياسة توزيع الأرباح وثروة المساهمين -قيمة المؤسسة .

3-وأيضاً فقد كشفت أن توزيعات النقدية على علاقة إحصائية في النموذج، وكانت نسبة التأثير ضعيف بين توزيعات النقدية وسعر السهم السوقي من خلال سياسة تتبعها المؤسسة بغرض إستثمارها في مجالات أخرى وهي نفس دراسة zuriawati et muhammade حيث إستخلص إلى وجود دلالة إحصائية بين توزيعات الأرباح وقيمة المؤسسة.

4-كما أظهرت الدراسة إلى وجود متغيرات أخرى تؤثر على السهم السوقي وأن التوزيعات النقدية ليست لوحدها تؤثر على قيمة المؤسسة من خلال 25% كونها غير كافية لتفسير هذا التأثير وهي نفس دراسة mohammadhashemjooet najatyounesi ودراسة خديجة خوخي حيث كشفت دراستها أن سياسة توزيع الأرباح تفسر بشكل متوسط قيمة السهم.

5- ومنه نستنتج أن توزيعات النقدية ليست هي المحدد الأساسي للأسعار السوقية لأسهم ومن تم قيمة المؤسسة في السوق السعودي المالي بل هناك متغيرات أخرى يجب الكشف عنها.

خلاصة الفصل :

بعدها تم تقديم مجتمع الدراسة وعينة و المتمثل في سوق السعودي المالي ومستوى التوزيع الأرباح تم دراسة تأثير سياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة ، من خلال إستخدام الإنحدار الخطي البسيط للكشف عن هذه العلاقة وإختبار النظريات على الواقع ، وتم الوصول أن هناك علاقة ذات دلالة إحصائية بين سياسة توزيع الأرباح النقدية وقيمة المؤسسة وكان هذا التأثير بمستوى 25% ، كما توصلت الدراسة أن التوزيعات النقدية ليست هي الأكثر الأشكال تفسيراً لقيمة المؤسسة .

الخاتمة

خاتمة

من خلال هذه الدراسة التطرق إلى موضوع سياسة توزيع الأرباح وتأثيره على قيمة المؤسسة في سوق السعودي المالي للأوراق المالية، حيث تناولت إشكالية الدراسة -مدى تأثير سياسة توزيع الأرباح النقدية على قيمة المؤسسة الاقتصادية- وتم الإعتماد على فصلين وفق للمنهج المعتمد من خلال إختيار 25 شركة مدرجة في سوق السعودي وخلصت الدراسة إلى:

إستخلص من نتائج الدراسة من خلال النموذج المقدر إلى وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين سياسة توزيع الأرباح النقدية وقيمة المؤسسة عند مستوى معنوية 0.05 حيث فسرت 25% من المتغيرات الكلية لأسعار الأسهم السوقية تم قيمة المؤسسة.

كما أظهرت النتائج وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين توزيعات الأرباح النقدية وقيمة المؤسسة عند مستوى معنوية 0.05 وكان هذا التأثير نسبي 25.36% على قيمة المؤسسة وهذا ما دل على وجود متغيرات أخرى تأثر على قيمة المؤسسة أي أن المستثمرون يفضلون أشكال أخرى لتوزيعات الإرباح . وهذا ما قد حولنا الإيجابية على الفرضية الأولى.

كما نستنتج أن توزيعات النقدية ليست هي المحدد الأساسي لأسعار السوقية لأسهم ومن تم قيمة المؤسسة في السوق السعودي المالي بل هناك متغيرات أخرى يجب الكشف عنها. وهنا قد أجبنا على الفرضية الثانية .

توصيات الدراسة

- يجب على المؤسسة أن تركز على الأرباح النقدية أكثر لأنها تجلب المستثمرين.
- تركز المؤسسة على ربحية السهم لما له من أثار على قيمة المؤسسة ومن تم المستثمرين .

أفاق الدراسة

- إعادة الدراسة والاعتماد على توزيعات الأسهم و الأرباح المجانية على قيمة المؤسسة في سوق السعودي .
- إعادة الدراسة وإعتماد على مؤشر إعادة شراء الأسهم لفهم تأثير توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة .
- إعادة إجراء الدراسة مع إختبار الهيكل المالي و الإعلان في سوق السعودي المالي.
- إختبار بعض المتغيرات المالية والاقتصادية الأخرى المؤثر على قيمة المؤسسة.

المراجع

قائمة المراجع

أولاً: المراجع باللغة العربية

أ- الكتب

- 1- أرشد فؤاد التميمي، الأسواق المالية، إطار في التنظيم وتقييم الأدوات، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، عمان، الطبعة العربية 2010.
- 2- طارق عبد العال حماد، التقييم وإعادة هيكلة الشركات، تحديد قيمة المنشأة، الدار الجامعية للنشر والتوزيع، القاهرة، الطبعة 2008 .
- 3- طارق عبد العال حماد، التحليل الفني والأساسي للأوراق المالية، الدار الجامعية للنشر والتوزيع، القاهرة، الطبعة 1، 2006.
- 4- عبد الغفار حنفي، أساسيات التمويل و الإدارة المالية، دار الجامعة الجديدة، الإسكندرية، مصر، 2002.
- 5- عدنان تاية النعيمي وآخرون، الإدارة المالية النظرية والتطبيق، دار المسيرة للنشر والتوزيع، عمان، 2008.
- 6- فايز سليم حداد، الإدارة المالية، دار حامد للنشر والتوزيع، عمان، الطبعة الثالثة 2010،
- 7- فيصل محمود الشورة، الإستثمار في بورصة الأوراق المالية، أسس النظرية والعملية، دار وائل للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى 2008.
- 8- منير إبراهيم هندي، الإدارة المالية-مدخل تحليلي معاصر، المكتب العربي الحديث، الإسكندرية، مصر، 2003.
- 9- يوسف قريشي، إلياس بن ساسي، التسيير المالي "الإدارة المالية"، الطبعة الثانية، دار وائل لنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2011 .

ب- المذكرات والأطروحات

- 1- علي بن ضب، دراسة تأثير الهيكل المالي وسياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة الاقتصادية المدرجة بالبورصة: دراسة حالة عينة من الشركات المدرجة بسوق الكويت للأوراق المالية خلال الفترة 2008 -2006، رسالة ماجستير، غير منشورة، جامعة ورقلة، 2008-2009 .
- 2- مؤيد الفضل، تقييم وإدارة المشروعات المتوسطة والكبيرة - منهج كمي مع دراسة الحالة- ، دار الوراق للنشر و التوزيع، عمان، الأردن، الطبعة الأولى، 2008 .

ج- المجالات والمقالات

- 1- بريش عبد القادر و دروني عيسى، محددات سياسة توزيع الأرباح في المؤسسات الخاصة الجزائرية، مجلة الباحث، الأكاديمية للدراسات الاجتماعية و الإنسانية، العدد العاشر، 2013.
- 2- زرقون محمد، أثر الاكتتاب العام على سياسة توزيع الأرباح في المؤسسات الاقتصادية المسعرة في البورصة-دراسة تحليلية مقارنة لمؤسسة تسيير فندق الأوراسي الجزائر، مجلة الباحث، جامعة ورقلة، العدد الثامن، 2010 .

ثانيا: المراجع باللغة الاجنبية

- 1- Zuriawati Zakaria jorah Muhammad abdulhadiZulikifli, The Impact of dividend policy on the shar price volatility: malaysian construction and material companies, Internationa journal of economics and management science, vol.2, No, 2012.
- 2- Imad Zeyad Ramadan, Dividendpolicy and pricevolatility, empircal evidence from jordan, International journal of academic research in accounting, finance and management sciences, vol.3, No2,2013.
- 3- Mohammad hashemijoo, ArefMahdaviardekani, Najat younesi, The impact of dividendpolicy on sharepricevolatility in the Malaysian stock market, Journal of business studies quarterly, vol.4, No.1, 2012
- 4- Main Sajid &ALL (HOW DIVIDEND POLICY AFFECTS VOLATILITY OF STOCK PRICES OF FINANCIAL SECTOR FIRM OF PAKISTAN) AMERICAN JOURNAL OF SCIENTIFIC RESEARCH ISSUE 61-2012.
- 5- DAR -HSIN CHRN &ALL(THE QNNOUNCEMENT EFFECT OF CACH DIVIDANDE CHANGES ON SHARE PRICES :AN EMPRICLA ANALYSIS OF CHINA), DEPARTMENT OF BUSINESS ADMINISTRATION NATIONAL TAIPEI UNIVORSITY TAIWAN -2007.

6-SALIH ALAA A (THE EFFECT OF DIVIEND PLICY ON
MARKET VALUE UK EMPIRICAL STUDY) DURHAM
THESES/DURHAM UNIVERSITY UK -2010.

الملاحق

قائمة الملاحق

الملحق رقم (1) خاص بالمؤسسات المدرجة وقيمة وتوزيعات المؤسسات

| ENTER | N | PRIX | DPR |
|----------|------|--------|------|
| SABAK | 2013 | 95,607 | 5 |
| | 2014 | 114,59 | 5,5 |
| | 2015 | 89,903 | 5,5 |
| | 2016 | 80,676 | 4 |
| | 2017 | 98,514 | 4,2 |
| ITISALAT | 2013 | 42,59 | 2,25 |
| | 2014 | 67,545 | 3,5 |
| | 2015 | 65,968 | 4 |
| | 2016 | 62,822 | 4 |
| | 2017 | 69,694 | 4 |
| ELRAJIHI | 2013 | 65,372 | 2,31 |
| | 2014 | 66,602 | 1,75 |
| | 2015 | 58,465 | 1,5 |
| | 2016 | 56,326 | 2,25 |
| | 2017 | 64,171 | 4 |
| ELAHELI | 2013 | 0 | 1,43 |
| | 2014 | 8,428 | 0,65 |
| | 2015 | 60,265 | 1,55 |
| | 2016 | 39,984 | 1,6 |
| | 2017 | 45,93 | 1,7 |
| RIADE | 2013 | 12,408 | 0,73 |
| | 2014 | 18,633 | 0,73 |
| | 2015 | 15,77 | 0,7 |
| | 2016 | 10,911 | 0,65 |
| | 2017 | 11,063 | 0,73 |

| | | | |
|----------------|------|--------|-------|
| SAB | 2013 | 24,349 | 0,67 |
| | 2014 | 34,593 | 0,7 |
| | 2015 | 32,453 | 0,75 |
| | 2016 | 20,965 | 0,7 |
| | 2017 | 24,345 | 1,42 |
| YANESAB | 2013 | 56,751 | 3 |
| | 2014 | 67,952 | 3 |
| | 2015 | 47,265 | 2 |
| | 2016 | 41,136 | 3 |
| | 2017 | 56,592 | 3,25 |
| SAMBA | 2013 | 21,619 | 30,74 |
| | 2014 | 25,611 | 0,81 |
| | 2015 | 25,836 | 0,9 |
| | 2016 | 20,45 | 0,95 |
| | 2017 | 22,825 | 0,75 |
| FARANCI | 2013 | 23,846 | 0,3 |
| | 2014 | 32,358 | 0,95 |
| | 2015 | 33,127 | 1,05 |
| | 2016 | 23,763 | 1,05 |
| | 2017 | 27,627 | 1,04 |
| WATANI | 2013 | 24,624 | 0,43 |
| | 2014 | 29,646 | 1 |
| | 2015 | 31,066 | 1 |
| | 2016 | 18,933 | 0,9 |
| | 2017 | 21,996 | 1,2 |
| INEMA | 2013 | 13,748 | 0 |
| | 2014 | 20,019 | 0,5 |
| | 2015 | 20,283 | 0,5 |
| | 2016 | 13,329 | 0,5 |
| | 2017 | 15,891 | 0,8 |
| Marai | 2013 | 28,999 | 0,6 |
| | 2014 | 42,096 | 0,6 |

| | | | |
|------------------------|------|--------|------|
| | 2015 | 51,54 | 0,69 |
| | 2016 | 44,479 | 0,72 |
| | 2017 | 58,792 | 0,75 |
| | 2013 | 119,55 | 9,6 |
| | 2014 | 127,94 | 5,6 |
| | 2015 | 107,81 | 6 |
| SAFAKO | 2016 | 66,48 | 2,5 |
| | 2017 | 65,2 | 1,75 |
| | 2013 | 19,17 | 0,5 |
| | 2014 | 23,18 | 0,5 |
| | 2015 | 19,35 | 0,5 |
| | 2016 | 11,48 | 0,5 |
| MAMELAKA | 2017 | 10,241 | 0,5 |
| | 2013 | 100,11 | 7 |
| | 2014 | 110,37 | 6 |
| | 2015 | 85,184 | 6 |
| | 2016 | 60,249 | 5,5 |
| ISEMANET SOIDIA | 2017 | 50,864 | 4 |
| | 2013 | 21,003 | 1 |
| | 2014 | 34,04 | 1 |
| | 2015 | 43,768 | 2,5 |
| | 2016 | 39,161 | 2,5 |
| BAHERI | 2017 | 34,163 | 1,5 |
| | 2013 | 128,71 | 5,8 |
| | 2014 | 193,54 | 6,65 |
| | 2015 | 198,93 | 7,71 |
| | 2016 | 113,36 | 7,3 |
| JARIRE | 2017 | 139,52 | 6,15 |
| | 2013 | 25,989 | 1,87 |
| | 2014 | 39,482 | 2,5 |
| | 2015 | 40,904 | 2,5 |
| ELMOTAKADIMA | 2016 | 37,209 | 2,6 |

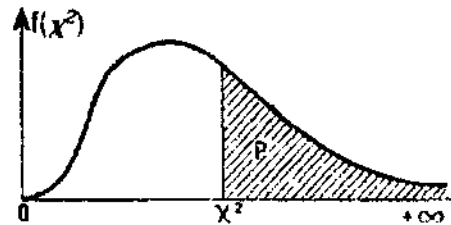
| | | | |
|--------|-------------|-----------|--------|
| | 2017 | 45,201 | 2,8 |
| SAFOLA | 2013 | 48,66 | 1,9 |
| | 2014 | 72,686 | 2,5 |
| | 2015 | 67,484 | 2 |
| | 2016 | 37,049 | 0,75 |
| | 2017 | 42,0,3799 | 1 |
| | ISETITEMARE | 2013 | 17,362 |
| 2014 | | 23,851 | 0,64 |
| 2015 | | 19,707 | 0,65 |
| 2016 | | 11,996 | 0,47 |
| 2017 | | 13,683 | 0,6 |
| KASIME | | 2013 | 82,326 |
| | 2014 | 95,024 | 6 |
| | 2015 | 88,311 | 6,25 |
| | 2016 | 60,958 | 4,75 |
| | 2017 | 49,338 | 2,9 |
| | AWAL | 2013 | 11,398 |
| 2014 | | 18,28 | 0,42 |
| 2015 | | 19,382 | 0,12 |
| 2016 | | 11,83 | 0 |
| 2017 | | 11,62 | 0,25 |
| JAKO | | 2013 | 23,44 |
| | 2014 | 27,493 | 0 |
| | 2015 | 23,547 | 0 |
| | 2016 | 16,117 | 0 |
| | 2017 | 13,474 | 0,25 |
| | MAADANIA | 2013 | 32,342 |
| 2014 | | 39,483 | 0,5 |
| 2015 | | 32,293 | 0,5 |
| 2016 | | 23,19 | 0,5 |
| 2017 | | 21,969 | 0,25 |
| BATAKE | | 2013 | 44,687 |

| | | | |
|--|-------------|---------------|-------------|
| | 2014 | 32,628 | 0,75 |
| | 2015 | 43,054 | 0 |
| | 2016 | 41,188 | 0 |
| | 2017 | 56,618 | 0,25 |

المصدر : من اعداد الطالبة اعتماد على قوائم وتقرير المؤسسة

الملحق رقم (2) : توزيع كاي تربيع Table de la loi du Chi-deux

3. TABLE DE LA LOI DE CHI-DEUX
Valeurs de χ^2 ayant la probabilité P d'être dépassées



| ν | $P = 0,90$ | 0,80 | 0,70 | 0,50 | 0,30 | 0,20 | 0,10 | 0,05 | 0,02 | 0,01 |
|-------|------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 1 | 0,0158 | 0,0642 | 0,148 | 0,455 | 1,074 | 1,642 | 2,706 | 3,841 | 5,412 | 6,635 |
| 2 | 0,211 | 0,446 | 0,713 | 1,386 | 2,408 | 3,219 | 4,605 | 5,991 | 7,824 | 9,210 |
| 3 | 0,584 | 1,005 | 1,424 | 2,366 | 3,665 | 4,642 | 6,251 | 7,815 | 9,837 | 11,345 |
| 4 | 1,064 | 1,649 | 2,195 | 3,357 | 4,878 | 5,989 | 7,779 | 9,488 | 11,668 | 13,277 |
| 5 | 1,610 | 2,343 | 3,000 | 4,351 | 6,064 | 7,289 | 9,236 | 11,070 | 13,388 | 15,086 |
| 6 | 2,204 | 3,070 | 3,828 | 5,348 | 7,231 | 8,558 | 10,645 | 12,592 | 15,033 | 16,812 |
| 7 | 2,833 | 3,822 | 4,671 | 6,346 | 8,383 | 9,803 | 12,017 | 14,067 | 16,662 | 18,475 |
| 8 | 3,490 | 4,594 | 5,527 | 7,344 | 9,524 | 11,030 | 13,362 | 15,507 | 18,168 | 20,090 |
| 9 | 4,168 | 5,380 | 6,393 | 8,343 | 10,656 | 12,242 | 14,684 | 16,919 | 19,679 | 21,666 |
| 10 | 4,865 | 6,179 | 7,267 | 9,342 | 11,781 | 13,442 | 15,987 | 18,307 | 21,161 | 23,209 |
| 11 | 5,578 | 6,989 | 8,148 | 10,341 | 12,899 | 14,631 | 17,275 | 19,675 | 22,618 | 24,725 |
| 12 | 6,304 | 7,807 | 9,034 | 11,340 | 14,011 | 15,812 | 18,549 | 21,026 | 24,054 | 26,217 |
| 13 | 7,042 | 8,634 | 9,926 | 12,340 | 15,119 | 16,985 | 19,812 | 22,362 | 25,472 | 27,688 |
| 14 | 7,790 | 9,467 | 10,821 | 13,339 | 16,222 | 18,151 | 21,064 | 23,685 | 26,873 | 29,141 |
| 15 | 8,547 | 10,307 | 11,721 | 14,339 | 17,322 | 19,311 | 22,307 | 24,996 | 28,259 | 30,578 |
| 16 | 9,312 | 11,152 | 12,624 | 15,338 | 18,418 | 20,465 | 23,542 | 26,296 | 29,633 | 32,000 |
| 17 | 10,085 | 12,002 | 13,531 | 16,338 | 19,511 | 21,615 | 24,769 | 27,587 | 30,995 | 33,409 |
| 18 | 10,865 | 12,857 | 14,440 | 17,338 | 20,601 | 22,760 | 25,989 | 28,869 | 32,346 | 34,805 |
| 19 | 11,651 | 13,716 | 15,352 | 18,338 | 21,689 | 23,900 | 27,204 | 30,144 | 33,687 | 36,191 |
| 20 | 12,443 | 14,578 | 16,266 | 19,337 | 22,775 | 25,038 | 28,412 | 31,410 | 35,020 | 37,566 |
| 21 | 13,240 | 15,445 | 17,182 | 20,337 | 23,858 | 26,171 | 29,615 | 32,671 | 36,343 | 38,932 |
| 22 | 14,041 | 16,314 | 18,101 | 21,337 | 24,939 | 27,301 | 30,813 | 33,924 | 37,659 | 40,289 |
| 23 | 14,848 | 17,187 | 19,021 | 22,337 | 26,018 | 28,429 | 32,007 | 35,172 | 38,968 | 41,638 |
| 24 | 15,659 | 18,062 | 19,943 | 23,337 | 27,096 | 29,553 | 33,196 | 36,415 | 40,270 | 42,980 |
| 25 | 16,473 | 18,940 | 20,867 | 24,337 | 28,172 | 30,675 | 34,382 | 37,652 | 41,566 | 44,314 |
| 26 | 17,292 | 19,820 | 21,792 | 25,336 | 29,246 | 31,795 | 35,563 | 38,885 | 42,856 | 45,642 |
| 27 | 18,114 | 20,703 | 22,719 | 26,336 | 30,319 | 32,912 | 36,741 | 40,113 | 44,140 | 46,963 |
| 28 | 18,939 | 21,588 | 23,647 | 27,336 | 31,391 | 34,027 | 37,916 | 41,337 | 45,419 | 48,278 |
| 29 | 19,768 | 22,475 | 24,577 | 28,336 | 32,461 | 35,139 | 39,087 | 42,557 | 46,693 | 49,588 |
| 30 | 20,599 | 23,364 | 25,508 | 29,336 | 33,530 | 36,250 | 40,256 | 43,773 | 47,962 | 50,892 |

Lorsque $\nu > 30$, on peut admettre que la quantité $\sqrt{\chi^2} - \sqrt{2\nu - 1}$ suit la loi normale réduite.

Exemple :

Calculez la valeur de χ^2 correspondant à une probabilité $P = 0,10$ de dépassement lorsque $\nu = 41$. À l'aide de la table 1, on calcule, pour $P = 0,10$, $x = 1,2816$.

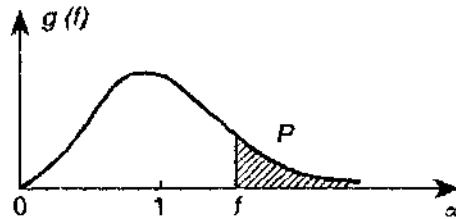
$$D'où : \chi^2 = \frac{[x + \sqrt{2\nu - 1}]^2}{2} = \frac{1}{2} [1,2816 + \sqrt{82 - 1}]^2 = \frac{1}{2} (10,2816)^2 = 52,85.$$

i-Deux

الملحق رقم (3) : جدول توزيع فيشر Table de la loi de Fisher-Snedecor

4. TABLE DE LA LOI DE FISHER-SNEDECOR

Valeurs de F ayant la probabilité P d'être dépassées ($F = s_1^2/s_2^2$)



| v_2 | $v_1 = 1$ | | $v_1 = 2$ | | $v_1 = 3$ | | $v_1 = 4$ | | $v_1 = 5$ | |
|----------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| | $P = 0,05$ | $P = 0,01$ | $P = 0,05$ | $P = 0,01$ | $P = 0,05$ | $P = 0,01$ | $P = 0,05$ | $P = 0,01$ | $P = 0,05$ | $P = 0,01$ |
| 1 | 161,4 | 4052 | 199,5 | 4999 | 215,7 | 5403 | 224,6 | 5625 | 230,2 | 5764 |
| 2 | 18,51 | 98,49 | 19,00 | 99,00 | 19,16 | 99,17 | 19,25 | 99,25 | 19,30 | 99,30 |
| 3 | 10,13 | 34,12 | 9,55 | 30,81 | 9,28 | 29,46 | 9,12 | 28,71 | 9,01 | 28,24 |
| 4 | 7,71 | 21,20 | 6,94 | 18,00 | 6,59 | 16,69 | 6,39 | 15,98 | 6,26 | 15,52 |
| 5 | 6,61 | 16,26 | 5,79 | 13,27 | 5,41 | 12,06 | 5,19 | 11,39 | 5,05 | 10,97 |
| 6 | 5,99 | 13,74 | 5,14 | 10,91 | 4,76 | 9,78 | 4,53 | 9,15 | 4,39 | 8,75 |
| 7 | 5,59 | 12,25 | 4,74 | 9,55 | 4,35 | 8,45 | 4,12 | 7,85 | 3,97 | 7,45 |
| 8 | 5,32 | 11,26 | 4,46 | 8,65 | 4,07 | 7,59 | 3,84 | 7,01 | 3,69 | 6,63 |
| 9 | 5,12 | 10,56 | 4,26 | 8,02 | 3,86 | 6,99 | 3,63 | 6,42 | 3,48 | 6,06 |
| 10 | 4,96 | 10,04 | 4,10 | 7,56 | 3,71 | 6,55 | 3,48 | 5,99 | 3,33 | 5,64 |
| 11 | 4,84 | 9,65 | 3,98 | 7,20 | 3,59 | 6,22 | 3,36 | 5,67 | 3,20 | 5,32 |
| 12 | 4,75 | 9,33 | 3,88 | 6,93 | 3,49 | 5,95 | 3,26 | 5,41 | 3,11 | 5,06 |
| 13 | 4,67 | 9,07 | 3,80 | 6,70 | 3,41 | 5,74 | 3,18 | 5,20 | 3,02 | 4,86 |
| 14 | 4,60 | 8,86 | 3,74 | 6,51 | 3,34 | 5,56 | 3,11 | 5,03 | 2,96 | 4,69 |
| 15 | 4,54 | 8,68 | 3,68 | 6,36 | 3,29 | 5,42 | 3,06 | 4,89 | 2,90 | 4,56 |
| 16 | 4,49 | 8,53 | 3,63 | 6,23 | 3,24 | 5,29 | 3,01 | 4,77 | 2,85 | 4,44 |
| 17 | 4,45 | 8,40 | 3,59 | 6,11 | 3,20 | 5,18 | 2,96 | 4,67 | 2,81 | 4,34 |
| 18 | 4,41 | 8,28 | 3,55 | 6,01 | 3,16 | 5,09 | 2,93 | 4,58 | 2,77 | 4,25 |
| 19 | 4,38 | 8,18 | 3,52 | 5,93 | 3,13 | 5,01 | 2,90 | 4,50 | 2,74 | 4,17 |
| 20 | 4,35 | 8,10 | 3,49 | 5,85 | 3,10 | 4,94 | 2,87 | 4,43 | 2,71 | 4,10 |
| 21 | 4,32 | 8,02 | 3,47 | 5,78 | 3,07 | 4,87 | 2,84 | 4,37 | 2,68 | 4,04 |
| 22 | 4,30 | 7,94 | 3,44 | 5,72 | 3,05 | 4,82 | 2,82 | 4,31 | 2,66 | 3,99 |
| 23 | 4,28 | 7,88 | 3,42 | 5,66 | 3,03 | 4,76 | 2,80 | 4,26 | 2,64 | 3,94 |
| 24 | 4,26 | 7,82 | 3,40 | 5,61 | 3,01 | 4,72 | 2,78 | 4,22 | 2,62 | 3,90 |
| 25 | 4,24 | 7,77 | 3,38 | 5,57 | 2,99 | 4,68 | 2,76 | 4,18 | 2,60 | 3,86 |
| 26 | 4,22 | 7,72 | 3,37 | 5,53 | 2,98 | 4,64 | 2,74 | 4,14 | 2,59 | 3,82 |
| 27 | 4,21 | 7,68 | 3,35 | 5,49 | 2,96 | 4,60 | 2,73 | 4,11 | 2,57 | 3,78 |
| 28 | 4,20 | 7,64 | 3,34 | 5,45 | 2,95 | 4,57 | 2,71 | 4,07 | 2,56 | 3,75 |
| 29 | 4,18 | 7,60 | 3,33 | 5,42 | 2,93 | 4,54 | 2,70 | 4,04 | 2,54 | 3,73 |
| 30 | 4,17 | 7,56 | 3,32 | 5,39 | 2,92 | 4,51 | 2,69 | 4,02 | 2,53 | 3,70 |
| 40 | 4,08 | 7,31 | 3,23 | 5,18 | 2,84 | 4,31 | 2,61 | 3,83 | 2,45 | 3,51 |
| 60 | 4,00 | 7,08 | 3,15 | 4,98 | 2,76 | 4,13 | 2,52 | 3,65 | 2,37 | 3,34 |
| 120 | 3,92 | 6,85 | 3,07 | 4,79 | 2,68 | 3,95 | 2,45 | 3,48 | 2,29 | 3,17 |
| ∞ | 3,84 | 6,64 | 2,99 | 4,60 | 2,60 | 3,78 | 2,37 | 3,32 | 2,21 | 3,02 |

Nota. -- s_1^2 est la plus grande des deux variances estimées, avec v_1 degrés de liberté.

الفهرس

| | |
|-----------|--------------------------------------|
| II..... | الإهداء |
| III..... | كلمة شكر وتقدير |
| IV..... | ملخص الدراسة |
| V..... | قائمة المحتويات |
| VI..... | قائمة الجداول قائمة الاشكال البيانية |
| VII..... | قائمة الملاحق |
| VIII..... | قائمة المصطلحات |
| ب..... | مقدمة |

الفصل الاول : سياسة توزيع الأرباح وعلاقتها بقيمة الاسهم

| | |
|---------|--|
| 2..... | تمهيد |
| 2..... | المبحث الاول: سياسة توزيع الأرباح وعلاقتها بقيمة المؤسسة |
| 2..... | المطلب الاول : مفاهيم أساسية حول قيمة المؤسسة |
| 5..... | المطلب الثاني: سياسة توزيع الأرباح |
| 8..... | المطلب الثالث: النظريات المفسرة لسياسة توزيع الأرباح |
| 10..... | المبحث الثاني : الدراسات السابقة وتقييمها |
| 19..... | خلاصة الفصل |

الفصل الثاني : دراسة تأثير سياسة توزيع الأرباح النقدية على قيمة المؤسسة

| | |
|---------|--|
| 21..... | تمهيد |
| 21..... | المبحث الاول: تقديم مجتمع الدراسة و وصف عينة الدراسة |
| 21..... | المطلب الاول: تقديم مجتمع الدراسة |
| 24..... | المطلب الثاني: تقديم عينة الدراسة |
| 26..... | المبحث الثاني: تقديم وتفسير نتائج الدراسة |
| 26..... | المطلب الاول: نتائج الإحصاء الوصفي |
| 26..... | المطلب الثاني: تقديم نتائج الدراسة |
| 28..... | المطلب الثالث: الإختبارات الإحصائية للنموذج المقدر |
| 32..... | المطلب الرابع: تحليل وتفسير نتائج الدراسة |
| 33..... | خلاصة الفصل |
| 35..... | الخاتمة |

| | |
|---------|---------------------|
| 35..... | توصيات الدراسة..... |
| 35..... | أفاق الدراسة |
| 37..... | قائمة المراجع..... |
| 41..... | الملاحق..... |
| 49..... | الفهرس |

