



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

مذكرة مقدمة لاستكمال نيل متطلبات شهادة ماستر أكاديمي

في ميدان: علوم اقتصادية، علوم تجارية وعلوم التسيير

فرع علوم مالية والمحاسبة، تخصص مالية مؤسسة

بعنوان:

## تأثير توزيعات الأرباح على القيمة السوقية للمؤسسة

دراسة تطبيقية لعينة من المؤسسات المدرجة في بورصة عمان  
خلال الفترة (2010 - 2020)

من إعداد الطالبين:

✓ مبروك جواحي

✓ محمد الصالح عرابوي

نوقشت وأجيزت علنا بتاريخ: 2024/06/08

أمام اللجنة المكونة من السادة:

(أستاذة محاضرة "أ" جامعة ورقلة) رئيسا

(أستاذة محاضرة "أ" جامعة ورقلة) مشرفا ومقررا

(أستاذ محاضر "أ" جامعة ورقلة) مناقشا

أ . زغود تير

أ . كيجلي عائشة سلمة

أ . لعروسي لعربي

السنة الجامعية 2024/2023





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

مذكرة مقدمة لاستكمال نيل متطلبات شهادة ماستر أكاديمي

في ميدان: علوم اقتصادية، علوم تجارية وعلوم تسيير

فرع علوم مالية والمحاسبة، تخصص مالية مؤسسة

بعنوان:

## تأثير توزيعات الأرباح على القيمة السوقية للمؤسسة

دراسة تطبيقية لعينة من المؤسسات المدرجة في بورصة عمان  
خلال الفترة (2010 - 2020)

من إعداد الطالبين:

✓ مبروك جواحي

✓ محمد الصالح عرياوي

نوقشت وأجيزت علنا بتاريخ: 2024/06/08

أمام اللجنة المكونة من السادة:

(أستاذة محاضرة "أ" جامعة ورقلة) رئيسا

(أستاذة محاضرة "أ" جامعة ورقلة) مشرفا ومقررا

(أستاذ محاضر "أ" جامعة ورقلة) مناقشا

أ . زغود تير

أ . كيطي عائشة سلمة

أ . لعروسي لعربي

السنة الجامعية 2024/2023

بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ

الإهداء

الحمد لله وكفى والصلاة على النبي المصطفى الحمد لله الذي

وقفنا لإنجاز هذا العمل

المتواضع

إلى روح أبي رحمه الله أُمي الغالية، إخوتي، عائلتي، أساتذتي،

أصدقائي ولكل من ساندني من قريب

أو بعيد، وإلى زميلي في هذا العمل لكم جميعا كل الشكر

والتقدير

مـبروك جواحي

الإهداء

الحمد لله وكفى والصلاة والسلام على النبي المصطفى

الحمد لله الذي وفقنا لإنجاز هذا العمل

المتواضع

أهدي هذا العمل المتواضع إلى من كانا سبب في وجودي

ونور عيني وقلبي أُمي وأبي، إخوتي وعائلي وأساتذتي

وأصدقائي

ولكل من ساندني من قريب أو بعيد وإلى زميلي في هذا

العمل لكم جميعاً كل الشكر والتقدير

محمد الصالح عرباوي

## شكر وعرافان

الشكر أولاً لله الذي وفقنا للإتمام هذا العمل المتواضع

المقدم بين ايديكم

كما نشكر كل من ساهم معنا في إنجاز هذا العمل

ودعمنا

الشكر أيضاً لموصول لكل أساتذة قسم العلوم

المالية والمحاسبة وأخص بالذكر

الأستاذة المشرفة كيحلي عائشة سلمة التي

رافقتنا في إنجاز هذا العمل بمجهودها وارشاداتها

والأستاذ هتهات السعيد الذي ساعدنا في الدراسة التطبيقية.

## المخلص

تهدف هذه الدراسة إلى تحديد أثر كل من مؤشر توزيعات الأرباح على القيمة السوقية للمؤسسة لعينة مكونة من 7 مؤسسات في القطاع الخدمي والصناعي المدرجة في سوق عمان للأوراق المالية خلال الفترة (2010 – 2020)، باستخدام مؤشر نصيب السهم من توزيعات الأرباح الإجمالية ونصيب السهم من توزيعات الأرباح الصافية كمتغيرين مستقلين والقيمة السوقية كمتغير تابع، حيث تم استخدام نماذج بانل لاختبار أثر هذه المتغيرات، وبعد تقدير النموذج الكلي وجدنا أن النموذج العشوائي هو الأنسب، وبعد تحليل النتائج تم التوصل إلى وجود علاقة طردية ذات دلالة إحصائية بين مؤشر نصيب السهم من توزيعات الأرباح الإجمالية والقيمة السوقية، ووجود علاقة طردية ليس لها دلالة إحصائية بين مؤشر نصيب السهم من توزيعات الأرباح الصافية والقيمة السوقية.

### الكلمات المفتاحية :

سياسة توزيع الأرباح، قيمة المؤسسة السوقية، نصيب السهم من توزيعات الأرباح الإجمالية، نصيب السهم من توزيعات الأرباح الصافية، نماذج بانل، بورصة عمان.

## **Abstract**

This study aims to determine the impact of each of the dividends indexes on the market value of the enterprise for a sample of 7 enterprises in the service and industrial sectors listed on the Amman Stock Exchange during the period (2010 – 2020), using the index of the share of total dividends and the share of dividends. Net profits as two independent variables and market value as a dependent variable. Panel models were used to test the impact of these variables. After estimating the overall model, we found that the random model is the most appropriate. After analyzing the results, it was concluded that there is a direct, statistically significant relationship between the index of the share of total dividends. And the market value, and the existence of a direct relationship that has no statistical significance between the net dividends per share index and the market value.

### **Keywords :**

Dividend distribution policy, Enterprise market value, share of total dividends, share of net dividends, panel models, Amman Stock Exchange.

## قائمة المحتويات

### قائمة المحتويات

قائمة المحتويات	
III	الإهداء
IV	الإهداء
V	شكر وعرفان
VI	الملخص
VII	Abstract
VIII	قائمة المحتويات
IX	قائمة الجداول
X	قائمة الأشكال
X	قائمة الملاحق
أ	المقدمة
<b>الفصل الأول: الأدبيات النظرية والتطبيقية لأثر توزيعات الأرباح على القيمة السوقية للمؤسسة</b>	
2	تمهيد
3	المبحث الأول: الإطار المفاهيمي لسياسة توزيع الأرباح
9	المبحث الثاني: القيمة السوقية للمؤسسة
17	المبحث الثالث: الدراسات السابقة التي تناولت سياسة توزيع الأرباح والقيمة السوقية
28	خلاصة الفصل الأول
<b>الفصل الثاني: دراسة تطبيقية لأثر توزيعات الأرباح على القيمة السوقية للمؤسسة</b>	
30	تمهيد
31	المبحث الأول: الطريقة والأدوات المستخدمة في الدراسة
36	المبحث الثاني: عرض نتائج الدراسة، تحليلها وتفسيرها
49	خلاصة الفصل الثاني
50	الخاتمة
55	قائمة المراجع
58	الملاحق
64	فهرس المحتويات

## قائمة الجداول

### قائمة الجداول

الصفحة	عنوان الجدول	رقم الجدول
22	جدول يوضح أوجه التشابه والاختلاف بين الدراسة الحالية والدراسات السابقة	جدول رقم (1-1)
31	تقديم الشركات محل الدراسة	جدول رقم (1-2)
33	جدول يوضح أهم المؤشرات المدروسة	جدول رقم (2-2)
36	المؤشرات الاحصائية الوصفية	جدول رقم (3-2)
38	مصفوفة الإرتباط الخطي	جدول رقم (4-2)
39	نماذج البيانات الطولية المقطعية للعلاقة بين القيمة السوقية وتوزيعات الأرباح	جدول رقم (5-2)
41	نتائج اختبار LM للقيمة السوقية بدلالة توزيعات الأرباح	جدول رقم (6-2)
41	نتائج اختبار Redundant	جدول رقم (7-2)
42	نتائج اختبار HAUSMAN	جدول رقم (8-2)
43	النتائج المقدرة لنموذج التأثيرات العشوائية للقيمة السوقية بدلالة توزيعات الأرباح	جدول رقم (9-2)

## قائمة الأشكال

### قائمة الأشكال

الصفحة	عنوان الشكل	رقم الشكل
32	نسب توزيع رأس المال لمؤسسات العينة المدرجة في بورصة عمان	شكل رقم (1-2)
33	منحنى بياني للقيمة السوقية للمؤسسة MVE خلال فترة الدراسة	شكل رقم (2-2)
34	منحنى بياني لقيم توزيعات الأرباح خلال فترة الدراسة	شكل رقم (3-2)
37	التمثيل البياني لمتغيرات الدراسة	شكل رقم (4-2)

## قائمة الملاحق

### قائمة الملاحق

<u>الصفحة</u>	<u>عنوان الملحق</u>	<u>رقم الملحق</u>
59	متغيرات الدراسة القيمة السوقية وتوزيعات الأرباح	الملحق رقم (01)
62	النموذج التجميعي	الملحق رقم (02)
63	نموذج التأثيرات الثابتة	الملحق رقم (03)

مقدمة

## مقدمة

### مقدمة

#### أ - توطئة

شهدت المؤسسات تطورا في العقود الأخيرة من القرن الماضي خاصة تلك التي تمتلك إدارة مالية جيدة، مما أدى ذلك إلى قدرة المؤسسات على تحقيق معدلات نمو مرتفعة وتوزيعات أرباح عالية، فبعد أن كان تعظيم الربح هو الهدف الرئيسي للمؤسسة، والذي يعتبر هدف قصير الأجل لتجاهله عدة عناصر كتوقيت العائد والمخاطرة...، حيث أصبح الهدف الأساسي هو تعظيم قيمة المؤسسة، وهو هدف يصعب تحقيقه لارتباطه بمتغيرات كمية ونوعية، جزئية أو كلية، داخلية أو خارجية... الخ، حيث تعتبر القيمة السوقية وتوزيعات الأرباح من بين أهم هذه المتغيرات..

تتمثل سياسة توزيع الأرباح في قرار المؤسسة بشأن المفاضلة بين توزيع الأرباح على الملاك وبين احتجازها بغرض إعادة استثمارها، مما يتوجب على المؤسسة أن تجد التوليفة المناسبة لضمان تعظيم قيمة المؤسسة، وذلك بتحسين القيمة السوقية لأسهمها وزيادة النمو لتعظيم الأرباح المستقبلية لها.. وهذا ما يطلق عليه بسياسة توزيع الأرباح.

#### ب- طرح الإشكالية

بناء على ما سبق يمكن معالجة الموضوع ضمن الإشكالية التالية:

ما مدى تأثير سياسة توزيع الأرباح على القيمة السوقية لعينة من المؤسسات المدرجة في بورصة عمان خلال الفترة (2010 - 2020)؟

لمعالجة الموضوع إرتأينا تقسيم الإشكالية الرئيسية إلى مجموعة من التساؤلات الفرعية كما يلي:

1- ما مدى تأثير مؤشرات سياسة توزيع الأرباح الإجمالية على القيمة السوقية للمؤسسات المدرجة في بورصة عمان خلال الفترة (2010 - 2020) ؟

2- ما مدى تأثير مؤشرات سياسة توزيع الأرباح الصافية على القيمة السوقية للمؤسسات المدرجة في بورصة عمان خلال الفترة (2010 - 2020) ؟

3- ما مدى تأثير سياسة توزيع الأرباح الإجمالية والصافية على القيمة السوقية لعينة من المؤسسات المدرجة في بورصة عمان خلال الفترة (2010 - 2020) ؟

#### ت - فرضيات الدراسة

ومن أجل الإجابة على الإشكاليات المطروحة يمكن صياغة الفرضيات التالية :

الفرضية الأولى : تؤثر سياسة توزيع الأرباح الإجمالية على القيمة السوقية للمؤسسات المدرجة في بورصة عمان خلال الفترة (2010 - 2020).

الفرضية الثانية : تؤثر سياسة توزيع الأرباح الصافية على القيمة السوقية للمؤسسات المدرجة في بورصة عمان خلال الفترة (2010 - 2020).

الفرضية الثالثة : تؤثر سياسة توزيع الأرباح الإجمالية والصافية على القيمة السوقية لعينة من المؤسسات المدرجة في بورصة عمان خلال الفترة (2010 – 2020).

### ث - أهمية الدراسة

- تكمن أهمية الدراسة في ارتباطها الوثيق بالهدف الأسمى الذي تسعى المؤسسة الاقتصادية إلى تحقيقه والمتمثل في تعظيم قيمة المؤسسة.  
- يعتبر موضوع تأثير سياسة توزيع الأرباح في المؤسسة على قيمتها السوقية من المواضيع التي أصبحت حاليا تلقى اهتماما كبيرا بالنسبة للباحثين.

- حاجة الأسواق المالية لمثل هذه الدراسة.

- مساهمة الدراسة في إثراء المكتبة الجامعية بالمراجع.

### ج - أهداف الدراسة

تهدف الدراسة إلى تحقيق جملة من الأهداف من بينها :

- التعرف على مؤشرات سياسة توزيع الأرباح والقيمة السوقية للمؤسسة.

- محاولة فهم تأثير قرار سياسة توزيع الأرباح على القيمة السوقية للمؤسسة.

- مدى إمكانية تطبيق سياسة توزيع الأرباح على المؤسسات المدرجة في البورصة.

### ح - منهج الدراسة

تم الإعتماد في هذه الدراسة على المنهج الوصفي وذلك من خلال تقديم الإطار النظري لقيمة المؤسسة وسياسة توزيع الأرباح، وتم استخدام المنهج التحليلي من خلال تفسير وجود تأثير لسياسة توزيع الأرباح على القيمة السوقية للمؤسسة، وذلك بتحليل العلاقة الرياضية في الجانب النظري، أما الجانب التطبيقي فتم الإعتماد على المنهج الإحصائي التحليلي من خلال جمع البيانات ومعالجتها بالإعتماد على برنامج Excel و Eviews ونماذج بانل في تحديد النموذج المناسب لتقدير العلاقة بين المتغيرات.

### خ - مبررات إختيار الموضوع :

هناك عدة أسباب لاختيار الموضوع نذكر منها :

#### الأسباب الذاتية :

- ملائمة الموضوع مع طبيعة التخصص.

- الرغبة الشخصية في اختيار الموضوع.

#### الأسباب الموضوعية :

- تعتبر سياسة توزيع الأرباح والقيمة السوقية للمؤسسة محل اهتمام، ومحاولة للإسهام في البحث القائم حول ترشيد سياسة توزيع الأرباح وتأثيرها على القيمة السوقية.

- السعي للتحكم في التقنيات والطرق القياسية.

- موضوع الدراسة في نفس مجال التخصص.

د - الحدود الزمانية و المكانية :

تتمثل حدود الدراسة في ما يلي :

- المكانية : تتمثل في عينة من المؤسسات من القطاع الخدماتي والصناعي المدرجة في بورصة عمان والبالغ عددها 7 مؤسسات.
- الزمانية : تمت الدراسة خلال الفترة الممتدة من 2010 إلى 2020.

ذ - صعوبات الدراسة

- في بداية الأمر تم تجميع بيانات عينة الدراسة مكونة من 20 مؤسسة خلال الفترة من 2010 إلى 2020 ، وقمنا بتقدير النتائج باستخدام نماذج بانل، فكانت النتائج غير مقبولة (لعدم استمرار توزيعات الأرباح خلال فترة الدراسة)، فقررنا أن نقلل في كل مرة من حجم العينة ( مكونة من مؤسسات مختلفة القطاعات ) ويعود ذلك بسبب تأثير فترة كورونا على بيانات عينة الدراسة التي كانت عائقا لعدم الوصول إلى نتائج مقبولة، وكذلك التقليل من فترة الدراسة في كل مرة وعينة الدراسة تتكون من 7 مؤسسات للقطاع الخدماتي والصناعي.
- تمثلت صعوبات الدراسة أيضا في ضبط حجم العينة الكافي والمناسب لاختبار فرضيات الدراسة وذلك بسبب وجود ارتباط بين المتغيرات.

ر - خطة وهيكل الدراسة

- للإجابة على الإشكالية المطروحة في الدراسة هذه قمنا بتقسيم الدراسة إلى فصلين، في الفصل الأول تم التطرق إلى الأدوات النظرية والتطبيقية للدراسة وذلك من خلال المبحث الأول، ثم تناولنا في المبحث الثاني عرض بعض الدراسات العربية والأجنبية التي لها علاقة بالدراسة مع مقارنتها بالدراسة الحالية.
- أما الفصل الثاني فخصص للجانب التطبيقي وتم تقسيمه إلى مبحثين، المبحث الأول لعرض وتقديم مجتمع وعينة الدراسة وأدوات الدراسة، أما المبحث الثاني فخصص لعرض نتائج الدراسة واختبار فرضياتها وتفسير نتائجها.

# الفصل الأول:

الأدبيات النظرية والتطبيقية

لتوزيعات الأرباح والقيمة

السوقية للمؤسسة

### تمهيد

في ظل التطور الذي تشهده الأسواق المالية وتطور النظرية المالية، أصبح الهدف الأساسي للإدارة المالية الحديثة للشركات هو تعظيم القيمة السوقية، حيث أنه كلما زادت القيمة السوقية للشركة في السوق المالي كلما دل على كفاءة الإدارة من وجهة نظر المساهمين، ولذلك يواجه المدير المالي العديد من القرارات المالية التي تؤثر على القيمة السوقية للشركة ومن أبرزها قرار التمويل الذي يعتبر أحد القرارات الإستراتيجية لبقاء المؤسسة، والتي بدورها تولى اهتماما متزايدا بسياسة توزيع الأرباح لما لها من أهمية بالغة للمؤسسات في سعيهم نحو تعظيم قيمة المؤسسة، حيث سنحاول في هذا الفصل الإلمام بالجانب النظري لسياسة توزيع الأرباح وعلاقتها بالقيمة السوقية للمؤسسات المدرجة في البورصة وأهم النظريات المفسرة لها، كما سنتطرق لبعض الدراسات السابقة التي تناولت هذا الموضوع ومقارنتها بهذه الدراسة.

## المبحث الأول : الإطار المفاهيمي لسياسة توزيع الأرباح

إن قرار سياسة توزيع الأرباح يعد من أبرز القرارات التي يتخذها المسير المالي وذلك من خلال المفاضلة بين توزيع الأرباح على المساهمين (الملاك) وبين احتجاز تلك الأرباح بغرض استثمارها في مشاريع جديدة. تعتبر سياسة توزيع الأرباح من القضايا المهمة التي أثارها الكثير من الجدل، باعتبارها من أهم السياسات التمويلية في الشركة، وارتباطها المباشر بالمستثمرين.

ولذلك سنتطرق في هذا المبحث إلى الأطار المفاهيمي لسياسة توزيع الأرباح من خلال ثلاث مطالب، المطلب الأول مفهوم وأنواع سياسة توزيع الأرباح، والمطلب الثاني أشكال ومؤشرات قياس توزيع الأرباح والمطلب الثالث النظريات المفسرة لسياسة توزيع الأرباح.

### المطلب الأول : مفهوم وأنواع سياسة توزيع الأرباح

سيتم من خلال هذا المطلب تسليط الضوء على فرعين هما مفهوم سياسة توزيع الأرباح وأنواعها.

#### الفرع الأول: مفهوم سياسة توزيع الأرباح

توجد عدة مفاهيم لتوزيعات الأرباح لعل من أبرزها:

- ✓ يمكن تعريف توزيعات الأرباح على أنها: " تلك الدفعات النقدية المقرر توزيعها على حملة الأسهم العادية وفقا لربحية المؤسسة وسيولتها"<sup>1</sup>.
  - ✓ ويمكن تعريفها أيضا: "على أنها مجموعة النقود المدفوعة لحملة الأسهم حسب ما في المؤسسة من أرباح ويدفع هذا المقسوم عندما تحقق المؤسسة أرباح حالية أو يتم دفعه من أرباح المحتجزة عن الفترة السابقة"<sup>2</sup>.
  - ✓ ويرى كل من جوزيف أنطوان وماري كلير على أنها: "فلسفة لمجلس الإدارة متعلقة بالأسلوب الذي تنوي الشركة إتباعه لمكافأة مساهميها".
  - ✓ في حين ذهب Justin PETTIT الى القول بأنها: كيفية التصرف في الأرباح التي حققتها المؤسسة، وذلك باحتجازها وإعادة استثمارها، أو بتوزيعها على المساهمين بإتباع شكل من أشكال التوزيعات المختلفة (شكل نقدي، شكل أسهم...)<sup>3</sup>.
- من التعاريف السابقة يمكن القول أن سياسة توزيع الأرباح هي ذلك القرار الذي تتخذه المؤسسة بشأن التدفقات النقدية المحققة من طرف المؤسسة والتي سيتم توزيعها على الملاك (المساهمين) أو حجزها واستثمارها في مشاريع استثمارية تمويلية.

1/ علي بن الضب، دراسة التأثير الهيكلي المالي وسياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة المدرجة بالبورصة: دراسة حالة عينة من الشركات المدرجة بسوق الكويت للأوراق المالية خلال الفترة 2006-2008، رسالة ماجستير غير منشورة، جامعة ورقلة 2009/2008، ص 156.

2/ خديجة خوي، دراسة تأثير سياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة المدرجة بالبورصة، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماستر في علوم التسيير، جامعة قاصدي مرياح ورقلة، 2011/2012، ص 42.

3/ د. بلعشي عبد المالك و د مزيان سعيد، أثر سياسة توزيع الأرباح على القيمة السوقية للسهم في المؤسسات الاقتصادية، مجلة الدراسات المالية والمحاسبية والإدارية، دراسة تحليلية مقارنة لمجمعي بيوفارم وصيدال لصناعة المواد الصيدلانية خلال فترة 2015-2018، سوق اهراس، المجلد 08 - العدد 02، 2021، ص 241.

## الفرع الثاني: أنواع سياسة توزيع الأرباح

تنقسم سياسة توزيع الأرباح إلى الأنواع الآتية:

### 1- سياسة نسبة توزيع الأرباح المستقرة أو الثابتة:

تلجأ كثير من الشركات إلى إتباع سياسة نسبة توزيع الأرباح المستقرة أو الثابتة لكل سهم، ولذلك فإن أي تغيير في مقدار الأرباح سواء بارتفاع أو الانخفاض سوف لن يؤثر على مقدار الربح الموزع لكل سهم، وتعتمد الإدارة المالية على هذه السياسة عندما تتمكن من التنبؤ بإمكانية تحقيق الأرباح في المستقبل<sup>1</sup>.

### 2- سياسة توزيع الأرباح المتبقية أو الفائضة:

إن سياسة توزيع الأرباح المتبقية أو الفائضة تقوم على توزيع ماتبقى من الأرباح بعد احتجاز مايلزم لتمويل الشركة للموازنة الرأسمالية، وتقوم السياسة على حقيقة أن المستثمرين يفضلون الأرباح المحتجزة على شرط أن يتم إعادة استثمارها بمعدل عائد يفوق المعدل الذي يستطيع المستثمرون نفسهم الحصول عليه من خلال استثمارات أخرى بديلة ذات مخاطر بنسب مماثلة<sup>2</sup>.

### 3- سياسة توزيع الأرباح المنتظمة :

تقوم على أساس قيام الشركة بدفع توزيعات أرباح نقدية بنسبة ثابتة وبمبالغ منخفضة، لذا فإن الشركة حسب هذه السياسة تقوم بزيادة نسبة هذه التوزيعات عندما تحقق أرباح أعلى من معدلات أرباحها العادية خلال فترة زمنية محددة<sup>3</sup>.

### 4- سياسة توزيع أرباح منتظمة منخفضة ومتزايدة:

تقوم الشركة وفق هذه السياسة بدفع معدلات ثابتة من توزيعات الأرباح وبنسب منخفضة، حيث تقوم الشركة بزيادة نسبة هذه التوزيعات عندما تحقق الشركة أرباح أعلى من معدل أرباحها العادية التي حققتها خلال فترة زمنية معينة<sup>4</sup>.

### 5- توزيعات الأرباح في صورة أسهم Stock Dividends :

تمثل توزيعات الأرباح على شكل أسهم بإعطاء المستثمر عدد معين من الأسهم بدلا من إعطائه توزيعات أرباح بصورة نقدية، حيث تحدد حصة كل مستثمر من هذه التوزيعات وفقا لما يمتلكه من أسهم الشركة، ومن الآثار الجوهرية لهذه السياسة هو انخفاض القيمة السوقية للسهم، لذا فإن الشركات تتبع هذه السياسة عندما يرتفع السعر السوقي للسهم بمعدل عالي<sup>5</sup>.

<sup>1</sup> / الربيعي قاسم أحمد محمود، أثر سياسة مقسوم الأرباح في القيمة السوقية للأسهم، رسالة مقدمة لنيل شهادة الدبلوم العالي التخصصي في إدارة الأعمال، كلية الإدارة والإقتصاد جامعة الموصل، العراق، 2008، ص2.

<sup>2</sup> / عدنان تايه وآخرون، الإدارة المالية النظرية و التطبيق، الطبعة الخامسة، دار المسيرة للنشر والتوزيع، عمان، 2014، ص ص460-462.

<sup>3</sup> / Al- Shawawrah, "the Impact of Dividend policy on share price Volatility ;Empirical Evidence from Jordanian1 Stock", Finance and Ban king partment, Faculty of Busine Administration, Mutah University, 2014p135.

<sup>4</sup> / Goergen and Others " Dividend Policy and Corporate Governance"2 Oxford University pressis a department of the University, 2004, p: 66.

<sup>5</sup> / هندي منير ابراهيم، الإدارة المالية ( مدخل تحليلي معاصر ) ، الطبعة السادسة ( المكتب العربي الحديث ) ، الإسكندرية، 2010، ص68 .

## 6- إشتقاق الأسهم (تجزئة أو تقسيم الأسهم) Stock Split :

أن عملية تجزئة أو إشتقاق الأسهم قد تتم من خلال سهمين جديدين مقابل سهم واحد قديم أو ثلاثة أسهم جديدة مقابل سهم قديم أو أي معدل آخر يحدد من قبل الشركة<sup>1</sup>.

## 7- إعادة شراء الأسهم Ross Repurchase :

تقوم الشركة وفق سياسة إعادة شراء الأسهم بإعادة شراء أسهمها من الأسواق المالية، وإن السبب من وراء ذلك هو توزيع النقد على المساهمين، فطالما أن معدل الأرباح التي حققتها الشركة ذات معدل ثابت نسبيا فإن إنخفاض عدد الأسهم التي يتم شرائها سوف يؤدي إلى زيادة ربحية السهم الواحد، وبالتالي سوف يؤدي إلى زيادة القيمة السوقية للسهم في الأسواق المالية<sup>2</sup>.

## المطلب الثاني: أشكال ومؤشرات قياس سياسة توزيع الأرباح

وستتطرق في هذا المطلب إلى فرعين هما:

### الفرع الأول: أشكال سياسة توزيع الأرباح

تختلف أشكال توزيعات الأرباح المنتهجة حسب ظروف المؤسسة وبتتها الخاصة بها ومن أهم التوزيعات نجد<sup>3</sup>:

#### 1 - الأسهم المجانية Stock Dividend :

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

#### 2- اشتقاق الأسهم Stock Splits :

يعتبر اشتقاق الأسهم بديلا آخر لتوزيع الأرباح النقدية، فعند قيام المؤسسة بهذا الإجراء ينتج عن كل سهم أسهم إضافية، الأمر الذي يؤدي إلى زيادة عدد أسهم المؤسسة من خلال تخفيض القيمة الاسمية للسهم، ويتم استخدام هذا البديل عادة لإعطاء الأسهم مرونة في التداول ولخلق زيادة في الطلب على الأسهم، وذلك من خلال أن زيادة عدد الأسهم في رأسمال المؤسسة من خلال تلك العملية يؤدي إلى تخفيض توزيعات السهم الواحد عند ثبات مبلغ التوزيعات، أو إلى ثبات توزيعات السهم الواحد مع زيادة مبلغ التوزيعات الإجمالية.

<sup>1</sup> / Ross Stephen and others " **Fundamentals of corporate Finance**"4, Alternate editon6 th, Edition, Mcgraw – Hill, Singapore , 2003, p: 626.

<sup>2</sup> / العلي أسعد حميد، الإدارة المالية، الأسس العلمية والتطبيقية، الطبعة الأولى، دار وائل لنشر وتوزيع، عمان، 2010، ص38.

<sup>3</sup> / رشيد حفصي، دراسة وتحليل تأثير سياسة توزيع الأرباح على أداء أسهم المؤسسات المدرجة في السوق المالي- حالة سوق دبي المالي في الفترة ما بين 2004-2011، مجلة الجزائرية للدراسات المحاسبية والمالية، عدد/02 جوان 2016، ص 41-42.

وتجدر الإشارة إلى أن هناك تشابه بين اشتقاق الأسهم وبين التوزيعات الأسهم من الناحية المالية، ولكن من وجهة نظر محاسبية هناك اختلاف، حيث أن المبادئ المحاسبية تعالج توزيع الأسهم بنسبة % 25 من الحصص على أنها تجزئة للسهم في حين ان هناك توزيعات اقل يمكن تصنيفها على انها توزيع ارباح على شكل اسهم.

### 3- معكوس الاشتقاق Reverse Stock Splits :

تتلخص فكرة معكوس الاشتقاق في قيام المؤسسة بعملية تخفيض عدد أسهمها، وهو كما يظهر من اسمه ينطلق من نفس مبدأ عملية اشتقاق الأسهم لكن بطريقة عكسية الأمر الذي يؤدي إلى رفع القيمة الاسمية للسهم، وبالتالي لا يحدث أي تغيير على مستوى الهيكل المالي للمؤسسة عدا عدد الأسهم الذي ينخفض، لذلك تعتبر طريقة الاشتقاق العكسي سياسة لمنع انخفاض سعر السهم إلى مستويات متدنية جدا.

### 4- إعادة الشراء الأسهم Stock Repurchase :

تعتبر هذه الطريقة من الطرق البديلة لتوزيع الأرباح حيث يقصد بعملية إعادة شراء المؤسسة لأسهمها هو أن تقوم باستعمال فائض النقد لديها في شراء أسهمها المتداولة، ومثل هذه وهي عبارة عن أسهم سبق إصدارها ثم Treasury Stock الإجراءات تؤدي إلى خلق ما يسمى بالأسهم النقدية وهذا بعد إعلان عن ذلك كأى مستثمر Open Market أعيد شرائها بأحد الطريقتين، فقد يشتري من سوق المفتوحة لعدد من الأسهم وبسعر محدد، Tender offer آخر، وقد يتم الشراء من خلال ما يسمى بعروض المناقصات ويكون هذا السعر في الأغلب أكبر من السعر السائد في السوق خلال فترة محددة، كما توجد طريقة أخرى والتي تسمى بإعادة شراء الأسهم المستهدفة والتي من خلالها تدخل إدارة المؤسسة في عملية التفاوض مع حاملي النسبة الكبيرة لأسهم المؤسسة لشراء حصصهم من خلال تخفيضهم بعرض مميز، وفي العادة تقوم المؤسسة بهذا الإجراء لمواجهة سيطرة بعض المستثمرين على المؤسسة، أو إذا كان سعر السهم السوقى أقل من قيمته الحقيقية.

### 5- توزيعات العينية للأرباح :

وتسمى أيضا بتوزيعات النوعية بحيث تقوم إدارة المؤسسة بإجراء توزيعات بضاعة أو عقارا واستثمار وهذا عوضا عن التوزيعات النقدية، بحيث تلجأ المؤسسات إلى هذا النوع من التوزيعات في حالة العسر المالي وعدم توفر السيولة اللازمة، ولكن هذا النوع من التوزيع غير مرغوب فيه لدى المساهمين بحيث أن التوزيع النقدي هو الذي يتيح قدرا أكبر من الحرية للمساهمين في إشباع رغبتهم<sup>1</sup>.

### الفرع الثاني: مؤشرات قياس سياسة توزيع الأرباح

على ضوء تحليل الدراسة وهدفها تم الاعتماد على ثلاث متغيرات أساسية تعكس سياسة توزيع الأرباح ألا وهي<sup>2</sup>:

- التوزيعات النقدية Cash dividends : ويعتبر هذا المتغير من أهم أشكال سياسة توزيع الأرباح وأكثرها استعمالا من طرف المؤسسات، ويتم حسابه بقسمة التوزيعات النقدية للأرباح على عدد الأسهم العادية.

<sup>1</sup> / رشيد حفصي، مرجع سابق، ص 41، 42.

<sup>2</sup> عبد الحق قنون وعبد الغني دادن، أثر سياسة توزيعات الأرباح على القيمة البورسية للمؤسسات الإقتصادية، "دراسة حالة سوق قطر للأوراق المالية خلال الفترة - 2016 2013" مجلة الدراسات الاقتصادية الكمية 1033 - 2437، ISSN، عدد 04/ (05) 2019، ص 30، 31.

- التوزيعات في شكل أسهم **Stock dividends** : وهو الشكل الثاني من سياسة توزيع الأرباح وتتمثل في نسبة التوزيعات المجانية إلى القيمة الإسمية للسهم .

- الأرباح المحتجزة **Retained Earnings** : هي عبارة عن المقدار المالي الذي تحتجزه المؤسسة من الأرباح لعدة أسباب، تتمثل في الفرق بين الأرباح المحققة والأرباح النقدية الموزعة.

### المطلب الثالث: النظريات المفسرة لسياسة توزيع الأرباح

هناك العديد من النظريات المفسرة لسياسة توزيع الأرباح يمكن ذكر بعضها فيما يلي :

**1- نظرية الفائض** : تعتبر من أكثر النظريات قبولا لدى المساهمين في شركات الأعمال بشأن التصرف بالأرباح المحققة، ومضمون هذه النظرية أن أغلبية المساهمين في شركات الأعمال، طالما يسعون إلى تعظيم ثروتهم ، فهم لا يمانعون من قيام الشركة من احتجاز الأرباح وإعادة استثمارها إذا ما كانت هناك فرص استثمارية جديدة ومرجحة، بشرط أن يكون معدل العائد على الأرباح المستثمرة من قبل الشركة يفوق معدل العائد المطلوب من قبل المساهمين فيما لو تمت عملية استثمار الأرباح الموزعة عليهم في مجال استثماري آخر خارج الشركة في ظل نفس المستوى من المخاطر<sup>1</sup>.

**2- نظرية عدم ملاءمة التوزيعات** : ويرى كل من **Modigliani and Miller** (1961) عدم وجود علاقة بين سياسة توزيع الأرباح وسعر السهم ، وأن سعر السهم هو محصلة للأرباح الناتجة عن أعمال الشركة ومخاطر النشاط وليس للطريقة التي توزع بها تلك الأرباح عن حملة الأسهم أو إحتجازها.

**3- نظرية ملاءمة التوزيعات (نظرية العصفور في اليد)** : تنسب هذه النظرية إلى الباحثان (J, Litner, 1962) (M, Gordon, 1963) ، وجاءت على نقدهما واعتراضهما للفرضيات التي قامت عليها نظرية M&M حيث يرى الباحثان أن هناك علاقة مباشرة بين سياسة توزيعات الأرباح والقيمة السوقية للشركة ، فالأساس المهم لهذه النظرية مستوحى من المثل "عصفور في اليد" حيث أن المستثمرين يرون توزيعات الأرباح الحالية أقل مخاطرة من توزيعات الأرباح المستقبلية أو الأرباح الرأسمال ، ويعتقد كل من جوردن وليتنر أن معظم المستثمرين يخططون لأستثمار هذه التوزيعات سواء في أسهم نفس الشركة أو في أسهم شركات أخرى<sup>2</sup>.

**4- نظرية التمييز الضريبي** : انطلق تطوير هذه النظرية بدراسة التأثير الضريبي على توزيعات الأرباح وعلاقته بقيمة المؤسسة وتنسب هذه النظرية الى كل من (M. J. BRENNAN) و (R. Litzenberger and K. Ramaswamy) حيث تركز على مبدأ ان المستثمرين يفضلون احتجاز الأرباح وإعادة استثمارها بسبب معدل الضريبة المرتفع على التوزيعات النقدية الحالية اعتقادا منهم أن معدل الضريبة على الأرباح الرأسمالية يكون أقل من المفروضة على التوزيعات النقدية الفورية، ومنه بموجب هذا التفكير فإن المؤسسة ستؤثر على قيمة أسهمها كلما رفعت من احتجاز الأرباح المحققة وقللت من التوزيعات النقدية<sup>3</sup>.

<sup>1</sup> / عبد الحق قنون وعبد الغني دادن، مرجع سابق، ص 28.

<sup>2</sup> / عدنان تايه النعيمي وأرشيد فؤاد التميمي، الإدارة المالية المتقدمة، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، عمان-الأردن، الطبعة العربية، 2009، ص 463.

<sup>3</sup> / عبد الحق قنون وعبد الغني دادن، مرجع سابق، ص 28.

- 5- نظرية الإشارة :** تنص هذه النظرية على أن المعلومات التي يمتلكها أصحاب الفئات وأصحاب العجز المالي ليست متماثلة، فأصحاب العجز المالي يعرفون أنفسهم أكثر من أصحاب الفئات، الفئة الأولى تبحث عن مصادر تمويل مثلى فيقومون بإرسال إشارات نوعية وكمية تدل على حسن مركزهم المالي مما يفسر قدرتهم على التسديد في المستقبل، وفي المقابل فالفئة الثانية تبحث عن أحسن استثمار لفوائضها المالية، واعتمادا على ذلك فإن المستثمر يمكن أن يستنتج المعلومات المتعلقة بالأرباح المستقبلية للشركة من خلال الإشارة الواردة من إعلان التوزيعات حيث تفترض هذه النظرية امتلاك المسيرين معلومات خاصة عن الشركة ورغبتهم في نقلها إلى المستثمر الحالي وأن السوق سوف يتفاعل مع الأخبار المتعلقة بالتوزيعات حيث ينظر لزيادة التوزيعات كإشارة موجبة تكشف عن معلومات إيجابية حول الأرباح المستقبلية للشركة والتي تؤدي إلى الزيادة في سعر السهم والعكس صحيح<sup>1</sup>.
- 6- نظرية الوكالة:** تقوم هذه النظرية على افتراض أن السوق المالي كفوؤه وأنه لا وجود لتضارب المصالح بين المسيرين والمساهمين في الشركة، إلا أن هذا الافتراض غير قابل للتطبيق العملي، ومنه فحسب هذه النظرية ما لم توزع الأرباح على المساهمين فقد يتم تحويلها إلى مصلحة المسيرين الخاصة أو إلى مشاريع غير ربحية تخدم مصالحهم الشخصية، ونتيجة لذلك فالمساهمون يفضلون توزيعات الأرباح الحاضرة على أمل تحسن قيمة الأسهم جراء خفض الأموال المتاحة أمام المسيرين<sup>2</sup>.

<sup>1</sup> / حاج شريف هشام وحريري عبد الغني، تأثير توزيعات الأرباح على القيمة السوقية لأسهم شركة صيدال المدرجة في بورصة الجزائر خلال الفترة (1999 - 2019) باستخدام طريقة الإندارد الذاتي للفجوات الزمنية الموزعة **ARDL**، مجلة مجاميع المعرفة، المجلد : 07، عدد: 01 مكرر /الشهر أبريل 2021، ص322.

<sup>2</sup> / عبد الحق قنون وعبد الغني دادن **نفس المرجع**، ص29.

## المبحث الثاني : القيمة السوقية للمؤسسة

بعد ما تطرقنا في المبحث الأول سياسة توزيع الأرباح وما يتعلق بها سنحاول من خلال هذا المبحث التعرف على مفهوم القيمة السوقية، والعوامل المؤثرة فيها.

### المطلب الأول : ماهية القيمة السوقية للمؤسسة

قبل أن نتطرق إلى القيمة السوقية للمؤسسة يجب أن نعطي تعريف للقيمة:

#### الفرع الأول: مفهوم القيمة:

مفهوم القيمة ليس واضحاً ومباشراً، فقيمة أصل معين تتوقف على عدة عوامل من أهمها نوعية القيمة المراد قياسها والتوقيت المناسب لقياسها، والغرض من عملية التقييم، ويمكن القول أن القيمة الاقتصادية هي القيمة النقدية لأصل ما، ومن أهم أنواع القيم القيمة السوقية العادلة<sup>1</sup>.

#### الفرع الثاني: تعريف السهم

هو صك يثبت ملكية المساهم، حيث يقسم رأس مال الشركة عند تأسيسها إلى أجزاء يمثل كل جزء منها سهماً، يكون لهذا السهم: قيمة اسمية، قيمة إصدار، قيمة دفترية، قيمة حقيقية، قيمة سوقية وقيمة تصفية<sup>2</sup>.

أ - القيمة الاسمية **Par value** : هي قيمة السهم عند إصداره أول مرة في عقد التأسيس، تحدد حصة السهم الواجب في ملكية الشركة.

ب - قيمة الإصدار **Version value** : يقصد بها القيمة التي يصدر بها السهم وغالباً ما تكون مساوية للقيمة الاسمية.

ج - القيمة الدفترية **Book value** : تحسب بالفرق بين جميع أصول الشركة وبين التزاماتها، ثم يجري تقسيم الناتج على عدد الأسهم العادية.

د - القيمة الحقيقية **The real value** : عبارة عن العائد المتوقع تحقيقه، يتمثل العائد بالتوزيعات النقدية والأرباح الرأسمالية التي يحققها المستثمر .

هـ - القيمة السوقية **Market value** : هي القيمة التي يباع بها السهم في سوق رؤوس الأموال وهي تتغير بحسب حالة العرض و الطلب.

و - قيمة التصفية **Filter value** : تتمثل في حصة السهم من قيمة موجودات الشركة بعد تصفيتها.

<sup>1</sup> / طارق عبد العال حماد، التقييم وإعادة هيكلة الشركات، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2008، ص12.

<sup>2</sup> / براني مختار و حسان إسحاق، سياسة توزيع الأرباح وتقلب سعر السهم في عينة من الشركات المدرجة في السوق السعودي، مجلة أبحاث اقتصادية وإدارية، جامعة معسكر، المجلد 14 ، العدد02، 2020، ص70.

### الفرع الثالث: مفهوم القيمة السوقية للسهم:

**1-** سميت بهذا الأسم لأن سوق الأسهم هو الذي يحددها، فهي عبارة عن قيمة السهم في السوق الناتجة عن تداول الأسهم حسب حالة السوق إذا كان في الاتجاه الطالع أو الهابط تحت تأثير عوامل العرض والطلب، وحسب التوقعات المبنية على أداء المؤسسة الحالي وأرباحها وخسائرها، ويحصل المستثمر على القيمة السوقية لأسهمه عند البيع في السوق الثانوي وهي البورصة أو سوق المال، وتكون أكبر أو أقل من القيمة الاسمية أو الدفترية<sup>1</sup>.

**2-** وهي القيمة التي يباع بها السهم العادي في السوق الثانوي، وتخضع هذه القيمة لقانون العرض والطلب وقد تكون هذه القيمة أعلى أو أقل من القيمة الاسمية والدفترية، فإذا كان أداء المؤسسة جيدا وتحقق أرباحا فمن المتوقع أن السعر السوقي للسهم سيكون أعلى من القيمة الدفترية و الاسمية، أما إذا كان أداء الشركة ضعيف فمن المتوقع أن ينخفض سعر سهمها في السوق وربما يصل إلى أقل من القيمة الدفترية و الاسمية، والقيمة السوقية لا تمثل القيمة الحقيقية للسهم خاصة إذا كانت البورصة غير كفأة<sup>2</sup>.

### المطلب الثاني : العوامل المؤثرة على القيمة السوقية للمؤسسة

إن هدف تعظيم القيمة السوقية للمؤسسة مرادف لتعظيم القيمة السوقية للأسهم أي تعظيم ثروة الملاك، حيث أن هذه القيمة تتأثر بمجموعة من المتغيرات تتباين حسب البيئة الخارجية والداخلية لها. ويمكن تصنيف العوامل المؤثرة على القيمة السوقية للمؤسسة إلى عوامل داخلية وأخرى خارجية:

#### الفرع الأول: العوامل الداخلية

تتمثل في عوامل البيئة الداخلية والتي غالبا ما يكون للمدير المالي القدرة على السيطرة عليها وهي كالأتي<sup>3</sup>:

- ✓ ميكانيزمات الحوكمة.
- ✓ تكلفة التمويل.
- ✓ تكلفة الإستدانة.
- ✓ سياسة توزيع الأرباح.

#### 1-ميكانيزمات الحوكمة وقيمة المؤسسة:

جاء مفهوم حوكمة الشركات على ظهور نظرية الوكالة وما تضمنته من تعارض في المصالح بين إدارة المؤسسات والمساهمين وأصحاب المصالح بصفة عامة، وهذا ما أدى إلى زيادة الاهتمام بإيجاد قوانين وقواعد تنظم العلاقة بين الأطراف في المؤسسة،

<sup>1</sup> / محمد نواف عابد، أثر مؤشرات السيولة والربحية على مؤشرات الأداء السوقية للمصارف المدرجة في بورصة فلسطين، مجلة العلوم الاقتصادية والتسيير والعلوم التارية، جامعة الأزهر، غزة، المجلد 12، العدد01، 2009، ص 120.

<sup>2</sup> / Frank J.FABOZZI, **THE HANDBOOK OF FINANCIAL INSTRUMENTS**, John Wiley & Sons.Inc. New Jersey, 2002 p67.

<sup>3</sup> / يحيى سعدي، لخصر أوصيف، دور المراجعة الداخلية في تفعيل حوكمة الشركات، مجلة الدراسات الاقتصادية والمالية، العدد05، جامعة الوادي، 2012، ص 481 – 581.

فحوكمة الشركات تؤدي إلى زيادة قيمة المؤسسة وميل المستثمرين إلى دفع أسعار أعلى لأسهم المؤسسات التي تمتاز فيها الحوكمة بالفاعلية، كما أن انخفاض تكلفة رأس المال يترجم بانخفاض التكلفة الاقتصادية في البلد، بحيث تجعل منه بلداً أكثر جذبا للاستثمار<sup>1</sup>.

## 2- تكلفة التمويل وقيمة المؤسسة:

ترجع أهمية تقدير هذه التكلفة إلى أنها تعتبر بمثابة الحد الأدنى للعائد المقبول على الاستثمار فالاستثمار الذي يتولد عنه عائد يعادل على الأقل تكلفة الأموال ينبغي رفضه إذ أن قبوله يترك أثراً سلبياً على ثروة الملاك، أي يؤدي إلى انخفاض القيمة السوقية للأسهم العادية، وتتوقف التكلفة التمويل على نوعية الميزج الذي يتكون منه الهيكل المالي ونسبة كل عنصر فيه، فكلما انخفضت تكلفة التمويل كلما كان لذلك أثراً إيجابياً على قيمة المؤسسة، أي القيمة السوقية لأسهمها العادية وذلك مع بقاء العوامل الأخرى على حالها<sup>2</sup>.

## 3- تكلفة الإستدانة وقيمة المؤسسة:

أحيانا تعطي الاستدانة للمؤسسة أثراً إيجابياً من حيث الرافعة المالية الموجبة، ومن حيث ارتفاع القيمة السوقية للمؤسسة بالقدر الذي تحققه من الوفرات الضريبية، ولكن بالمقابل زيادة الاستدانة تصل إلى حد معين ثم يبدأ دور مخاطر الافلاس مصطحبة معها تكاليف الافلاس، حيث تتضمن تكلفة الافلاس مجمل الخسائر وانخفاض الأرباح بسبب تدهور الكفاءة قبل إشهار إفلاسها، إضافة إلى ذلك انخفاض قيمة الأصول نتيجة تدهور قيمتها السوقية مقارنة بقيمتها الدفترية<sup>3</sup>.

## 4- سياسة توزيع الأرباح وقيمة المؤسسة:

تعد سياسة توزيع الأرباح من أبرز القرارات التي يتخذها المسير المالي و يعطيها أهمية خاصة بشأن المفاضلة بين توزيع الأرباح على المساهمين وبين احتجاز تلك الأرباح لغرض إعادة استثمارها في مشاريع مجدية، ولمعرفة وجود تأثير لهذا القرار على قيمة المؤسسة سنتطرق له لاحقاً في الفصل القادم.

## الفرع ثاني: العوامل الخارجية

تمثل العوامل الخارجية في عوامل البيئة الخارجية التي يعمل فيها المدير المالي و التي ليس له السيطرة عليها والتي يمكن إنجازها فيما يلي:

### 1- المتغيرات الاقتصادية وقيمة المؤسسة:

تتأثر قيمة المؤسسة بمجموعة من المتغيرات الاقتصادية ومن أهمها:

<sup>1</sup> / نعيمة بجاوي، حكيمة بوسلمة، دور الحاكمية المؤسسية في تحسين الأداء المالي للشركات الملتقى الوطني حول حوكمة الشركات كآلية للحد من الفساد المالي والإداري، جامعة بسكرة، 2012، ص 31.

<sup>2</sup> / عبد الغفار حنفي، رسمية قرياقص، أساسيات الإستثمار والتمويل، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، 2000، ص 724.

<sup>3</sup> / عبد الغني دادن، قرار التمويل تحت تأثير تكلفة التمويل، مجلة الباحث، العدد 06، جامعة ورقلة، 2008، ص 724.

## أ- الناتج المحلي الخام:

يقصد به مجموع الناتج الاقتصادي الداخلي الجاري من السلع والخدمات النهائية مقيمة بسعر السوق خلال فترة زمنية معينة، ويعتبر الناتج المحلي الخام أحسن معيار للأداء الاقتصادي لبلد ما لأنه يعبر عن مقياس النمو الاقتصادي<sup>1</sup>.

## ب- معدل التضخم:

يتمثل التضخم في الارتفاع المستمر والملموس في المستوى العام للأسعار، فارتفاع معدل التضخم الغير متوقع يترك أثرا سلبيا على أسعار الأسهم، وذلك لسببين إحداهما مباشر والآخر غير مباشر، فالأول يبرز من خلال الزيادة في معدل المدروية المطلوب لتغطية مخاطر التضخم، وبالتالي انخفاض القيمة السوقية للسهم، أما السبب الغير مباشر مرجعه النظام الضريبي الذي تتم في ظلّه المحاسبة على أساس التكلفة التاريخية للأصول بدلا من تكلفة إحلالها، ففي فترات التضخم يتوقع أن يسفر ذلك عن انخفاض في القيمة الحقيقية لأرباح المؤسسة، وبالتالي انخفاض القيمة السوقية للأسهم<sup>2</sup>.

## ج- معدل البطالة :

يؤدي انخفاض معدل البطالة إلى زيادة الإنفاق و ينعكس هذا على الزيادة في الطاقة الإنتاجية و بالتالي التوجه نحو زيادة في المبيعات و بالتالي زيادة الأرباح و التوزيعات و منه إرتفاع الأسعار و العكس صحيح<sup>3</sup>.

## د- التحركات الدولية الكبيرة لرؤوس الأموال :

قد تقوم بعض التحركات الدولية الكبيرة لرؤوس الأموال بممارسة دورها في الإستثمار في الأوراق المالية أو في أي مجال آخر من مجالات الإستثمار . هذا وقد تدفقت رؤوس الأموال الأجنبية إلى فرنسا في 1958 متبعة في ذلك معايير نقدية معينة تم وضعها من جانب الحكومة الفرنسية وقد ساعدت هذه التدفقات على ارتفاع الأسعار في الفترة من 1959 إلى 1961. و يجوز لرؤوس الأموال أن تقوم بالانسحاب من بعض مجالات التوظيف المالي بسبب وجود مخاطر معينة مثل مخاطر الحرب والإضطرابات الإجتماعية - كالإضراب أو تعرض حق الملكية لبعض الإعتداءات كالتأميمات وهذا ما حدث في نوفمبر 1968 حيث قامت رؤوس الأموال الفرنسية بالهروب إلى ألمانيا مما سبب إنخفاضا كبيرا في حجم المعاملات في البورصة الفرنسية<sup>4</sup>.

## هـ- كميات التداول :

وهي من أهم العوامل اليومية التي تؤثر على أسعار الأسهم صعودا وهبوطا، ومن الواجب أن يتابع المستثمر متوسط كميات التداول لكل مؤسسة قبل أن يقرر شراء أو بيع أسهم هذه المؤسسة، و ذلك لأن كمية التداول المرتفعة تدل على سهولة تسهيل الأسهم و هو أمر في صالح المستثمر<sup>5</sup>.

<sup>1</sup> / السعيد بريش، الاقتصاد الكلي، دار العلوم للنشر والتوزيع، الجزائر، 2007، ص 61 - 26.

<sup>2</sup> / منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، توزيع منشأة المعارف، الإسكندرية، 1999، ص 692.

<sup>3</sup> / حنفي عبد الغفار، استراتيجيات الإستثمار في بورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2007، ص 219 - 220.

<sup>4</sup> / سيد طه بدوي محمد، عمليات بورصة الأوراق المالية الفورية والأجلة من الوجهة القانونية، دار النهضة العربية، القاهرة، 2001، ص 395 - 396.

<sup>5</sup> / عبد القادر السيد متولي، مرجع سابق، ص 151.

**2 - السياسة النقدية وقيمة المؤسسة:**

يقصد بالسياسة النقدية مجموعة الاجراءات التي تمارسها الدولة على المعروض من النقود والذي يتمثل في رصيد الودائع الجارية والودائع لأجل لدى البنوك التجارية إضافة إلى النقدية المحتفظ بها لدى الجمهور، فلا يمكن للمؤسسة تمويل أصولها كلياً من أموال المساهمين، لذلك فهي تعتمد على مصادر أخرى للتمويل، ومن ثم فإن التغيير في السياسة النقدية من شأنه أن يؤثر على تكلفة التمويل، فمثلاً عند التشديد في منح الائتمان فإن ذلك سوف يزيد من تكلفة التمويل الذي يحمل إلى سعر الوحدة المباعة وبالتالي انخفاض الطلب، وهذا ما يؤدي إلى انخفاض المبيعات ومنه الأرباح، كما أن إتباع سياسة نقدية صارمة على الائتمان من خلال رفع معدل الفائدة يؤدي إلى طلب معدل مردودية مرتفع من طرف المستثمرين، حيث أنه يمكن الحصول على مردودية أكبر من خلال أدوات الدين وهذا ما قد ينعكس سلبياً على القيمة السوقية<sup>1</sup>.

**3- السياسة المالية وقيمة المؤسسة:**

بالإضافة إلى السياسة النقدية للبنك المركزي، فإن السياسة المالية يمكن أن يكون لها تأثير هام على أسواق الأوراق المالية، وتشمل السياسة المالية إدارة الضرائب والانفاق الحكومي بواسطة الحكومة، وعلى غرار السياسة النقدية فإن السياسة المالية يمكن أن تستخدم في تحديد الأهداف الاقتصادية المتمثلة في تحقيق استقرار الاسعار والتوظيف الكامل والنمو الاقتصادي.

**أ- الضرائب:**

ضرائب الدخل المفروضة على المؤسسات تقلل من أرباح المؤسسات وقدرتها على إجراء توزيعات أرباح على المساهمين، كذلك قدرتها على احتجاز الأرباح لزيادة معدلات النمو، أما الضرائب على دخول الأشخاص الطبيعيين فإنها تخفض الدخل القابل للتصرف فيه، مما يخفض الطلب على السلع والخدمات، وكذلك المدخرات الممكن استثمارها في أصل ما، وتؤثر الضرائب أيضاً على الطلب على أوراق مالية معينة، فهناك سندات معفاة من الضريبة وكذلك شركات تتمتع بمعاملة ضريبية مميزة لكونها تنتمي إلى قطاع معين تهدف الدولة إلى تشجيعه، وعليه فإن السياسات الضريبية قد تؤثر ليس فقط على مستوى أسعار الأوراق المالية، ولكن أيضاً على الأسعار النسبية للأصول<sup>2</sup>.

**ب- الإنفاق الحكومي:**

تستخدم الدولة في فترات الكساد عادة هذه الأداة لزيادة الطلب الاجمالي أو لتوجيه الاستثمار لقطاع معين او لمنطقة معينة عن طريق زيادة الانفاق الحكومي، مما يؤثر على قيمة المؤسسة، فزيادة الانفاق الحكومي لقطاع معين يعني توجيه الاستثمار لذلك القطاع، ومنه زيادة الطلب على أسهم المؤسسات الناشطة في ذلك القطاع، وبالتالي زيادة القيمة السوقية للمؤسسة.

**ج- سعر الصرف:**

يكتسي سعر الصرف في ظل العولمة أهمية بالغة بسبب حرية الانتقال لرؤوس الأموال، حيث ازدادت المخاطر بسبب الارتباط بين الاسواق المالية الدولية، فسعر الصرف خطر على جميع المؤسسات بصفة عامة والمؤسسات في مجال التصدير والاستيراد بصفة

<sup>1</sup> / طارق عبد العال حماد، التحليل الفني الأساسي، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2006، ص 39.

<sup>2</sup> / طارق عبد العال حماد، نفس المرجع، ص 99.

خاصة، و المسير لا بد أن يسير هذا الخطر بمختلف التقنيات المتاحة في المحيط، ففي البيئة المالية التي تتميز بأسواق مالية متطورة يمكن اللجوء إلى العقود المستقبلية والخيارات لمواجهة هذا الخطر الذي يهدد بقاء المؤسسة، فهذه التغطية إذا كانت فعالة تسمح برفع القيمة السوقية للمؤسسة عن طريق تجنب الخسائر من جهة، أو المضاربة على أسعار الصرف ومنه تحقيق أرباح مما يؤدي إلى زيادة قيمة المؤسسة<sup>1</sup>

#### 4- كفاءة سوق الأوراق المالية وقيمة المؤسسة:

يقصد بالسوق الكفاء ذلك السوق الذي يعكس فيه سعر السهم الذي تصدره مؤسسة ما كافة المعلومات المتاحة عنها، سواء تمتل تلك المعلومات في القوائم المالية أو في معلومات تبشها وسائل الإعلام، أو تمتل في السجل التاريخي لسعر السهم في الأيام والأسابيع والسنوات الماضية، أو في تحليلات أو تقارير عن آثار الحالة الاقتصادية العامة على أداء المؤسسة، وغير ذلك من المعلومات التي تؤثر على القيمة السوقية للسهم، وبالتالي في ظل السوق الكفؤة تكون القيمة السوقية للسهم هي قيمة عادلة تعكس تماما القيمة الحقيقية التي تولد عائد يكفي لتعويض المستثمر عما ينطوي عليه الإستثمار في ذلك السهم من مخاطر<sup>2</sup>

#### 5- ظروف المنافسة :

تعمل المؤسسات في ظل المنافسة، فإذا لم تكن تركز على السعر، فهي تركز على الدعاية والجودة و الضمانات والعمل على راحة العملاء في محاولة لخلق التمييز، و قد طرح بورتر نموذج للقوى المؤثرة على المنافسة و الخصها في خمسة قوى هي<sup>3</sup>:

**5-1 الحالة التنافسية :** إن تميز مؤسسة ما ينمو مرتفع وتكاليف ثابتة قليلة، يمنح مدا واسعا من إمكانية تميز المنتج و درجة عالية من التمرکز فاحتمال تحقيق الربحية أكبر وبالتالي ارتفاع في القيمة السوقية للسهم.

**5-2 خطر المنتجات البديلة :** تحذ المنتجات البديلة من فرص وحصص الربح عن طريق استخدام معدل الإحلال الذي يوفره المنتج البديل أو سعر هذا المنتج الذي طرحته هذه المؤسسة.

**5-3 المشترون و قدرة المساومة المتوفرة لديهم :** يمكن للمشتريين التأثير على ربحية المؤسسات وبالتالي على قيم أسهمها السوقية من خلال عرض أسعار منخفضة وبالتالي تراجع العوائد، أو طلب منتجات مرتفعة الجودة وبالتالي زيادة تكاليف هذه العمليات التي من شأنها أن تزيد من النقدية الخارجة.

**5-4 الموردون و قدرة المساومة لديهم :** يلعب الموردون دورا هاما خاصة عندما يكونون أكثر قوة و أقل عددا وأكثر تركيزا، حيث يتوافر هذه الشروط تبرز قوتهم الكبيرة في حرية التغيير في سعر الخدمة والسلعة التي يقدمونها للمؤسسات، وبالتالي التحكم في التكاليف سواء الثابتة أو المتغيرة ومنه التأثير على التدفقات النقدية الخارجة ومنه الأرباح المحققة وبالتالي القيم السوقية لأسهم هذه المؤسسات.

<sup>1</sup> / علي بن الضب، مرجع سابق، ص64.

<sup>2</sup> / صالح مفتاح وفريدة معاري، متطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية، مجلة الباحث، العدد 07، جامعة ورقلة، 2010، ص 181 – 281.

<sup>3</sup> / عدنان فائزة، سياسة توزيعات الأرباح وأثرها على القيمة السوقية لأسهم المؤسسات الاقتصادية المدرجة في البورصة (دراسة قياسية لأسهم البنوك المدرجة في بورصة عمان خلال الفترة الممتدة ما بين 2005 – 2013 باستخدام نماذج بانل)، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في مالية المؤسسات، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، قسم علوم التسيير جامعة الجزائر 3، 2016-2017، ص 84-85.

5-5 تهديد دخول مؤسسات جديدة : إن طرح المؤسسة لمنتج بجودة عالية وبقنوات توزيع ممتدة وبأسعار منخفضة يخلق حواجز أمام المنافسين الجدد وهو ما ينعكس إيجاباً على معدل العائد المحقق والقيمة السوقية لأسهم المؤسسة.

### المطلب الثالث : العلاقة بين سياسة توزيع الأرباح والقيمة السوقية

تعد دراسة العلاقة بين سياسة توزيع الأرباح وقيمة المنشأة من أهم القضايا المعاصرة للإدارة المالية، حيث دار الجدل بين العلماء والممارسين في مجال الإدارة المالية منذ أكثر من أربعين عاماً، حول ما إذا كان هناك هيكل مالي أمثل من عدمه، وما إذا كان الهيكل المالي يؤثر على قيمة المنشأة أم لا، حيث يعتبر هذا الجدل عبارة عن مدخل طبيعي لتفسير السلوك التمويلي للمنشآت، إلا أنه وكما يقول بريجهام وجابنسكي ان جميع نظريات الهيكل المالي تحاول تحليل كيفية تأثير الهيكل المالي على كل من تكلفة الأموال وقيمة المنشأة، وتعد العلاقة بين سياسة توزيع الأرباح والقيمة السوقية ذات أهمية كبيرة لشركات الأعمال وذلك لأهميتها من الجانب الاستثماري والتمويلي والذي ينعكس على القيمة السوقية لأسهم الشركات، إذ يعد تعظيم القيمة السوقية للشركة هدفاً أساسياً تسعى إليه جميع الشركات من خلال تعظيم سعر السهم، ويمكن ان تفسر العلاقة بين أسعار الأسهم ومستوى النشاط الاقتصادي عن طريق نموذج مقسوم الأرباح لتقييم الأسهم، إذ أن سعر السهم السوقي يمكن أن يستخرج من المعادلة التية:

$$\text{سعر السهم} = \frac{\text{الأرباح الموزعة}}{\text{معدل الخصم}} - \text{نسبة الأرباح}$$

فأسعار الأسهم تستمد علاقتها من مستوى النشاط الاقتصادي عن طريق الأرباح المتوقع توزيعها، وكذلك معادلات الخصم او نسب الرسملة السائدة، فعندما يتوسع الإقتصاد بمعادلات جيدة فإن أرباح الشركات في الغالب ترتفع، و بالتالي فإن الأرباح المخصصة للتوزيع على المساهمين بدورها تزيد، وعلى العكس من ذلك تماماً إذا شهد الإقتصاد تراجعاً فإن أرباح الشركات تميل الى الإنخفاض او التذبذب، وهذا بدوره سوف يؤدي الى إنخفاض الأرباح الموزعة أو إلى توقفها، وبالتالي تنخفض القيمة السوقية للسهم<sup>1</sup>.

تعتبر سياسة توزيع الأرباح من أهم السياسات التمويلية في الشركة، لما لها من أثر على المساهمين وانعكاسات على سعر السهم، حيث يتأثر هذا الأخير بمعدل النمو للشركة الذي بدوره يتأثر بسياسة توزيع الأرباح من خلال نسبة الأرباح المحتجزة واعادة استثمارها مستقبلاً، مما ينعكس على القيمة السوقية، حيث تسعى الشركة إلى تحقيق التوازن بين نسبة التوزيع وبين معدل النمو للأرباح، لأن هدف المستثمرين هو الاستفادة في كلا الحالتين، سواء بالحصول على توزيعات الأرباح الدورية أو الاستفادة من الأرباح الرأسمالية.

إن قرار توزيع الأرباح هو أهم قرار يمكن أن يتخذه المديرين، لأنه يؤثر على تعظيم ثروة المساهمين من خلال السياسة المتبعة للشركة، لذلك يتعين على الشركات تحقيق التوازن بين نسبة التوزيع ونسبة الاحتجاز، فالشركات تشارك المستثمرين في الأرباح التي تحققها،

<sup>1</sup> / سعود جايد مشكور وزهور عبد السلام صادق، العلاقة بين سياسة توزيع الأرباح والقيمة السوقية للسهم وأثرهما على حجم التداول "دراسة في عينة من المصارف المسجلة في سوق العراق للأوراق المالية"، مجلة الدناير، العدد15، جامعة المثنى، 2019، ص381-382.

سواء من خلال التوزيعات النقدية أو من خلال إعادة استثمار الأرباح المحتجزة ، حيث أن زيادة الأرباح يؤدي إلى زيادة التوزيعات وقد يفضل المستثمر إعادة استثمار التوزيعات النقدية، وبذلك يكون مهتما بقيمة السهم أكثر من العائد الجاري<sup>1</sup>.

#### المطلب الرابع : متغيرات الدراسة وكيفية قياسها

إشتملت متغيرات الدراسة متغيرين مستقلين ومتغير تابع، وحددت المتغيرات المستقلة في نصيب السهم من الأرباح الإجمالية ونصيب السهم من صافي الأرباح، والتي تعتبر مهمة من وجهة نظر الباحث في انعكاس تأثيرها على القيمة السوقية، أما المتغير التابع فتمثل في القيمة السوقية حيث يعكس هذا الأخير أداء المؤسسة وفيما يلي تعريف بمتغيرات الدراسة<sup>2</sup>:

- نصيب السهم من الأرباح الاجمالية **DPA**: تدل هذه النسبة على العائد الذي يمكن أن يحصل عليه المستثمر أو المؤسسة في شكل توزيعات نقدية وهي حصيلة قسمة الأرباح النقدية الموزعة على عدد الأسهم المكتتب فيها.

الأرباح النقدية الموزعة

$$DPA = \frac{\text{الأرباح النقدية الموزعة}}{\text{عدد الأسهم المكتتب فيها}}$$

عدد الأسهم المكتتب فيها

- نصيب السهم من صافي الأرباح **BPA** : (ربحية السهم) وتسمى كذلك نسبة العائد على السهم، ويقاس هذا المعدل ما يستحق لحملة الأسهم من أرباح والتي نحصل عليها من قسمة الأرباح الصافية السنوية على عدد الأسهم المكتتب فيها.

الأرباح الصافية السنوية

$$BPA = \frac{\text{الأرباح الصافية السنوية}}{\text{عدد الأسهم المكتتب فيها}}$$

عدد الأسهم المكتتب فيها

- القيمة السوقية للمؤسسة **MVE**: من أجل الحصول على أفضل تمثيل لهذا المتغير فقد اعتمدنا متوسط سعر السهم معبرا عنه بمتوسط سعر الإغلاق للسهم لكل مؤسسة من المؤسسات ضمن العينة خلال الفترة الممتدة من 2010 إلى غاية 2020، وتعتبر القيمة السوقية للسهم المعيار الأساسي بالنسبة للمستثمر لتقييم الوضعية المالية للمؤسسة ومدى إمكانية استمرارها ونموها.

- الخطأ العشوائي : يرجح وجود هذا الخطأ إلى عدة أسباب مختلفة منها ما تعلق بإهمال بعض المتغيرات المستقلة الممكن تأثيرها على المتغير التابع، الصياغة الرياضية غير السليمة للنموذج، أو نتيجة حدوث خطأ في كل من تجميع بعض البيانات وقياس المتغيرات المالية.

<sup>1</sup> / براين مختارية وحسان إسحاق، مرجع سابق، ص 70-71.

<sup>2</sup> / رشيد حفصي، مرجع سابق، ص 44، 45.

### المبحث الثالث : الدراسات السابقة التي تناولت سياسة توزيع الأرباح والقيمة السوقية

#### المطلب 01. الدراسات السابقة باللغة العربية

1/ الدراسة الأولى : خيرة مزوزي، أثر الإعلان عن سياسة توزيع الأرباح على أسعار الأسهم المدرجة في سوق دبي المالي (2015)<sup>1</sup>

هدفت الدراسة إلى قياس تأثير الإعلان عن سياسة توزيع الأرباح على أسعار الأسهم المدرجة في سوق دبي المالي، حيث شملت عينة الدراسة 8 مؤسسات من بين 22 مؤسسة قامت بتوزيع أرباحها خلال سنة 2011، وذلك باستخدام منهجية دراسة الحدث، وقد تم تحديد نافذة الحدث تشمل فترة خمسة أيام قبل الإعلان عن توزيعات الأرباح وخمسة أيام بعد الإعلان ... وقد توصلت الدراسة إلى :

✓ عدم وجود تأثير للإعلان عن توزيعات الأرباح على أسعار أسهم المؤسسات المدرجة في سوق دبي المالي وهذا يدل على أن السوق غير قادر على التفاعل مع المعلومات الجديدة فيما يتعلق بالتوزيعات على الأرباح.

2/ الدراسة الثانية : جعفر حميد الشاوي الهام وعبد الحسين صالح الساعدي علاء وعبد الحسين هاتف المريني مجيد، إدارة الأرباح وعلاقتها بعوائد السهم (دراسة تطبيقية على عينة من الشركات الصناعية في دولة الامارات العربية المتحدة) (2015)<sup>2</sup>

هدفت الدراسة إلى الكشف عن العلاقة بين ممارسات إدارة الأرباح وعوائد أسهم الشركات الصناعية، وذلك من منطلق أن المحاسبين يمكنهم أن يغيروا أرقام البيانات المالية من خلال ممارسات إدارة الأرباح، حيث اعتمدت البيانات المالية لعينة مكونة من (14 شركة) صناعية اماراتية ولفترة 9 سنوات من 2006 إلى 2014، وذلك باستعمال التحليل المقطعي للسلاسل الزمنية، لكشف العلاقة بين ممارسات ادارة الأرباح وعوائد الأسهم، وكانت النتائج كالتالي:

✓ الشركات قد مارست ادارة الارباح في السنوات 2006، 2010، 2011، ولم تكن هناك ممارسات اخرى في السنوات الأخرى.

✓ وجود علاقة سلبية غير دالة احصائيا بين ادارة الأرباح وعوائد الأسهم للشركات الصناعية الإماراتية لإسلوب ادارة الأرباح بالمجمل.

3/ الدراسة الثالثة : حورية بديدة ، أثر الإعلان عن سياسة توزيع الأرباح على السوق المالي (2019)<sup>3</sup>

كان الهدف من هذه الدراسة هو قياس أثر الإعلان عن التغيير في توزيعات الأرباح على ردة فعل السوق المالي الفرنسي حيث حملت العينة 153 حدث ل 39 شركة مدرجة في المؤشر المالي CAC 40 ( للفترة 2010-2015) - باستخدام أسلوب دراسة الحدث و بيانات بائل ، حيث توصلت الدراسة إلى النتائج التالية :

<sup>1</sup> / خيرة مزوزي، أثر الإعلان عن سياسة توزيع الأرباح على أسعار الأسهم المدرجة في سوق دبي المالي، رسالة ماجستير، جامعة ورقلة، غير منشورة، 2015.

<sup>2</sup> / جعفر حميد الشاوي الهام وآخرون، إدارة الأرباح وعلاقتها بعوائد السهم، مجلة البحوث الاقتصادية والمالية، العدد الرابع، 2015.

<sup>3</sup> / حورية بديدة، أثر الإعلان عن سياسة توزيع الأرباح على السوق المالي، أطروحة دكتوراه، جامعة ورقلة، غير منشورة، 2019.

- ✓ هناك رد فعل للسوق المالي الفرنسي لإعلانات التغير في توزيع الأرباح في نفس الاتجاه.
  - ✓ توجد علاقة طردية بين الإعلان عن التغير في توزيعات الأرباح للشركات الفرنسية والعوائد غير العادية التراكمية.
  - ✓ التخفيض في التوزيعات له أثر أعلى السوق المالي.
  - ✓ هناك علاقة بين الإنخفاض في توزيعات الأرباح والإنخفاض في الأرباح المستقبلية والتي تدعم نظرية الإشارة.
- 4/ الدراسة الرابعة: عبد الحق قنون وعبد الغني دادن، أثر سياسة توزيع الأرباح على القيمة البورصية للمؤسسات الاقتصادية (2019)<sup>1</sup>.**

هدفت هذه الدراسة إلى تبيان أثر سياسة توزيع الأرباح على القيمة البورصية للمؤسسات الاقتصادية المدرجة في سوق قطر للأوراق المالية، وكذلك تبيان أشكال سياسة توزيع الأرباح الأكثر تأثيراً على القيمة البورصية للمؤسسة، حيث تم الاعتماد على عينة من 26 مؤسسة مدرجة في بورصة قطر في الفترة من 2013 إلى 2016، باستخدام الانحدار الخطي المتعدد والبسيط، للكشف عن هذه العلاقة بين المتغيرات المستقلة (التوزيعات النقدية، التوزيعات في شكل أسهم، الأرباح المحتجزة) وتأثيرها على القيمة البورصية للمؤسسة (المتغير التابع)، وتوصلت الدراسة إلى :

- ✓ وجود علاقة ذات دلالة احصائية بين سياسة توزيع الأرباح وقيمة المؤسسة.
  - ✓ التوزيعات النقدية من أكثر أشكال توزيعات الأرباح تأثيراً على قيمة المؤسسة البورصية.
- 5/ الدراسة الخامسة : براني مختارية وحسيني إسحاق، سياسة توزيع الأرباح وتقلب سعر السهم في عينة من الشركات المدرجة في السوق السعودي (2020)<sup>2</sup>**

هدفت هذه الدراسة، إلى معرفة العلاقة بين سياسة توزيع الأرباح وتقلب سعر السهم في عينة من الشركات المدرجة في السوق السعودي، خلال الفترة 2008 – 2018 ، حيث شملت الدراسة 20 شركة، تم استخدام سعر السهم كمتغير تابع، نصيب السهم من التوزيعات النقدية كمتغير مستقل ومتغير حقوق المساهمين مجموع الديون وربحية السهم كمتغيرات تحكيمية، وقد توصلت الدراسة إلى:

- ✓ وجود علاقة ايجابية بين سياسة توزيع الأرباح وسعر السهم.
- ✓ وجود علاقة ايجابية بين ربحية السهم ومجموع الديون وسعر السهم.
- ✓ وجود علاقة سلبية بين حقوق المساهمين وسعر السهم.

<sup>1</sup> / عبد الحق قنون وعبد الغني دادن، أثر سياسة توزيع الأرباح على القيمة البورصية للمؤسسات الاقتصادية، مجلة الدراسات الاقتصادية الكمية، 1033-2437-ISSN- عدد 04/05/2019.

<sup>2</sup> / براني مختارية وحسيني إسحاق، سياسة توزيع الأرباح وتقلب سعر السهم في عينة من الشركات المدرجة في السوق السعودي، مجلة أبحاث اقتصادية وإدارية ، جامعة معسكر ، المجلد 14 ، العدد 02 : 2020.

6/ الدراسة السادسة : حاج شريف هشام وحريري عبد الغني ، تأثير توزيعات الأرباح على القيمة السوقية لأسهم شركة صيدال المدرجة في بورصة الجزائر(2021)<sup>1</sup>.

كان الهدف من الدراسة التعرف على مدى تأثير توزيعات أرباح شركة صيدال (المدرجة في بورصة الجزائر) على القيمة السوقية لأسهمها، حيث تم تطبيق الدراسة على شركة صيدال المدرجة في بورصة الجزائر خلال الفترة (1999 – 2019)، باستخدام طريقة الانحدار الذاتي للفجوات الزمنية الموزعة ARDL، فتوصلت إلى النتائج التالية :

✓ وجود علاقة طردية بين توزيعات الأرباح والقيمة السوقية للسهم .

✓ وجود علاقة سببية أحادية الاتجاه من المتغير المستقل (توزيعات الأرباح) والمتغير التابع (القيمة السوقية للسهم).

7/ الدراسة السابعة: الداوي خيرة، غريب بولرباح وخويلد ابراهيم، تأثير هيكل الملكية على توزيع الأرباح (دراسة تطبيقية على الشركات الصناعية المدرجة في سوق عمان (2021)<sup>2</sup>.

كان الهدف من الدراسة تحديد أثر الهيكل المالي على سياسة توزيعات الأرباح للشركات الصناعية المدرجة في سوق عمان للأوراق المالية، حيث طبقت الدراسة على عينة من 15 شركة صناعية مدرجة في السوق المالي على مدى سبعة أعوام في الفترة الممتدة من 2013 إلى 2019، وبما يمثل (105 مشاهدة)، ولتحقيق أهداف الدراسة تم الاعتماد على نماذج بانل الخطية الغير متجانسة لمعالجة البيانات احصائياً، وكانت النتائج المتوصل إليها كما يلي :

✓ وجود علاقة ايجابية بين الملكية الإدارية وتوزيعات الأرباح .

✓ وجود علاقة سلبية بين تركيز الملكية وتوزيعات الأرباح.

8/ الدراسة الثامنة : د. بلعشي عبد المالك ود. مزيان سعيد، أثر سياسة توزيع الأرباح على القيمة السوقية للسهم في المؤسسة الاقتصادية (2021)<sup>3</sup>.

كان الهدف من هذه الدراسة محاولة معرفة أثر سياسة توزيع الأرباح على السعر السوقي لسهمين مجتمعين وهما بيوفارم وصيدال للصناعة الصيدلانية وذلك باعتبار المجمعان مسعران في بورصة الجزائر، حيث يتبع مجتمع صيدال سياسة مستقرة لتوزيع الأرباح، في حين ينتهج مجتمع بيوفارم السياسة الأفضل في التوزيع، بالاعتماد على دراسة تحليلية مقارنة لمجمعي بيوفارم وصيدال لصناعة المواد الصيدلانية خلال الفترة 2015-2018، وذلك من خلال مجموعة من المؤشرات والنسب المالية، وكانت النتائج المتوصل إليها:

✓ تأثر السعر السوقي للسهم خلال فترة توزيع الأرباح تأثير إيجابي .

✓ المساهمين في الواقع العملي يجتذون سياسة توزيع الأرباح الثابتة.

<sup>1</sup> / حاج شريف هشام وحريري عبد الغني ، تأثير توزيعات الأرباح على القيمة السوقية لأسهم شركة صيدال المدرجة في بورصة الجزائر خلال الفترة (1999 – 2019) باستخدام طريقة الانحدار الذاتي للفجوات الزمنية الموزعة ARDL ، مجلة مجاميع المعرفة، المجلد: 07 ، عدد: 01 مكرر /لشهر أفريل 2021.

<sup>2</sup> / الداوي خيرة و غريب بولرباح وخويلد ابراهيم، تأثير هيكل الملكية على توزيع الأرباح، مجلة المؤسسة، المجلد 10 ، العدد : 01، السنة 2021.

<sup>3</sup> / د بلعشي عبد المالك و د مزيان سعيد ، و د مزيان سعيد ، أثر سياسة توزيع الأرباح على القيمة السوقية للسهم في المؤسسات الاقتصادية ، مجلة الدراسات المالية والمحاسبية والإدارية ، دراسة تحليلية مقارنة لمجمعي بيوفارم وصيدال لصناعة المواد الصيدلانية خلال فترة 2015-2018 ، سوق اهراس ، المجلد 08 ، عدد 02، جوان 2021.

9/ الدراسة التاسعة: موصو سراح ومحمد الصديق بن يحيى، جامعة جيجل، الجزائر، أكتوبر 2022، دراسة قياسية لأهمية تأثير سياسة توزيع الأرباح على الأداء المالي للمؤسسات الاقتصادية المدرجة في مؤشر S&P100 (2022)<sup>1</sup>.

هدفت الدراسة إلى اختبار وقياس تأثير سياسة توزيع الأرباح على الأداء المالي للمؤسسات الاقتصادية، حيث طبقت الدراسة على عينة من 51 مؤسسة خلال الفترة من 2014 إلى 2018، باستعمال نماذج بانل باستخدام نموذج التأثيرات الثابتة، حيث توصلت الدراسة إلى :

- ✓ عدم وجود تأثير ذو دلالة احصائية لسياسة توزيع الأرباح.
- ✓ كما توصلت الدراسة أيضا إلى وجود تأثير موجب ذو دلالة احصائية للأرباح المحتجزة على العائد على اجمالي الاصول
- ✓ كما أشارت نتائج الدراسة إلى وجود تأثير سلبي للرفع المالي على أداء المؤسسات محل الدراسة.

### المطلب الثاني: الدراسات باللغة الأجنبية

**-1- Sorin Gapriel Anton ; The impact of dividend policy on firm value a panet data analysis of Romanian listed firms (2016)**<sup>2</sup>.

هدفت هذه الدراسة إلى التحقق من تأثير سياسة توزيع الأرباح على قيمة الشركات المدرجة في بورصة بوخارست (BSE)، وأخذت 30 شركة مدرجة في بورصة بوخارست (BSE) خلال الفترة (2001 – 2011)، وذلك باستخدام نموذج التأثيرات الثابتة، وأظهرت النتائج أن :

- ✓ وجود علاقة مباشرة بين سياسة توزيع الأرباح والقيمة السوقية للشركات.
- ✓ المديرين يمكنهم خلق القيمة من خلال زيادة الأرباح إلى المستوى الأمثل.
- ✓ نسبة توزيعات الأرباح تؤثر بشكل إيجابي على قيمة الشركة .
- ✓ الرفع المالي وحجم الشركة لهما تأثير إيجابي على قيمة الشركة .

**-2- Bhattarai Bishnu Prasad ; Determinants of Share Price of Nepalese Commercial Banks (2020)**<sup>3</sup>

هدفت هذه الدراسة إلى البحث عن محددات سعر سهم البنوك التجارية النيبالية، وذلك من خلال عينة مكونة من 10 بنوك تجارية تابع لبورصة النيبال لتمثل المجموعة المستهدفة البالغ عددها 26 بنك، خلال الفترة الممتدة بين 2011 – 2020 ، حيث

<sup>1</sup> / موصو سراح ومحمد الصديق بن يحيى، دراسة قياسية لأهمية تأثير سياسة توزيع الأرباح على الأداء المالي للمؤسسات الاقتصادية المدرجة في مؤشر S&P100، جامعة جيجل، الجزائر، أكتوبر 2022..

<sup>2</sup>/ Sorin Gapriel Anton ; The impact of dividend policy on firm value a panet data analysis of Romanian listed firms; Journal of Publis Administration; Finance and Law; Jssue; 2016.

<sup>3</sup>/ Bhattarai Bishnu Prasad, Determinants of Share Price of Nepalese Commercial Banks, Indian Journals, 2020.

تم إجراء الدراسة باستخدام المنهج الكمي متبوعًا بالبحث الوصفي لإجراء دراسة مختصرة ودقيقة حول المتغيرات المختارة والبيانات المقطعية المجمعة التي يتم جمعها من البنوك المدرجة في NEPSE في وقت واحد، حيث توصلت الدراسة إلى :

- ✓ أن القيمة الدفترية للسهم الواحد وحجم الشركة للبنوك التجارية النيبالية قد وجدت في نمو طردي في حين أن الربحية والأرباح وأداء الأسهم في السوق متقلب وغير ثابت.
- ✓ أظهرت النتائج أن نسبة السعر إلى ربحية السهم لها علاقة إيجابية مع سعر السهم، في حين أظهر عائد توزيعات الأرباح وجود علاقة عكسية مع سعر السهم.

### **-3-Mujino Adi Wijaya ; The effect of dividend policy . Det policy . profitability . Asset structure . and company Size. On the value of manufacturing companies listed on the Indonesia stock exchange (2021)<sup>1</sup>**

كان الهدف من الدراسة فحص وتحليل تأثير كل من سياسة توزيع الأرباح، سياسة الدين، الربحية، هيكل الأصول وحجم الشركة على قيمة شركات التصنيع، وشملت العينة 9 شركات تصنيع مدرجة في بورصة إندونيسيا (BSI) خلال الفترة (2013 - 2019)، بواسطة جمع البيانات من المواقع الرسمية لكل شركة، حيث تبين أن :

- ✓ ليس لسياسة توزيع الأرباح أي أثر على قيمة الشركة، بينما لكل من سياسة الدين و الربحية و هيكل الأصول وحجم الشركة تأثير على قيمة الشركة.

### **-4-Wai Tong Kam ; The Impact of Dividend Policy on The Price Volatilization of Common Stock (2022).<sup>2</sup>**

حاولت هذه الدراسة فحص ما إذا كانت سياسة توزيع الأرباح ستؤثر في تقلب أسعار الأسهم العادية في بورصة هونغ كونغ (HKEX)، حيث طبقت الدراسة على 354 شركة مدرجة في بورصة هونغ كونغ خلال الفترة (2001 - 2022)، باستخدام نموذج التأثيرات الثابتة والعشوائية لقياس تأثير كل من العائد وسياسة توزيع الأرباح على تذبذب أسعار الأسهم، فتوصلت الدراسة إلى:

- ✓ وجود تأثير لنسبة توزيع الأرباح والعائد على أسعار الأسهم العادية وترتبط سلبًا معها.

<sup>1/</sup> Mujino Adi Wijaya ; The effect of dividend policy . Det policy . profitability . Asset structure . and company Size. On the value of manufacturing companies listed on the Indonesia stock exchange(2013 - 2019); International journal of Economics; Business and Accounting Research (IJEBAR) Peer Reviewed- International Journal vol-5; Issue-2-2001.

<sup>2/</sup> Wai Tong Kam ; The Impact of Dividend Policy on The Price Volatilization of Common Stock; ([www.preprints.org](http://www.preprints.org)) posted; 22 february 2022.

**-5-Walid ZIRAM ; Stock Price Reaction to Dividend Announcements: an Empirical Study on Companies Listed in Malaysia Stock Exchange (2022)<sup>1</sup>.**

حيث كان الهدف منها هو دراسة ردود أفعال سوق الأوراق المالية الماليزي لإعلانات تغيير أرباح الشركات المدرجة في سوق الأوراق المالية الماليزية ، حيث تكونت العينة من 30 شركة مدرجة في سوق الأوراق المالية الماليزية خلال الفترة من 2011 إلى 2018 ، وذلك من خلال حساب العائد غير الطبيعي لكل شركة بدقة ، حيث توصلت الدراسة إلى النتائج التالية :

- ✓ تظهر نتائج التحليل أنه في تاريخ الإعلان كانت استجابة السوق إيجابية مع زيادة الأرباح .
- ✓ بالنسبة للأرباح الثابتة في تاريخ الإعلان لم يتم نقل معلومات جديدة إلى السوق.

**المطلب الثالث: مقارنة الدراسة الحالية مع الدراسات السابقة**

بعد عرضنا للدراسات السابقة والتي شكلت منطلق الأفكار للدراسة الحالية، تم إنجاز هذا المطلب لخصر أوجه الاختلاف والتشابه التي ميزة دراستنا عن الدراسات السابقة.

**الفرع الأول: عرض أوجه التشابه والاختلاف بين الدراسة الحالية والدراسات السابقة**

الجدول رقم (1-1): جدول يوضح أوجه التشابه والاختلاف بين الدراسة الحالية والدراسات السابقة

أوجه الاختلاف		أوجه التشابه	الدراسة
الدراسة الحالية	الدراسات السابقة		
المتغير التابع: القيمة السوقية المنهج المستخدم: نماذج بانل	المتغير التابع: اسعار السهم المنهج المستخدم: منهجية دراسة الحدث	المتغير المستقل: توزيعات الأرباح عينة الدراسة: البورصة	1- خيرة مزوزي (2015)، أثر الإعلان عن سياسة توزيع الأرباح على أسعار الأسهم المدرجة في سوق دبي المالي
المتغير التابع: القيمة السوقية فترة الدراسة: 11 سنة	المتغير التابع: عوائد الأسهم فترة الدراسة: 9 سنوات	المتغير المستقل: توزيعات الأرباح الحيز المكاني: البورصة	2- جعفر حميد الشاوي الهام وعبد الحسين صالح الساعدي علاء وعبد الحسين هاتف الميرياني

<sup>1/</sup> Walid ZIRAM ; **Stock Price Reaction to Dividend Announcements: an Empirical Study on Companies Listed in Malaysia Stock Exchange**; Algerian Review of Economic Development (AROE); Number 02; 2022.

المنهج المستخدم: نماذج بانل عينة الدراسة: بورصة عمان	المنهج المستخدم: السلاسل المقطعية الزمنية عينة الدراسة: مؤسسات صناعية اماراتية		مجيد(2015)، ادارة الأرباح وعلاقتها بعوائد السهم
المتغير التابع: القيمة السوقية عينة الدراسة: بورصة عمان	المتغير التابع: ردة فعل السوق المالي عينة الدراسة: المؤشر المالي CAC 40	المتغير المستقل: توزيعات الأرباح المنهج المستخدم: نماذج بانل	3- حورية بديدة (2019)، أثر الإعلان عن سياسة توزيع الأرباح على السوق المالي.
المتغير التابع: القيمة السوقية المنهج المستخدم: نماذج بانل	المتغير التابع: القيمة البورصية للمؤسسات المنهج المستخدم: الانحدار الخطي المتعدد والبسيط	المتغير المستقل: توزيعات الأرباح الحيز المكاني: البورصة	4- عبد الحق قنون وعبد الغني دادن(2019)، أثر سياسة توزيع الأرباح على القيمة البورصية للمؤسسات الأقتصادية
المتغير التابع: القيمة السوقية فترة الدراسة: 11 سنة عينة الدراسة: 7 شركات مدرجة في بورصة عمان	المتغير التابع: سعر السهم فترة الدراسة: 10 سنوات عينة الدراسة: 20 شركة مدرجة في السوق السعودي	المتغير المستقل: توزيعات الأرباح الحيز المكاني: البورصة	5- براني مختارية وحسيني إسحاق(2020)، سياسة توزيع الأرباح وتقلب سعر السهم في عينة من الشركات المدرجة في السوق السعودي
عينة الدراسة: 7 شركات مدرجة في بورصة عمان المنهج المستخدم: نماذج بانل	عينة الدراسة: شركة صيدال المدرجة في بورصة الجزائر المنهج المستخدم: الانحدار الذاتي للفجوات الزمنية الموزعة ARDL	المتغير المستقل: توزيعات الأرباح المتغير التابع: القيمة السوقية للمؤسسة	6- حاج شريف هشام وحريوي عبد الغني (2021)، تأثير توزيعات الأرباح على القيمة السوقية لأسهم شركة صيدال المدرجة في بورصة الجزائر

<p>المتغير المستقل: توزيعات الأرباح المتغير التابع: القيمة السوقية للمؤسسة فترة الدراسة: 11 سنة</p>	<p>المتغير المستقل: هيكل الملكية المتغير التابع: توزيعات الأرباح فترة الدراسة: 7 سنوات</p>	<p>الحيز المكاني: بورصة عمان المنهج المستخدم: نماذج بانل</p>	<p>7- الداوي خيرة وغريب بولرباح وخويلد ابراهيم(2021)، تأثير هيكل الملكية على توزيع الأرباح (دراسة تطبيقية على الشركات الصناعية المدرجة في سوق عمان</p>
<p>عينة الدراسة: 7 شركات مدرجة في بورصة عمان المنهج المستخدم: نماذج بانل</p>	<p>عينة الدراسة: شركة بيوفارم وصيدال المدرجان في بورصة الجزائر المنهج المستخدم: مجموعة من المؤشرات والنسب المالية</p>	<p>المتغير المستقل: توزيعات الأرباح المتغير التابع: القيمة السوقية</p>	<p>8- د. بلعشي عبد المالك ود. مزيان سعيد(2021)، أثر سياسة توزيع الأرباح على القيمة السوقية للسهم في المؤسسة الاقتصادية</p>
<p>المتغير التابع: القيمة السوقية للمؤسسة الحيز المكاني: بورصة عمان فترة الدراسة: 11 سنة</p>	<p>المتغير التابع: الأداء المالي الحيز المكاني: مؤشر S&amp;P100 فترة الدراسة: 5 سنوات</p>	<p>المتغير المستقل: توزيعات الأرباح المنهج المستخدم: نماذج بانل</p>	<p>9- موصو سراح ومحمد الصديق بن يحي (2022) ، دراسة قياسية لأهمية تأثير سياسة توزيع الأرباح على الأداء المالي للمؤسسات الاقتصادية المدرجة في مؤشر S&amp;P100</p>
<p>الحيز المكاني: بورصة عمان</p>	<p>الحيز المكاني: بورصة بوخارست (BSE)</p>	<p>المتغير المستقل: توزيعات الأرباح المتغير المستقل: القيمة السوقية للمؤسسة فترة الدراسة: 11 سنة المنهج المستخدم:</p>	<p>10- Sorin Gabriel Anton(2016) ; The impact of dividend policy on firm value a panet data analysis of</p>

		نماذج بانل	Romanian listed firms
عينة الدراسة: 7 شركات مدرجة في بورصة عمان فترة الدراسة: 11 سنة	عينة الدراسة: 10 بنوك تجارية تابع لبورصة النيبال فترة الدراسة: 10 سنوات	المنهج المستخدم: نماذج بانل	<b>Bhattarai -11 Bishnu Prasad (2020);</b> Determinants of Share Price of Nepalese Commercial Banks
عينة الدراسة: 7 شركات مدرجة في بورصة عمان فترة الدراسة: 11 سنة المنهج المستخدم: نماذج بانل	عينة الدراسة: 9 شركات تصنيع مدرجة في بورصة إندونيسيا (BSI) فترة الدراسة: 7 سنوات المنهج المستخدم: جمع البيانات من المواقع الرسمية لكل شركة	المتغير المستقل: توزيعات الأرباح المتغير التابع: قيمة المؤسسة	<b>Mujino Adi -12 Wijaya(2021) ;</b> The effect of dividend policy . Det policy . profitability . Asset structure . and company Size. On the value of manufacturing companies listed on the Indonisia stock exchange
المتغير التابع: القيمة السوقية للمؤسسة الحيز المكاني: بورصة عمان	المتغير التابع: اسعار الأسهم الحيز المكاني: بورصة هونغ كونغ	المتغير المستقل: توزيعات الأرباح المنهج المستخدم: نماذج بانل	<b>Wai Tong -13 Kam(2022);</b> The Impact of Dividend Policy

			on The Price Volatilization of Common Stock
المتغير التابع: القيمة السوقية للمؤسسة المتغير المستقل: توزيعات الأرباح الحيز المكاني: بورصة عمان فترة الدراسة: 11 سنة	المتغير التابع: ردود أفعال السوق المتغير المستقل: أرباح الشركات الحيز المكاني: سوق الأوراق المالية الماليزية فترة الدراسة: 8 سنوات		<b>Walid -14</b> <b>ZIRAM(2022) ;</b> Stock Price Reaction to Dividend Announcements: an Empirical Study on Companies Listed in Malaysia Stock Exchange

المصدر: من اعداد الطالبين بالإعتماد على الدراسات السابقة

#### الفرع الثاني: من حيث الإطار المكاني والزمني

في الدراسات السابقة تمثل الحيز المكاني في البورصات والشركات التالية: (سوق دبي المالي، الشركات الصناعية في دولة الامارات العربية المتحدة، السوق المالي الفرنسي، سوق قطر للأوراق المالية، السوق السعودي، بورصة الجزائر، سوق عمان، المؤسسات الاقتصادية المدرجة في مؤشر S&P100، بورصة بوخارست (BSE)، NEPSE، بورصة إندونيسيا (BSI)، بورصة هونغ كونغ، سوق الأوراق المالية الماليزية)، أما فيما يخص دراستنا فكانت في سوق عمان للأوراق المالية، واختلفت الحدود الزمنية بين الدراسات فكانت ما بين 1999 إلى 2022، بينما حدود هذه الدراسة فقد تمت في الفترة من 2010 إلى غاية 2020.

#### الفرع الثالث: من حيث عينة الدراسة

أغلب الدراسات السابقة كان حجم العينة ما بين (9، 10، 30، 354) مؤسسة في الدراسات الأجنبية، و(8، 9، 14، 15، 20، 26، 30، 39، 51) مؤسسة في الدراسات العربية، ومن مجموع 169 مؤسسة مدرجة في بورصة عمان تمثلت عينة الدراسة في 7 مؤسسات.

الفرع الرابع: من حيث القطاع

تمت الدراسات السابقة في عدة قطاعات وشركات مختلفة، في حين دراستنا تم الاعتماد على مجموعة من المؤسسات تنتمي إلى قطاعين فقط الصناعي والخدمي.

الفرع الخامس: من حيث أدوات الدراسة

من أجل تحليل متغيرات الدراسة تم الاعتماد على نموذج بانل لاختبار العلاقة بين متغيرات الدراسة، وذلك لمعرفة أثر المتغير المستقل المتمثل في توزيعات الأرباح على المتغير التابع المتمثل في القيمة السوقية باستخدام برنامج Eviews، إلا أنه في الدراسات السابقة قد تمثلت أدوات الدراسات في التحليل بواسطة الإنحدار الخطي المتعدد والبسيط.

الفرع السادس: من حيث المتغيراتالمتغير التابع:

في هذه الدراسة تم استخدام القيمة السوقية كمتغير تابع، أما في الدراسات السابقة فقد تعددت أشكال المتغيرات التابعة لقياس القيمة السوقية، أسعار السهم، عوائد السهم، القيمة السوقية للبورصة، الأداء المالي....

المتغير المستقل:

أغلب الدراسات السابقة وافقت الدراسة الحالية في توزيعات الأرباح إلا أن هناك من اعتمدت على الهيكل المالي والأداء المالي.

## خلاصة الفصل الأول

نختم هذا الفصل الذي تم سرد فيه أهم الجوانب النظرية لموضوع الدراسة مجزأً إلى مبحثين، أولهما خاص بتوزيعات الأرباح ومدى تأثيرها على القيمة السوقية للمؤسسة لمختلف الشركات المدرجة في البورصة سواء في الدراسات السابقة التي تناولت هذا الموضوع أو النظريات المالية المفسرة لتوزيعات الأرباح والتي يمكن تقسيمها إلى ثلاث توجهات رئيسية وهي عدم وجود تأثير (نظرية مودغلياني وميلر)، ووجود علاقة طردية بينهما (نظرية العصفور في اليد)، أما نظرية التفضيل الضريبي فترى أنه كلما زادت توزيعات الأرباح إنخفضت قيمة الشركة، وهذا الاختلاف نجده في الدراسات السابقة وما توصلت إليه من نتائج، وهذا راجع لإختلاف الحدود الزمنية والمكانية وعينة الدراسة بالدرجة الأولى، لأن ظروف الأسواق تتباين في المتغيرات التي تؤثر على طبيعة العلاقة بين سياسة توزيع الأرباح والقيمة السوقية للمؤسسة مثل الضرائب على توزيعات الأرباح التي تختلف من بلد إلى آخر، بالإضافة إلى الإجراءات القانونية وفرص النمو والاستثمارات المتاحة، ولاستكمال هذا البحث سنقوم بدراسة قياسية لتحديد هذه العلاقة في بوسة عمان في الفصل الثاني.

## الفصل الثاني:

دراسة تطبيقية لأثر توزيعات

الأرباح على القيمة السوقية

للمؤسسة

**تمهيد**

بعد أن تطرقنا في الفصل الأول الى الأدبيات النظرية لتوزيعات الأرباح والقيمة السوقية للمؤسسة، وابرز أهم النظريات التي تفسر العلاقة بينهما، والتي تختلف توجهاتها في تفسير هذه العلاقة بالإضافة إلى بعض الدراسات التي تناولت هذا الموضوع والتي بدورها اختلفت في النتائج المتوصل إليها .. لذا سنقوم في هذا الفصل بدراسة قياسية لأثر سياسة توزيع الأرباح على القيمة السوقية لمؤسسات عينة الدراسة ، بالإضافة الى الطريقة والأدوات المستخدمة في هذه الدراسة ، وهذا بهدف الوصول إلى نتائج تعكس مدى تأثير سياسة توزيع الأرباح على القيمة السوقية للمؤسسات المدرجة في بورصة عمان خلال الفترة (2010-2020).

### المبحث الأول: الطريقة والأدوات المستخدمة في الدراسة

سنحاول في هذا المبحث دراسة سياسة توزيع الأرباح والقيمة السوقية للمؤسسات محل الدراسة من خلال تقديم مجتمع وعينة الدراسة ومؤشرات سياسة توزيع الأرباح وتطور القيمة السوقية خلال الفترة.

#### المطلب الأول: تقديم مجتمع وعينة الدراسة

سنطرق في هذا المطلب لتقديم كل من مجتمع الدراسة والعينة المستخدمة، بالإضافة إلى مصادر جمع البيانات ومتغيرات الدراسة.

#### الفرع الأول: تقديم مجتمع وعينة الدراسة

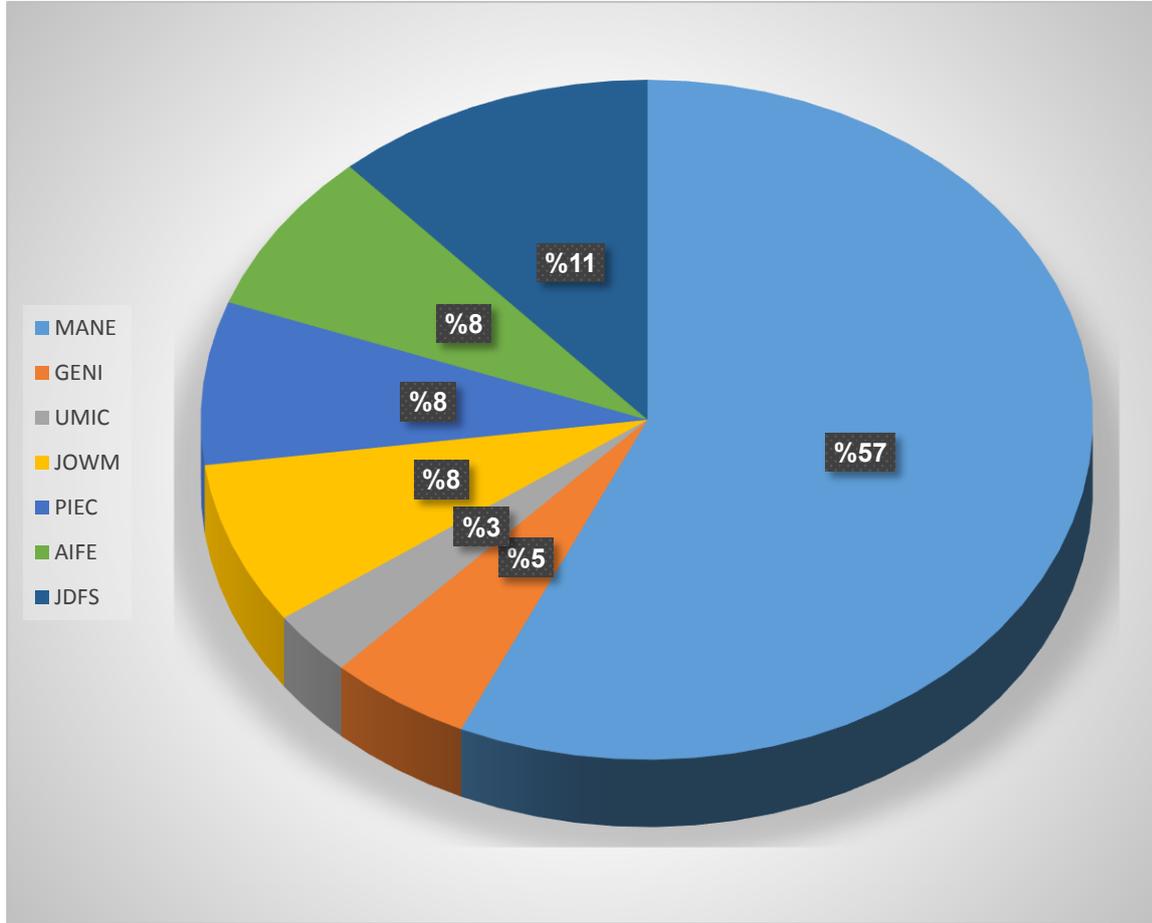
يتمثل مجتمع الدراسة في الشركات المدرجة في بورصة عمان والبالغ عددها 169 شركة، أما عينة الدراسة فقد تم حصرها في سبع مؤسسات من قطاعين مختلفين، واستعمال بياناتها من (2010-2020).

#### الجدول رقم (2 - 1) : تقديم الشركات محل الدراسة

المؤسسة	الرمز	القطاع	رأس المال(دينار أردني)	سنة التأسيس
آفاق لطاقة	MANE	الصناعي	110 000 000	2008
الإستثمارات العامة	GENI	الصناعي	10 000 000	1977
العالمية الحديثة لزيوت النباتية	UMIC	الصناعي	6 000 000	1989
مصانع الأجواخ الاردنية	JOWM	الصناعي	15 000 000	1964
فيلادلفيا الدولية للاستثمارات التعليمية	PIEC	الخدمات	15 000 000	2004
الإسراء للتعليم والإستثمار	AIFE	الخدمات	15 000 000	2004
الأسواق الحرة الأردنية	JDFS	الخدمات	22 500 000	1996

المصدر: من إعداد الطالبين بالإعتماد على القوائم المالية للشركات

الشكل رقم: (2-1): نسب توزيع رأس المال لمؤسسات العينة المدرجة في بورصة عمان



المصدر: من إعداد الطالبين بالإعتماد على برنامج الإحصائي Excel

### الفرع الثاني: متغيرات الدراسة

تشكل متغيرات الدراسة من توزيعات الأرباح كمتغير مستقل والقيمة السوقية للسهم كمتغير تابع.

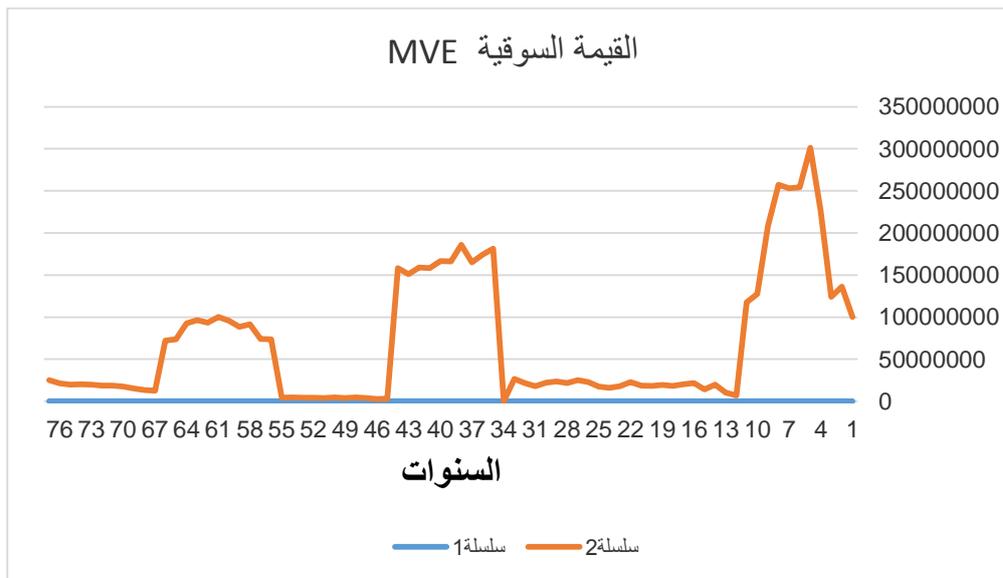
الجدول رقم (2-2) : جدول يوضح أهم المؤشرات المدروسة

المتغير	اسم المؤشرات	الرمز	طريقة الحساب	الدراسات والأبحاث
<u>المتغير التابع:</u> القيمة السوقية	القيمة السوقية للمؤسسة	MVE	القيمة السوقية للمؤسسة	تأثير توزيعات الأرباح على القيمة السوقية لأسهم شركة صيدال المدرجة في بورصة الجزائر(2021)
<u>المتغير المستقل:</u> توزيعات الأرباح	نصيب السهم من صافي الأرباح	BPA	الأرباح الصافية السنوية / عدد الأسهم المكتتب فيها	الداوي خيرة، غريب بولرباح وخويلد ابراهيم، تأثير هيكل الملكية على توزيع الأرباح (2021)
	نصيب السهم من الأرباح الإجمالية	DPA	الأرباح النقدية الموزعة/ عدد الأسهم المكتتب فيها	الداوي خيرة، غريب بولرباح وخويلد ابراهيم، تأثير هيكل الملكية على توزيع الأرباح (2021)

المصدر: من إعداد الطالبين بالاعتماد على الدراسات السابقة

### الفرع الثالث: تمثيلات بيانية لقيم مؤشرات الدراسة

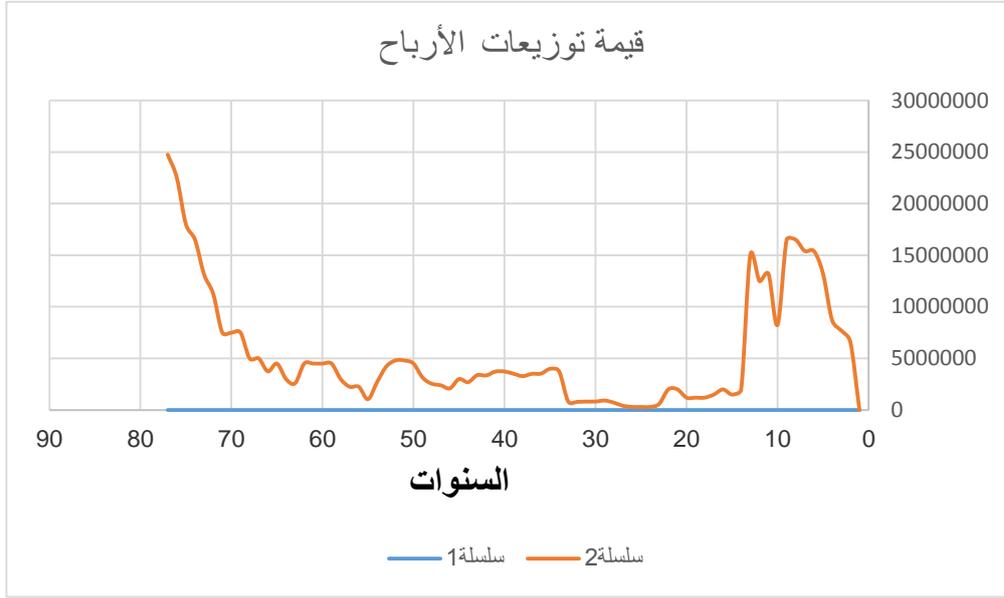
الشكل رقم (2-2): منحنى بياني للقيمة السوقية للمؤسسة MVE خلال فترة الدراسة



المصدر: من إعداد الطالبين بالاعتماد على البرنامج الإحصائي Excel

ثانيا: المتغير المستقل: توزيعات الأرباح

الشكل رقم (2-3): منحني بياني لقيم توزيعات الأرباح خلال فترة الدراسة



المصدر: من إعداد الطالبين بالإعتماد على البرنامج الإحصائي Excel

### المطلب الثاني: الأدوات المستخدمة في الدراسة

تم استخدام البرنامج الإحصائي Excel لتفريغ البيانات المالية الجاهزة المستخدمة لتقدير العلاقة بين متغيرات عينة الدراسة، ونماذج بانل لتقدير العلاقة بين المتغيرات والتي تأخذ شكل بيانات سنوية مقطعية، وذلك باستخدام نماذج بانل الثلاثة<sup>1</sup>:

**1- تعريف نماذج بانل:** هي مجموعة من البيانات التي تجمع بين خصائص البيانات المقطعية والسلاسل الزمنية، فهي تصف سلوك عدد من الوحدات المقطعية في فترات زمنية مختلفة ويمكن أن تأخذ في الاعتبار عدم التجانس بين الوحدات عبر الزمن، ويمكن تقسيم نماذج بانل إلى ثلاث نماذج وهيا:

### 1- نموذج الانحدار التجميعي (PRM)

يعتبر هذا النموذج من أبسط نماذج بيانات بانل، حيث تكون فيه جميع معاملات  $\beta_1, \beta_2$  ثابتة لجميع الفترات الزمنية (يهمل تأثير الزمن)، ويفترض في هذا النموذج أنه يفي بكل الافتراضات المعيارية لنموذج الانحدار الخطي متعدد المتغيرات، وبالتالي فإن النموذج محل العرض يتم تقديره بواسطة المربعات الصغرى العادية.

<sup>1</sup> / بن عمرة عبد الرزاق، مطبوعة خطوات تطبيق تقنية panel data model باستخدام برنامج eviews10 مطبوعة منشورة، جامعة سطيف 1، الجزائر، 2021، ص 2-3.

### 2- نموذج انحدار الآثار الثابتة (FEM)

هذا النموذج يأخذ بعين الإعتبار تغير الميل والمقطع من مجموعة إلى أخرى لمشاهدات المقطع العرضي ضمن العينة المدروسة، بحيث سيتم افتراض جميع المعلمات تتغير بأسلوب ثابت وعلى هذا الأساس تمت تسميتها بنماذج التأثيرات الثابتة، إذن فهي تمثل البعد الفردي والزمني معاً لنموذج بيانات بانل.

### 3- نموذج انحدار التأثيرات العشوائية (REM)

يتمثل النموذج ذو الأثر العشوائي في كون أن الثابت يتغير عشوائياً، وإذا تم العثور على الأثر العشوائي في كل من العامل الفردي والزمني، ولهذا النموذج خواص رياضية تتمثل في مساواة متوسطات مكونات الخطأ للصفر وثبات تبايناتها، ولتقدير هذا النوع من النماذج تستخدم طريقة المربعات الصغرى المعممة.

### المبحث الثاني: عرض نتائج الدراسة ومناقشتها

تم عرض في المبحث الأول متغيرات الدراسة وأدوات قياسها، ومن خلال هذا المبحث سنحاول الإجابة عن الإشكالية المطروحة محل دراستنا من خلال قياس العلاقة بين هذه المتغيرات، وذلك باستخدام نماذج بانل المقدمة سابقاً لمعرفة هل يوجد أثر لسياسة توزيعات الأرباح على القيمة السوقية للسهم.

#### المطلب الأول: عرض نتائج الدراسة

في هذا المطلب سيتم عرض كل من النتائج الإحصائية والقياسية للدراسة.

#### الفرع الأول: نتائج الدراسة الإحصائية الوصفية لمتغيرات الدراسة

بالإستعانة بالبيانات الإحصائية المقدمة سنحاول تقديم تفسير للنتائج خلال فترة الدراسة.

#### الجدول رقم (2-3): المؤشرات الاحصائية الوصفية

	MVE	DPA	BPA
Mean	70 075 597	62.82 817	0.348 996
Median	21 960 000	66.92 800	0.200 000
Maximum	301 000 000	119.1 260	2.200 000
Minimum	0.000 000	0.000 000	0.000 000
Std. Dev.	77 059 723	25.31 890	0.432 634
Skewness	1.156 717	-0.852 437	2.327 749
Kurtosis	3.315 576	3.902 678	8.057 350
Jarque-Bera	17.49 045	11.93 957	151.5 952
Probability	0.000 159	0.002 555	0.000 000
Sum	5.40E+09	4 837.769	26.87 266
Sum Sq. Dev.	4.51E+17	48 719.55	14.22 511
Observations	77	77	77

المصدر: من إعداد الطالبين بالإعتماد على برنامج الإحصائي Eviews

من خلال الجدول (2-2) يتبين لنا ما يلي:

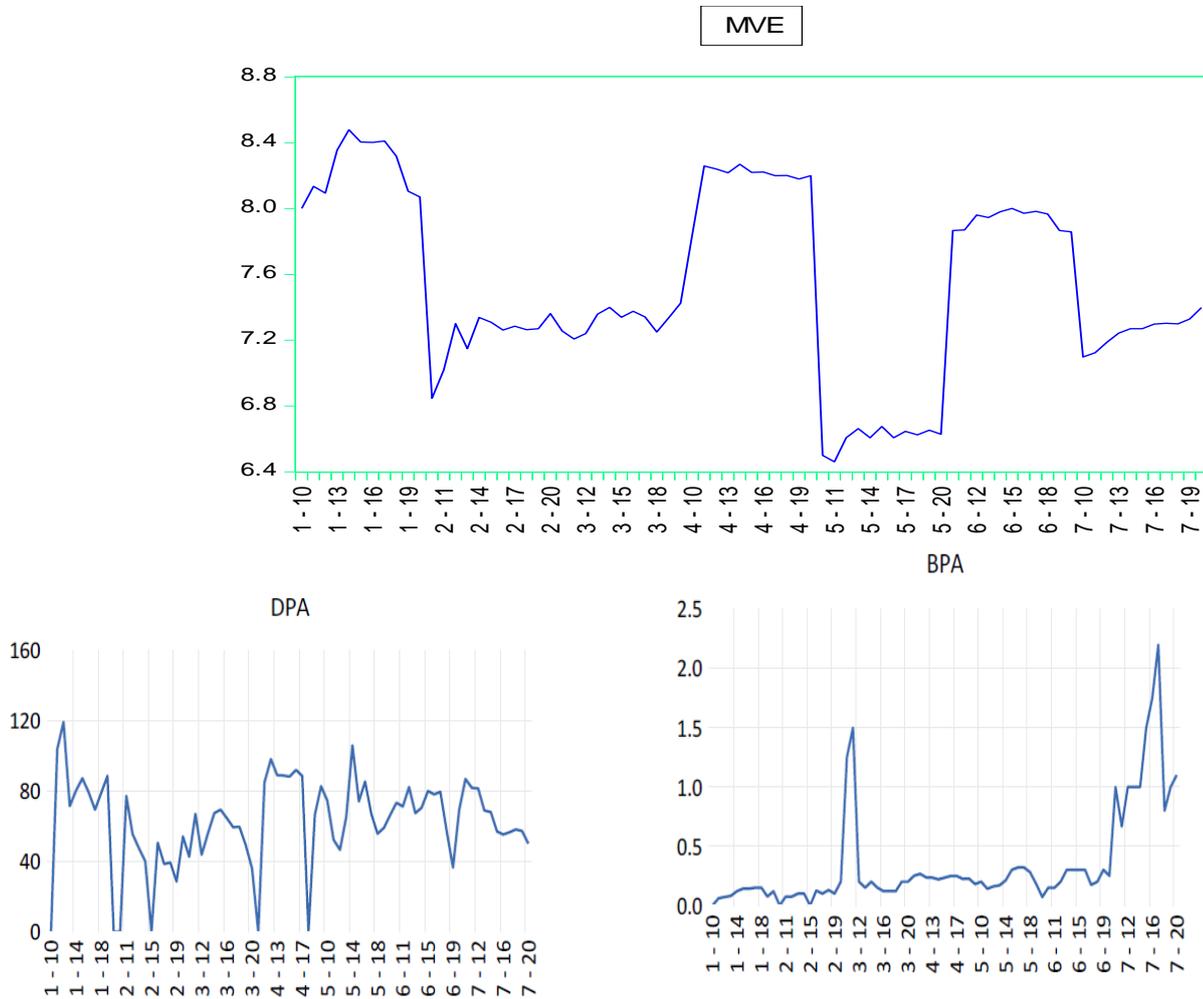
- بلغ متوسط القيمة السوقية MVE للمؤسسات خلال فترة الدراسة 70 075 597 دينار أردني، وانحراف معياري قدره 77 059 723 دينار أردني، وكانت نصف القيم في نفس الفترة 21 960 000 دينار أردني، أما أعلى مستوى للسعر 301 000 000 د. أردني، وأدنى مستوى كان 0.000 000 د. أردني.

- بلغ نصيب السهم من الأرباح الإجمالية الموزعة (DPA) خلال فترة الدراسة 62.83 دينار أردني، وانحراف معياري قدره 25.31 د.أردني، وكانت نصف القيم في نفس الفترة 66.93 د.أردني، أما أعلى مستوى للسعر 119.12 د.أردني، وأدنى مستوى كان معدوم.

- بلغ نصيب السهم من صافي الأرباح (BPA) خلال فترة الدراسة 0.35 دينار أردني، وانحراف معياري قدره 0.43 د.أردني، وكانت نصف القيم في نفس الفترة 0.20 د.أردني، أما أعلى مستوى للسعر 0.20 د.أردني، وأدنى مستوى كان معدوم.

وفيما يلي التمثيل البياني لمتغيرات الدراسة:

الشكل رقم (2-4): التمثيل البياني لمتغيرات الدراسة



المصدر: من إعداد الطالبين بالإعتماد على برنامج الإحصائي Eviews

الفرع الثاني: علاقة الارتباط بين متغيرات الدراسة

للتحقق من وجود علاقة بين المتغير التابع والمتغير المستقل وذلك من خلال تحليل معاملات الارتباط، ومن ثم التعبير عن هذه العلاقة من خلال المعادلة التي تقدمها أساليب الإنحدار، حيث تمثل مصفوفة الارتباط معاملات الارتباط بين المتغيرات.

الجدول رقم (2 - 4): مصفوفة الارتباط الخطي

Covariance Analysis: Ordinary  
Date: 05/13/24 Time: 17:28  
Sample: 2010 2020  
Included observations: 77

			Correlation	
BPA	DPA	MVE	Probability	
		1.000 000	MVE	
		-----		
	1.000 000	0.269 637	DPA	
	-----	0.0 177		
1.000 000	0.030 622	-0.090 709	BPA	
-----	0.7 915	0.4 327		

المصدر: من إعداد الطالبين بالإعتماد على برنامج Eviews

من نتائج المصفوفة يوجد لدينا علاقة عشوائية لديها دلالة إحصائية بين مؤشر القيمة السوقية (MVE) ونصيب السهم من الأرباح النقدية الموزعة (DPA)، ووجود علاقة عشوائية ليس لها دلالة إحصائية بين نصيب السهم من صافي الأرباح (BPA) والمتغير التابع القيمة السوقية (MVE)، ووجود علاقة عشوائية ليس لها دلالة إحصائية بين المؤشرات المستقلة نصيب السهم من صافي الأرباح (BPA)، ونصيب السهم من الأرباح النقدية الموزعة (DPA).

حيث يظهر أن القيمة السوقية ترتبط طردياً مع نصيب السهم من الأرباح الإجمالية الموزعة بنسبة 26.96%، بينما يرتبط نصيب السهم من صافي الأرباح والقيمة السوقية عكسياً بنسبة 9.07%،

الفرع الثالث: تقدير نماذج دراسة العلاقة بين القيمة السوقية ومؤشرات توزيعات الأرباح

لتقدير العلاقة بين القيمة السوقية ومؤشرات توزيعات الأرباح، نستخدم لهذا الغرض الأنواع الثلاثة لنماذج بانل المذكورة سابقاً:

الجدول رقم (2-5): نماذج البيانات الطولية المقطعية للعلاقة بين القيمة السوقية وتوزيعات الأرباح

المتغير التابع: القيمة السوقية للمؤسسة						
عدد المؤسسات: 7		N= 77			الفترة: 2010-2020	
المتغيرات	نموذج الانحدار التجميعي		النموذج الثابت		نموذج التأثيرات العشوائية	
	المعامل	Prob.	المعامل	Prob	المعامل	Prob
C	18 565 505	0.4 053	33 915 931	0.0 057	34 311 986	0.2 129
DPA	1 096 248	0.0 009	540 289.7	0.0 011	55 2387.8	0.0 008
BPA	-49 757 537	0.0 089	6 344 651	0.6 650	3 031 844	0.8 325
R- squared :R2	0.201 609		0.850 720		0.140 407	
Adjusted R-squared	0.180 031		0.833 157		0.117 175	
F-statistic	9.343 218	0.000 241	48.43 987	0.000 000	6.043 642	0.003 705
Durbin-watson stat	0.345 596		1.079 370		0.176 753	

المصدر: من إعداد الطالبان بالاعتماد على مخرجات برنامج Eviews

يمثل الجدول رقم (2-5) نماذج البيانات الطولية المقطعية للعلاقة بين القيمة السوقية وتوزيعات الأرباح حيث يظهر لنا من خلال النماذج المقدرة للمتغير التابع (القيمة السوقية) بدلالة توزيعات الأرباح (المتغير المستقل) أن النماذج الثلاثة لها معنوية كلية.

### أولاً: نموذج الإنحدار التجميعي

بعد التقدير كانت معادلة الإنحدار التجميعي كالآتي:

$$MVE = 18\,565\,505.1\,813 + 1\,096\,247.95\,096 * DPA - 49\,757\,536.5\,412 * BPA$$

حيث نلاحظ:

✓ أنه توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين نصيب السهم من الأرباح الإجمالية الموزعة DPA والقيمة السوقية MVE، وذلك من خلال القيمة الإحصائية المشار إليها Prob، والتي بلغت 0.0 009 وهي أقل من مستوى المعنوية 0.05.

✓ أنه توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين نصيب السهم من صافي الأرباح BPA والقيمة السوقية MVE، وذلك من خلال القيمة الإحصائية 0.0 089 وهي أقل من مستوى المعنوية 0.05.

✓ كما نلاحظ أن  $R^2$  تفسر المتغيرات المستقلة بنسبة 20.16% من المتغير التابع، وهذا المعامل له معنوية إحصائية من خلال القيمة الإحصائية لفيشر 0.000 241 التي هي أقل من 0.05، وبالتالي للنموذج معنوية إحصائية.

#### ثانياً: نموذج التأثيرات الثابتة

بعد التقدير كانت معادلات التأثيرات الثابتة لكل مؤسسة كالآتي:

Substituted Coefficients:

$$\begin{aligned} MVE_1 &= 11\ 8744\ 493.728 + 33\ 915\ 930.8622 + 540\ 289.687\ 262 * DPA_1 + 6\ 344\ 650.56\ 708 * BPA_1 \\ MVE_2 &= -38\ 287\ 975.7\ 177 + 33\ 915\ 930.8\ 622 + 540\ 289.687\ 262 * DPA_2 + 6\ 344\ 650.56\ 708 * BPA_2 \\ MVE_3 &= -45\ 361\ 842.8\ 812 + 33\ 915\ 930.8622 + 540\ 289.687\ 262 * DPA_3 + 6\ 344\ 650.56\ 708 * BPA_3 \\ MVE_4 &= 77\ 890\ 107.1\ 585 + 33\ 915\ 930.8622 + 540\ 289.687\ 262 * DPA_4 + 6\ 344\ 650.56\ 708 * BPA_4 \\ MVE_5 &= -68\ 088\ 793.1\ 432 + 33\ 915\ 930.8622 + 540\ 289.687\ 262 * DPA_5 + 6\ 344\ 650.56\ 708 * BPA_5 \\ MVE_6 &= 13\ 547\ 854.9\ 222 + 33\ 915\ 930.8622 + 540\ 289.687\ 262 * DPA_6 + 6\ 344\ 650.56\ 708 * BPA_6 \\ MVE_7 &= -58\ 443\ 844.0\ 671 + 33\ 915\ 930.8622 + 540\ 289.687\ 262 * DPA_7 + 6\ 344\ 650.56\ 708 * BPA_7 \end{aligned}$$

كما نلاحظ من الجدول السابق الذكر:

✓ وجود علاقة طردية ذات دلالة إحصائية بين القيمة السوقية MVE ونصيب السهم من الأرباح النقدية الموزعة DPA، وذلك من خلال القيمة الإحصائية 0.0011 أقل من مستوى المعنوية 0.05.

✓ عدم وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين القيمة السوقية MVE ونصيب السهم من صافي الأرباح BPA، وذلك من خلال القيمة الإحصائية 0.6 650 أكبر من مستوى المعنوية 0.05.

✓ كما نلاحظ أن  $R^2$  تفسر المتغيرات المستقلة بنسبة 85.07% من المتغير التابع، كما أننا للنموذج معنوية إحصائية من خلال المعنوية الإحصائية للفيشر والتي تساوي 0.000 000 أقل من 0.05.

#### الفرع الرابع: المفاضلة بين النموذج التجميعي ونموذج التأثيرات العشوائية للقيمة السوقية وتوزيعات الأرباح

للمفاضلة بين النموذج التجميعي ونموذج التأثيرات العشوائية نُجري اختبار مضاعف لاغرونج، وذلك بوضع فرضيتين:

**1- فرضية العدم:** إذا كانت القيمة الإحصائية لإختبار Breuch-Bagan أكبر من 0.05 هذا يعني أن النموذج

التجميعي هو الأفضل.

2-الفرضية البديلة: إذا كانت القيمة الإحتمالية للإختبار أقل من 0.05 هذا يعني أن النموذج العشوائي أو الثابت هو

الأفضل.

### ■ اختبار مضاعف لاغرونج

والجدول الموالي يوضح نتائج الإختبار :

الجدول رقم (2-6): نتائج اختبار LM للقيمة السوقية بدلالة توزيعات الأرباح

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	193.5 324 (0.0 000)	3.616 014 (0.0 572)	197.1 484 (0.0 000)
Honda	13.91 159 (0.0 000)	-1.901 582 (0.9 714)	8.492 360 (0.0 000)
King-Wu	13.91 159 (0.0 000)	-1.901 582 (0.9 714)	9.833 603 (0.0 000)
Standardized Honda	16.79 411 (0.0 000)	-1.774 247 (0.9 620)	6.696 268 (0.0 000)
Standardized King-Wu	16.79 411 (0.0 000)	-1.774 247 (0.9 620)	8.485 746 (0.0 000)
Gourieroux, et al.	--	--	193.5324 (0.0 000)

المصدر: من إعداد الطالبين بالإعتماد على البرنامج الإحصائي **Eviewez**

من خلال نتائج الجدول (2-6) لاختبار مضاعف لاغرنج المشار إليها في الجدول نلاحظ أن القيمة الإحتمالية ل Breusch-Pagan تساوي 0.0000 والتي هي أقل من مستوى المعنوية 0.05، وبالتالي نقبل الفرضية البديلة التي تقول أن النموذج

الأمثل هو النموذج العشوائي أو الثابت.

### ■ اختبار Redundant

الجدول رقم (2-7): نتائج اختبار Redundant

والجدول الموالي يوضح نتائج الإختبار :

Redundant Fixed Effects Tests

Pool: PANEL

Test cross-section fixed effects

Effects Test	Statistic	d.f.	Prob.
Cross-section F	49.280 362	(6,68)	0.0 000
Cross-section Chi-square	129.111 492	6	0.0 000

Cross-section fixed effects test equation:

Dependent Variable: PR1X?

Method: Panel Least Squares

Date: 05/08/24 Time: 01:27

Sample: 2010 2020

Included observations: 11

Cross-sections included: 7

Total pool (balanced) observations: 77

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	18 565 505	22 180 703	0.837 012	0.4 053
DPA?	1 096 248.	316 284.7	3.466 016	0.0 009
BPA?	-49 757 537	18 509 811	-2.688 171	0.0 089
Root MSE	68 406 386	R-squared		0.201 609
Mean dependent var	70 075 597	Adjusted R-squared		0.180 031
S.D. dependent var	77 059 723	S.E. of regression		69779 226
Akaike info criterion	38.99 775	Sum squared resid		3.60E+17
Schwarz criterion	39.08 907	Log likelihood		-1 498.413
Hannan-Quinn criter.	39.03 428	F-statistic		9.343 218
Durbin-Watson stat	0.345 596	Prob(F-statistic)		0.000 241

المصدر: من إعداد الطالبين بالإعتماد على البرنامج الإحصائي Eviewez

يستخدم هذا الإختبار في تجانس الحد الثابت ما بين المؤسسات من خلال القيمة الإحتمالية Prob لإحصائية  $X^2$  والتي تساوي الصفر، وهي أقل من 0.05، وعليه نرفض فرضية تجانس الحد الثابت.

الجدول رقم (2-8): نتائج اختبار HAUSMAN

Correlated Random Effects - Hausman Test

Pool: PANEL

Test cross-section random effects

Test Summary	Chi-Sq. Statistic	Chi-Sq. d.f.	Prob.
Cross-section random	3.301 300	2	0.1 919

Cross-section random effects test comparisons:

Variable	Fixed	Random	Var(Diff.)	Prob.
DPA?	540289.687	552387.7557	120970711.3	0.2 714

	6344650.56	3031844.343	8738698937	
BPA?	7 079	139	180.9 057	0.2 624

Cross-section random effects test equation:

Dependent Variable: PRIX?

Method: Panel Least Squares

Date: 05/08/24 Time: 01:27

Sample: 2010 2020

Included observations: 11

Cross-sections included: 7

Total pool (balanced) observations: 77

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	33 915 931	11 873 057	2.856 546	0.0 057
DPA?	540 289.7	157 944.3	3.420 761	0.0 011
BPA?	6 344 651.	14 588 602	0.434 905	0.6 650

#### Effects Specification

Cross-section fixed (dummy variables)

Root MSE	29 579 450	R-squared	0.850 720
Mean dependent var	70 075 597	Adjusted R-squared	0.833 157
S.D. dependent var	77 059 723	S.E. of regression	31476 106
Akaike info criterion	37.47 682	Sum squared resid	6.74E+16
Schwarz criterion	37.75 078	Log likelihood	-1 433.858
Hannan-Quinn criter.	37.58 640	F-statistic	48.43 987
Durbin-Watson stat	1.079 370	Prob(F-statistic)	0.000 000

المصدر: من إعداد الطالبين بالإعتماد على البرنامج الإحصائي **Eviewez**

يفاضل هذا الإختبار ما بين النموذج العشوائي والنموذج الثابت من خلال الفرضية التالية:

**H0**: نموذج **REM** هو الأفضل في تفسير العلاقة المدروسة

**H1**: نموذج **FEM** هو الأفضل في تفسير العلاقة المدروسة

يستخدم هذا الإختبار إحصائية  $X^2$  في المفاضلة بين الفرضيتين السابقتين، حيث كانت القيمة الإحتمالية

(Prob = 0.1 919) وهي أكبر من 0.05، وعليه نقبل الفرضية **H0** التي توضح أن النموذج الأفضل في تفسير العلاقة

المدروسة في بورصة عمان هو نموذج التأثيرات العشوائية.

الجدول رقم (2-9): النتائج المقدره لنموذج التأثيرات العشوائية للقيمة السوقية بدلالة توزيعات الأرباح

Dependent Variable:MVE?

Method: Pooled EGLS (Cross-section random effects)

Date: 05/08/24 Time: 01:26

Sample: 2010 2020

Included observations: 11

Cross-sections included: 7  
Total pool (balanced) observations: 77  
Swamy and Arora estimator of component variances

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	34 311 986	27 307 404	1.256 509	0.2 129
DPA?	55 2387.8	157 560.9	3.505 869	0.0 008
BPA?	3 031 844.	14 285 958	0.212 225	0.8 325
Random Effects				
(Cross)				
_1--C	1.15E+08			
_2--C	-38 048 157			
_3--C	-44 228 272			
_4--C	75 802 620			
_5--C	-67 178 430			
_6--C	12 829 165			
_7--C	-54 555 198			

Effects Specification		S.D.	Rho
Cross-section random		65 164 356	0.8 108
Idiosyncratic random		31 476 106	0.1 892

Weighted Statistics			
Root MSE	31 126 972	R-squared	0.140 407
Mean dependent var	10 099 125	Adjusted R-squared	0.117 175
S.D. dependent var	33 793 182	S.E. of regression	31751 656
Sum squared resid	7.46E+16	F-statistic	6.043 642
Durbin-Watson stat	0.978 255	Prob(F-statistic)	0.003 705

Unweighted Statistics			
R-squared	0.085 084	Mean dependent var	70075 597
Sum squared resid	4.13E+17	Durbin-Watson stat	0.176 753

المصدر: من إعداد الطالبين بالإعتماد على البرنامج الإحصائي **Eviewez**

يشير الجدول (2 - 9) إلى النتائج التقديرية لنموذج التأثيرات العشوائية حيث نلاحظ:

- ✓ وجود علاقة طردية ذات دلالة إحصائية بين القيمة السوقية MVE ونصيب السهم من الأرباح الإجمالية الموزعة DPA، وذلك من خلال القيمة الاحتمالية 0.0008 أقل من مستوى المعنوية 0.05.
- ✓ عدم وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين القيمة السوقية MVE ونصيب السهم من صافي الأرباح BPA، وذلك من خلال القيمة الاحتمالية 0.8325 أكبر من مستوى المعنوية 0.05.
- ✓ كما نلاحظ أن  $R^2$  تفسر المتغيرات المستقلة بنسبة 14.04% من المتغير التابع، كما أننا للنموذج معنوية إحصائية من خلال المعنوية الاحتمالية للفيشر والتي تساوي 0.003705 أقل من 0.05.

أسفرت الإختبارات السابقة أن نموذج التأثيرات العشوائية هو الأمثل لتفسير أثر توزيعات الأرباح المقاسة بنصيب السهم من توزيعات الأرباح الإجمالية ونصيب السهم من توزيعات الأرباح الصافية والقيمة السوقية للمؤسسة، والمعرف بالمعادلات التالية:

### معادلة التأثيرات العشوائية لكل مؤسسة

Substituted Coefficients:

$$MVE\_1 = 115\ 378\ 272.873 + 34\ 311\ 986.0232 + 552\ 387.755736 * DPA\_1 + 3\ 031\ 844.34\ 314 * BPA\_1$$

$$MVE\_2 = -38\ 048\ 156.909 + 34\ 311\ 986.0232 + 552\ 387.755\ 736 * DPA\_2 + 3\ 031\ 844.34\ 314 * BPA\_2$$

$$MVE\_3 = -44\ 228\ 272.367 + 34\ 311\ 986.0232 + 552\ 387.755\ 736 * DPA\_3 + 3\ 031\ 844.34\ 314 * BPA\_3$$

$$MVE\_4 = 75\ 802\ 619.5519 + 34\ 311\ 986.0232 + 552\ 387.755\ 736 * DPA\_4 + 3\ 031\ 844.34\ 314 * BPA\_4$$

$$MVE\_5 = -67\ 178\ 430.409 + 34\ 311\ 986.0232 + 552\ 387.755\ 736 * DPA\_5 + 3\ 031\ 844.34\ 314 * BPA\_5$$

$$MVE\_6 = 12\ 829\ 164.877 + 34\ 311\ 986.0232 + 552\ 387.755\ 736 * DPA\_6 + 3\ 031\ 844.34\ 314 * BPA\_6$$

$$MVE\_7 = -54\ 555\ 197.615 + 34\ 311\ 986.0232 + 552\ 387.755\ 736 * DPA\_7 + 3\ 031\ 844.34\ 314 * BPA\_7$$

وأظهرت هذه المعادلات النتائج التالية :

- يؤثر نصيب السهم من توزيعات الأرباح الإجمالية على قيمة المؤسسة بشكل طردي بحيث كلما زادت التوزيعات النقدية بوحدة واحدة زادت القيمة السوقية ب 552 387.755 736 دينار أردني، وهذا لأن توزيعات الأرباح الإجمالية مرتفعة تجعل المستثمرون يرغبون في شراء هذه الأسهم لقناعتهم أنه سيتجه نحو الإرتفاع، وكذلك نفس الشيء بالنسبة لنصيب السهم من توزيعات الأرباح الصافية كلما زادت بوحدة واحدة زادت القيمة السوقية ب 3 031 844.34 314 دينار أردني.

### ❖ الإختبارات الإحصائية للنموذج الأمثل للقيمة السوقية وتوزيعات الأرباح

بعد تقدير النماذج الثلاثة وتحديد النموذج الأمثل، الآن نتطرق لمرحلة الإختبارات الإحصائية للنموذج الأفضل والتي تتم من خلال:

#### 1- اختبار المعنوية الإحصائية لمتغيرات الدراسة

لإختبار المعنوية الإحصائية لكل من المعدلات المقدرة من خلال الفرضيتين:

$$H0: \beta_0 = 0$$

$$H1: \beta_1 \neq 0$$

من خلال الجدول رقم (2-6) للنموذج العشوائي الأمثل نلاحظ أن :

- هناك علاقة طردية (إشارة المعامل موجبة )، ذات دلالة معنوية إحصائية لمعامل مؤشر المتغير المستقل نصيب السهم من الأرباح الإجمالية الموزعة DPA، حيث بلغت القيمة الإحتمالية 0.0008 وهي أقل من مستوى المعنوية 0.05، وبالتالي فإننا نرفض فرضية العدم ونقبل الفرضية البديلة، أي أن كلما زاد نصيب السهم من توزيعات الأرباح بوحدة واحدة زادت القيمة السوقية MVE ب 552 387.8 د.أردني.

- كما نلاحظ وجود علاقة طردية (إشارة المعامل موجبة)، ليس لها دلالة معنوية إحصائية لمعامل مؤشر نصيب السهم من صافي الأرباح BPA، حيث بلغت القيمة الإحتمالية 0.8 325 وهي أكبر من مستوى المعنوية 0.05، وبالتالي نقبل فرضية العدم ونرفض الفرضية البديلة.

### 2- اختبار جودة التوفيق:

نقوم باختبار جودة التوفيق من خلال قيمة معامل التحديد كمقياس يحدد القوة التفسيرية للنموذج، حيث يشير إلى نسبة مئوية للتغير الكلي في المتغير التابع والتي يمكن تفسيرها بالمتغير المستقل.

من خلال النتائج المبينة في الجدول رقم (2-6) النموذج العشوائي الأمثل المقدر بتغيرات القيمة السوقية بدلالة توزيعات الأرباح، نلاحظ أن قيمة معامل التحديد بلغت 0.1404، ويفسر هذا بأن المتغير المستقل يفسر 14.04% من المتغير التابع للقيمة السوقية وهي نسبة تفسير ضعيفة أما نسبة 86% المتبقية تفسرها متغيرات أخرى غير مدرجة في النموذج.

### 3- اختبار المعنوية الكلية :

نختبر النموذج الأمثل من خلال الفرضيتين التاليتين:

$$H_0: \beta_0 = \beta_1 = 0$$

$$H_1: \text{au moins } (\beta_j \neq 0)$$

- يتم اختبار المعنوية الكلية لمعالم المتغيرات المستقلة من خلال القيمة الاحتمالية لتوزيع فيشر ومقارنتها بمستوى المعنوية 0.05.

- فإذا كانت القيمة الإحتمالية أقل من 0.05 فإننا نرفض فرضية العدم ونقبل الفرضية البديلة، وبالتالي النموذج المقدر ذو دلالة إحصائية وأنه توجد على الأقل معلمة تختلف معنويًا عن الصفر.

من خلال النتائج المقدرة نلاحظ ما يلي:

- القيمة الإحصائية لتوزيع فيشر تساوي 0.0037 وهي أقل من مستوى المعنوية 0.05 وعليه نقبل الفرضية البديلة، وبالتالي النموذج العشوائي المقدر له معنوية إحصائية وأنه توجد على الأقل معلمة تختلف عن 0.

### المطلب الثاني: تحليل نتائج الدراسة وتفسيرها

سنقوم بتحليل نتائج الدراسة وتفسيرها كما يلي:

#### الفرع الأول: مناقشة النتائج واختبار الفرضيات

بعد تحليل النتائج التي تم الحصول عليها في هذه الدراسة، ناقشنا في هذا القسم ونختبر فرضيات البحث:

**الفرضية الأولى:** يؤثر مؤشر نصيب السهم من توزيعات الأرباح الإجمالية DPA على القيمة السوقية للشركات المدرجة في بورصة عمان خلال الفترة (2010-2020)، ومن خلال النتائج التي تم الحصول عليها وجدنا أن القيمة الإحصائية لهذا المؤشر تساوي 0.0008، وهذه القيمة هي أقل من مستوى المعنوية 0.05، وبالتالي يوجد علاقة ذات دلالة معنوية بين نصيب السهم من توزيعات الأرباح الإجمالية والقيمة السوقية (متغير تابع)، وعليه تم إثبات صحة الفرضية.

**الفرضية الثانية:** يؤثر مؤشر نصيب السهم من صافي الأرباح BPA على القيمة السوقية للشركات المدرجة في بورصة عمان خلال الفترة (2010-2020)، ومن خلال النتائج التي تم الحصول عليها وجدنا أن القيمة الإحصائية لهذا المؤشر تساوي 0.8325، وهذه القيمة هي أكبر من مستوى المعنوية 0.05، وبالتالي لا يوجد علاقة ذات دلالة معنوية بين نصيب السهم من صافي الأرباح والقيمة السوقية (متغير تابع). وعليه تم نفي صحة الفرضية.

**الفرضية الثالثة:** تؤثر مؤشرات توزيع الأرباح الإجمالية والصافية على القيمة السوقية لعينة من المؤسسات المدرجة في بورصة عمان خلال الفترة (2010-2020)، ومن خلال النتائج التي تم الحصول عليها وجدنا أن القيمة الإحصائية لتوزيعات الأرباح الإجمالية تساوي 0.0009، وهذه القيمة هي أقل من مستوى المعنوية 0.05، وبالتالي توجد علاقة ذات دلالة معنوية بين توزيعات الأرباح الإجمالية والقيمة السوقية (متغير تابع)، وأن القيمة الإحصائية لتوزيعات الأرباح الصافية تساوي 0.0089، وبالتالي أقل من مستوى المعنوية 0.05، وبالتالي توجد علاقة ذات دلالة معنوية بين توزيعات الأرباح الصافية والقيمة السوقية، وبالتالي يوجد على الأقل متغير واحد يختلف عن الصفر أي أنه يؤثر على المتغير التابع (القيمة السوقية) ومنه نقبل بوجود تأثير لمؤشرات توزيعات الأرباح على القيمة السوقية للمؤسسة، وهذا يؤدي إلى صحة الفرضية الثالثة.

### الفرع الثاني: تحليل وتفسير نتائج الدراسة

أظهرت نتائج اختبار العلاقة بين مؤشر توزيعات الأرباح الإجمالية والقيمة السوقية وجود علاقة تأثير معنوي لمتغير توزيعات الأرباح على القيمة السوقية.

ونفسر وجود علاقة تأثير طردية ذات دلالة معنوية وإحصائية بين توزيعات الأرباح الإجمالية، بحيث كل زيادة في توزيعات الأرباح يقابلها زيادة في القيمة السوقية، ويمكن القول أن هناك تأثير إيجابي يدل على أن هذه المؤسسات حققت عوائد ساهمت في خلق ثروة لمساهمي مؤسسات القطاع الخدماتي والصناعي وهي مؤشر للمؤسسات الناجحة، وبالتالي فهي تستخدم للحكم على حسن إدارة هذه المؤسسات لرؤوس أموال المساهمين في الأجل الطويل.

- كما أظهرت نتائج اختبار العلاقة بين مؤشر توزيعات الأرباح الصافية والقيمة السوقية عدم وجود علاقة تأثير معنوية لمتغير توزيعات الأرباح على القيمة السوقية.

ونفسر عدم وجود علاقة ذات دلالة معنوية وإحصائية بين توزيعات الأرباح الصافية، راجع إلى أن هذا المؤشر ليس له دلالة معنوية إحصائية، وعليه هذا المؤشر لا يفسر التغيرات التي تحدث على القيمة السوقية.

ومن خلال ما توصلنا إليه من صحة الفرضيات وتحليل النتائج، يمكن صياغة النتائج النهائية ومقارنتها بالدراسات السابقة نلخصها فيما يلي:

- أنه يوجد تأثير لمتغير توزيعات الأرباح على القيمة السوقية للمؤسسة، وهذا ما توصلت إليه بعض الدراسات السابقة وتنافى معها البعض الآخر وهذا راجع إلى إختلاف الأسواق المالية وفترة الدراسة وكذلك إلى القطاع التي تنتمي إليه المؤسسات محل الدراسة (عينة الدراسة )، وكانت هذه النتائج متوافقة مع دراسة (عبد الحق قنون وعبد الغني دادن 2019) ودراسة ( Sorin Gabriel Anton2016) التي توصلت إلى وجود علاقة تأثير ذات دلالة إحصائية لمؤشر توزيعات الأرباح المتمثل في نصيب السهم من توزيعات الأرباح على القيمة السوقية للمؤسسة.

### خلاصة الفصل الثاني:

قدمنا في هذا الفصل التطبيقي كل من الأدوات المستخدمة بالإضافة الى التعريف بعينة الدراسة وكل الجوانب الخاصة بمصادر جمع معلومات الدراسة والعرض لمتغيرات الدراسة والبيانات الاحصائية لها ونماذج الاختبارات المستخدمة لتحليل مخرجات الدراسة من نماذج بانل.

بعد تقدير العلاقة بين مؤشر توزيع الأرباح مع القيمة السوقية للمؤسسة توصلن إلى أهم النتائج التي يمكن تلخيصها فيما يلي:

- بالنسبة لنتائج التقدير للعلاقة بين مؤشر نصيب السهم من توزيعات الأرباح الإجمالية على القيمة السوقية للمؤسسة حيث وجدنا تأثير لسياسة توزيعات الأرباح على القيمة السوقية للمؤسسة.
- بالنسبة لنتائج التقدير للعلاقة بين مؤشر نصيب السهم من توزيعات الأرباح الصافية على القيمة السوقية للمؤسسة، حيث وجدنا أنه ليس هناك تأثير لسياسة توزيعات الأرباح على القيمة السوقية للمؤسسة.

الخاتمة

### الخاتمة

حاولنا في هذا الموضوع دراسة تأثير مؤشرات توزيعات الأرباح على القيمة السوقية للمؤسسات لعينة من المؤسسات المدرجة في سوق عمان للأوراق المالية، وذلك للإجابة على إشكالية الدراسة : ما مدى تأثير مؤشرات سياسة توزيع الأرباح على القيمة السوقية للمؤسسة للشركات الخدمية والصناعية المدرجة في سوق عمان للأوراق المالية خلال الفترة (2010 - 2020)؟

لمعالجة هذه الإشكالية تم تقسيم الموضوع إلى فصلين، فصل أول نظري، والثاني تطبيقي لاختبار فرضيات الدراسة على عينة من 7 مؤسسات خدمية وصناعية باستخدام مؤشرين افترضنا أنهما تؤثران على القيمة السوقية للمؤسسة.

#### أولاً: نتائج واختبار الفرضيات

##### 1- الجانب النظري:

استعرضنا في هذا الجانب عرض لكل من متغيرات الدراسة والتعرف على المفاهيم الخاصة بمؤشرات سياسة توزيع الأرباح وأهم العوامل المؤثرة فيها ومؤشر القيمة السوقية للمؤسسة.

##### 2- الجانب التطبيقي:

تم تقديم متغيرات الدراسة وتحليل القدرة التفسيرية لنتائج الدراسة وذلك بعد القيام باختبار النماذج الثلاثة من نماذج بانل لكل من مؤشرات توزيع الأرباح ومؤشر القيمة السوقية للمؤسسة للعينة المختارة من مجتمع بورصة عمان للأوراق المالية، للاختبار والإجابة على فرضيات الدراسة.

وكانت نتائج اختبار الفرضيات على النحو التالي:

##### الفرضية الأولى:

يؤثر مؤشر نصيب السهم من توزيعات الأرباح الإجمالية على القيمة السوقية للشركات المدرجة في بورصة عمان خلال الفترة (2010 - 2020).

وقد تم إثبات صحة الفرضية، حيث أن مؤشر نصيب السهم من توزيعات الأرباح الإجمالية لديه علاقة ذات دلالة إحصائية في التأثير على المتغير التابع (القيمة السوقية) للمؤسسات المدرجة في بورصة عمان خلال الفترة (2010 - 2020)، وبالتالي يوجد متغير يختلف عن الصفر أي أنه يؤثر على المتغير التابع ( القيمة السوقية للمؤسسة)، ومنه نقبل بوجود تأثير لمؤشر نصيب السهم من توزيعات الأرباح لإجمالية على القيمة السوقية للمؤسسة.

## الخاتمة

### الفرضية الثانية:

يؤثر مؤشر نصيب السهم من توزيعات الأرباح الصافية على القيمة السوقية للشركات المدرجة في بورصة عمان للأوراق المالية خلال الفترة (2010 – 2020).

وقد تم نفي صحة الفرضية، حيث أن مؤشر نصيب السهم من توزيعات الأرباح الصافية ليس لديه علاقة ذات دلالة إحصائية في التأثير على المتغير التابع (القيمة السوقية) للمؤسسات المدرجة في بورصة عمان خلال الفترة (2010-2020)، وبالتالي يوجد متغير لا يختلف معنويًا عن الصفر أي أنه لا يؤثر على المتغير التابع (القيمة السوقية للمؤسسة)، ومنه عدم وجود تأثير لمؤشر نصيب السهم من توزيعات الأرباح الصافية على القيمة السوقية للمؤسسة.

### الفرضية الثالثة:

تؤثر كل من مؤشرات نصيب السهم من توزيعات الأرباح الإجمالية ونصيب السهم من توزيعات الأرباح الصافية على القيمة السوقية للشركات المدرجة في بورصة عمان للأوراق المالية خلال الفترة (2010 – 2020).

وقد تم إثبات صحة الفرضية بشكل جزئي، حيث أن مؤشر نصيب السهم من توزيعات الأرباح الإجمالية لديه علاقة ذات دلالة إحصائية في التأثير على المتغير التابع (القيمة السوقية)، ولا يوجد تأثير لمؤشر نصيب السهم من توزيعات الأرباح الصافية على القيمة السوقية للمؤسسات المدرجة في بورصة عمان خلال الفترة (2010-2020)، وبالتالي يوجد على الأقل متغير واحد يختلف معنويًا عن الصفر أي أنه يؤثر على المتغير التابع (القيمة السوقية للمؤسسة)، ومنه نقبل بوجود تأثير لسياسة توزيعات الأرباح على قيمة المؤسسة.

### ثانياً: المقترحات

بناءً على نتائج الدراسة نقترح بما يلي:

✓ على مؤسسات القطاع الخدماتي والصناعي أن تأخذ بعين الاعتبار نصيب السهم من توزيعات الأرباح الإجمالية لأنه من المؤشرات المهمة في خلق ثروة المساهمين وبالتالي فهي مقياس للمؤسسات الناجحة التي تحقق قيمة سوقية موجبة.

✓ على الشركات المدرجة في بورصة عمان الإهتمام أكثر بسياسة توزيع الأرباح بحيث تكون عاملاً إيجابياً في تحسين القيمة السوقية.

✓ ضرورة عدم التذبذب في سياسة توزيع الأرباح للتقليل من نسبة عدم التأكد عند المستثمرين، حيث ينعكس هذا إيجاباً على القيمة السوقية للمؤسسة.

### ثالثاً: آفاق الدراسة

## الخاتمة

---

يعد موضوع سياسة توزيع الأرباح والقيمة السوقية من المواضيع التي تلقى الإهتمام من طرف الباحثين والتي تتطلب الكثير من البحث حيث بإمكان الباحث دراسة المجالات التالية:

- ✓ القيام بدراسة أكثر نجاعة لسياسة توزيع الأرباح للمؤسسات المدرجة في البورصة.
- ✓ التوسع في حجم العينة محل الدراسة وكذا فترة الدراسة.
- ✓ زيادة الاعتماد على استخدام نماذج السلاسل الزمنية المقطعية كلما كان ذلك ممكنا لما تقدمه من نتائج إيجابية.
- ✓ البحث أكثر في هذا الموضوع بإجراء دراسة لتصنيف سياسة توزيع الأرباح حسب نوع القطاع الذي يلائم الشركات.

# قائمة المراجع

## قائمة المراجع

### قائمة المراجع

#### اولا : المراجع باللغة العربية

1. علي بن الضب، دراسة التأثير الهيكلي المالي وسياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة المدرجة بالبورصة: دراسة حالة عينة من الشركات المدرجة بسوق الكويت للأوراق المالية خلال الفترة 2006-2008، رسالة ماجستير غير منشورة، جامعة ورقلة 2009/2008.
2. حديجة خوجي، دراسة تأثير سياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة المدرجة بالبورصة، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماستر في علوم التسيير، جامعة قاصدي مرباح ورقلة، 2012/2011.
3. د. بلعشي عبد المالك ود مزبان سعيد، أثر سياسة توزيع الأرباح على القيمة السوقية للسهم في المؤسسات الاقتصادية، مجلة الدراسات المالية والمحاسبية والإدارية، دراسة تحليلية مقارنة لمجمعي بيوفارم وصيدال لصناعة المواد الصيدلانية خلال فترة 2015-2018، سوق اهراس، المجلد 08 - العدد 02، 2021.
4. الربيعي قاسم أحمد محمود، أثر سياسة مقسوم الأرباح في القيمة السوقية للأسهم، رسالة مقدمة لنيل شهادة الدبلوم العالي التخصصي في إدارة الأعمال، كلية الإدارة والاقتصاد جامعة الموصل، العراق، 2008 .
5. عدنان تايه وآخرون، الإدارة المالية النظرية و التطبيق، الطبعة الخامسة، دار المسيرة للنشر والتوزيع، عمان، 2014.
6. هندي منير ابراهيم، الإدارة المالية ( مدخل تحليلي معاصر)، طبعة السادسة ( المكتب العربي الحديث ) ، الإسكندرية، 2010 .
7. العلي أسعد حميد، الإدارة المالية، الأسس العلمية والتطبيقية، الطبعة الأولى، دار وائل للنشر وتوزيع، عمان، 2010 .
8. رشيد حفصي ،دراسة وتحليل تأثير سياسة توزيع الأرباح على أداء أسهم المؤسسات المدرجة في السوق المالي حالة سوق دبي المالي في الفترة مابين 2011-2004، مجلة الجزائرية للدراسات المحاسبية والمالية ، عدد/02 جوان 2016.
9. عبد الحق قنون وعبد الغني دادن، أثر سياسة توزيعات الأرباح على القيمة البورصية للمؤسسات الاقتصادية ، "دراسة حالة سوق قطر للأوراق المالية خلال الفترة 2013 - 2016 " مجلة الدراسات الاقتصادية الكمية ISSN 1033 -2437، عدد 04 /05) 2019.
10. عدنان تايه النعيمي وأرشد فؤاد التميمي، الإدارة المالية المتقدمة، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، عمان-الأردن، الطبعة العربية، 2009.
11. حاج شريف هشام وحريري عبد الغني، تأثير توزيعات الأرباح على القيمة السوقية لأسهم شركة صيدال المدرجة في بورصة الجزائر خلال الفترة (1999 - 2019 ) باستخدام طريقة الإنحدار الذاتي للفجوات الزمنية الموزعة ARDL ، مجلة مجاميع المعرفة، المجلد : 07 ، عدد: 01 مكر /لشهر أفريل 2021.
12. طارق عبد العال حماد، التقييم وإعادة هيكل الشركات، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2008.
13. براني مختارية وحسان إسحاق، سياسة توزيع الأرباح وتقلب سعر السهم في عينة من الشركات المدرجة في السوق السعودي، مجلة أبحاث اقتصادية وإدارية، جامعة معسكر، المجلد 14 ، العدد 02، 2020.
14. محمد نواف عابد، أثر مؤشرات السيولة والربحية على مؤشرات الأداء السوقية للمصارف المدرجة في بورصة فلسطين، مجلة العلوم الاقتصادية والتسيير والعلوم التارية، جامعة الأزهر، غزة، المجلد 12، العدد 01، 2009.

## قائمة المراجع

15. يحيى سعدي ولخضر أوصيف، دور المراجعة الداخلية في تفعيل حوكمة الشركات، مجلة الدراسات الاقتصادية والمالية، العدد 05، جامعة الوادي، 2012.
16. نعيمة يجاوي وحكيمة بوسلمة، دور الحاكمية المؤسسية في تحسين الأداء المالي للشركات الملتقى الوطني حول حوكمة الشركات كألية للحد من الفساد المالي والإداري، جامعة بسكرة، 2012.
17. عبد الغفار حنفي ورسمية قرياقص، أساسيات الإستثمار والتمويل، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، 2000.
18. عبد الغني دادن، قرار التمويل تحت تأثير تكلفة التمويل، مجلة الباحث، العدد 06، جامعة ورقلة، 2008.
19. السعيد بريش، الاقتصاد الكلي، دار العلوم للنشر والتوزيع، الجزائر، 2007.
20. منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، توزيع منشأة المعارف، الإسكندرية، 1999.
21. حنفي عبد الغفار، استراتيجيات الإستثمار في بورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2007.
22. سيد طه بدوي محمد، عمليات بورصة الأوراق المالية الفورية والآجلة من الوجهة القانونية، دار النهضة العربية، القاهرة، 2001.
23. طارق عبد العال حماد، التحليل الفني الأساسي، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2006.
24. صالح مفتاح وفريدة معارفي، متطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية، مجلة الباحث، العدد 07، جامعة ورقلة، 2010.
25. عدنان فائزة، سياسة توزيعات الأرباح وأثرها على القيمة السوقية لأسهم المؤسسات الاقتصادية المدرجة في البورصة (دراسة قياسية لأسهم البنوك المدرجة في بورصة عمان خلال الفترة الممتدة ما بين 2005 - 2013 باستخدام نماذج بانل)، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في مالية المؤسسات، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، قسم علوم التسيير جامعة الجزائر 3، 2016-2017.
26. أ.د. سعود چايد مشكور وزهور عبد السلام صادق، العلاقة بين سياسة توزيع الأرباح والقيمة السوقية للسهم وأثرهما على حجم التداول "دراسة في عينة من المصارف المسجلة في سوق العراق للأوراق المالية"، مجلة الدنانير، العدد 15، جامعة المثنى، 2019.
27. خيرة مزوزي، أثر الإعلان عن سياسة توزيع الأرباح على أسعار الأسهم المدرجة في سوق دبي المالي، رسالة ماجستير، غير منشورة، جامعة ورقلة 2015.
28. جعفر حميد الشاوي الهام وعبد الحسين صالح الساعدي علاء وعبد الحسين هاتف المراني مجيد، ادارة الأرباح وعلاقتها بعوائد السهم، مجلة البحوث الاقتصادية والمالية، العدد الرابع، 2015.
29. حورية بديدة، أثر الإعلان عن سياسة توزيع الأرباح على السوق المالي، أطروحة دكتوراه، غير منشورة، جامعة ورقلة، 2019.
30. الداوي خيرة وغريب بولرباح وخويلد ابراهيم، تأثير هيكل الملكية على توزيع الأرباح، مجلة المؤسسة، المجلد 10، العدد: 01، 2021.
31. موصو سراح ومحمد الصديق بن يحيى، دراسة قياسية لأهمية تأثير سياسة توزيع الأرباح على الأداء المالي للمؤسسات الاقتصادية المدرجة في مؤشر S&P100، جامعة جيحل، الجزائر، أكتوبر 2022.
32. بن عمرة عبد الرزاق، مطبوعة خطوات تطبيق تقنية panel data model باستخدام برنامج evIEWS10 مطبوعة منشورة، جامعة سطيف 1، الجزائر، 2021.

- Al- Shawawrah, "**the Impact of Dividend policy on share price Volatility** .1  
**;Empirical Evidence from Jordanian1 Stock**", Finance and Ban king partment,  
Faculty of Busine Administration, Mutah University, 2014.
- Goergen and Others "**Dividend Policy and Corporate Governance**" .2  
Oxford University pressis a department of the University, 2004.
- Ross Stephen and others "**Fundamentals of corporate Finance**"4, Alternate .3  
editon6 th, Edition, Mcgraw – Hill, Singapore , 2003.
- Frank J.fabozzi, **THE HANBDOOK OF FINANCAIL** .4  
**INSTRUMENTS**, John Wiley & Sons.Inc. New Jersey, 2002.
- Sorin Gapriel Anton ; **The impact of dividend policy on firm value a** .5  
**panet data analysis of Romanian listed firms**; Journal of Publis Administration;  
Finance and Law; Jssue; 2016.
- Bhattarai Bishnu Prasad, **Determinants of Share Price of Nepalese** .6  
**Commercial Banks**, Indian Journals, 2020.
- Mujino Adi Wijaya ; **The effect of dividend policy . Det** .7  
**policyprofitability . Asset structure . and company Size. On the value of**  
**manufacturing companies listed on the Indonisia stock exchange(2013 –2019);**  
International journal of Economics; Business and Accounting Research (IJEBAR) Peer  
Reviewed-International Journal vol-5; Issue-2-2001.
- Wai Tong Kam ; **The Impact of Dividend Policy on The Price** .8  
**Volatilization of Common Stock;** ([www.preprints.org](http://www.preprints.org)) posted; 22 february 2022.
- Walid ZIRAM ; **Stock Price Reaction to Dividend Announcements: an** .9  
**Empirical Study on Companies Listed in Malaysia Stock Exchange;** Algerian  
Review of Economic Development (AROED); Number 02; 2022.

الملاحق

## الملاحق

الملحق رقم (01): متغيرات الدراسة القيمة السوقية وتوزيعات الأرباح

المتغيرات المستقلة		المتغير التابع	date	Entreprices
BPA	DPA	Prix		
0	0	100100000	2010	MANE
0,06	103,714	136400000	2011	MANE
0,07	119,126	124300000	2012	MANE
0,079	71,395	226600000	2013	MANE
0,12	80,364	301400000	2014	MANE
0,14	87,155	254100000	2015	MANE
0,14	79,221	253000000	2016	MANE
0,15	69,39	257400000	2017	MANE
0,15	78,986	207900000	2018	MANE
0,075	88,437	127600000	2019	MANE
0,12	0	117700000	2020	MANE
0	0	7030000	2010	GENI
0,075	77,167	10450000	2011	GENI
0,075	55,405	19950000	2012	GENI
0,1	47,288	14060000	2013	GENI
0,1	40,05	21755000	2014	GENI
0	0	20330000	2015	GENI
0,125	50,536	18240000	2016	GENI
0,1	38,44	19285000	2017	GENI
0,13	39,287	18335000	2018	GENI
0,1	28,513	18620000	2019	GENI
0,2	54,122	22990000	2020	GENI
1,25	42,599	18020000	2010	UMIC
1,5	66,928	16112000	2011	UMIC
0,2	43,767	17384000	2012	UMIC
0,15	56,137	22800000	2013	UMIC

الملاحق

0,2	67,399	25080000	2014	UMIC
0,15	69,39	21840000	2015	UMIC
0,12	64,378	23760000	2016	UMIC
0,12	59,399	21960000	2017	UMIC
0,12	59,528	17760000	2018	UMIC
0,2	49,364	21720000	2019	UMIC
0,2	36,096	26640000	2020	UMIC
0,25	0	0	2010	JOWM
0,265946	84,905	181500000	2011	JOWM
0,235134	98,055	174350000	2012	JOWM
0,233811	88,926	165000000	2013	JOWM
0,218837	88,662	185900000	2014	JOWM
0,23416	88,113	166100000	2015	JOWM
0,248928	91,876	166650000	2016	JOWM
0,24841	88,533	158400000	2017	JOWM
0,223432	0	158950000	2018	JOWM
0,225	66,307	151250000	2019	JOWM
0,18	82,665	158400000	2020	JOWM
0,2	74,364	3162000	2010	PIEC
0,14	52,264	2890000	2011	PIEC
0,16	46,469	4046000	2012	PIEC
0,17	65,179	4590000	2013	PIEC
0,21	105,8	4046000	2014	PIEC
0,3	74,036	4726000	2015	PIEC
0,32	85,222	4046000	2016	PIEC
0,32	66,912	4420000	2017	PIEC
0,28	55,707	4216000	2018	PIEC
0,18	59,06	4488000	2019	PIEC
0,07	66,198	4250000	2020	PIEC
0,15	73,274	73600000	2010	AIFE
0,15	71,149	74080000	2011	AIFE

الملاحق

0,2	82,203	91360000	2012	AIFE
0,3	67,338	88320000	2013	AIFE
0,3	70,385	95840000	2014	AIFE
0,3	79,886	100160000	2015	AIFE
0,3	78,075	93600000	2016	AIFE
0,173333	79,4	96320000	2017	AIFE
0,2	56,878	92640000	2018	AIFE
0,3	36,407	73600000	2019	AIFE
0,25	69,288	72160000	2020	AIFE
1	86,743	12530000	2010	JDFS
0,666667	81,688	13300000	2011	JDFS
1	81,325	15400000	2012	JDFS
1	68,931	17500000	2013	JDFS
1	68,014	18620000	2014	JDFS
1,5	56,96	18620000	2015	JDFS
1,75	55,218	19880000	2016	JDFS
2,2	56,432	20090000	2017	JDFS
0,8	58,13	19900000	2018	JDFS
1	57,133	21300000	2019	JDFS
1,1	50,078	25000000	2020	JDFS

الملحق رقم 02: النموذج التجميعي

Dependent Variable: PRIX?  
 Method: Pooled Least Squares  
 Date: 05/08/24 Time: 01:25  
 Sample: 2010 2020  
 Included observations: 11  
 Cross-sections included: 7  
 Total pool (balanced) observations: 77

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	18565505	22180703	0.837012	0.4053
DPA?	1096248.	316284.7	3.466016	0.0009
BPA?	-49757537	18509811	-2.688171	0.0089
Root MSE	68406386	R-squared		0.201609
Mean dependent var	70075597	Adjusted R-squared		0.180031
S.D. dependent var	77059723	S.E. of regression		69779226
Akaike info criterion	38.99775	Sum squared resid		3.60E+17
Schwarz criterion	39.08907	Log likelihood		1498.413
Hannan-Quinn criter.	39.03428	F-statistic		9.343218
Durbin-Watson stat	0.345596	Prob(F-statistic)		0.000241

**الملحق رقم (03): نموذج التأثيرات الثابتة FEM**

Dependent Variable: PRIX?  
 Method: Pooled Least Squares  
 Date: 05/08/24 Time: 01:26  
 Sample: 2010 2020  
 Included observations: 11  
 Cross-sections included: 7  
 Total pool (balanced) observations: 77

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	33915931	11873057	2.856546	0.0057
DPA?	540289.7	157944.3	3.420761	0.0011
BPA?	6344651.	14588602	0.434905	0.6650
Fixed Effects				
(Cross)				
_1--C	1.19E+08			
_2--C	-38287976			
_3--C	-45361843			
_4--C	77890107			
_5--C	-68088793			
_6--C	13547855			
_7--C	-58443844			

Effects Specification

Cross-section fixed (dummy variables)

Root MSE	29579450	R-squared	0.850720
Mean dependent var	70075597	Adjusted R-squared	0.833157
S.D. dependent var	77059723	S.E. of regression	31476106
Akaike info criterion	37.47682	Sum squared resid	6.74E+16
Schwarz criterion	37.75078	Log likelihood	-1433.858
Hannan-Quinn criter.	37.58640	F-statistic	48.43987
Durbin-Watson stat	1.079370	Prob(F-statistic)	0.000000

# فهرس المحتويات

## فهرس المحتويات

الصفحة	محتويات الموضوع
III	الإهداء
IV	الشكر و التقدير
V	الملخص
VI	قائمة المحتويات
VII	قائمة الجداول
VIII	قائمة الأشكال
IX	قائمة الرموز والاختصارات
X	قائمة الملاحق
أ	مقدمة
<b>الفصل الأول: الأدبيات النظرية والتطبيقية لأثر توزيعات الأرباح على القيمة السوقية للمؤسسة</b>	
2	نمهد
3	المبحث الأول: الإطار المفاهيمي لسياسة توزيع الأرباح
3	المطلب الأول : مفهوم وأنواع سياسة توزيع الأرباح
3	الفرع الأول :مفهوم سياسة توزيع الأرباح
4	الفرع الثاني : أنواع سياسة توزيع الأرباح
5	المطلب الثاني: أشكال ومؤشرات قياس سياسة توزيع الأرباح
5	الفرع الأول: أشكال سياسة توزيع الأرباح
6	الفرع الثاني :مؤشرات قياس سياسة توزيع الأرباح
7	المطلب الثالث: النظريات المفسرة لسياسة توزيع الأرباح
9	المبحث الثاني: القيمة السوقية للمؤسسة
9	المطلب الأول: ماهية القيمة السوقية للمؤسسة
9	الفرع الأول: مفهوم القيمة
9	الفرع الثاني: تعريف السهم
10	الفرع الثالث: مفهوم القيمة السوقية للسهم
10	المطلب الثاني: العوامل المؤثرة على القيمة السوقية للمؤسسة

## فهرس المحتويات

10	الفرع الأول: العوامل الداخلية
11	الفرع الثاني: العوامل الخارجية
15	المطلب الثالث: العلاقة بين سياسة توزيع الأرباح والقيمة السوقية
16	المطلب الرابع: متغيرات الدراسة وكيفية قياسها
17	المبحث الثالث: الدراسات السابقة التي تناولت سياسة توزيع الأرباح والقيمة السوقية
17	المطلب الأول: الدراسات السابقة باللغة العربية
20	المطلب الثاني: الدراسات السابقة باللغة الأجنبية
22	المطلب الثالث: مقارنة الدراسة الحالية بالدراسات السابقة
22	الفرع الأول: عرض أوجه التشابه والاختلاف بين الدراسة الحالية والدراسات السابقة
26	الفرع الثاني: من حيث الإطار المكاني والزمني
26	الفرع الثالث: من حيث عينة الدراسة
27	الفرع الرابع: من حيث القطاع
27	الفرع الخامس: من حيث أدوات الدراسة
27	الفرع السادس: من حيث المتغيرات
28	خلاصة الفصل الأول
	الفصل الثاني: دراسة تطبيقية لأثر توزيعات الأرباح على القيمة السوقية للمؤسسة
30	تمهيد
31	المبحث الأول: الطريقة والأدوات المستخدمة في الدراسة
31	المطلب الأول: تقديم مجتمع وعينة الدراسة
31	الفرع الأول: مجتمع وعينة الدراسة
32	الفرع الثاني: متغيرات الدراسة
33	الفرع الثالث: تمثيلات بيانية لقيم مؤشرات الدراسة
35	المطلب الثاني: الأدوات المستخدمة في الدراسة
35	المبحث الثاني: عرض نتائج الدراسة، تحليلها وتفسيرها
36	المطلب الأول: عرض نتائج الدراسة
36	الفرع الأول: نتائج الدراسة الإحصائية لمتغيرات الدراسة
38	الفرع الثاني: علاقة الارتباط بين متغيرات الدراسة
38	الفرع الثالث: تقدير نماذج دراسة العلاقة بين القيمة السوقية ومؤشرات توزيعات الأرباح

## فهرس المحتويات

42	الفرع الرابع: المفاضلة بين النموذج التجميعي ونموذج التأثيرات العشوائية للقيمة السوقية وتوزيعات الأرباح
47	المطلب الثاني: تحليل نتائج الدراسة وتفسيرها
47	الفرع الأول: مناقشة النتائج واختبار الفرضيات
48	الفرع الثاني: تحليل وتفسير نتائج الدراسة
49	خلاصة الفصل الثاني
51	خاتمة
54	قائمة المراجع
58	الملاحق