



جامعة قاصدي مرباح، ورقلة - الجزائر
كلية العلوم الإقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير
قسم علوم التسيير

مذكرة مقدمة لإستكمال متطلبات شهادة ماستر أكاديمي، الطور الثاني

في ميدان: علوم اقتصادية والتسيير وعلوم تجارية

فرع علوم مالية ومحاسبة، تخصص مالية المؤسسات

من إعداد الطالبة: إكرام سبيحي

بغنوان:

تحليل أثر توزيع الأرباح على أسعار الأسهم

"دراسة عينة من الشركات المدرجة في المؤشر CAC 40
خلال الفترة 2012-2015"

نوقشت وأجيزت علنا بتاريخ 2016/05/25

أمام اللجنة المكونة من السادة:

أ / بضيف عبد الباقي (أستاذ ، جامعة ورقلة) رئيسا

د / عبد الوهاب دادن (أستاذ محاضر " أ " ، جامعة ورقلة) مشرفا ومقررا

أ / قريشي محمد الاخضر (أستاذ محاضر " أ " ، جامعة ورقلة) مناقشا

السنة الجامعية 2016/2015



جامعة قاصدي مرباح، ورقلة - الجزائر
كلية العلوم الإقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير
قسم علوم التسيير

مذكرة مقدمة لإستكمال متطلبات شهادة ماستر أكاديمي، الطور الثاني

في ميدان : علوم اقتصادية والتسيير وعلوم تجارية

فرع علوم مالية ومحاسبة، تخصص مالية المؤسسات

من إعداد الطالبة: إكرام سبيحي

بعنوان:

تحليل أثر توزيع الأرباح على أسعار الأسهم

"دراسة عينة من الشركات المدرجة في المؤشر CAC 40
خلال الفترة 2012-2015"

نوقشت وأجيزت علنا بتاريخ 2016/05/25

أمام اللجنة المكونة من السادة:

أ / بوضيف عبد الباقي (أستاذ ، جامعة ورقلة) رئيسا
د / عبد الوهاب دادن (أستاذ محاضر " أ " ، جامعة ورقلة) مشرفا ومقررا
أ / قريشي محمد الاخضر (أستاذ محاضر " أ " ، جامعة ورقلة) مناقشا

السنة الجامعية 2016/2015

قال الله تعالى:

(قَالُوا سُبْحَانَكَ لَا عِلْمَ لَنَا إِلَّا مَا عَلَّمْتَنَا
إِنَّكَ أَنْتَ الْعَلِيمُ الْحَكِيمُ¹)

صدق الله العظيم

¹ الآية 31 من سورة البقرة

الإهداء

أهدي ثمرة هذا العمل إلى إلى من شجعني على مواصلة مسيرتي العلمية وسهر على تربيتي ونجاحي
بإذن الله الكريم:

إلى الوالدين الكريمين أطال الله عمرهما، وأدعو الله أن يغفر لهما ويرحمهما كما ربياني صغيرا.

إلى أخي الصغير يحيى وإلى أخواتي نريمان وأحلام حماهم الله وبارك فيهم وأدعو الله أن ييسر لهم طريق
العلم .

إلى كل أصدقائي من قريب أو من بعيد الذين هم في القلب ولا تسعهم هذه الصفحة، أسأل الله أن
يجزيهم خير الجزاء وأن يفتح لهم طريق الخير والبركة.

الشكر

قال الله تعالى: (مَسِيحِي اللَّهُ الشَّاكِرِينَ²)

أشكر الله تعالى وأحمده، فهو المنعم والمتفضل قبل كل شيء، أشكره أن حقق لي ما أصبو إليه.

وأقدم بعضيم الشكر والتقدير للأستاذ المشرف الدكتور/ عبد الوهاب دادن على إشرافه على هذا العمل و ما قدمه لي من توجيه ونصح و إرشاد طيلة فترة الدراسة والذي كان له الأثر الأكبر في إنجاز هذه الدراسة.

كما أتقدم بجزيل الشكر إلى كل من:

الأستاذة/ مازوزي خيرة، والأستاذة/ سميرة سايح، فلهم خالص الشكر والإمتنان على العون الممدود في سبيل انجاز هذا العمل.

وإلى كل من ساعدني على إتمام هذا العمل ابن عمي / زكرياء والى الزميل / مريزيق رمضان كما أتقدم بالشكر إلى جميع أساتذتي من الابتدائي إلى الجامعي أدعو الله أن يرزقهما السعادة في الدنيا والآخرة.

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

² سورة آل عمران، الآية 144

ملخص

تهدف هذه الدراسة الى معرفة مدى تأثير سياسة توزيع الأرباح على أسعار الأسهم الشركات المدرجة في السوق المالي. حيث شملت الدراسة عينة من 24 مؤسسة منتمية للمؤشر CAC 40 وهو المؤشر الأساسي لبورصة باريس حيث تنتمي هذه الشركات لمختلف قطاعات الاقتصاد الفرنسي خلال فترة أربع سنوات من 2012 إلى 2015 ، إضافة إلى تبيان أكثر الأشكال سياسة توزيع الأرباح تأثيرا على سعر سهم الشركة وهذا من خلال استعمال الإنحدار الخطي المتعدد والبسط لإجراء هذه الاختبارات.

وقد توصلت النتائج الى وجود علاقة تأثير لسياسة توزيع الأرباح على سعر السهم من خلال تأثير التوزيعات النقدية على سعر السهم ونفت وجود علاقة التأثير ربحية السهم الواحد و الأرباح المحتجزة على سعر السهم، أي أن المستثمر الفرنسي يفضل الحصول على السيولة بدل من تراكم الثروة

الكلمات المفتاحية:

سعر السهم، سياسة توزيع الأرباح، بورصة باريس، نصيب السهم من التوزيعات، نصيب السهم من النتيجة الصافية، أرباح محتجزة.

Abstract :

Cette étude vise à déterminer l'effet du dividende sur les actions des institutions financières incluses dans la politique des prix du marché. Si un échantillon de 24 établissements inclus dans l'étude appartiennent à l'indice CAC 40, l'indice principal de la Bourse de Paris où il appartient à ces institutions pour divers secteurs de l'économie française dans les quatre ans à partir de la période 2012-2015, en plus de leur spectacle plus façonne l'impact de la politique de dividende sur le prix des actions de l'institution grâce à l'utilisation de régression et tapis linéaire multiple pour effectuer ces tests.

Les résultats ont atteint un effet de corrélation de la politique de dividende sur cours de l'action par l'influence du dividende sur le cours de l'action et a nié l'existence de la relation de l'effet du bénéfice par action et des bénéfices non répartis sur le cours de l'action, ce qui signifie que l'investisseur français préfère obtenir des liquidités plutôt que l'accumulation de la richesse

Mots clés:

prix d'action , politique de dividende , la Bourse de Paris , dividende par action , Benifis par action, des bénéfices non répartis .

قائمة المحتويات

IV	الإهداء.....
V	التشكرات.....
VI	ملخص.....
IIIV	قائمة المحتويات.....
IIIV	قائمة الجداول.....
IX	قائمة الأشكال البيانية.....
X	قائمة الملاحق.....
X	قائمة المصطلحات.....
أ	المقدمة.....

الفصل الأول: سياسة توزيع الأرباح وعلاقتها بسعر السهم

02	تمهيد.....
03	المبحث الأول: سياسة توزيع الأرباح وعلاقتها بسعر السهم.....
12	المبحث الثاني: الدراسات السابقة.....
17	خلاصة الفصل.....

الفصل الثاني: دراسة تأثير سياسة توزيع الأرباح على سعر السهم

19	تمهيد.....
20	المبحث الأول: تقديم مجتمع الدراسة و وصف عينة الدراسة.....
26	المبحث الثاني: تقديم وتفسير نتائج الدراسة.....
35	خلاصة الفصل.....
37	الخاتمة.....
40	الملاحق.....
47	قائمة المراجع.....

قائمة الجداول

الصفحة	عنوان الجدول	رقم الجدول
21	مؤشرات بورصة باريس	الجدول رقم (2 . 1)
23	مكونات المؤشر CAC40 خلال سنة 2016	الجدول رقم (2 . 2)
23	تطور تركيبة المؤشر CAC 40 خلال الفترة الممتدة 2012 الى 2015	الجدول رقم (2 . 3)
27	نتائج تحليل الإرتباط	الجدول رقم (2 . 4)
28	نتائج تحليل الانحدار الخطي المتعدد	الجدول رقم (2 . 5)
29	نماذج تقدير الانحدار الخطي البسيط والمتعدد	الجدول رقم (2 . 6)
30	تحليل الانحدار الخطي البسيط	الجدول رقم (2 . 7)
32	نتائج اختبار Breusch-Godfrey للانحدار الخطي البسيط	الجدول رقم (2 . 8)
33	نتائج اختبار ARCH-LM للانحدار الخطي البسيط	الجدول رقم (2 . 9)

قائمة الأشكال البيانية

الصفحة	عنوان الشكل	رقم الشكل
24	تطور أسعار أسهم شركات المؤشر CAC40 خلال الفترة 2012 - 2015	الشكل رقم (2 . 1)
31	التمثيل البياني للقيم الحقيقية مع النموذج المقدر لسعر السهم	الشكل رقم (2 . 2)
32	مناطق القبول والرفض لاختبار Durbin-Watson	الشكل رقم (2 . 3)
33	نتائج إختبار Jarque-Bera	الشكل رقم (2 . 4)

قائمة الملاحق

الصفحة	عنوان الملحق	رقم الملحق
41	معلومات أساسية حول الشركات عينة الدراسة	الملحق رقم (01)
42	نتائج الانحدار المتعدد للمتغيرين BPA – DPA على سعر السهم	الملحق رقم (02)
43	نتائج الانحدار المتعدد للمتغيرين BNR – DPA على سعر السهم	الملحق رقم (03)
43	نتائج الانحدار المتعدد للمتغيرين BPA- BNR على سعر السهم	الملحق رقم (04)
44	نتائج الانحدار البسيط للمتغير DPA على سعر السهم	الملحق رقم (05)
44	نتائج الانحدار البسيط للمتغير BPA على سعر السهم	الملحق رقم (06)
45	نتائج الانحدار البسيط للمتغير BNR على سعر السهم	الملحق رقم (07)
45	نتائج اختبار Breusch-Godfrey للانحدار الخطي البسيط	الملحق رقم (08)
46	نتائج اختبار ARCH-LM للانحدار الخطي البسيط	الملحق رقم (09)

قائمة المصطلحات

نصيب السهم من التوزيعات	Dividende Par Action	DPA
نصيب السهم من النتيجة الصافية	Benifis par action	BPA
أرباح محتجزة	Benifis Non Répartis	BNR
مودقلياني وميلر	Modigliani & Miller	M&M

مقدمة

أولاً: إشكالية البحث

تلعب الأسواق المالية دوراً هاماً في اقتصاديات الدول ، من خلال تعبئة المدخرات وأداة جاذبة للاستثمارات الأجنبية، إضافة إلى دورها الفاعل في تمويل خطط التنمية الاقتصادية. إذ تعتبر مصدر أساسي للرفع في رأس مال الشركة ومقياس هام لقياس أدائها و تسعير أسهمها، كما تعتبر الأسواق المالية منبع هام للمعلومات و المؤشرات المتعلقة بالمحيط الذي تنشط فيه الشركة.

و لكون رأس مال الشركات يتكون من أسهم و التي يتم تداولها في الأسواق المالية بغرض إعطاء قيمة للمؤسسة فإن أسعار هذه الأسهم تتأثر بمجموعة من المتغيرات منها الاقتصادية و المالية و هذا ما دفع الكثير من الباحثين إلى تبيان العوامل المؤثرة على أسعار هذه الأسهم.

ويعتبر الاستثمار بالأسهم العادية احد أنواع الاستثمار بالأوراق المالية وقد تبلورت مفاهيمه الأساسية نتيجة لتطور ونضوج الأسواق المالية وحيث إن الواقع العملي يشير إلى أن المستثمرين ينقسمون إلى نوعين النوع الأول هم الذين يتمتعون بفوائد مالية يمكن التصرف فيها كـمخزون للقيمة وتعظيم الثروة عن طريق تراكم الأرباح المحتجزة ولا يعيرون الأرباح الموزعة أي اهتمام، أما النوع الثاني فيمثل الاستثمار الفعلي عندهم هو العائد الموزع الذي يعد دخل دوري مهم للاعتماد عليه في حياتهم وتتمثل سياسة توزيع الأرباح من أهم السياسات التمويلية في الشركات نظراً لعلاقتها المباشرة بالمساهمين وانعكاساتها على سعر السهم في السوق .

وفي ظل ما سبق ذكره تتجلى معالم الإشكالية الأساسية لهذا البحث، والتي يمكن صياغتها على النحو التالي:

ما مدى تأثير توزيع الأرباح على أسعار أسهم شركات المؤشر CAC 40 للفترة الممتدة من 2012-2015؟

وللتحكم أكثر في صلب الموضوع ارتأينا إلى تقسيم الإشكالية العامة إلى إشكاليات فرعية كما يلي:

- هل توجد علاقة بين نصيب السهم من التوزيعات وسعر السهم السوقي للشركة المدرجة في المؤشر CAC 40 ؟
- هل توجد علاقة بين نصيب السهم من النتيجة الصافية وسعر السهم السوقي للشركة المدرجة في المؤشر CAC 40 ؟
- هل توجد علاقة بين نسب الأرباح المحتجزة وسعر السهم السوقي للشركة المدرجة في المؤشر CAC 40 ؟
- أي من أشكال التوزيعات قيد الدراسة الأكثر تأثيراً على أسعار الأسهم؟

ثانياً: فرضيات البحث

- توجد علاقة بين نصيب السهم من التوزيعات وسعر السهم السوقي للشركة المدرجة في المؤشر CAC 40؛
- توجد علاقة بين نصيب السهم من النتيجة الصافية وسعر السهم السوقي للشركة المدرجة في المؤشر CAC 40؛
- توجد علاقة بين نسب الأرباح المحتجزة وسعر السهم السوقي للشركة المدرجة في المؤشر CAC 40؛
- تعتبر التوزيعات النقدية المتغير الأكثر تأثيراً على أسعار الأسهم.

ثالثاً: مبررات اختيار الموضوع:

- الرغبة الشخصية في تناول موضوع ضمن مالية أسواق؛
- الموضوع ضمن مجال تخصصي؛
- دراسة الموضوع في بورصة فرنسا للتحصل على نتائج جديدة مقارنة بالدراسات السابقة؛
- محاولة اختبار الفرضيات المفسرة لسياسة توزيع الأرباح في الشركات المدرجة في المؤشر CAC 40؛
- محاولة معرفة أثر توزيع الأرباح على أسعار أسهم شركات المدرجة في المؤشر CAC 40.
- تعتبر بورصة باريس من أهم البورصات في العالم حيوية من حيث أهمية رسمتها البورصية، كما أن المؤشر CAC 40 من أشهر وأهم المؤشرات العالمية، بالإضافة إلى أن جزء من شركات هذا المؤشر لديها فروع في الجزائر مثل:

(L'Oréal, Michelin, Peugeot, total, Nokia...)

رابعاً: أهمية الموضوع

- تعتبر سياسة توزيع الأرباح من القرارات المهمة بالنسبة للمؤسسة والمستثمر؛
- التحصل على معلومات تفيد المستثمر حول مقياس الأسهم.

خامساً: أهداف البحث

- محاولة تقديم نموذج يفسر تأثير سياسة توزيع الأرباح على أسعار الأسهم؛
- محاولة معرفة أي من المتغيرات سياسة توزيع الأرباح الأكثر تأثير على سعر السهم.

سادساً: حدود الدراسة

سيتم الاعتماد في هذه الدراسة على عينة من الشركات المدرجة في المؤشر CAC 40 وهو المؤشر الأساسي في بورصة باريس موزعة على عدة قطاعات، أما الحدود الزمنية ستكون في الفترة الممتدة من 2012 إلى 2015 والتي تعتبر كافية لإختبار الفرضيات والإجابة على الإشكالية العامة.

سابعاً: منهجية الدراسة

اعتمدنا في دراستنا الحالية على المنهج الوصفي في الجزء النظري للدراسة من خلال التطرق إلى مفاهيم سياسة توزيع الأرباح والنظريات المفسرة لها و العوامل المؤثرة عليها وعلى سعر السهم

وفي الجانب التطبيقي سوف يتم إتباع منهج دراسة الحالة الذي يحمل في ثناياه الدراسة الإختبارية حيث يتم استعمال نموذج الانحدار الخطي المتعدد والبسيط اللذان يساعدان في الكشف عن العلاقة بين المتغير التابع والمتغير المستقل بالاعتماد على البرنامج الإحصائي Eviews

ثامناً: هيكل الدراسة

بهدف إنجاز هذا البحث و التوصل إلى النتائج المطلوبة وفقاً لمنهجية علمية أصيلة، قمنا بتقسيم هذه الدراسة إلى فصلين مسبقين بمقدمة عامة و تنتهي بخاتمة للدراسة و توصيات للأبحاث الأخرى ، و تتمثل فصول الدراسة في:

الفصل الأول: سنقوم بتقسيم هذا الفصل إلى جزئين من خلال تسليط الضوء بشكل مختصر على الأسس النظرية لقيمة الأسهم و سياسة توزيع الأرباح مروراً بالنظريات المفسرة لهذه السياسة و هذا كله في الجزء الأول، أما الجزء الثاني و الذي سنتطرق فيه إلى أهم الأعمال و البحوث التي تصب في صلب موضوعنا قيد الدراسة و التي تم الإطلاع عليها و المختارة من أحسن الأبحاث التي سنعتمدها كدراسات سابقة.

الفصل الثاني:

و الذي يعتبر فصل الدراسة التطبيقية، و لذا سنحاول من خلاله الكشف عن العلاقة بين سياسة توزيع الأرباح سعر السهم السوقي للشركات من خلال اختبار فرضيات الدراسة باستخدام طريقة الانحدار الخطي المتعدد و البسيط، وذلك للكشف عن متغيرات سياسة توزيع الأرباح الأكثر تأثيراً على سعر السهم السوقي.

الفصل الأول:

سياسة توزيع الأرباح وعلاقتها

بسعر السهم

تمهيد:

تعد القرارات المالية من أهم القرارات التي تتخذها الشركة كونها تعكس قرارات إستراتيجية لما لها من تأثير بالغ على مستقبل الشركة، كما تعكس السياسات المنتهجة (سياسة التمويل وسياسة الاستثمار وسياسة توزيع الأرباح) في سبيل بلوغ الأهداف المسطرة.

و تعتبر سياسة توزيع الأرباح من القرارات المالية الإستراتيجية الهامة في الشركة حيث حظيت بقسط كبير من الدراسات ضمن النظرية المالية و التي حاولت دراسة تأثير هذه السياسة على أسعار السهم وانقسمت هذه الدراسات بين مؤيدة ومعارضة لها.

و نظرا للجدل القائم حول هذه السياسة وتأثيرها على أسعار السهم سنحاول في هذا الفصل تسليط الضوء على الجانب النظري للسياسة توزيع الأرباح وعلاقتها بأسعار الأسهم المدرجة في البورصة، ومن ثم إعطاء بعض الدراسات التي اهتمت بالموضوع و التي تم الاطلاع عليها واعتمادها كدراسات سابقة في موضوعنا هذا.

المبحث الأول: سياسة توزيع الأرباح وعلاقتها بسعر السهم

لتحديد أسعار الأسهم يجب الأخذ بعين الاعتبار مجموعة من العوامل المؤثرة عليها بشكل مباشر أو غير مباشر. حيث تتفاوت قوة تأثيرها من عامل إلى آخر. وقد تناولنا في هذا المبحث العوامل المؤثرة على سعر السهم مروراً إلى محددات سلوك سياسة توزيع الأرباح ثم النظريات المفسرة لها.

المطلب الأول: العوامل المؤثرة على سعر السهم

توجد العديد من العوامل التي تحدد أو تؤثر على سعر السهم تتفاوت قوة تأثيرها من عامل إلى آخر، ومن أهم هذه العوامل ما يلي:

أولاً: عوامل متعلقة بالظروف الاقتصادية

1- **معدل التضخم:** التضخم من أكثر المصطلحات تداولاً في العصر الحديث فهو حالة تشكو منها معظم الاقتصاديات، وتتضارب العديد من النظريات المفسرة لهذه الظاهرة³، بزيادة معدل التضخم ترتفع أسعار الأسهم إذ يعرف على أنه الارتفاع في المستوى العام للأسعار⁴، مصحوباً بانخفاض القوة الشرائية والتضخم بالمعنى الاقتصادي هو ضعف القوة الشرائية للعملة⁵

وقد أشارت (دراسة بلجيكية 2010) حول تأثير التضخم على عوائد الأسهم والتي كانت معتمدة على دراسة الاقتصادي الأمريكي فاما وذلك لتحليل الارتباط بين العوائد التاريخية لأسهم مجموعة من الشركات المدرجة في بورصة عمان ومعدلات التضخم في الأردن و بالتالي فان التضخم يؤثر على عوائد الأسهم التاريخية لكل من قطاع التأمين ، الصناعة ، الخدمات و هذه النتائج معاكسة لنتائج الأعمال التي قام بها فاما لأن هذه العلاقة كانت طردية في قطاع التأمين والخدمات، ولكنها عكسية بالنسبة لقطاع الصناعة وهذا يفسر تحقيق هامش ربح أعلى عند ارتفاع أسعار منتجاتها بسبب التضخم وذلك عند بيع مخزونها قبل ارتفاع أسعار المواد الأولية⁶

وجاءت كذلك (دراسة يوسف 2008) مركزة على أهم العوامل المؤثرة على عوائد الأسهم ، حيث أظهرت نتائج التحليل الإحصائي على وجود علاقة ارتباط ذات دلالة إحصائية بين التضخم النقدي وعوائد الأسهم، حيث إن التضخم يؤدي إلى ارتفاع الأسعار ومنها يؤدي إلى ارتفاع عوائد الأسهم⁷

³ - محمد البشير بن عمر، دراسة أثر بعض المتغيرات المالية والاقتصادية على أسعار الأسهم، رسالة ماجستير في علوم التسيير، تخصص مالية مؤسسة، جامعة ورقلة، 2010، ص31

⁴ - محمد محمود الخطيب، الأداء المالي وأثره على عوائد أسهم الشركات، ط1، دار الحامد للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2010، ص 88

⁵ - خيرة مزوزي ، اثر الإعلان عن سياسة توزيع الأرباح على أسعار الأسهم المدرجة في سوق دبي المالي ، مذكرة ماجستير في العلوم التجارية، تخصص مالية كمية، غير منشورة، جامعة ورقلة، 2014 ، ص03

⁶ - أنظر: بلجيكية سمية، أثر التضخم على عوائد الاسهم دراسة تطبيقية لمجموعة من المؤسسات المسعرة في بورصة عمان، رسالة ماجستير في علوم التسيير، جامعة قسنطينة، 2010

7- أنظر: دانة بسام محمد يوسف، تحديد العوامل المؤثرة على عائد الأسهم في سوق عمان المالي، رسالة ماجستير في إدارة الأعمال، جامعة الشرق الأوسط، الأردن، 2008

2- سعر الفائدة: يؤدي الارتفاع في سعر الفائدة إلى انخفاض أسعار الأسهم والعكس، حيث يضع المستثمر بعين الاعتبار مستوى الفائدة الذي يتسم بدرجة منخفضة من المخاطرة، ومنه يكون الاستثمار في الأسهم فقط إذا كان سعر السهم يحقق عائد متوقع أعلى بدرجة كافية من سعر الفائدة الخالي من المخاطرة⁸.

(دراسة محمود عبد الله 2005) هدفت هذه الدراسة إلى محاولة التعرف على العوامل التي تؤثر على أسعار الأسهم للشركات المدرجة في بورصة عمان، وذلك خلال الفترة ما بين عام 1998 وعام 2003 حيث توصلت النتائج إلى أن سعر الفائدة يؤثر على سعر السهم بصورة عكسية وقوية وأن هذه العلاقة ذات دلالة إحصائية مهمة⁹.

جاءت دراسة (Amjad Hussain, Syed Muzammil Hussain Bukhari, 2014) والهدف الرئيسي من هذه الدراسة هو تحليل تأثير العوامل في تحديد سعر السهم من بعض الشركات المدرجة في البورصة حيث توصلت إلى أن أسعار الفائدة تؤثر على سعر السهم¹⁰.

3. سعر صرف العملة: سعر صرف العملة قد يؤثر على أسعار الأسهم من خلال عدة أشكال خاصة في الاقتصاديات المتقدمة والمتكاملة ماليا مع السوق العالمي. كما إن استبدال العملة الوطنية بالعملة الأجنبية في أوقات ضعف العملة المحلية يؤدي إلى انخفاض أسعار الأسهم، وأيضاً قد يدفع انخفاض العملة الوطنية بالأفراد إلى التخلص من احتياطياتهم منها واستبدالها بأدوات أخرى منها الأسهم مما يؤدي بدوره إلى زيادة الطلب على الأسهم وارتفاع أسعارها¹¹.

وقد أظهرت نتائج دراسة (Amjad Hussain, Syed Muzammil Hussain Bukhari, 2014):

إلى أن أسعار صرف العملات تؤثر على سعر السهم.

بينما دراسة (Gulati & Kakhani 2012) جاءت هذه الدراسة لمعرفة إذا كانت هناك علاقة ما بين أسعار صرف العملات الأجنبية وسوق الأسهم خلال فترة 2004-2012 وأظهرت النتائج إلى عدم وجود أي علاقة بين أسعار الصرف وسوق الأسهم¹².

4- معلومات عن القطاعات الاقتصادية: إن مجمل الشركات تنتمي إلى مجموعات من القطاعات المختلفة، فمنها ما هي مؤسسات صناعية ومنها ما هي مؤسسات زراعية ومنها ما هي مؤسسات تجارية، مالية، سياحية... الخ. بدون شك، إن انتعاش

8- محمد محمود الخطيب، مرجع سابق، ص 86-87

9- أنظر: محمود عبد الله الموعد، العوامل المؤثرة على أسعار الأسهم بالتطبيق على بورصة عمان للأوراق المالية، رسالة ماجستير في المحاسبة والتمويل، جامعة السودان للعلوم والتكنولوجيا، 2005

10- Voir: Syed Muzammil Hussain Bukhari, Amjad Hussain, **Macroeconomic Factors do influencing Stock Price: A Case Study on Karachi Stock Exchange**, Journal of Economics and Sustainable Development, University, Islamabad Pakistan, Vol.5, No.7, 2014

11- محمد محمود الخطيب، مرجع سابق، ص 87

12- Voir: Deepti Gulati, Monika Kakhani, **Relationship Between Stock Market And Foreign Exchange Market In India: An Empirical Study**, Pacific Business Review International, Vol.5, Issue. 5, November 2012.

قطاع معين من هذه القطاعات، لا يعني بالضرورة انتعاش القطاعات الأخرى و العكس صحيح ، وبالتالي تعتبر المعلومات المتعلقة بالقطاع الذي تنتمي إليه الشركة المصدرة للأسهم معلومات مهمة لها انعكاسات على تلك الشركة، وعلى أسعارها¹³.

5- معلومات عالمية: إن التطورات التي يشهدها العالم بجميع المجالات منها الاقتصادية، جعلت دول العالم اليوم قريبة من بعضها البعض، بحيث تنعكس آثار الأحداث في أي دولة فيه بشكل مباشر أو غير مباشر على معظم الدول الأخرى. ومن هنا كانت الأحداث العالمية اقتصادية أو مناخية أو حتى سياسية محض اهتمام المستثمرين و المتعاملين بالأوراق المالية بشكل عام لما لها من انعكاسات على الأنشطة والمجالات الاقتصادية التي هم بصدد التعامل فيها بالتالي على حركة أسعار الأوراق المالية مثل ، الركود والانتعاش الاقتصادي وكذلك التقلبات والأحداث السياسية والحروب وغيرها. إن مصادر الحصول على هذه المعلومات، تكون من خلال وسائل الإعلام الدولية مثل الفضائيات والصحف والمجلات الدولية¹⁴.

ثانيا: عوامل متعلقة بظروف المؤسسة

1- حجم المؤسسة: يقصد به تصنيف الشركات إلى مؤسسات صغيرة أو متوسطة أو كبيرة¹⁵. إن ظروف السوق العالمي في الوقت الراهن تسير في اتجاهات المؤسسات الكبيرة لقدرتها على المنافسة في ظل العولمة، مما أدى إلى اتجاه بعض الكيانات الكبيرة على المستوى العالمي إلى اندماج في مواجهة تحديات السوق ونضرا للأهمية التي تحتلها المؤسسات الكبيرة فان لها من التأثير على أسعار الأسهم وبالتالي على قيمة المؤسسة والعلاقة بين هذين المتغيرين هي علاقة طردية¹⁶.

2- عدد عمال المؤسسة: ويعد من الأصول المتغيرة للمؤسسة بحيث يبين إنتاجية المؤسسة مما يؤثر على عائد الاستثمار، إذ غالبا ما يؤثر على قوتها ووضعها الاقتصادي بين المؤسسات الأخرى، وهو ما يدفع بالمستثمرين للإقبال على شراء أسهمهم، فيؤثر بدوره على عوائد أسهمها¹⁷.

بينت نتائج الدراسة (دانه محمد بسام 2008) إلى أن هناك علاقة بين عدد العاملين وعوائد الأسهم حيث كلما زاد عدد العاملين زادت الإنتاجية وزاد الاستثمار وعليه يترتب زيادة الأسهم.

3- رأس مال المؤسسة: يعد رأس المال المحرك الأساسي لأي مشروع استثماري، يهدف لزيادة الإنتاجية وإعادة استثمار رأس المال، وله تأثير واضح على عوائد الأسهم، فكلما زاد حجم رأس المال كلما زاد تأثير العوائد¹⁸.

ثالثا: عوامل متعلقة بالسوق:

1- العوامل النفسية: تلعب العوامل النفسية سواء كانت متشائمة أو متفائلة دورا هاما في توجيهها لأسعار في سوق الأوراق المالية نحو الارتفاع أو انخفاض. تستند هذه التأثيرات النفسية على توقعات المتعاملين والتي يمكن أن تحدث فارقا كبيرا في الأسعار، إذ

¹³ - خيرة مزوزي مرجع سابق، ص 5

¹⁴ - مرجع سابق، ص6

¹⁵ - نفسه

¹⁶ - أيمن سيد محمد سرحان، اثر المتغيرات المالية على القيمة السوقية للمنشأة بالتطبيق على قطاع الصناعات التحويلية، رسالة ماجستير في ادارة الاعمال كلية التجارة عين شمس - مصر، 2003، ص70

¹⁷ - دانه بسام محمد يوسف، مرجع سابق، ص30

¹⁸ - مرجع سابق، ص 29

يرتكز بعضها على معلومات ذات أهمية حقيقية فتكون القرارات الناتجة عنها اقرب من الموضوعية، والبعض الآخر يركز على التقرب¹⁹

2- الشائعات: وتنتشر هذه الظاهرة في ظل الأسواق المالية للدول النامية بكثرة حيث ينتشر ما يعرف باحتكار المعلومات، وفي ظل غياب كل من القوانين والأنظمة واللوائح المنظمة للسوق من ناحية، والوعي الاستثماري لدى المستثمرين من ناحية أخرى، وعدم وجود منافسة كاملة في السوق المالي، وكثرة حدوث حركات مفاجئة غير مبررة في أسعار الأوراق المالية²⁰.

المطلب الثاني: محددات سلوك سياسة توزيع الأرباح

كثيرا ما ما نتساءل هل سياسة توزيع الأرباح تعد قرارا استثماريا أم قرارا تمويليا إذا سياسة توزيع الأرباح في المؤسسة الاقتصادية هي قرار ليس بالأمر الهين فهي تحمل في مضمونها مشكلة مزدوجة ومعقدة وعليه فإن معالجة هذه السياسة يجب أن تتم في ضوء الهدف الذي تسعى إلى تحقيقه.

أولا: مفهوم سياسة توزيع الأرباح

توجد عدة تعاريف للأرباح الموزعة منها:

- التوزيعات هي تلك الدفعات النقدية المقرر توزيعها على حملة الأسهم العادية وفق الربحية المؤسسة و سيولتها²¹
- الأرباح الموزعة هي مجموعة النقود المدفوعة لحملة الأسهم في المؤسسة من الأرباح، و يدفع هذا المقسوم عندما تحقق أرباح حالية، أو أن يتم دفعه من الأرباح المحتجزة عن فترة سابقة²²
- تعرف التوزيعات على أنها التوزيعات الملكية لحملة الأسهم من الأرباح الحالية أو المتراكمة عن سنوات سابقة وان توقيت التوزيع يخضع لمصادقة مجلس إدارة المؤسسة²³

من خلال التعاريف السابقة يمكن تعريف سياسة توزيع الأرباح على أنها:

- النهج الذي تتبعه المؤسسة من حيث توزيع الأرباح واحتجاز تلك الأرباح لإعادة استثمارها، و تتمثل السياسة المثلى للتوزيعات في تلك التي تعمل على الموازنة بين التوزيعات الحالية و الأرباح المستقبلية و التي ينتج عنها تعظيم سعر السهم²⁴

19- بلجبية سمية، مرجع سابق، ص 57

20- صباح أسامة علي شراب، اثر الاعلان عن توزيعات الأرباح على أسعار أسهم الشركات المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية، رسالة ماجستير المحاسبة والتمويل، الجامعة الإسلامية، غزة 2006، ص 60-61

21- علي بن الضب، دراسة تأثير الهيكل المالي وسياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة الاقتصادية المدرجة بالبورصة" دراسة حالة"، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في علوم التسيير، تخصص: مالية المؤسسة، غير منشورة، جامعة قاصدي مبراح ورقلة - الجزائر، 2009، ص 122

22- خديجة خوجي، دراسة تأثير سياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة المدرجة بالبورصة" دراسة حالة"، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماستر في علوم التسيير، تخصص: مالية المؤسسة، غير منشورة، جامعة قاصدي مبراح، ورقلة - الجزائر، 2011، ص 42

23- علي بن الضب، مرجع سابق، ص 122

24- لزهاري زواويد، دراسة تأثير سياسة توزيع الأرباح على السلوك التمويلي للمؤسسة الاقتصادية المدرجة في البورصة دراسة عينة من المؤسسات، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماستر في علوم التسيير، غير منشورة، جامعة قاصدي مبراح، ورقلة - الجزائر، 2011، ص 11

- معدل التدفق النقدي (وقد يكون غير نقدي) الذي يتلقاه المساهمون كمردود ملموس على استثماراتهم في أسهم المؤسسة التي يحملونها، تمثل هذه الأرباح بالنسبة للمستثمرين دخلا جاريا ينتظره و يتوقعه العديد من المساهمين لينفقوه على استهلاكهم الجارية من؛ السلع والخدمات، كما تؤثر سياسة توزيع الأرباح على السعر السوقي للسهم²⁵

ثانيا: محددات سياسة توزيع الأرباح

كثيرا ما نتساءل هل سياسة توزيع الأرباح في المؤسسة، تعد قرارا استثماريا أم قرارا تمواليا، ولماذا؟ فمن الملاحظ أن سياسة توزيع الأرباح في المؤسسة الاقتصادية كقرار، ليس بالأمر الهين فهي تحمل في مضمونها مشكلة مزدوجة ومعقدة، وعليه فإن معالجة هذه السياسة يجب أن تتم في ضوء الهدف الذي تسعى المؤسسة إلى تحقيقه وهو ما يعرف بتعظيم قيمة المؤسسة كأموال مستثمرة.

1- سياسة توزيع الأرباح كقرار استثماري: تشير سياسة توزيع الأرباح إلى كونها قرارا استثماريا إذا ما اعتمدت القرارات الخاصة بها على المصدر الأول، وهو النقدية الناتجة عن عمليات التشغيل، وفي مثل هذا الموقف قد يمتد آثار هذه القرارات على فرص الاستثمار المتاحة للمؤسسة، ومن ثم فإن قرار التوزيع الخاص بالأرباح هنا قد يعكس مشكلة استثمارية يحتم الموقف الخاص بها اتخاذ قرار ضروري.

إن البحث عن حلول لسياسة توزيع الأرباح كمشكلة استثمارية قد يفرض على المؤسسة أن تنتظر حتى تقرر اختيار الفرص الاستثمارية المتاحة، واستخدام ذلك الجزء المتبقي من النقدية الناتجة عن التشغيل في عملية توزيع الأرباح وذلك بعد استيفاء كافة متطلبات الاستثمار في المؤسسة²⁶.

2- سياسة توزيع الأرباح كقرار تمويلي: قد تلجأ المؤسسة في بعض الحالات إلى الاعتماد على مصدر خارجي في توزيعات الأرباح، وذلك لتجنب المشكلة الاستثمارية الناجمة عن استخدام النقدية المترتبة عن عمليات التشغيل الداخلية، وفي مثل هذا الموقف قد يعكس قرار توزيع الأرباح باستخدام الأموال الخارجية (القروض أو الأسهم الجديدة) مشكلة تمويلية، خاصة إذا ما كان هذا سيؤثر على هيكل التمويل المناسب في المؤسسة، وهذا يعني بالدرجة الأولى أن الاتجاه نحو استخدام المصدر الخارجي لتمويل عملية توزيع الأرباح، لا بد وأن يتم تخطيطه في ضوء محددات الهيكل المناسب للتمويل، أي بما لا يخل بهدف تعظيم سعر السهم الواحد إلى أقصى حد ممكن (تعظيم ثروة الملاك) إن الارتباط بين سياسة توزيع الأرباح وقرارات الاستثمار والتمويل تبدو واضحة من خلال العلاقة التالية:

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

وهذه العلاقة السابقة توضح لنا أن عملية توزيع الأرباح في المؤسسة، ما هي إلا محصلة للفرق بين ما هو متاح لهذه المؤسسة من نقدية (داخلية أم خارجية) وبين ما تحتاجه من أموال لعمليات الاستثمار، وذلك مع ملاحظة أنه إذا ما كانت النقدية الداخلية كافية لتغطية مطالب الاستثمار أو تزيد عنها، فلا حاجة أصلا للحصول على الأموال الخارجية كاتجاه لتمويل عملية التوزيع²⁷.

²⁵ - زرقون محمد، أثر الاكتتاب العام على سياسات توزيع الأرباح في المؤسسات الاقتصادية المسعرة في البورصة دراسة تحليلية مقارنة لمؤسسة تسيير فندق الأوراسي الجزائر، مجلة الباحث العدد 08، جامعة ورقلة - الجزائر 2010 ص 85

²⁶ - زرقون محمد، مرجع سبق ذكره، ص 85

²⁷ - حميدة رضائي، تأثير سياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة المسعرة بالسوق المالي دراسة عينة من المؤسسات المسعرة بسوق عمان المالي خلال الفترة من

2008-2010، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماستر في علوم التسيير، تخصص: مالية مؤسسة، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة - الجزائر، ص 57

ثالثاً: أشكال سياسة توزيع الأرباح

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

1- التوزيعات النقدية: و تنقسم هذه التوزيعات إلى ثلاث أنواع:

أ- سياسة نسبة توزيع الأرباح الثابتة: تقوم هذه السياسة على دفع توزيعات أرباح نقدية للمساهمين في الشركة كنسبة من الأرباح بعملة البلد الذي تعمل به الشركة²⁸.

ب- سياسة توزيع الأرباح منتظمة: هذه السياسة مبنية على دفع توزيعات أرباح بالدينار في كل فترة زمنية، بشكل عام حيث يعتبر المساهمين هذه السياسة إيجابية تخفض من درجة عدم التأكد لديهم فيما يتعلق بتوزيعات الأرباح المستقبلية²⁹.

ج- توزيعات الأرباح منخفضة و متزايدة: تقوم هذه السياسة على دفع توزيعات أرباح ثابتة و لكن بمبالغ منخفضة، و تقوم الشركة بزيادة هذه التوزيعات حين تحقق أرباح أعلى من أرباحها العادية في فترة زمنية معينة، و تستخدم هذه السياسة بشكل كبير في الشركات التي تواجه تذبذبات موسمية في أرباحها³⁰.

2- التوزيعات في شكل أسهم: و ينقسم هذا النوع من التوزيعات إلى:

أ- التوزيعات على شكل أسهم مجانية: يقصد إعطاء المستثمر عدد من الأسهم بدلا من إعطائه توزيعات نقدية، و يتحدد نصيب كل مستثمر من هذه التوزيعات بنسبة ما يمتلكه من أسهم الشركة و من بين الآثار الجوهرية لهذه السياسة هو انخفاض للقيمة السوقية للسهم، لذا تلجأ إليها الشركة عندما ترتفع القيمة السوقية للسهم بدرجة كبيرة يخشى معها تناقص عدد المستثمرين الراغبين في شراء أسهمه³¹

ب- تخفيض القيمة الاسمية للسهم: قد تلجأ الشركة إلى تخفيض القيمة الاسمية للسهم مما يضاعف من عدد الأسهم التي يتكون منها رأس المال و هو ما يطلق عليه بتجزئة الأسهم و تتفق هذه السياسة مع سياسة التوزيعات المجانية على أنها في النهاية تهدف إلى تخفيض القيمة السوقية للسهم، بما يجعله متاحا لصغار المستثمرين³²

ج- إعادة شراء الأسهم العادية: قد تلجأ المؤسسة في بعض الظروف إلى إعادة شراء أسهمها العادية التي أصدرتها، ومثل هذه الإجراءات تؤدي إلى خلق ما يسمى بالأسهم النقدية Treasury Stock وهي عبارة عن سهم سبق إصداره ثم أعيد شراؤه بأحد الطرق، فقد يشتري من سوق مفتوحة Open Market حيث يتاح لأي مستثمر شراء الأسهم التي يرغبها، وقد يتم الشراء من خلال ما يسمى بعروض المناقصات Offers Tender لعدد من الساهم وبسعر محدد وبصفة عامة تحدث عملية إعادة الشراء إذا كان سعر السهم السوقي اقل من قيمته الحقيقية الاقتصادية³³

²⁸ - عبد الحق قنون، دراسة أثر سياسة توزيع الأرباح على القيمة البورصية للمؤسسات الاقتصادية دراسة عينة من المؤسسات، شهادة الماجستير، غير منشورة، جامعة ورقلة،

2012، ص 20

²⁹ - فايز سليم حداد، الإدارة المالية، الطبعة الثالثة، دار حامد للنشر والتوزيع، عمان، 2010، ص 314

³⁰ - نفسه.

³¹ - منير إبراهيم هندي، الإدارة المالية-مدخل تحليلي معاصر-، المكتب العربي الحديث، الإسكندرية، مصر، 2003، ص 722

³² - مرجع سابق، ص 725

³³ - للمزيد من التفصيل أنظر:

رابعا: العوامل المؤثرة على سياسة توزيع الأرباح

- 1- القوانين التنظيمية:** تخضع الشركات لقوانين و أنظمة البلد الذي تعمل فيه، مثل قانون الشركات و قانون هيئة سوق الأوراق المالية أنظمتها وتعليماتها، وفيما يخص بتوزيع الأرباح فمعظم دول لا تسمح للشركات بدفع أرباح من رأس مالها القانوني و الذي يقاس بالقيمة الاسمية للأسهم العادية و في بعض الدول يضاف إلى القيمة الاسمية للأسهم العادية، علاوة إصدار الأسهم العادية كذلك لا يسمح للشركات عادة بأن توزع الأرباح إذا كانت غير مليئة ماليا أو مفلسة قانونيا³⁴.
- 2- العوامل التعاقدية:** قد تتضمن الاتفاقات والعقود المبرمة بين المؤسسة والدائنين، أو بينها وبين أصحاب الأسهم الممتازة بعض الشروط، التي قد تحد من حرية تصرف المؤسسة وبشكل عام فإن هذه الشروط تمنع المؤسسة من دفع توزيعات أرباح نقدية إذا لم تحقق المؤسسة مستوى معين من الأرباح، وتوضع هذه المحددات من أجل حماية الدائنين إذا ما تعرضت المؤسسة للعسر المالي³⁵.
- 3- محددات داخلية:** إن قدرة الشركة على دفع توزيعات أرباح مقيدة بكمية الأموال المتوفرة لديها على شكل نقد وأوراق مالية قابلة للتسويق. ومع أنه من الممكن للشركة أن تقترض من اجل دفع توزيعات أرباح للمساهمين فيها، إلا أن المقرضين طبعاً يكونوا مترددين في إقراض الشركة لهذه الغاية، والسبب في ذلك لان هذه الأموال المقترضة من قبل الشركة لن تنتج فوائد ملموسة أو تشغيلية تساعد الشركة على دفع ديونها³⁶.
- 4- فرص النمو:** إن حاجات الشركة للتمويل متعلق مباشرة بتوقعاتها للنمو المستقبلي وأي أصول هي بحاجة إلى امتلاكها. ويجب على الشركة تقييم العائد والمخاطرة لمشاريعها الاستثمارية لتمدها بالقدرة على الحصول على التمويل الخارجي. بالإضافة إلى ذلك، يجب على الشركة تحديد تكلفة وسرعة الحصول على التمويل. وبشكل عام، فإن الشركات الكبيرة تستطيع بسهولة دخول الأسواق أو الاقتراض من المؤسسات المالية والحصول على التمويل الجديد لمشاريعها الاستثمارية، وبالتالي هي تعتمد على التمويل الخارجي وتقوم بدفع جزء كبير من أرباحها كتوزيعات أرباح. بينما الشركات الصغيرة التي تنمو بشكل كبير ومستمر قد يكون من الصعب عليها دخول الأسواق المالية أو الحصول على القروض من المؤسسات المالية لدعم مشاريعها الاستثمارية. وبالتالي فإن الشركات الصغيرة النامية تعتمد بشكل كبير على التمويل الداخلي من خلال احتجاز الأرباح، وعدم دفع توزيعات أرباح أو دفعها بنسب قليلة³⁷.
- 5- رغبات المساهمين:** على المؤسسة أن تتبع سياسة توزيعات لها تأثير إيجابي على ثروة المساهمين فيها. ونظراً لتضارب المصالح بين المساهمين، قد يكون من الصعب إتباع أرباح تخدم الجميع ويعود التباين في رغبات المساهمين والمستثمرين لعدد من العوامل وهي:
أ- الموقف الضريبي للمساهمين: تتضارب المصالح بين المساهمين نتيجة للاختلاف في التعامل مع الأرباح الموزعة والأرباح الرأسمالية فيما يخص الضريبة المفروضة عليها، وذلك لان غالباً ما تكون الضريبة على الأرباح الموزعة أعلى من الضريبة على الأرباح

- خيرة مزوزي، مرجع سابق، ص 12

- فايز سليم حداد، مرجع سابق، ص 320

- عبد الغفار حنفي، أساسيات التمويل والإدارة المالية، إسكندرية، مصر، دار الجامعة الجديدة، 2002، ص 204

³⁴ - فايز سليم حداد، مرجع سابق، ص 310

³⁵ - حميدة رضاني، مرجع سابق، ص 59

³⁶ - فايز سليم حداد، مرجع سابق، ص 310.

³⁷ - مرجع سابق، ص 311.

الرأسمالية، وعلية فالمساهم الذي ينتمي إلى شريحة ضريبة عالية يفضل احتجاز الأرباح لاعتقاده بان ذلك سوف يؤدي إلى ارتفاع القيمة السوقية للأسهم أي تحقيق أرباح رأسمالية، بينما المساهم الذي ينتمي إلى شريحة ضريبة منخفضة يفضل الربح الموزع³⁸.

ب- حاجة المساهمين لدخل جاري في مقابل حاجتهم لدخل مستقبلي: يوجد فئة من المساهمين يفضلون الأرباح الجارية منهم المتقاعدون وذوي الدخل الصغيرة وهم يمثلون صغار المستثمرين الذين يعتبرون التوزيعات مصدر دخل لهم، وبالتالي يعارضون الاحتجاز أو التوزيعات المنخفضة. على خلاف كبار المساهمين الذين يفضلون احتجاز الأرباح على الأرباح الجارية وذلك لتخفيف العبء الضريبي عنهم. وعلية فان قرار المؤسسة يتفق مع فئة بينما يتعارض مع الفئة الأخرى³⁹.

ج- عائد الفرص الاستثمارية المتاحة أمام الشركة: من الواضح أنه إذا كانت الشركة ترغب في استثمار أصولها الإنتاجية في استثمارات رأسمالية أو زيادة أصولها المتداولة، أو أنها لا ترغب في استهلاك ديونها، فإنه يمكن توزيع هذه الأرباح نقداً و من ناحية أخرى إذ ما توفر لدى الشركة فرصة استثمارية مربحة، فإنه يمكن استخدام هذه الأرباح في تمويلها⁴⁰.

6- اعتبارات السوق: إن المحتوى المعلوماتي لسياسة توزيع الأرباح سيؤخذ بعين الاعتبار من قبل السوق المالي، حيث المساهمين غالباً ما ينظرون إلى دفع الأرباح كإشارة عن أداء الشركة المستقبلي فسياسة توزيع الأرباح المستقرة و الثابتة تعتبر إشارة إيجابية تدل على قوة المركز المالي للشركة، وبالتالي ارتفاع سعر سهم الشركة في السوق، أما توزيعات الأرباح المنخفضة أو عدم توزيع الأرباح فتعتبر إشارة سلبية تدل على انخفاض أرباح الشركة المستقبلية و بالتالي انخفاض سعر سهم الشركة في السوق⁴¹.

المطلب الثالث: النظريات المفسرة لسياسة توزيع الأرباح

أولاً: نظرية عدم ملائمة التوزيعات

من أهم أنصار هذه النظرية هما Modigliani et Miller سنة 1961 اللذان أوضحا أن قيمة المؤسسة تتوقف على مدى الاستخدام الأمثل للموارد المختلفة المتاحة وليس الكيفية التي يتم من خلالها التعامل مع الأرباح وأكد أن كفاءة الاستثمارات هي المحدد الرئيسي لثروة المساهمين (قيمة المؤسسة)⁴²

حيث يرى كل منهما في ظل هذه النظرية عدم وجود علاقة بين سياسة توزيع الأرباح وسعر السهم وتكلفة الأموال للمؤسسة، بمعنى أن سياسة توزيع الأرباح غير ملائمة لتحديد سعر السهم، ويتحدد سعر هذا الأخير حتماً للقدرة الإيرادية للمؤسسة ووفقاً لمخاطر أعمال المؤسسة وليس للطريقة التي تقسم بها الأرباح بين التوزيعات والاحتجاز، وبعبارة أخرى إن قيام المؤسسة باحتجاز الأرباح أو توزيعها هو أمر لا يهم المستثمر، ومن ثم لا يمكن أن يكون له تأثير على القيمة السوقية للسهم، وأشار كل من مود كلياني وميلر إلى انه وفي ظل افتراضات معينة، إن المؤسسة إذا ما زادت التوزيعات ثم

³⁸ - خيرة مزوزي، مرجع سابق، ص 13

³⁹ مرجع سابق، ص 13-14

⁴⁰ - عبد الغفار حنفي، مرجع سابق، ص 204.

⁴¹ - فايز سليم حداد، مرجع سابق، ص 313

⁴² - بريش عبد القادر ويدراني عيسى، محادثات سياسة توزيع الأرباح في المؤسسات الخاصة الجزائرية، مجلة الباحث، الأكاديمية للدراسات الاجتماعية و الإنسانية، العدد

العاشر، 2013، ص13

سياسة توزيع الأرباح وعلاقتها بسعر السهم

قامت بإصدار وبيع أسهم جديدة إلى مستثمرين جدد، فان قيمة السهم الذي حصل عليه المستثمر تساوي تماما التوزيعات المدفوعة، مما يعني بعدم وجود سياسة توزيع مثلى فلا فرق بين سياسة توزيع و أخرى⁴³

ثانياً: نظرية التفضيل الضريبي

تحاول هذه النظرية توضيح أثر الضريبة على تفضيل المستثمر والتي تبناها lizenberger end ramswang⁴⁴ وطبقا له النظرية يفضل المستثمرون الاستثمار في تلك المؤسسات التي تقوم بتوزيع نسبة أقل من الأرباح وذلك نتيجة وجود ضرائب بنسبة أعلى على الأرباح الموزعة مقارنة بالأرباح الرأسمالية، فحسب كل من ويستون وبرقهام (Weston & Brigham) انه في حالة وجود الضرائب فإن المستثمر يفضل إعادة استثمار الأرباح بدل من الحصول عليها وبالتالي يفضل المؤسسات التي توزع نسبة اقل من الأرباح لتخفيض قيمة الضرائب التي يدفعها، وتوزيع نسبة اقل من الأرباح يعني إعادة استثمار نسبة كبيرة منها في أنشطة المؤسسة مما يؤدي إلى زيادة معدل نمو أرباحها⁴⁵.

ثالثاً: نظرية المتبقي من التوزيعات

نظرية المتبقي من الأرباح هي إحدى مدارس الفكر التي تقترح بان الشركة يجب أن لا تقوم بتوزيع الأرباح على المساهمين إلا بعد أن تكون قد قامت بتمويل كافة المشاريع الاستثمارية المرحة. أي إن الشركة تقوم بتوزيع الأرباح من الأموال التي بقيت فيها بعد ان كل المشاريع المجدية اقتصاديا للشركة⁴⁶.

رابعاً: نظرية عصفور في اليد

والتي تنسب إلى ميرون قوردن وجون لنتز، وجاءت على نقدهما واعتراضهما لفرضية مودكلياني وميلر التي قامت عليها النظرية الأولى ألا وهي عدم وجود علاقة بين سياسة التوزيع و معدل العائد المطلوب على الأموال المملوكة⁴⁷، والذين اقترح وان هناك علاقة مباشرة بين سياسة الشركة في توزيع الأرباح وقيمتها السوقية⁴⁸، وتقضي هذه النظرية بأنه طالما أن التوزيعات تزيد عدم التأكد بالنسبة للمستثمر، وهو ما لا تحققه الزيادة في القيمة السوقية للسهم الناجمة عن احتجاز الأرباح فإنه يجب على الشركة أن توزع نسبة عالية في شكل توزيعات نقدية مما يؤدي إلى معدل عائد أكبر في شكل توزيعات و من ثم يؤدي إلى تعظيم القيمة السوقية للسهم، ويؤدي بالتالي إلى تخفيض تكلفة الأموال⁴⁹

خامساً: نظرية الإشارة

تؤدي المعلومة دورا هاما في المؤسسة، حيث تقوم بتزويد الأفراد والجهات المختلفة سواء كانوا يعملون بها أو خارجها (مثل الجهات الحكومية ورجال التمويل والمستثمرون و العملاء والموردين والمحللين الماليين) بمعلومات مالية تساعد في اتخاذ

⁴³ - محمد زرقون، مرجع سابق، ص 86

⁴⁴ - خيرة مزوزي، مرجع سابق ذكره، ص 16

⁴⁵ - بریش عبد القادر وب دروني عيسى، مرجع سابق، ص 14

⁴⁶ فايزسليم حداد، مرجع سابق، ص 304

⁴⁷ محمد زرقون، مرجع سابق، ص 87

⁴⁸ فايزسليم حداد، مرجع سابق، ص 309

⁴⁹ محمد زرقون، مرجع سبق ذكره، ص 87

قراراتهم الاقتصادية⁵⁰. تنص هذه النظرية على أن اهتمام المستثمرين بتقييم التغيرات في توزيعات الأرباح وسعر السهم سواء بالزيادة أو بالنقصان، ليس بالضرورة ترجمة لتفضيل هؤلاء المستثمرين لتوزيعات الأرباح على احتجازها، بل تغير سعر السهم إنما هو نتيجة لانعكاس المعلومات المهمة التي يحملها إعلان توزيع الأرباح، حيث يستدل منها عن مضمون هذه التوزيعات⁵¹

المبحث الثاني: الدراسات السابقة

بعد التطرق إلى الإطار النظري لموضوع دراستنا بشكل موجز توجب علينا إعطاء نظرة على أهم الدراسات السابقة والتي قمنا بالإطلاع عليها والمتعلقة أساسا بموضوعنا قصد التعرف على النتائج المتوصل إليها والمناهج المستعملة وهذا بهدف مقارنتها بنتائجنا وتدعيمها نسبيا، فقد حظي موضوع سياسة توزيع الأرباح بقدر كبير من الاهتمام على المستوى المالي والعالمي لاختلاف خصائص الأسواق المالية منها الناشئة ومنها المتطورة، إضافة إلى اختلاف خصائص المؤسسات والشركات من إقليم إلى آخر.

حيث أخذنا دراسات عربية وأجنبية منها رسائل جامعية ومقالات ومجلات المرتبطة بموضوع دراستنا.

المطلب الأول: الدراسات باللغة العربية

- دراسة عبد الوهاب دادن وحوورية بديدة (2012)⁵² بعنوان

تأثير سياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسات المسعرة حالة المؤشر CAC 40 خلال الفترة الممتدة ما بين 2007 و 2009

تهدف هذه الدراسة إلى معرفة مدى تأثير سياسة توزيع الأرباح على قيمة مؤسسات المؤشر CAC 40، حيث تناولت هذه الدراسة محوران هما: دراسة تأثير سياسة توزيع الأرباح، وكذا دراسة تأثير المحتوى الإعلامي لهذه السياسة على القيمة، من خلال دراسة الحدث، ومن اجل القيام بالدراسة الإختبارية تم أخذ عينة تتكون من (33 مؤسسة) مدرجة في المؤشر CAC 40، خلال الفترة الممتدة من 2008 الى غاية 2010، ودراسة الحدث الخاص بإعلان توزيع الأرباح فكانت الفترة سنة واحدة. وكشفت النتائج بوجود علاقة إحصائية ذات دلالة معنوية بين نصيب السهم من التوزيعات وسعر السهم، بينما لا توجد علاقة بين ربحية السهم وإعادة شراء الأسهم، وكذلك تم التوصل إلى عدم وجود تأثير للمحتوى الإعلامي لهذه السياسة على قيمة المؤسسة لمؤشر CAC 40

- دراسة حميدة رضاني(2011)⁵³ بعنوان

تأثير سياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة المسعرة في السوق المالي

⁵⁰ - بريش عبد القادر و بدريني عيسى، مرجع سابق، ص16

⁵¹ - للمزيد من التفصيل أنظر:

- محمد زرقون، مرجع سابق، ص 87

- هواري سويسي، تقييم المؤسسة ودوره في اتخاذ القرارات في إطار التحولات الاقتصادية بالجزائر، أطروحة دكتوراه في علوم التسيير، جامعة الجزائر، 2008، ص 210-211

⁵² أنظر: عبد الوهاب دادن، بديدة حورية، تأثير سياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسات المسعرة حالة المؤشر cac40 خلال الفترة الممتدة 2007، 2009، مجلة

الباحث، العدد 2012/10

⁵³ أنظر: حميدة رضاني، مرجع سابق.

تهدف هذه الدراسة إلى معرفة مدى تأثير سياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة المسعرة في سوق المال، حيث شملت الدراسة عينة من 30 مؤسسة مدرجة بسوق عمان المالي، خلال فترة ثلاث سنوات من 2008 إلى 2010، وقد تم دراسة تأثير سياسة توزيع الأرباح من خلال مؤشري ربح السهم الواحد ونصيب السهم من التوزيعات النقدية باستخدام نموذج الانحدار الخطي البسيط والمتعدد، حيث تشير نتائج الدراسة إلى وجود تأثير لسياسة توزيع الأرباح على قيمة السوقية للمؤسسة، لكن من خلال تأثير ربح السهم الواحد على سعر السهم ولا يوجد تأثير لنصيب السهم من التوزيعات النقدية على سعر السهم

- دراسة عبد الحق قنون (2013)⁵⁴ بعنوان

دراسة أثر سياسة توزيع الأرباح على القيمة البورصية للمؤسسة الاقتصادية دراسة عينة من المؤسسات المدرجة في سوق قطر للأوراق المالية- خلال الفترة 2011-2012

هدفت هذه الدراسة إلى تبين أثر سياسة توزيع الأرباح على القيمة البورصية للمؤسسة الاقتصادية بإختيار عينة مكونة من 25 مؤسسة مدرجة في سوق قطر للأوراق المالية موزعة على عدة قطاعات باستثناء القطاع المالي في الفترة بين 2011-2012 إضافة إلى تبيان أكثر أشكال سياسة توزيع الأرباح تأثيراً على القيمة البورصية للمؤسسة، و هذا من خلال استعمال الانحدار الخطي المتعدد و البسيط لإجراء هذه الاختبارات، و خلُصت هذه الدراسة إلى وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين سياسة توزيع الأرباح و قيمة المؤسسة عند مستوى معنوية 0.05، كذلك توصلت الدراسة إلى أن التوزيعات النقدية تُعتبر من أكثر أشكال توزيعات الأرباح تأثيراً على قيمة المؤسسة البورصية.

- دراسة خيرة مزوزي (2014)⁵⁵ بعنوان

اثر الإعلان عن سياسة توزيع الأرباح على أسعار الأسهم المدرجة في سوق دبي المالي دراسة حديثة خلال سنة 2011

هدفت هذه الدراسة إلى قياس تأثير الإعلان عن توزيعات الأرباح على أسعار الأسهم المدرجة في سوق دبي المالي حيث استخدمت الدراسة منهجية الحدث في البحث عن العلاقة بين أسعار الأوراق المالية والأحداث المالية، وتم تحديد نافذة الحدث تشمل فترة خمسة أيام قبل الإعلان وخمسة أيام بعد الإعلان. واقتصرت عينة الدراسة على ثمانية مؤسسات وقامت بتوزيع أرباحها خلال 2011، حيث توصلت النتائج إلى وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين سعر السهم وكل من مؤشر السوق وسعر السهم في جل مؤسسات محل الدراسة، وبينت مخرجات الدراسة أن حدث الإعلان عن توزيعات الأرباح لا يؤثر على أسعار السوقية لأسهم المؤسسات المدرجة في سوق دبي المالي.

- دراسة امجد ابراهيم البراحنة (2009)⁵⁶ بعنوان

⁵⁴ - أنظر: عبد الحق قنون، مرجع سابق.

⁵⁵ أنظر: خيرة مزوزي، مرجع سابق.

⁵⁶ أنظر: أمجد ابراهيم البراحنة، اختبار العلاقة بين توزيعات الارباح وكل من القيمة السوقية والدفترية للأسهم المتداولة في سوق فلسطين للأوراق المالية، رسالة ماجستير في المحاسبة والتمويل بكلية التجارة بالجامعة الاسلامية غزة، فلسطين، 2009.

اختبار العلاقة بين توزيعات الأرباح وكل من القيمة السوقية والدفترية للأسهم المتداولة في سوق فلسطين للأوراق المالية.

هدفت هذه الدراسة إلى معرفة أثر التوزيعات على القيمة السوقية والقيمة الدفترية للأسهم المتداولة في سوق فلسطين للأوراق المالية وما مدى استجابة القيمتين بقيمة الأرباح المعلن عن توزيعها، وما مدى تأثير سياسة احتجاز الأرباح على القيمتين، من خلال أخذ عينة تتكون من (35 مؤسسة) خلال فترة ممتدة 1997 إلى 2007 باستخدام المنهج التحليلي للقوائم المالية العاملة في سوق فلسطين للأوراق المالية واستخدام تحليل الانحدار البسيط. وقد أظهرت النتائج إلى وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين كل من معدل التوزيعات الأرباح وصافي التدفقات النقدية وكمية الأسهم المتداولة من جهة والقيمة السوقية للأسهم المتداولة من جهة أخرى، ولا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين كل من معدل توزيع القيمة الدفترية للأسهم المتداولة في سوق فلسطين لأوراق المالية.

- دراسة صباح أسامة علي شراب (2006)⁵⁷ بعنوان

أثر الإعلان عن توزيعات الأرباح على أسعار أسهم المؤسسات المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية.

الهدف من هذه الدراسة هي محاولة معرفة العلاقة المحتملة ما بين الإعلان عن توزيع الأرباح في الشركات المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية، وسعر السهم السوقية، حيث يتكون مجتمع البحث من (28 شركة) مدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية خلال فترة 1997 إلى 2005 باستعمال نموذج الانحدار المتعدد، وقد توصلت النتائج إلى وجود علاقة بين نصيب من الأرباح النقدية الموزعة أكبر من تأثير نصيب السهم من الأرباح المحتجزة على كل من سعر وقيم تداول السهم في السوق

المطلب الثاني: الدراسات باللغة الأجنبية

- دراسة (2015) Taimur Sharif, Harsh Purohit & Rekha Pillai⁵⁸ بعنوان

Analysis of Factors Affecting Share Prices: The Case of Bahrain Stock Exchange

الهدف من هذه الدراسة في تحديد العوامل الرئيسة التي تؤثر على أسعار الأسهم حيث شملت (41) شركة مدرجة في سوق البحرين للأوراق المالية للفترة الممتدة (2006 إلى 2010) باستخدام نماذج الانحدار الخطي البسيط والمتعدد، تدل النتائج إلى وجود علاقة إيجابية ذات دلالة إحصائية بين العائد على حقوق المساهمين والقيمة الدفترية وأرباح السهم الواحد وحجم الشركة مع سعر السهم، وتم العثور على وجود علاقة سلبية ذات دلالة إحصائية بين توزيعات الأرباح وسعر السهم السوقية.

- دراسة (2014) Abdullah Al Masum⁵⁹ بعنوان

⁵⁷ أنظر: صباح أسامة علي شراب، مرجع سابق.

⁵⁸ Voir : Taimur Sharif, Harsh Purohit & Rekha Pillai, Analysis of Factors Affecting Share Prices: The Case of Bahrain Stock Exchange, International Journal of Economics and Finance, Department of Business Administration, ALHOSN University, Abu Dhabi, Vol. 7, No. 3; 2015

Dividend Policy and Its Impact on Stock Price – A Study on Commercial Banks Listed in Dhaka Stock Exchange

الهدف من هذه الدراسة تحليل العلاقة بين سياسة توزيع الأرباح والأوراق المالية حيث تتكون العينة من (30) بنك مدرج في بورصة بنغلاديش من عام (2007 إلى 2011) حيث توصلت النتيجة إلى وجود علاقة سلبية ذات دلالة إحصائية بين توزيعات الإرباح وسعر السهم، وكذلك احتجاز الأرباح لديها علاقة سلبية مع سعر السهم وأما العائد على حقوق المساهمين لديه أثر إيجابي وكبير إحصائياً وريح بعد الضريبة لديه تأثير على أسعار أسهم البنوك التجارية في بنغلاديش.

- دراسة (2013): **Abdullah Al- Hasan Asaduzzaman, Rashed al Karim** ⁶⁰ بعنوان

The Effect of Dividend Policy on Share Price: An Evaluative Study

تهدف الدراسة إلى تقييم إلى سياسة توزيع الأرباح على سعر السهم السوقي في بورصة بنغلاديش، استخدمت الدراسة متغيرين والبيانات المستقلة لمدة خمسة سنوات عن طريق استخدام ارتباط ونماذج الانحدار المتعدد، وتوصلت النتائج إلى وجود تأثير كبير لسياسة توزيع الأرباح على سعر السهم

- دراسة (2012) **Mohammad Hashemijoo** ⁶¹ بعنوان

The Impact of Dividend Policy on Share Price Volatility in the Malaysian Stock Market

الهدف من هذه الدراسة هو دراسة العلاقة بين سياسة توزيع الأرباح وتقلب سعر السهم مع تركيز على شركات المنتجات الاستهلاكية المدرجة في سوق الأوراق المالية الماليزية لهذا الغرض قد تم اختيار عينة من 48 شركة من بين 142 المدرجة في السوق الرئيسي لبورصة ماليزيا عن طريق تطبيق الانحدار الخطي المتعدد لفترة ستة سنوات من (2005 إلى 2010) حيث أظهرت النتائج لوجود علاقة سلبية ذات دلالة إحصائية بين تقلب سعر السهم مع اثنين من القياسات الرئيسية لسياسة توزيع الأرباح وهو توزيعات أرباح نقدية ودفع تعويضات.

المطلب الثالث: الفرق بين الدراسة والدراسات السابقة

من خلال نتائج الدراسات السابقة نجد منها من تناول توزيع الأرباح وانعكاساتها على أسعار الأسهم المدرجة في البورصة من خلال الدراسة الحديثة التي تطلق على الدراسات التطبيقية في البحث عن العلاقة بين أسعار الأوراق المالية والأحداث المالية وتوصلت في مجملها إلى وجود علاقة سلبية. ومنها من توجهت نحو الدراسات الإختبارية في تأثير متغيرات سياسة توزيع الأرباح على سعر السهم السوقي باستخدام نماذج الانحدار الخطي والمتعدد.

بينما تميزت الدراسة الحالية عن ما سبق كونها عاجلت سياسة توزيع الأرباح وتأثيرها على أسعار الأسهم كدراسة إختبارية

⁵⁹ Voir : Abdullah Al Masum, **Dividend Policy and Its Impact on Stock Price – A Study on Commercial Banks Listed in Dhaka Stock Exchange**, Senior Lecturer, Faculty of Business, ASA University Bangladesh, Bangladesh, Global Disclosure of Economics and Business, Volume 3, No 1 (2014)

⁶⁰ Voir : Abdullah Al- Hasan Asaduzzaman, Rashed al Karim, **The Effect of Dividend Policy on Share Price: An Evaluative Study**, *IOSR Journal of Economics and Finance (IOSR-JEF)*, Volume 1, Issue 4 (Sep. – Oct. 2013), PP 06-11

⁶¹ Voir : Mohammad Hashemijoo, **The Impact of Dividend Policy on Share Price Volatility in the Malaysian Stock Market**, *Journal of Business Studies Quarterly*, Vol. 4, No. 1, pp. 111-129, University, Malaysia, 2012

سياسة توزيع الأرباح وعلاقتها بسعر السهم

واتفقت دراستي مع دراسة (Abdullah Al Masum) من حيث الهدف والمتغيرات بينما اختلفت في الفترة والمكان والعينة حيث كانت مطبقة على مجموعة من البنوك فقط، واتفقت دراستي كذلك مع دراسة (حميدة رمضاني)، (عبد الوهاب دادن وحوورية)، و(عبد الحق قنون) حيث كان الفرق هو المتغير المستقل لسياسة توزيع الأرباح وهو احتجاز الأرباح.

خلاصة الفصل:

مما سبق قمنا بتسليط الضوء على سياسة توزيع الأرباح وعلاقتها بسعر السهم، وذلك من خلال التطرق الى مفاهيم سياسة التوزيع بشأن المفاضلة بين توزيع الأرباح أو إحتجازها بغرض إعادة استثمارها، وبدورها يوجد عدة أشكال للتوزيعات منها توزيعات نقدية والأخرى في شكل أسهم.

ونظرا لأن هذا الموضوع أثار اهتمامات مفكري الإدارة المالية حول تأثير سياسة توزيع الأرباح على سعر السهم وجدت العديد من التيارات التي ساققتها مجموعة من النظريات و التي كان الإشكال بينها حول هذه التوزيعات فمنها من يعتبرها عملية لا بد منها حيث يبيى اعتقدته على أن القيام بها سيؤثر و بشكل مباشر على سعر سهم المؤسسة وفي حين يرى البعض أن توزيع الأرباح ليس له علاقة بالتغير في سعر سهم المؤسسة ، فتوزيع الأرباح أو إحتجازها ليس له علاقة بالتغير الحاصل على سعر السهم السوقي، وفي الأخير تطرقنا على أهم الدراسات التي انصبت حول هذا الموضوع و التي اختلفت الآراء فيها من خلال اختلاف نتائجها و خصائص المنطقة و الأسواق قيد الدراسة.

خلال ما تطرقنا إليه في الجانب النظري يبقى لنا أن نقوم بالدراسة الإختبارية لتبيان الآراء و النظريات حول سياسة توزيع الأرباح و تأثيرها السهم السوقي وهذا من خلال الفصل التالي.

الفصل الثاني:

تأثير سياسة توزيع الأرباح على
سعر السهم دراسة تطبيقية

تمهيد:

بعد التطرق الى الجانب النظري من خلال إلقاء نظرة إلى الأسس النظرية لسياسة توزيع الأرباح وأسعار الأسهم والعديد من الدراسات السابقة المتعلقة بشكل مباشر بالموضوع قيد الدراسة، سنحاول في هذا الفصل دراسة العلاقة بين سياسة توزيع الأرباح وأسعار الأسهم باختبار عينة من الشركات المدرجة في المؤشر CAC 40 في بورصة فرنسا لأوراق المالية. و من أجل تحقيق هذا الهدف سنقوم بدراسة إختبارية بين العلاقة للموجودة بين سياسة توزيع الأرباح وأسعار الأسهم من خلال تطبيق انحدار الخطي المتعدد بهدف بناء نموذج يفسر تأثير متغيرات المستقلة لسياسة توزيع الأرباح على أسعار الأسهم، كذلك استعمال انحدار الخطي البسيط لكشف من هو المتغير الأكثر تأثيراً على أسعار الأسهم و المحدد الأساسي لها. و لذلك سيتناول هذا الفصل جزئيين أساسيين من خلال تقديم مجتمع الدراسة و الأدوات المستعملة في دراسة في الجزء الأول، و تقديم نتائج الدراسة و تفسير و تحليل هذه النتائج في الجزء الثاني.

المبحث الأول: تقديم مجتمع الدراسة و وصف عينة الدراسة

المطلب الأول: تقديم مجتمع الدراسة

أولاً: تقديم عام لبورصة باريس

عرفت بورصة باريس منذ ظهورها في القرن 18 م فترات متعاقبة من الازدهار والركود، وقد مرت بعدة مراحل تخللتها الكثير من الإصلاحات الهيكلية، خاصة عند تشكل اتحاد الأسواق الأوروبية" اورونكست " في عام 2000، وتعتبر بورصة باريس أهم بورصة فرنسية وهي السوق الرسمية للأسهم الفرنسية

1- اورونكست:

يعد اليورونكست أول بورصة أوروبية، تأسس في 22 سبتمبر 2000 من خلال اندماج مؤسسات السوق لثلاث دول مختلفة هي:

شركات بورصة باريس (les sociétés Paris Bourse) مؤسسة بروكسل (Brussels Exchange(BXS) مؤسسة أمستردام (Amsterdam Exchange(AEX) و اكتملت هذه المجموعة بانضمام بورصات لشبونة وبورتو (BVLV) 2001، وفي 2002 انضمت إليهم بورصة لندن الدولية المالية والخيارات المستقبلية LIFFE

(London International Financial futures and options Exchange) مشكلين بذلك سوق Euronext. وقد جاء تأسيس هذا الاتحاد استجابة للطلب المتزايد من السوق لتهيئة المناخ المناسب من أجل الارتقاء بالتكامل بين أسواق المال الأوروبية، وسد الحاجة المتنامية إلى السيولة وخفض التكلفة نتيجة البدء في تداول العملة الأوروبية الموحدة" اليورو ". ويتمتع "اليورونكست"، أكبر رسملة بورصية في منطقة اليورو (نسبة 51% المجموع)، كما يمثل أكبر سوق للسلع في أوروبا وأكبر سوق للخيارات على مستوى العالم،

وبتاريخ 1 جوان 2006 أعلنت أورونكست الاتفاق من أجل الاندماج بشل متساوي (egaux entre) مع البورصة الاساسية الأمريكية والعالمية NYSE (New York Exchange) وبدأ الاندماج منذ 4 أبريل 2007 وأصبحت تدعى NYSE Euronext وهي شركة قابضة، وبهذا الاندماج أصبحت أكبر وأكثر سيولة من أي مجموعة بوضة في العالم⁶².

2- بورصة باريس:

هي السوق الرسمي للأسهم بفرنسا، وينقسم هذا السوق الى عدة مقصورات تحكمها عدة قواعد خاصة وطبقا للقانون الصادر في 2 جويلية 1996 تم تقسيم السوق إلى أسواق منضمة وأسواق حرة .
ومن أهم المؤشرات في بورصة باريس:

⁶²- تم الإعتماد بشكل أساسي لإتمام هذا الجزء على المراجع التالية:

الجدول رقم (2 . 1): مؤشرات بورصة باريس

إسم المؤشر	كود أو الترميم الدولي
CAC 40	FR0003500008
CAC Next 20	QS0010989109
CAC- Large 60	QS0011213657
CAC- Mid 60	QS0010989117
CAC- Mid & Small	QS0010989133
CAC- Small	QS0010989125
SBF 120	FR0003999481
CAC- All-Tradable	FR0003999499

المصدر: من إعداد الطالبة بالإعتماد على معطيات موقع

Euronext, RÈGLES DES INDICES CAC, pdf, p02

ثانياً: تقديم مؤشر CAC40

تم تركيب مؤشر cac40 من طرف (Compagnie des agents en de change)، مؤسسة وكلاء

الصرف سنة 1988م في بورصة باريس ثم أصبح يسمى بالتسعير المرافق المتواصل

Cotatio Assistée en Contin و هو يضم أربعين أكبر مؤسسة فرنسية مسجلة في اليورونكست و هو مؤشر يعتمد على التعويم الحر حسب القيمة السوقية لرأس المال المؤسسة في البورصة⁶³.

1- حساب مستوى مؤشر السوق CAC 40: يحسب مستوى مؤشر CAC 40 كل خمسة 15 ثانية حسب التعويم الحر، الذي يأخذ في الحسبان بالإضافة إلى الرسملة البورصية للشركات المكونة له عدد الأسهم المتاحة فعلا في السوق، وهذا القرار أتخذ من طرفا لمجلس العلمي لمؤشرات أورونكست باريس، مما يسمح بتأمين أكثر اتساق (ترابط) بين الواقع البورصي للشركات وترجمة هذا الواقع في المؤشرات .

يقصد بالرسملة البورصية المعومة أو التعويم flottante، ذلك الجزء من رأس المال المؤسسة المملوك من قبل جمهور المستثمرين، وطبقا للتعديل المطبق على منهجية حساب المؤشر CAC 40 فإن تقييم أوزان القيم المركبة لهذا المؤشر، تأخذ في الحسبان نسبة المال المحتجز (المملوك) من قبل جمهور المستثمرين بدلا من رأس المال الإجمالي الصادر عن الشركات.

انطلاقا مما سبق فإنه يوجد طريقتين لحساب المؤشر CAC 40 :

أ- الحساب المرجح بالرسملة البورصية : ويتم حساب مؤشره السعري وفق الشكل التالي:

$$I_t = 1000 \frac{\sum_{i=0}^n Q_{i,t} C_{i,t}}{B_0 K_t}$$

حيث:

⁶³ euronext , cac 20160331 pdf

t : يوم الحساب

N : عدد القيم في العينة

$Q_{i,t}$: عدد الاسهم (الاوراق المالية) المستخدمة في المؤسسة i في تاريخ t

$C_{i,t}$: سعر السهم (القيمة) i في تاريخ t

B_0 : الرسملة البورصية في يوم الأساس

K_t : المعامل المعدل في التاريخ للرسملة القاعدية ($K=1$)

ب- الحساب على قاعدة التعويم الحر:

عند التبديل للحساب على قاعدة التعويم الحر، فإن عدد الأوراق المالية $Q_{i,t}$ السابقة ستستبدل بالمتغير $f_{i,t}$ ، $F_{i,t}$ ، $Q_{i,t}$ حيث $f_{i,t}$ معامل محتمل للسقف الأعلى $F_{i,t}$ و $plafonnement$ معامل التعويم او حصة يتم حساب مؤشره السعري وفق الصيغة التالية⁶⁴:

$$I_t = 1000 \frac{\sum_{i=0}^N F_{i,t} f_{i,t} Q_{i,t} C_{i,t}}{B_0 K_t}$$

2- سير عمل المؤشر: تنشر قيمة المؤشر CAC 40 من الاثنين إلى الجمعة من الساعة 9:00 إلى الساعة 17:00، ويتم تحديثه كل 15 ثانية، ويبدأ كل يوم من الساعة 7:15 إلى الساعة 9:00 وتسمى هذه الفترة بـ Pré-ouverture حيث تتراكم الأوامر بدون وجود صفقات محققة (مكتملة)، ثم يتبع التداول من الساعة 9:00 إلى الساعة 17:30، ويتم التصويت بصفة مستمرة، ويحدد سعر الإغلاق في 17:35 أي 5 دقائق بعد حساب سعر التوازن⁶⁵.

3- تركيبة المؤشر CAC 40 خلال سنة 2016

⁶⁴تم الاعتماد بشكل أساسي لإتمام هذا الجزء على المراجع التالية:

دادن عبد الوهاب، ص266

-Euronext , cac 20160331 pdf ,p01

-Euronext, RÈGLES DES INDICES CAC,pdf, p15

⁶⁵ عبد الوهاب دادن، مرجع سابق.

الجدول رقم (2 . 2): مكونات المؤشر CAC 40 خلال سنة 2016

1	Accor	11	Crédit Agricole	21	Michelin	31	Société Générale
2	Air Liquide	12	Danone	22	Orange	32	Solvay
3	Airbus Group (ex EADS)	13	Engie (ex GDF Suez)	23	Pernod Ricard	33	Technip
4	Alstom	14	Essilor	24	Peugeot	34	Total
5	ArcelorMittal	15	Kering	25	Publicis Groupe SA	35	Unibail-Rodamco
6	Axa	16	Klepierre	26	Renault	36	Valeo
7	BNP Paribas	17	L'Oréal	27	Safran	37	Veolia Environnement
8	Bouygues	18	LafargeHolcim	28	Saint Gobain	38	Vinci
9	Cap Gemini	19	Legrand	29	Sanofi Aventis	39	Vivendi
10	Carrefour	20	LVMH	30	Schneider Electric	40	NOKIA

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على الموقع

http://www.bnains.org/archives/dividendes_CAC40_2016.php

4- تطور تركيبة المؤشر CAC 40 خلال الفترة الممتدة 2012 الى 2015

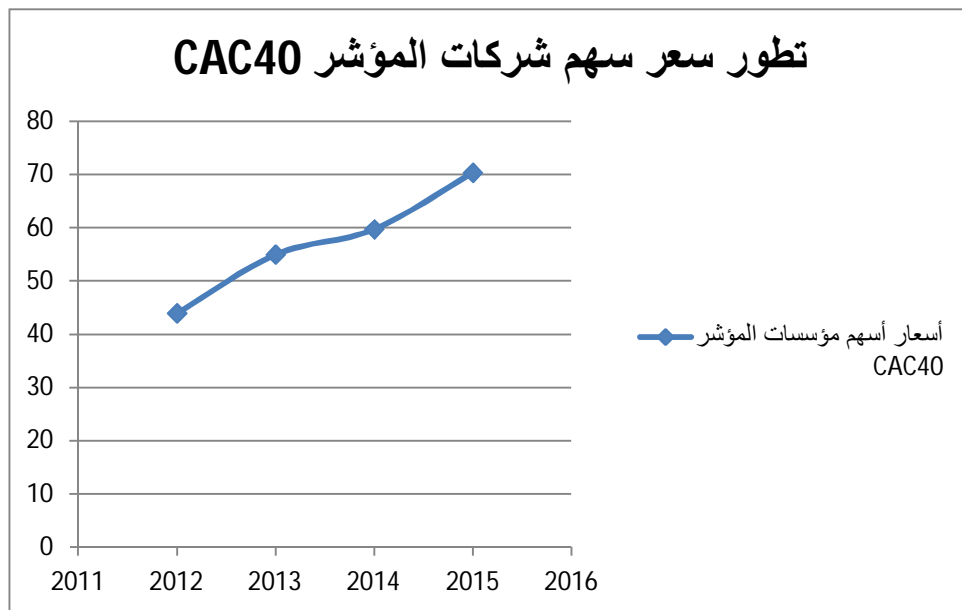
الجدول رقم (2 . 3): تطور تركيبة المؤشر CAC 40 خلال الفترة الممتدة 2012 الى 2015

التاريخ	الشركة الداخلة	الشركة الخارجة
07-janv-16	Nokia	Alcatel Lucent
21-déc-15	Klépierre	EDF
23-mars-15	PSA Peugeot citroen	Gemalto
23-juin-14	Valeo	Vallourec
23-déc-13	Alcatel-Lucent	STMicroelectronics
24-déc-12	Gemalto	Alcatel-Lucent
24-sept-12	Solvay	PSA Peugeot Citroën

المصدر: https://fr.wikipedia.org/wiki/CAC_40

5- تطور سعر السهم المؤشر cac40 خلال الفترة الممتدة من 2012-2015

الشكل رقم (2 . 1): تطور سعر سهم المؤشر CAC40 خلال الفترة 2012 - 2015



من إعداد الطالبة بإستخدام برنامج Excel 2007

المطلب الثاني: تقديم عينة الدراسة

سيتم من خلال هذا الجزء إعطاء وصف لعينة الدراسة و الشروط الواجب توفرها في الشركات لتشكيل العينة التي سيتم

اختبارها.

أولاً: عينة الدراسة

تتمثل عينة الدراسة في 40 مؤسسة منتمية لمؤشر للمؤشر CAC 40 وهو المؤشر الاساسي لبورصة باريس والذي يعكس أداء السوق الإجمالي حيث تنتمي هذه الشركات لمختلف قطاعات الاقتصاد الفرنسي وقد تم الاعتماد في هذه الدراسة على 24 مؤسسة من بين 40 مؤسسة، حيث تم إلغاء خمسة شركات: nokia كونها دخلت سنة 2016 و klepirre, psa و peugeot citroen, gemalto, solvay لأنها دخلت خلال فترة الدراسة بالإضافة الى إلغاء 11 مؤسسة لعدم توفر المعلومات وعدم تجانس ميزانياتها لأنها كانت مفصحة عنها كل ثلاثي أو كل سداسي .

كما يمكن الاطلاع على بعض خصائص شركات عينة الدراسة في الملحق رقم (01)

ثانياً: حدود الدراسة

تتمثل حدود الدراسة الزمنية في الفترة الممتدة بين 2012 الى 2015 و التي تعتبر فترة كافية لدراسة تأثير المتغيرات

المستقلة سياسة توزيع الأرباح على المتغير التابع سعر السهم أما الحدود المكانية فتتمثل في بورصة باريس للأوراق المالية

ثالثاً: مصادر البيانات

تم جمع بيانات عينة الدراسة من المواقع الالكترونية الخاصة بالشركات قيد الدراسة و السوق المالي الفرنسي، إضافة الى المعلومات المنشورة والتقارير السنوية لموقع [http:// fr.finance.yahoo.com](http://fr.finance.yahoo.com)، وهذا على إعتقاد أن المعلومات المنشورة في المواقع الرسمية على الانترنت تتمتع بمصدقية مقبولة.

رابعاً: متغيرات الدراسة

1- المتغير التابع:

يتمثل المتغير التابع للدراسة في أسعار أسهم شركات ومن أجل الحصول على أحسن تمثيل لهذا المتغير فقد اعتمدنا على متوسط سعر السهم للمؤسسة للفترة الممتدة من 2012 الى 2015 هذا من خلال أخذ مشاهدات شهرية ويعتبر سعر السهم المعيار الاساسي للمستثمر لتقييم الحالة المالية للمؤسسة و مدى إمكانية نموها واستمرارها، حيث يعتقد انه يعكس قيمة الشركة.

2- المتغيرات المستقلة:

على ضوء تحليل الدراسة و أهدافها ثم الاعتماد على ثلاث متغيرات أساسية تعكس سياسة توزيع الأرباح وتتمثل فيما يلي:
أ- **نصيب السهم من النتيجة الصافية BPA:** (ربحية السهم الواحد) يمثل نصيب السهم العادي من الأرباح الصافية للمؤسسة و يعتبر مؤشراً لمقدار الثروة النظرية التي سيحصل عليها المستثمر في المستقبل، فكلما زاد نصيب السهم من الربح كلما زاد سعر السهم في السوق.

ب- **نصيب السهم من التوزيعات النقدية DPA:** ويعتبر هذا المتغير من أهم أشكال سياسة توزيع الأرباح وأكثرها استعمالاً من طرف الشركات، و يتم حسابه بقسمة التوزيعات النقدية للأرباح على عدد الأسهم العادية.

ج- **الربح المحتجز REV:** هي عبارة عن قيمة التي تحجزها الشركة من الأرباح لعدة أسباب، تتمثل في الفرق بين الأرباح المحققة و الأرباح الموزعة.

د- الخطأ العشوائي: يرجع وجود حد الخطأ العشوائي إلى عدة أسباب منها:⁶⁶

- إهمال بعض المتغيرات المستقلة التي يمكن أن تتوفر على المتغير في النموذج؛
- الصياغة الرياضية غير سليمة للنموذج؛
- حدوث خطأ في كل من تجميع البيانات و قياس المتغيرات المالية.

خامساً: الأساليب والأدوات الإحصائية المعتمدة

تم في هذه الدراسة الاعتماد على أسلوب دراسة الحالة باستخدام الانحدار الخطي المتعدد والبيسيط لاختبار الفرضيات الدراسية، و دراسة العلاقة بين المتغيرات التابعة و المستقلة و قياس مدى تفسير المتغيرات المستقلة للمتغير التابع، و من أجل ذلك تم الاعتماد على البرنامج الإحصائي EVIES.9. EVIES.4.

⁶⁶ سعيد هتهات، دراسة اقتصادية لظاهرة التضخم في الجزائر، رسالة ماجستير، جامعة ورقلة، 2005، ص97

المبحث الثاني: تقديم وتفسير نتائج الدراسة

المطلب الأول: تقديم نتائج الدراسة

تهدف من خلال هذه الدراسة الى بناء نموذج احصائي يبين المتغيرات المسؤولة عن تغيرات أسعار الأسهم للشركات المدرجة من خلال إيجاد المعاملات B_0, B_1, B_2, B_3 و أحسن طريقة لذلك هي طريقة المربعات الصغرى والتي تهدف الى إيجاد أحسن تصحيح خطي بتذئقة مربعات الانحراف بين المشاهدات الفعلية و المقدرة إيجاد المعاملات بواسطة مربعات الصغرى:
يكون النموذج المقدر لدالة الانحراف المتعدد للمتغيرات قيد الدراسة كما هو مبين في المعادلة التالية:

$$PRIX_{it} = \beta_0 + \beta_1 DBA_{it-1} + \beta_2 BPA_{it-1} + \beta_3 BNR_{it-1} + \epsilon_t$$

حيث:

PRIX = سعر السهم السوقي؛

DPA = نصيب السهم من التوزيعات النقدية؛

BPA = نصيب السهم من النتيجة الصافية؛

PNR = نصيب الربح المحتجز للربح؛

ϵ = الخطأ العشوائي.

ملاحظة:

يكمّن هدف الدراسة في تصور نموذج لتفسير الظاهرة محل الدراسة و كذلك تقدير و اختبار هذه النماذج مستعملين البيانات المتوفرة و هي المرحلة الإحصائية في الاقتصاد القياسي بغية دراسة مدى وجود علاقة إحصائية بين متغيرات الدراسة و منه سنقوم باختبار النموذج على المستوى الإحصائية و على المستوى الاقتصادي⁶⁷.

أولاً: تحليل نتائج الارتباط

الجدول ادناه يقوم بتوضيح نتائج الارتباط بين المتغيرات قيد الدراسة منها المتغيرات المستقلة (DPA-BPA-BNR) والمتغير التابع (PRIX).

⁶⁷ - سعيد هتهات، مرجع سابق، ص89

الجدول رقم (2 . 4) : نتائج تحليل الارتباط

Covariance Analysis: Ordinary

Date: 05/05/16 Time: 16:32

Sample: 1 24

Included observations: 24

Correlation Probability	PRIX	DPA	BPA	BNR
PRIX	1.000000 -----			
DPA	0.668940 0.0004	1.000000 -----		
BPA	-0.222316 0.2964	0.051998 0.8093	1.000000 -----	
BNR	0.297520 0.1580	0.187212 0.3810	-0.736806 0.0000	1.000000 -----

المصدر: من إعداد الطالبة باستخدام برنامج EVIES.4

كشفت نتائج مصفوفة الارتباط لبيانات شركات المؤشر CAC 40 المدرجة في السوق المالي الفرنسي عن وجود علاقة ارتباط قوية بين المتغير التابع سعر السهم (prix) والمتغير المستقل (DBA) نصيب السهم من التوزيعات النقدية وبدرجة سالبة وضعيفة بين المتغير التابع والمتغير المستقل (BPA) نصيب السهم من النتيجة الصافية وتضهر النتائج أيضا لوجود علاقة ضعيفة بين المتغير التابع سعر السهم والمتغير المستقل (BNR) أرباح محتجزة حيث بلغت معاملات الارتباط حوالي 66% ، 22% ، 29% على التوالي.

وكذلك نجد أنه يوجد علاقة بين المتغيرات المستقلة للدراسة فقد أظهرت معاملات الارتباط عن وجود علاقة قوية بين (DPA) التوزيعات النقدية و (BPA) ربحية السهم وبلغت بالتقريب 52% وكشفت النتائج كذلك عن وجود علاقة ارتباط قوية وسالبة بين (BPA) ربحية السهم و (BNR) ارباح محتجزة تقدر ب 73%

ثانياً: نتائج الإنحدار الخطي المتعدد

يبين الجدول رقم (2 . 5) نتائج تحليل الإنحدار الخطي المتعدد من أجل تقدير معالم النموذج وتحديد القدرة التفسيرية للنموذج

الجدول رقم (2 . 5) : نتائج تحليل الانحدار الخطي المتعدد

Dependent Variable: PRIX
Method: Least Squares
Date: 04/29/16 Time: 22:59
Sample: 1 24
Included observations: 24

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	9.906089	12.76923	0.775778	0.4470
DPA	30.91281	7.375342	4.191373	0.0004
BPA	-0.307978	0.251023	-1.226893	0.2341
BNR	-0.086197	0.424209	-0.203195	0.8410
R-squared	0.514762	Mean dependent var		57.22285
Adjusted R-squared	0.441977	S.D. dependent var		34.67422
S.E. of regression	25.90198	Akaike info criterion		9.497527
Sum squared resid	13418.25	Schwarz criterion		9.693870
Log likelihood	-109.9703	Hannan-Quinn criter.		9.549617
F-statistic	7.072306	Durbin-Watson stat		2.359598
Prob(F-statistic)	0.002001			

المصدر: من إعداد الطالبة اعتمادا على برنامج Eviews 9.0

ثالثاً: الإختبارات الإحصائية للنموذج المقدر

1- اختبار المعنوية الإحصائية للمعالم المقدرة

$$\begin{cases} H_0 : \beta_i = 0 \\ H_1 : \beta_i \neq 0 / i = 1,2,3 \end{cases}$$

H_0 : فرضية العدم: لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين سعر السهم وكل من DPA و BPA و BNR

H_1 : الفرضية البديلة: توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين سعر السهم وكل من DPA و BPA و BNR

لدينا من الجدول (2 . 5) أن القيمة الاحتمالية للمتغير المستقل DPA تساوي (0.0004) وهي أقل من مستوى المعنوية (0.05)، مما يعني قبول الفرضية البديلة H_1 ورفض فرضية العدم H_0 . أي أن β_1 تختلف معنوياً عن الصفر بمستوى دلالة 5%، وبناء عليه توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين نصيب السهم من التوزيعات النقدية وسعر السهم.

أما بالنسبة للمعنوية الإحصائية للمقدرة للمتغير BPA أي نصيب السهم من النتيجة الصافية، نجد أن القيمة الاحتمالية المقدر تساوي (0.2341) وهي أكبر من مستوى المعنوية (0.05)، مما يعني رفض الفرضية البديلة H_1 وقبول فرضية العدم H_0 أي أن β_2 لا يختلف معنوياً عن الصفر بمستوى دلالة 5%، وبناء عليه لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين سعر السهم ونصيب السهم من النتيجة الصافية.

نفس الشيء بالنسبة للمتغير الثالث BNR نجد ان القيمة الاحتمالية له تساوي 0.841 وهي أكبر من مستوى المعنوية 0.05 أي رفض الفرضية البديلة وقبول فرضية العدم.

2- اختبار جودة التوفيق:

يقيس اختبار جودة التوفيق القدرة التفسيرية للنموذج. يمكن ملاحظة أن المتغير المستقل للدراسة الحالية يفسر 51.47% من التغير في السعر السوقي للسهم، ومعامل التحديد المعدل $\text{Adjusted R-squared } 44.19\%$ ، وبالتالي القوة التفسيرية للنموذج متوسطة.

3- المعنوية الكلية للنموذج:

يمكن اختبار مدى قبول هذا النموذج إحصائياً، وذلك من خلال اختبار المعنوية الإحصائية الكلية له، من خلال مستوى الدلالة المرفقة بإحصائية فيشر في الجدول (2 . 5) $\text{Prob}(F\text{-statistic})$ ، والمقدرة ب: 0.002، فهي اقل من نسبة المعنوية 0.05، ومنه للنموذج معنوية إحصائية.

- من خلال النتائج الأولية المتوصل إليها في هذه الدراسة، والتي توصلت إلى وجود معنوية إحصائية للنموذج وعدم وجود دلالة إحصائية للمتغيرات الثابتة β_2 و β_3 ، يمكن أن يكون هناك مشكل تعدد خطي ما بين المتغيرات المستقلة،

وبهدف تحسين النموذج والوصول إلى النموذج الأمثل قمنا بتقدير العديد من النماذج ما بين المتغير التابع والمتغيرات المستقلة وذلك بحذف في كل مرة إحدى المتغيرات المستقلة والجدول رقم (2 . 6) يوضح ذلك

الجدول رقم (2 . 6): نماذج تقدير الإنحدار الخطي البسيط والمتعدد

رقم المعادلة	صيغة المعادلة	المعالم المقدرة		المعنوية الكلية للنموذج
		B2	B1	
01	$PRIX_i = 9.694 + 30.412DPA_{it-1} - 2.69BPA_{it-1}$	0.1055	0.0002	0.0005
02	$PRIX_i = 8.001 + 28.325DPA_{it-1} + 0.309BNR_{it-1}$	0.2784	0.0007	0.001
03	$PRIX_i = 53.643 - 0.007BPA_{it-1} + 0.507BNR_{it-1}$	0.9826	0.3533	0.3777
04	$PRIX_i = 7.7614 + 29.8148DPA_{it-1}$	-	0.0004	0.0003
05	$PRIX_i = 59.744 - 0.232BPA_{it-1}$	-	0.2964	0.2964
06	$PRIX_i = 53.504 + 0.516BNR_{it-1}$	-	0.15	0.1579

من إعداد الطالبة بالإعتماد على مخرجات Eviews 9.0

يتضح من خلال الجدول أعلاه أنه لا يوجد مشكل تعدد خطي ما بين المتغيرات المستقلة وأن كل من متغير ربحية السهم و الأرباح المحتجزة ليست لهم علاقة مع سعر السهم السوقي وبالتالي تم إستبعادهما وتبقى العلاقة ما بين المتغير التابع (سعر السهم السوقي) والمتغير المستقل (التوزيعات النقدية) والمعادلة رقم أربعة تمثل العلاقة ما بين المتغيرين وهو النموذج الأمثل للدراسة.

رابعاً: إعادة صياغة النموذج

سنقوم في هذه المرحلة بإعادة صياغة النموذج بعد استبعاد المتغيرين المستقلين BPA-BNR بغرض الحصول على نموذج أكثر تفسيراً للظاهرة المدروسة حيث يصبح النموذج انحدار خطي بسيط وسوف نعيد دراسة القوة الإحصائية من جديد.

الجدول رقم (2 . 7) : تحليل الانحدار الخطي البسيط

Dependent Variable: PRIX
Method: Least Squares
Date: 04/29/16 Time: 23:04
Sample: 1 24
Included observations: 24

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	7.761364	12.89346	0.601961	0.5534
DPA	29.81478	7.063280	4.221096	0.0004
R-squared	0.447481	Mean dependent var		57.22285
Adjusted R-squared	0.422367	S.D. dependent var		34.67422
S.E. of regression	26.35317	Akaike info criterion		9.460709
Sum squared resid	15278.77	Schwarz criterion		9.558880
Log likelihood	-111.5285	Hannan-Quinn criter.		9.486754
F-statistic	17.81765	Durbin-Watson stat		2.183588
Prob(F-statistic)	0.000352			

EvIEWS 9.0 من إعداد الطالبة: اعتماداً على برنامج

من خلال الجدول أعلاه يمكن كتابة معادلة الانحدار الخطي البسيط كما يلي:

$$PRIX_i = 7.7614 + 29.8148DPA_{it-1} + \epsilon_{it}$$

و بعد الحصول على نتائج النموذج الجديد باستبعاد المتغيرات المستقلة BPA-BNR سنقوم بالاختبارات الإحصائية لهذا النموذج بغية معرفة قدرته التفسيرية و الاعتماد عليه.

لدينا من الجدول (2 . 7) أن القيمة الاحتمالية لمعامل الانحدار ل DPA تساوي (0.0004) وهي أقل من مستوى المعنوية (0.05)، مما يعني رفض فرضية العدم H0 وقبول الفرضية البديلة H1 أي أن β_1 يختلف معنوياً عن الصفر بمستوى دلالة 5%، وبناء عليه توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين DPA وسعر السهم.

-إختبار جودة التوفيق:

دراسة تأثير سياسة توزيع الأرباح على سعر السهم

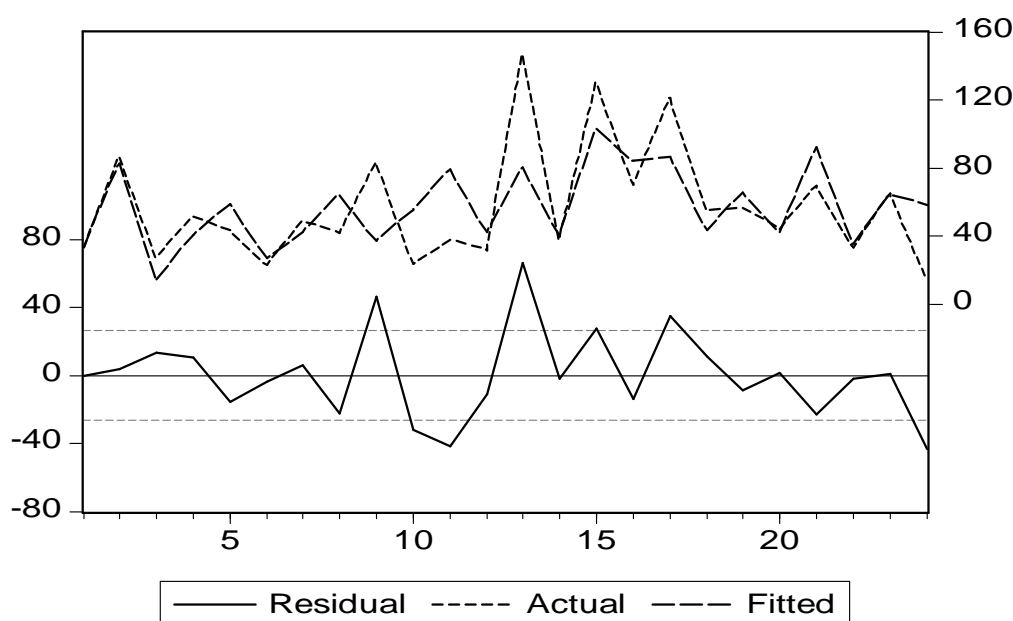
يقيس اختبار جودة التوفيق القدرة التفسيرية للنموذج. حيث يشير معامل التحديد إلى أن المتغير المستقل يفسر 44.74 % من التغير في السعر السوقي للسهم، وبالتالي القدرة التفسيرية للنموذج المقترح متوسطة، أما التغيرات التي لم يتم تفسيرها فقد بلغت 55.26 % مما يعني أن هناك متغيرات مستقلة أخرى تؤثر على المتغير التابع.

-المعنوية الكلية للنموذج:

يتم تقدير المعنوية الكلية للنموذج من خلال حساب إحصائية فيشر (Prob(F-statistic) في الجدول (07) لاختبار مدى قبول هذا النموذج إحصائياً، من خلال الجدول يتضح إن القيمة الاحتمالية تساوي (0.0003) وهي أقل من مستوى المعنوية (0.05)، ومنه للنموذج معنوية إحصائية وهي أفضل من النموذج الأندراج المتعدد وبالتالي هذا النموذج أفضل من حيث هذا المعيار.

كما يمكن مقارنة السلسلة الأصلية مع السلسلة المقدرة لدالة سعر السهم، وهو ما يبينه الشكل التالي:

الشكل (2 . 2) : التمثيل البياني للقيم الحقيقية مع النموذج المقدر لسعر السهم



من إعداد الطالبة بالإعتماد على برنامج Eviews 4.0

من خلال الشكل البياني أعلاه يمكننا ملاحظة شبه المطابقة بين منحنى القيم الأصلية (ACTUAL) ومنحنى القيم المقدرة (FITED) والذي يمكن أن يعطينا فكرة عن مدى أهمية تعبير وتفسير النموذج لقيمة الشركة.

1- إختبار خلو النموذج من مشاكل القياس:

أ- اختبار الارتباط الذاتي بين الأخطاء من الدرجة الأولى:

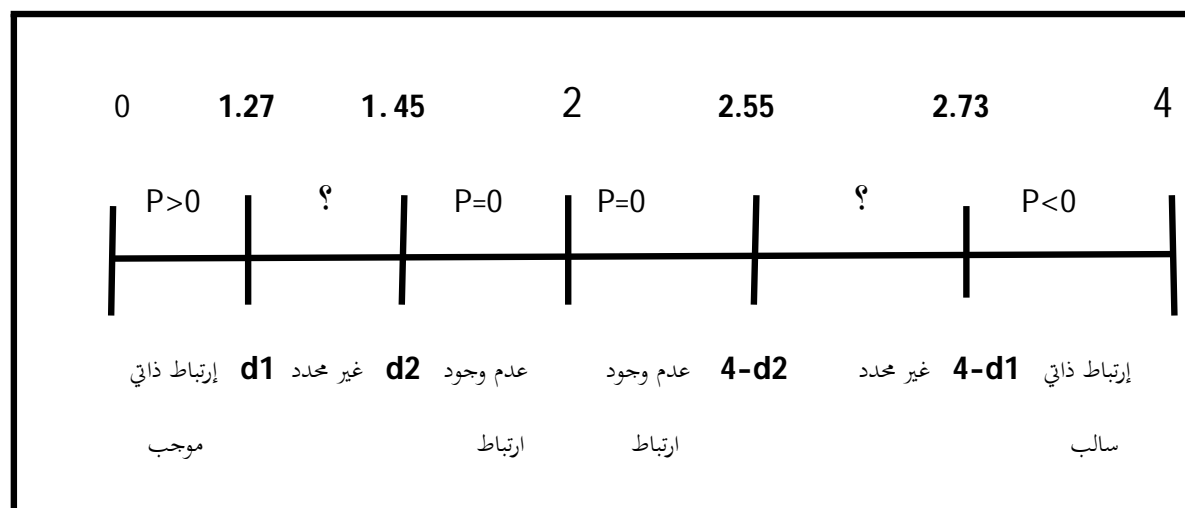
هناك اختبارات كثيرة تمكننا من معرفة ما إذا كان هناك ارتباط ذاتي أم لا، لعل أشهر هذه الاختبارات اختبار Durbin-Watson، فهي من أهم المشاكل التي تواجه القياسيين في تقديرهم للنماذج .

دراسة تأثير سياسة توزيع الأرباح على سعر السهم

وذلك بعد استخراج القيمة المحسوبة من جدول الانحدار الخطي البسيط رقم (2 . 7) والتي قدرت ب $DW = 2.18$

و من خلال الشكل التالي الذي يوضح قيم d (القيم الجدولية الاختبارية) و التي تشير إلى وجود أو عدم وجود الارتباط الذاتي من الدرجة الأولى الموجب أو السالب أو تجعل نتيجة الاختبار غير محددة، وتوجد قيم كل من الحدين الأعلى والأدنى ل $d(1-d2)$ في الجدول الإحصائي لتوزيع درين واتسون.

الشكل رقم (2 . 3) مناطق القبول والرفض لاختبار Durbin-Watson



من إعداد الطالبة: بالاعتماد على المرجع محمد شيخي طرق الإقتصاد القياسي

نلاحظ ان احصائية Durbin-Watson التي تساوي 2.18 تقع في منطقة H_0 ومنه نقول أنه لا يوجد مشكل إرتباط ذاتي للأخطاء (فرضية الاستقلالية).

2- اختبار الارتباط الذاتي بين الأخطاء من الدرجة الثانية:

جدول رقم (08) نتائج اختبار Breusch-Godfrey للانحدار الخطي البسيط

Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test:

F-statistic	0.380692	Prob. F(2,20)	0.6882
Obs*R-squared	0.880153	Prob. Chi-Square(2)	0.6440

من إعداد الطالبة إعتمادا على برنامج Eviews 9.0

للكشف عن وجود ارتباط ذاتي للأخطاء من الدرجة الثانية نستعمل اختبار Breusch-Godfrey، نلاحظ من الجدول رقم (08) أن القيمة الاحتمالية ل (F-statist) تساوي 0.688 وهي أكبر من 0.05 أي نقبل فرضية العدم H_0 ونرفض الفرضية البديلة H_1 . وبالتالي لا يوجد ارتباط ذاتي من الدرجة الثانية.

3 اختبار تجانس تباين الأخطاء:

لاختبار مدى تجانس التباين نستخدم اختبار ARCH-LM، وقد كشفت نتائج هذا الاختبار على مايلي:

الجدول رقم (9.2): نتائج اختبار ARCH-LM للانحدار الخطي البسيط

Heteroskedasticity Test: ARCH

F-statistic	0.245156	Prob. F(1,21)	0.6256
Obs*R-squared	0.265406	Prob. Chi-Square(1)	0.6064

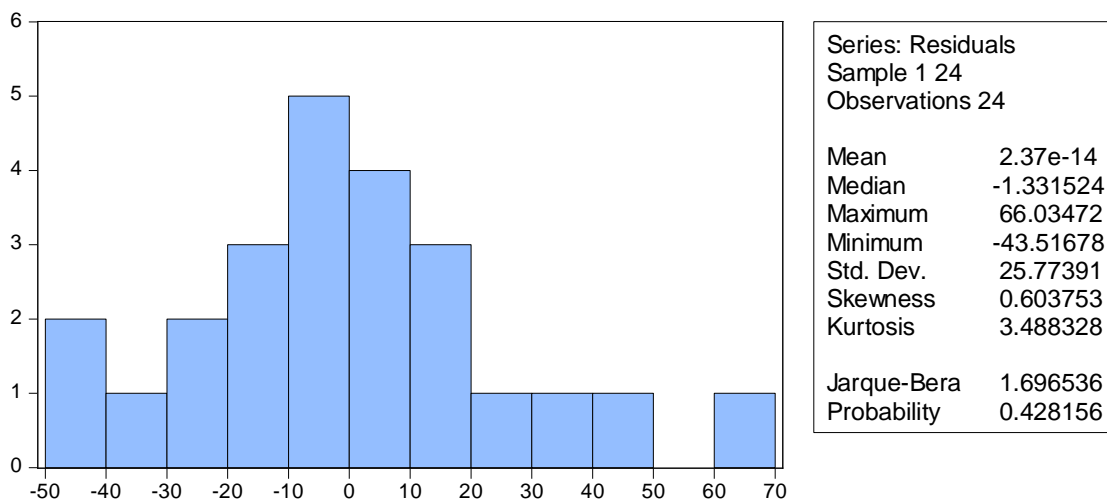
من إعداد الطالبة إعتقادا على برنامج Eviews 9.0

نلاحظ من خلال الجدول (9.2) أن القيمة الاحتمالية لتوزيع فيشر تساوي (0.625) أكبر من نسبة المعنوية 0.05 التي تقرر بأنه لا يوجد أثر لعدم تجانس الأخطاء أي هناك تجانس في التباين.

2 اختبار التوزيع الطبيعي للبواقي:

لاختبار مدى توزيع البواقي طبيعيا توجد عدة اختبارات، نستخدم أشهرها اختبار Jarque-Bera، والذي نتائجه ملخصة في الشكل التالي:

الشكل رقم (04): نتائج اختبار Jarque-Bera



من إعداد الطالبة إعتقادا على برنامج Eviews 9.0

نجد احتمالية اختبار Jarque-Bera تقدر ب: 0.428 وهي أكبر من 0.05 أي نقبل H_0 ونرفض

H_1 وبالتالي تتبع التوزيع الطبيعي

المطلب الثاني: تحليل وتفسير نتائج الدراسة

توصلت دراستنا الى مجموعة من النتائج التي يمكن أن تبث أو تنفي فرضياتنا و من ثم يمكن أن تساعد المستثمرين أو الباحثين على فهم محددات تغير الأسهم و العوامل المؤثرة في الإرتفاع أو الإلخفاض ويمكن الإشارة الى:

- من خلال الجدول رقم (05): نلاحظ انه يوجد تأثير لسياسة توزيع الأرباح على سعر السهم السوقي من خلال المتغير المستقل نصيب السهم من التوزيعات النقدية بنسبة 51 %، أي إن هناك نسبة 47% من متغيرات أخرى تأثر على سعر السهم، وهي النتيجة المتوصل إليها دراسة عبد الوهاب دادن وبديدة حورية وأيضا دراسة **Abdullah alhasan**

- من خلال الجدول رقم (07): توصلنا إلى أن التوزيعات النقدية تأثر بشكل إيجابي على سعر السهم السوقي حيث أن زيادة التوزيعات النقدية بوحدة واحدة تؤدي الى ارتفاع سعر السهم ب 29.81 وحدة.

- من خلال الاختبارات المطبقة على نموذج الإنحدار البسيط نلاحظ ان النموذج لا يحتوي على مشاكل الارتباط من الدرجتين الأولى و الثانية وكذلك نتائج اختبار Jarque-Bera كشفت أن البواقي تتوزع توزيعا طبيعيا.

- يتأثر سعر السهم بشكل إيجابي بتوزيعات الأرباح النقدية أما ربحية السهم والأرباح المحتجزة فليست له علاقة بسعر السهم، ويمكن إرجاع ذلك إلى أن اهتمام المستثمر بنصيب السهم من التوزيعات يفوق اهتمامه بربحيته، كون المستثمرين يولون أهمية أكبر للسيولة. كونها أقل مخاطرة ويمكن أن يكون هذا التفضيل إفتقاد المستثمرين لمعلومات تفيدهم عن السياسة الإستثمارية والأرباح المستقبلية، وهي نفس النتيجة المتوصل إليها عبد الحق قنون وتناقضت مع دراسة **Mohammad Hashemijoo** وأيضا دراسة حميدة رمضان التي توصلت الى وجود علاقة عكسية بين التوزيعات النقدية مع سعر السهم

- كشفت نتائج التحليل عن أن متغير نصيب السهم من التوزيعات هو المتغير الذي يتفاعل معه متخذ القرار و المتعاملين في سوق باريس للأوراق المالية، والمحدد لسعر السهم السوقي أكثر من متغير ربحية السهم واحتجاز الأرباح بالنسبة لسياسة توزيع الأرباح، وهو ما يؤكد على أهمية المعلومات المحاسبية المتعلقة بالتوزيعات النقدية، والتي تعتبر أهم معلومة تتعلق بسياسة توزيع الأرباح وتأثيرها على سعر سهم الشركة

- يمكن أن يكون السبب في عدم وجود علاقة بين سعر السهم المتغير التابع وبين ربحية السهم و الأرباح المحتجزة المتغيرات المستقلة إلى أن هناك أخطاء في القياس أو في جمع المعلومات أو إلى طبيعة تصرف وتفكير المستثمر. - إن النتائج المتوصل إليها تتفق مع نظرية العصفور في اليد "لقوردن ولينتر" أي أن المستثمر الفرنسي يفضل التوزيعات النقدية الآن، بدلا من تأجيلها لاحقا.

- تتناقى النتائج المتحصل عليها حول ربحية السهم وإحتجاز الأرباح وعلاقتها بسعر السهم، مع ما جاءت به النظرية

المالية

خلاصة الفصل:

يعتبر المؤشر CAC 40 من أهم المؤشرات المدرجة بورصة باريس حيث يضم أفضل 40 مؤسسة فرنسية ويتميز

بالرسملة البورصية إضافة إلى التعويم الحر

وبعدما تطرقنا إلى تقديم مجتمع الدراسة والمتمثل في مؤشر السوق CAC 40 تم دراسة تأثير سياسة توزيع الأرباح على

سعر سهم الشركة باستخدام من خلال استخدام الانحدار الخطي للكشف عن العلاقة واختبار النظريات على أرض الواقع وتم

التوصل إلى أن متغيرات سياسة توزيع الأرباح تفسر التغير في سعر سهم الشركة بنسبة 51% وأن التوزيعات النقدية هو المتغير من

متغيرات الدراسة الذي له علاقة وأثر على سعر السهم السوقي.

الخاتمة

الخاتمة:

حاولنا في هذه الدراسة معالجة موضوع سياسة توزيع الأرباح و تأثيرها على أسعار أسهم الشركات CAC 40 المدرجة في السوق الفرنسي حيث تناولنا إشكالية البحث " ما مدى تأثير سياسة توزيع الأرباح أسعار أسهم الشركات " حاولت هذه الدراسة قدر المستطاع إبراز مدى ملائمة هذه التوزيعات من خلال اختيار عينة تتكون من 24 مؤسسة مدرجة في في السوق المالي الفرنسي و خلصت الدراسة إلى ما يلي:

أسفرت نتائج الدراسة من خلال النموذج المقدر و الذي أكد وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين سياسة توزيع الأرباح و سعر السهم عند مستوى معنوية 5% حيث تفسر هذه السياسة 51% من المتغيرات الكلية لأسعار الأسهم السوقية.

قبول الفرضية الأولى بالنسبة للمتغير المستقل نصيب السهم من التوزيعات النقدية الذي يقر بوجود علاقة إحصائية ذات دلالة معنوية بين المتغير المستقل نصيب السهم من التوزيعات والمتغير التابع عند مستوى معنوية 0.0004% وكان هذا التأثير في حدود 44% ، كذلك كشفت نتائج أفضل نموذج في تحليل الانحدار انه يمكن الاعتماد على متغير نصيب السهم من التوزيعات النقدية في تفسير المتغير التابع للدراسة الحالية.

رفض الفرضية الثانية على مستوى المتغير المستقل الخاص بربحية السهم، والذي يقر بوجود علاقة إحصائية ذات دلالة معنوية بين المتغير المستقل (ربحية السهم والمتغير التابع (سعر السهم السوقية)

رفض الفرضية الثالث على مستوى المتغير المستقل الخاص بالأرباح المحتجزة، والذي يقر بوجود علاقة إحصائية ذات دلالة معنوية بين المتغير المستقل إعادة شراء الأسهم والمتغير التابع

من خلال هذه النتائج المتوصل إليها ومن خلال الانحدار الخطي البسيط نجد أن التوزيعات النقدية أكثر أشكال التوزيعات تأثيرا على سعر سهم الشركة ومنه قبول الفرضية الرابعة.

التوصيات وآفاق البحث:

- إعادة إجراء الدراسة مع اختبار العوامل المؤثرة على سياسة توزيع الأرباح لفهم مستويات التوزيع في سوق باريس المالي
- إعادة إجراء الدراسة مع إختبار المتغيرات المالية والاقتصادية الأخرى المؤثرة على سعر السهم السوقي
- إعادة إجراء الدراسة مع إختبار سلوك المستثمر الفرنسي وطبيعة تفكيره

قائمة الملاحق

الملحق رقم (01): معلومات أساسية حول الشركات عينة الدراسة

الشركة	الرمز	القطاع	الموقع الإلكتروني
Accor S.A.	<u>AC.PA</u>	سياحة و سفر	http://www.accor.com
Air Liquide SA	<u>AI.PA</u>	مواد كيميائية	http://www.airliquide.com
Danone	<u>BN.PA</u>	طعام و شراب	http://www.danone.com
BNP Paribas SA	<u>BNP.PA</u>	البنوك	http://www.bnpparibas.com
Carrefour SA	<u>CA.PA</u>	التوزيع بالجملة والتجزئة	http://www.carrefour.com
Cap Gemini S.A.	<u>CAP.PA</u>	تكنولوجيا	http://www.capgemini.com
AXA Group	<u>CS.PA</u>	تأمين	http://www.axa.com
VINCI S.A.	<u>DG.PA</u>	مواد بناء	http://www.vinci.com
Essilor International SA	<u>EI.PA</u>	الرعاية الصحية	http://www.essilor.com
Bouygues SA	<u>EN.PA</u>	مواد بناء	http://www.bouygues.com
TOTAL S.A.	<u>FP.PA</u>	النفط والغاز	http://www.total.com
Societe Generale Group	<u>GLE.PA</u>	البنوك	http://www.societegenerale.com
Kering SA	<u>KER.PA</u>	التوزيع بالجملة والتجزئة	http://www.kering.com
Klepierre SA	<u>LI.PA</u>	العقارات	http://www.klepierre.com
Legrand SA	<u>LR.PA</u>	السلع والخدمات الصناعية	http://www.legrand.com
LVMH Moët Hennessy Louis Vuitton SA	<u>MC.PA</u>	الشخصية المنزلية و السلع	http://www.lvmh.fr
L'Oreal SA	<u>OR.PA</u>	الشخصية المنزلية و السلع	http://www.loreal-finance.com
Orange	<u>ORA.PA</u>	الاتصالات السلكية و اللاسلكية	http://www.orange.com

قائمة الملاحق

Publicis Groupe SA	<u>PUB.PA</u>	وسائل الإعلام	http://www.publicisgroupe.com
Renault SA	<u>RNO.PA</u>	سيارات وقطع غيار	http://www.renault.com
Safran SA	<u>SAF.PA</u>	السلع والخدمات الصناعية	http://www.safran-group.com
Sanofi	<u>SAN.PA</u>	الرعاية الصحية	http://www.sanofi.com
Compagnie de Saint-Gobain S.A.	<u>SGO.PA</u>	مواد بناء	http://www.sanofi.com
Technip SA	<u>TEC.PA</u>	النفط والغاز	http://www.technip.com
Vivendi SA	<u>VIV.PA</u>	وسائل الإعلام	http://www.vivendi.com

الملحق رقم (02): نتائج الانحدار المتعدد للمتغيرين BPA – DPA على سعر السهم

Dependent Variable: PRIX
Method: Least Squares
Date: 04/29/16 Time: 23:00
Sample: 1 24
Included observations: 24

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	9.694100	12.43265	0.779729	0.4442
DPA	30.41224	6.791216	4.478173	0.0002
BPA	-0.269161	0.159088	-1.691897	0.1055
R-squared	0.513761	Mean dependent var		57.22285
Adjusted R-squared	0.467452	S.D. dependent var		34.67422
S.E. of regression	25.30382	Akaike info criterion		9.416256
Sum squared resid	13445.95	Schwarz criterion		9.563513
Log likelihood	-109.9951	Hannan-Quinn criter.		9.455324
F-statistic	11.09430	Durbin-Watson stat		2.360596
Prob(F-statistic)	0.000515			

قائمة الملاحق

الملحق رقم (03): نتائج الانحدار المتعدد للمتغيرين DPA – BNR على سعر السهم

Dependent Variable: PRIX
Method: Least Squares
Date: 04/29/16 Time: 23:03
Sample: 1 24
Included observations: 24

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	8.001275	12.82607	0.623829	0.5395
DPA	28.32500	7.151818	3.960531	0.0007
BNR	0.309876	0.278494	1.112685	0.2784
R-squared	0.478242	Mean dependent var		57.22285
Adjusted R-squared	0.428551	S.D. dependent var		34.67422
S.E. of regression	26.21173	Akaike info criterion		9.486760
Sum squared resid	14428.15	Schwarz criterion		9.634016
Log likelihood	-110.8411	Hannan-Quinn criter.		9.525827
F-statistic	9.624265	Durbin-Watson stat		2.324801
Prob(F-statistic)	0.001080			

الملحق رقم (04): نتائج الانحدار المتعدد للمتغيرين BPA- BNR على سعر السهم

Dependent Variable: PRIX
Method: Least Squares
Date: 04/29/16 Time: 23:05
Sample: 1 24
Included observations: 24

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	53.64365	9.843317	5.449753	0.0000
BPA	-0.007084	0.321722	-0.022019	0.9826
BNR	0.507691	0.534797	0.949315	0.3533
R-squared	0.088539	Mean dependent var		57.22285
Adjusted R-squared	0.001733	S.D. dependent var		34.67422
S.E. of regression	34.64416	Akaike info criterion		10.04460
Sum squared resid	25204.57	Schwarz criterion		10.19186
Log likelihood	-117.5352	Hannan-Quinn criter.		10.08367
F-statistic	1.019967	Durbin-Watson stat		2.413843
Prob(F-statistic)	0.377789			

قائمة الملاحق

الملحق رقم (05): نتائج الانحدار البسيط للمتغير DPA على سعر السهم

Dependent Variable: PRIX
Method: Least Squares
Date: 04/29/16 Time: 23:04
Sample: 1 24
Included observations: 24

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	7.761364	12.89346	0.601961	0.5534
DPA	29.81478	7.063280	4.221096	0.0004
R-squared	0.447481	Mean dependent var		57.22285
Adjusted R-squared	0.422367	S.D. dependent var		34.67422
S.E. of regression	26.35317	Akaike info criterion		9.460709
Sum squared resid	15278.77	Schwarz criterion		9.558880
Log likelihood	-111.5285	Hannan-Quinn criter.		9.486754
F-statistic	17.81765	Durbin-Watson stat		2.183588
Prob(F-statistic)	0.000352			

الملحق رقم (06): نتائج الانحدار البسيط للمتغير BPA على سعر السهم

Dependent Variable: PRIX
Method: Least Squares
Date: 04/29/16 Time: 23:05
Sample: 1 24
Included observations: 24

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	59.74432	7.439266	8.030944	0.0000
BPA	-0.232117	0.217029	-1.069520	0.2964
R-squared	0.049424	Mean dependent var		57.22285
Adjusted R-squared	0.006216	S.D. dependent var		34.67422
S.E. of regression	34.56628	Akaike info criterion		10.00329
Sum squared resid	26286.21	Schwarz criterion		10.10146
Log likelihood	-118.0395	Hannan-Quinn criter.		10.02933
F-statistic	1.143872	Durbin-Watson stat		2.368272
Prob(F-statistic)	0.296430			

قائمة الملاحق

الملحق رقم (07): نتائج الانحدار البسيط للمتغير BNR على سعر السهم

Dependent Variable: PRIX
Method: Least Squares
Date: 04/29/16 Time: 23:06
Sample: 1 24
Included observations: 24

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	53.50421	7.362701	7.266928	0.0000
BNR	0.516367	0.353269	1.461683	0.1580
R-squared	0.088518	Mean dependent var		57.22285
Adjusted R-squared	0.047087	S.D. dependent var		34.67422
S.E. of regression	33.84803	Akaike info criterion		9.961294
Sum squared resid	25205.16	Schwarz criterion		10.05946
Log likelihood	-117.5355	Hannan-Quinn criter.		9.987339
F-statistic	2.136517	Durbin-Watson stat		2.414659
Prob(F-statistic)	0.157966			

الملحق رقم (08): نتائج إختبار Breusch-Godfrey للانحدار الخطي البسيط

Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test:

F-statistic	0.380692	Prob. F(2,20)	0.6882
Obs*R-squared	0.880153	Prob. Chi-Square(2)	0.6440

Test Equation:

Dependent Variable: RESID
Method: Least Squares
Date: 04/29/16 Time: 23:16
Sample: 1 24
Included observations: 24
Presample missing value lagged residuals set to zero.

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-0.950936	13.75373	-0.069140	0.9456
DPA	0.906628	7.671038	0.118188	0.9071
RESID(-1)	-0.195686	0.239128	-0.818333	0.4228
RESID(-2)	-0.111892	0.252043	-0.443939	0.6619
R-squared	0.036673	Mean dependent var		2.37E-14
Adjusted R-squared	-0.107826	S.D. dependent var		25.77391
S.E. of regression	27.12789	Akaike info criterion		9.590014
Sum squared resid	14718.45	Schwarz criterion		9.786356
Log likelihood	-111.0802	Hannan-Quinn criter.		9.642103
F-statistic	0.253794	Durbin-Watson stat		1.901428
Prob(F-statistic)	0.857702			

الملحق رقم (09): نتائج اختبار ARCH-LM للانحدار الخطي البسيط

Heteroskedasticity Test: ARCH

F-statistic	0.245156	Prob. F(1,21)	0.6256
Obs*R-squared	0.265406	Prob. Chi-Square(1)	0.6064

Test Equation:

Dependent Variable: RESID^2

Method: Least Squares

Date: 04/29/16 Time: 23:12

Sample (adjusted): 2 24

Included observations: 23 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	728.4726	255.8820	2.846909	0.0097
RESID^2(-1)	-0.110304	0.222776	-0.495132	0.6256

R-squared	0.011539	Mean dependent var	664.2804
Adjusted R-squared	-0.035530	S.D. dependent var	1039.684
S.E. of regression	1057.993	Akaike info criterion	16.84908
Sum squared resid	23506325	Schwarz criterion	16.94781
Log likelihood	-191.7644	Hannan-Quinn criter.	16.87391
F-statistic	0.245156	Durbin-Watson stat	1.894461
Prob(F-statistic)	0.625648		

قائمة المراجع

- أمجد ابراهيم البراحنة، اختبار العلاقة بين توزيعات الأرباح وكل من القيمة السوقية والدفترية للأسهم المتداولة في سوق فلسطين للأوراق المالية، رسالة ماجستير في المحاسبة والتمويل بكلية التجارة بالجامعة الإسلامية غزة، فلسطين، 2009
- بريش عبد القادر وبدروني عيسى، محددات سياسة توزيع الأرباح في المؤسسات الخاصة الجزائرية، مجلة الباحث، الأكاديمية للدراسات الاجتماعية و الإنسانية، العدد العاشر، 2013
- بلجبية سمية، أثر التضخم على عوائد الاسهم دراسة تطبيقية لمجموعة من المؤسسات المسعرة في بورصة عمان، رسالة ماجستير في علوم التسيير، جامعة قسنطينة، 2010
- علي بن الضب، دراسة تأثير الهيكل المالي وسياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة الاقتصادية المدرجة بالبورصة "دراسة حالة"، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في علوم التسيير، تخصص : مالية المؤسسة، غير منشورة ، جامعة قاصدي مرياح ، ورقلة -الجزائر 2009
- حمد البشير بن عمر، دراسة أثر بعض المتغيرات المالية والاقتصادية على أسعار الأسهم، رسالة ماجستير في علوم التسيير، تخصص مالية مؤسسة، جامعة ورقلة، 2010
- فايز سليم حداد، الإدارة المالية، الطبعة الثالثة، دار حامد للنشر والتوزيع، عمان، 2010
- عبد الغفار حنفي، اساسيات التمويل، والادارة المالية، اسكندرية، مصر، دار الجامعة الجديدة، 2002
- محمد محمود الخطيب، الأداء المالي وأثره على عوائد أسهم الشركات، الطبعة الاولى، دار الحامد للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2010
- خديجة خوي، دراسة تأثير سياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة المدرجة بالبورصة" دراسة حالة ، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماستر في علوم التسيير، تخصص : مالية المؤسسة، غير منشورة، جامعة قاصدي مرياح ، ورقلة -الجزائر، 2011
- عبد الوهاب دادن، بديدة حورية، تأثير سياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسات المسعرة حالة المؤشر cac40 خلال الفترة الممتدة 2007 و 2009 ، مجلة الباحث، العدد 2012/10
- دانة بسام محمد يوسف، تحديد العوامل المؤثرة على عائد الأسهم في سوق عمان المالي، رسالة ماجستير في إدارة الأعمال، جامعة الشرق الأوسط، الأردن، 2008

قائمة المراجع

- حميدة رمضاني، تأثير سياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة المسعرة بالسوق المالي دراسة عينة من المؤسسات المسعرة بسوق عمان المالي خلال الفترة من 2008 - 2010، "، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماستر في علوم التسيير، تخصص : مالية مؤسسة، جامعة قاصدي مرياح، ورقلة - الجزائر
- د/ محمد زرقون، أثر الاكتتاب العام على سياسات توزيع الأرباح في المؤسسات الاقتصادية المسعرة في البورصة دراسة تحليلية مقارنة لمؤسسة تسيير فندق الأوراسي الجزائر، مجلة الباحث، جامعة ورقلة - الجزائر، العدد الثامن، 2010
- لزهارى زواويد، دراسة تأثير سياسة توزيع الأرباح على السلوك التمويلي للمؤسسة الاقتصادية المدرجة في البورصة دراسة عينة من المؤسسات، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماستر في علوم التسيير، غير منشورة، جامعة قاصدي مرياح، ورقلة - الجزائر، 2011
- أيمن سيد محمد سرحان، اثر المتغيرات المالية على القيمة السوقية للمنشأة بالتطبيق على قطاع الصناعات التحويلية، رسالة ماجستير في ادارة الاعمال كلية التجارة عين شمس - مصر، 2003
- هوارى سويسى، تقييم المؤسسة ودوره في اتخاذ القرارات في إطار التحولات الاقتصادية بالجزائر، أطروحة دكتوراه في علوم التسيير، جامعة الجزائر، 2008
- صباح أسامة علي شراب، اثر الاعلان عن توزيعات الأرباح على أسعار أسهم الشركات المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية، رسالة ماجستير المحاسبة والتمويل، الجامعة الاسلامية، غزة 2006
- محمد شخحي، طرق الإقتصاد القياسي محاضرا و تطبيقات، الطبعة الاولى، جامعة ورقلة، 2010 / 2011
- عبد الحق قنون، دراسة أثر سياسة توزيع الأرباح على القيمة البورصية للمؤسسات الاقتصادية دراسة عينة من المؤسسات، شهادة الماستر، غير منشورة، جامعة ورقلة، 2012
- خيرة مزوزي، اثر الإعلان عن سياسة توزيع الأرباح على أسعار الأسهم المدرجة في سوق دبي المالي، مذكرة ماجستير في العلوم التجارية، تخصص مالية كمية، غير منشورة، جامعة ورقلة، 2014
- محمود عبد الله الموعد، العوامل المؤثرة على أسعار الأسهم بالتطبيق على بورصة عمان للأوراق المالية، رسالة ماجستير في المحاسبة والتمويل، جامعة السودان للعلوم والتكنولوجيا، 2005
- سعيد هتهات، دراسة اقتصادية لظاهرة التضخم في الجزائر، رسالة ماجستير، جامعة ورقلة، 2005
- منير إبراهيم هندي، الإدارة المالية - مدخل تحليلي معاصر -، المكتب العربي الحديث، الإسكندرية، مصر، 2003

- Abdullah Al- Hasan Asaduzzaman, Rashed al Karim, **The Effect of Dividend Policy on Share Price: An Evaluative Study**, *IOSR Journal of Economics and Finance (IOSR-JEF)* , Volume 1, Issue 4 (Sep. – Oct. 2013)
- Syed Muzammil Hussain Bukhari , Amjad Hussain , **Macroeconomic Factors do influencing Stock Price: A Case Study on Karachi Stock Exchange**, *Journal of Economics and Sustainable Development*, University,Islamabad Pakistan, Vol.5, No.7, 2014
- Deepti Gulati, Monika Kakhani, **Relationship Between Stock Market And Foreign Exchange Market In India: An Empirical Study**, *Pacific Business Review International*, Vol.5, Issue. 5, November 2012.
- Mohammad Hashemijoo, **The Impact of Dividend Policy on Share Price Volatility in the Malaysian Stock Market**, *Journal of Business Studies Quarterly*, Vol. 4, No. 1, University, Malaysia,2012.
- Abdullah Al Masum, **Dividend Policy and Its Impact on Stock Price – A Study on Commercial Banks Listed in Dhaka Stock Exchange**, Senior Lecturer, Faculty of Business, ASA University Bangladesh, Bangladesh, *Global Disclosure of Economics and Business*, Volume 3, No 1 (2014)
- Taimur Sharif, Harsh Purohit & Rekha Pillai, **Analysis of Factors Affecting Share Prices: The Case of Bahrain Stock Exchange**, *International Journal of Economics and Finance* , Department of Business Administration, ALHOSN University, Abu Dhabi, Vol. 7, No. 3; 2015

- [http:// fr.finance.yahoo.com](http://fr.finance.yahoo.com)
- www.euronext.com
- https://fr.wikipedia.org/wiki/CAC_40
- www.bnains.org

الفهرس

الإهداء.....	IV
الشكر.....	V
ملخص.....	VI
قائمة المحتويات.....	IIIV
قائمة الجداول.....	IIIV
قائمة الأشكال البيانية.....	IX
قائمة الملاحق.....	X
قائمة المصطلحات.....	X
المقدمة.....	أ

الفصل الأول: سياسة توزيع الأرباح وعلاقتها بسعر السهم

تمهيد.....	02
المبحث الأول: سياسة توزيع الأرباح وعلاقتها بسعر السهم.....	03
المطلب الأول: العوامل المؤثرة على سعر السهم.....	03
أولاً: عوامل متعلقة بالظروف الاقتصادية.....	03
ثانياً: عوامل متعلقة بظروف المؤسسة.....	05
ثالثاً: عوامل متعلقة بالسوق.....	05
المطلب الثاني: محددات سلوك سياسة توزيع الأرباح.....	06
أولاً: مفهوم سياسة توزيع الأرباح.....	06

07	..... ثانياً: محددات سياسة توزيع الأرباح
08	..... ثالثاً: أشكال سياسة توزيع الأرباح
09	..... رابعاً: العوامل المؤثرة على سياسة توزيع الأرباح
10	..... المطلب الثالث: النظريات المفسرة لسياسة توزيع الأرباح
10	..... أولاً: نظرية عدم ملائمة التوزيعات
11	..... ثانياً: نظرية التفضيل الضريبي
11	..... ثالثاً: نظرية المتبقي من التوزيعات
11	..... رابعاً: نظرية العصفور في اليد
11	..... خامساً: الإشارة
12	..... المبحث الثاني: الدراسات السابقة
12	..... المطلب الأول: الدراسات باللغة العربية
14	..... المطلب الثاني: الدراسات باللغة الأجنبية
15	..... المطلب الثالث: الفرق بين الدراسة والدراسات السابقة
17	..... خلاصة الفصل
	الفصل الثاني: دراسة تأثير سياسة توزيع الأرباح على سعر السهم
19	..... تمهيد
20	..... المبحث الأول: تقديم مجتمع الدراسة و وصف عينة الدراسة
20	..... المطلب الأول: تقديم مجتمع الدراسة
20	..... أولاً: تقديم عام لبورصة باريس

21.....	ثانياً: تقديم مؤشر CAC 40
24	المطلب الثاني: تقديم عينة الدراسة.
24	أولاً: عينة الدراسة.
24	ثانياً: حدود الدراسة.
24	ثالثاً: مصادر بيانات.
25	رابعاً: متغيرات الدراسة.
25	خامساً: اساليب دوات الإحصائية المعتمدة.
26	المبحث الثاني: تقديم وتفسير نتائج الدراسة.
26.....	المطلب الأول: تقديم نتائج الدراسة
26	أولاً: تحليل نتائج الإرتباط.
27	ثانياً: نتائج الانحدار الخطي المتعدد.
28.....	ثالثاً: الاختبارات الاحصائية للنموذج المقدر.
30	رابعاً: اعادة صياغة النموذج.
34	المطلب الثاني: تحليل وتفسير نتائج الدراسة.
35	خلاصة الفصل.
37	الخاتمة.
40	الملاحق.
47	قائمة المراجع.

