



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



مذكرة مقدمة لاستكمال متطلبات شهادة ماستر أكاديمي، الطور الثاني  
الميدان: العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير  
الشعبة: العلوم المالية والمحاسبة  
التخصص: مالية المؤسسة  
بعنوان:

## أثر توزيعات الأرباح على قيمة الشركات المدرجة في مؤشر الاستدامة

دراسة تطبيقية على عينة من الشركات المدرجة في مؤشر البورصة  
المصرية EGX/ESG خلال الفترة 2013-2021

نوقشت وأجيزت علنا بتاريخ: 2022/06/21

من إعداد الطالبين:

- بركة صفاء

- قروط صفاء

أمام اللجنة المكونة من السادة:

رئيسا (أستاذ محاضر "أ"، جامعة قاصدي مرباح ورقلة)

مشرفا (أستاذ التعليم العالي، جامعة قاصدي مرباح ورقلة)

مناقشا (أستاذ محاضر "أ"، جامعة قاصدي مرباح ورقلة)

د / صديقي صفية

أ.د. عماني لمياء

د / خروبي يوسف

الموسم الجامعي: 2021 / 2022 م



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



مذكرة مقدمة لاستكمال متطلبات شهادة ماستر أكاديمي، الطور الثاني  
الميدان: العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير  
الشعبة: العلوم المالية والمحاسبة  
التخصص: مالية المؤسسة  
بعنوان:

## أثر توزيعات الأرباح على قيمة الشركات المدرجة في مؤشر الاستدامة

دراسة تطبيقية على عينة من الشركات المدرجة في مؤشر البورصة  
المصرية EGX/ESG خلال الفترة 2013-2021

نوقشت وأجيزت علنا بتاريخ: 2022/06/21

من إعداد الطالبين:

- بركة صفاء

- قروط صفاء

أمام اللجنة المكونة من السادة:

رئيسا (أستاذ محاضر "أ"، جامعة قاصدي مرباح ورقلة)

مشرفا (أستاذ التعليم العالي، جامعة قاصدي مرباح ورقلة)

مناقشا (أستاذ محاضر "أ"، جامعة قاصدي مرباح ورقلة)

د / صديقي صفية

أ.د. عماني لمياء

د / خروبي يوسف

الموسم الجامعي: 2021 / 2022 م

# إهداء

أهدى ثمرة هذا العمل لمن زرعت في نفسي العزيمة والصبر  
إلى من ربنتني وعلمتني الأخلاق الفضيلة  
إلى التي لطالما حلمت أن تبصر نجاحي وتفوقى المتواصل في دراستي إليك "أمي الحبيبة"  
إلى الذي فرش دربي إرادة وصموداً  
إلى الذي علمني الصبر والكفاح ودعمني لأصل لما أنا عليه إليك "أبي الغالي"  
إلى من تقاسمت معهم الأيام مجلوها ومرها، وجعلهم الله لي السند المعين: إخوتي وأخواتي  
إلى زوجي العزيز حفظه الله.  
إلى براعمي وقرّة عيني وبهجتي أطفالي: "هديل، عبد المنعم"  
إلى قدوتي الدائمة ونبراس العطاء المبذول "أستاذتي عماني لمياء:"  
إلى رفيقة دربي: الغالية صفاء بركة.  
إلى العزيزة ماجدة عماري.  
إلى كل من سكن قلبي ولم يكتبه قلبي، إلى كل من وسعته ذاكرتي ولم تسعه مذكرتي.  
إلى كل هؤلاء اهدي ثمرة هذا العمل.

صفاء قروط



# إهداء

الحمد لله وكفى والصلاة على الحبيب المصطفى وأهله أما بعد:

الحمد لله الذي وفقني لتتميم هذه الخطوة في مسيرتي الدراسية لمذكرتنا هذه ثمرة الجهد والنجاح بفضلته  
تعالى مهداة إلى الوالدين الكريمين حفظهما الله وأدامهما نورا لدربي و إلى زوجي حفظه الله وابني أحمد  
سراج ولكل العائلة التي ساندتني.

ونسأل الله أن يجعله نبراسا لكل طالب علم



## شكر و عرفان

الحمد لله والشكر لله سبحانه وتعالى حمدا طيبا مباركا الذب  
أعاننا على اتمام بحثنا، ولولا توفيقه عز وجل ما تحقق من ذلك  
شي بعد

نتقدم بالشكر الجزيل فائق الاحترام والتقدير إلى من تقصر كل  
كلمات الشكر وعبارات الثناء عن الوفاء بحقها الأستاذة المشرفة  
"عماني لمياء" صاحبة العطاء التي لم تدخر جهدا في ذلك  
فجزاها الله عنا خير الجزاء ونفع بها كل طالب علم ومعرفة

كما نتقدم بالشكر الجزيل إلى كل من ساعدنا من قريب أو بعيد  
في إنجاز هذا العمل الأستاذ شعوبي محمد فوزي، الأستاذ هتهات  
السعيد، الأستاذ خويلد إبراهيم، الأستاذ بوزيد عصام.

الآنسة أية شعوبي.

كما لا يفوتنا التقدم بالشكر لأعضاء اللجنة المناقشة على ما  
سوف يقدمونه من توجيهات وتوصيات

إلى كل من ساهم من قريب أو بعيد في إتمام هذا العمل.

## الملخص:

هدفت هذه الدراسة إلى اختبار تأثير توزيعات الأرباح على قيمة الشركات المدرجة في مؤشرات الاستدامة "ESG"، من خلال عينة مكونة من ست شركات من مختلف القطاعات مدرجة في مؤشر الاستدامة ضمن البورصة المصرية (ESG/EGX) خلال الفترة 2013-2021، ولتحقيق هذا الهدف اعتمدت الدراسة على نماذج بانل الخطية غير المتجانسة لمعالجة البيانات إحصائياً، حيث تضمن النموذج القيمة السوقية للسهم كمتغير تابع، وربحية السهم، نصيب السهم من التوزيعات، نسبة السيولة، المردودية المالية، كمتغيرات مستقلة. خلصت الدراسة إلى أن الشركات المدرجة ضمن مؤشرات الاستدامة تدفع توزيعات أكثر استقراراً، حيث توجد علاقة طردية دالة معنوياً بين نصيب السهم من التوزيعات النقدية ونسبة السيولة وقيمة الشركة، في حين توجد علاقة عكسية دالة معنوياً بين المردودية المالية وقيمة الشركة، فيما اختلف تأثير ربحية السهم على قيمة الشركة حسب طبيعة نشاط كل شركة.

**الكلمات المفتاحية:** توزيعات الأرباح، قيمة الشركة، مؤشرات الاستدامة، نماذج بانل غير المتجانسة.

## Summary:

This study aimed to test the impact of dividends on the value of companies listed in the sustainability indicators "ESG", through a sample of six companies from different sectors listed in the sustainability index within the Egyptian Stock Exchange (ESG/EGX) during the period 2013-2021, and to achieve this goal it adopted The study on heterogeneous linear panel models for statistical data processing, where the model included the market value of the stock as a dependent variable, and the earnings per share, the share of distributions, the liquidity ratio, and the financial return, as independent variables.

The study concluded that the companies listed within the sustainability indicators pay more stable dividends, as there is a positive and significant relationship between the share of cash dividends, the liquidity ratio and the value of the company, while there is a significant inverse relationship between the financial profitability and the value of the company, while the impact of earnings per share differed on the value of the company according to the nature of the activity of each company.

**Keywords:** dividends, company value, sustainability indicators, heterogeneous panel models.

قائمة المحتويات

الصفحة	العنوان
IV+III	الإهداء 1 + 2.....
V	شكر و عرفان.....
VI	الملخص.....
VII	قائمة المحتويات .....
VIII	قائمة الجداول .....
IX	قائمة الأشكال البيانية.....
X	قائمة الرموز.....
XI	قائمة الملاحق.....
ب	مقدمة.....
<b>الفصل الأول: الإطار النظري لسياسة توزيع الأرباح وعلاقتها بقيمة الشركة</b>	
2	تمهيد.....
3	المبحث الأول: سياسة توزيع الأرباح وعلاقتها بقيمة الشركة.....
20	المبحث الثاني: العلاقة بين مؤشرات الاستدامة وسياسة توزيع الأرباح بقيمة الشركة.....
27	المبحث الثالث: الدراسات السابقة.....
38	خلاصة الفصل.....
<b>الفصل الثاني: دراسة قياسية لأثر توزيعات الأرباح على قيمة الشركات المدرجة في المؤشر المصري للاستدامة</b>	
40	تمهيد.....
41	المبحث الأول: الطريقة والأدوات المستخدمة .....
47	المبحث الثاني: عرض ومناقشة النتائج المتوصل إليها.....
70	خلاصة الفصل.....
72	خاتمة.....
76	قائمة المصادر والمراجع.....
82	الملاحق.....
91	الفهرس.....

قائمة الجداول

الصفحة	عنوان الجدول	رقم الجدول
41	عينة الشركات محل الدراسة	(1-2)
44	طريقة حساب المتغيرات المعتمدة في الدراسة	(2-2)
48	قيم بعض المؤشرات الإحصائية لمتغيرات الدراسة	(3-2)
50	مصفوفة الارتباط بين متغيرات الدراسة	(4-2)
51	نتائج اختبار التجانس للنموذج	(5-2)
52	نتائج اختبار التجانس للمتغير (EPS)	(6-2)
52	نتائج اختبار التجانس للمتغير (ROE)	(7-2)
53	اختبار التجانس للمتغير (EPS)	(8.2)
53	اختبار التجانس للمتغير (DIS)	(9.2)
54	نتائج اختبار فيشر	(10.2)
55	نتائج اختبار Lagrange Multipliers	(11.2)
56	اختبار الارتباط الآني بين الأخطاء	(12.2)
58	اختبار الارتباط الآني للأخطاء بعد المعالجة	(13.2)
59	نتائج اختبار الارتباط الذاتي للأخطاء	(14.2)
59	اختبار ثبات تباين الأخطاء	(15.2)
61	نموذج التأثيرات المتغيرة المترجمة	(16.2)
63	التأثيرات الثابتة للشركات محل الدراسة	(17.2)
65	المعنوية الكلية معامل التحديد	(18.2)



قائمة الأشكال البيانية

الصفحة	عنوان الشكل	رقم الشكل
57	اختبار التوزيع الطبيعي	(1-2)
60	مقارنة بين القيم الفعلية والمقدرة لمعدل القيمة السوقية للشركات محل الدراسة	(2-2)

## قائمة الرموز

الرمز	الدالة
<b>EGX/ESG</b>	المؤشر المصري للاستدامة
<b>EPS</b>	ربحية السهم
<b>DPS</b>	نصيب من التوزيعات
<b>Dis</b>	حجم السيولة
<b>ROE</b>	المردودية المالية
<b>Prob</b>	القيمة الاحتمالية

قائمة الملاحق

الصفحة	عنوان الملحق	رقم الملحق
82	المقارنة بين الدراسات باللغة العربية	ملحق رقم (1)
85	المقارنة بين الدراسات باللغة الأجنبية	ملحق رقم (2)
87	النموذج المقدر قبل المعالجة	ملحق رقم (3)
88	تأثيرات المتغيرات المستقلة للشركات على القيمة السوقية	ملحق رقم (4)
89	الشركات المدرجة في المؤشر المصري (ESG/EGX30) للشركات محل الدراسة	ملحق رقم (5)

# مقدمة

## توطئة:

حظيت سياسة توزيع الأرباح باهتمام كبير في الأدبيات المالية النظرية والتطبيقية، حيث تمثل توزيعات الأرباح أداة هامة للحكم على كفاءة الشركة في إدارة نشاطاتها وأدائها المالي، كما أنها تساعد في رسم صورة ذهنية عند تقييم المستثمرين لأداء الشركة الحالي والمتوقع ولقراراتها المالية، وتشجعهم على الاستثمار في هذه الشركة مما ينعكس على أسعار أسهمها.

يمثل تعظيم ثروة المساهمين الهدف الرئيسي الذي تسعى إليه الشركات، وتعتبر سياسة توزيعات الأرباح إحدى الأدوات الرئيسية لتحقيق ذلك. يعتبر قرار توزيع الأرباح من القرارات المالية الهامة التي تتفاعل مع بقية القرارات (الاستثمار والتمويل)، والتي تلتقطها الأسواق المالية كإشارة ذات صلة وثيقة بأداء الشركة فتنعكس على قيمتها، ولذلك يعد اختيار سياسة التوزيعات من القرارات المهمة التي تؤثر على الخطط الاستثمارية التمويلية للشركة.

لذلك سعى العديد من الباحثين والأكاديميين إلى التعمق في دراسة أثر التدفقات النقدية ممثلة في الأرباح الموزعة على سلوك المستثمر اتجاه الأسهم. وتحدد سياسة توزيعات الأرباح بذلك الجزء من الأرباح المحققة التي توزع على المساهمين والجزء الذي يتم احتجازه، حيث تعتبر الأرباح المحتجزة مصدرا أساسيا لتمويل الاستثمارات والنمو، وإذا كان النمو مرغوبا فيه بالنسبة للمستثمرين لعدة اعتبارات فإن الحصول على التوزيعات أيضا مطلب أساسي بالنسبة لهم، خاصة على المدى القصير، ولذلك تكون الموازنة ضرورية بين قراري التوزيع والاحتجاز (تمويل النمو المريح الذي يجلب ربحية أكبر).

وبسبب تعرض المستثمرين وغيرهم من أطراف المصلحة للعديد من المشاكل والصعوبات والحسائر، خاصة خلال الأزمات المالية المتكررة وبعدها، فإن أسواق المال العالمية تشهد اهتماما متزايدا بمفهوم "الاستدامة" وآليات خلق القيمة لجميع الأطراف في ظل تحقيق أهداف التنمية المستدامة. لم يعد تقييم الشركات المقيدة في الأسواق المالية يعتمد فقط على ربحيتها، ولم تعد تلك الشركات تعتمد فقط في بناء سمعتها على مراكزها المالية فقط، بل ظهرت مفاهيم ومعايير جديدة تعتمد على الاستدامة، وتحديدًا تلك المتعلقة بالحوكمة البيئية والاجتماعية والمؤسسية (ESG)، من أجل خلق بيئة عمل قادرة على التعامل مع متغيرات بيئة الأعمال المعاصرة. يساهم دمج معايير الاستدامة (ESG) في إستراتيجية وسياسات الشركات وأنشطتها اليومية في تحقيق أهداف التنمية المستدامة على المدى البعيد، وتقارير الإفصاح التي تقدمها الشركات من شأنها أن تمنح المستثمرين صورة أوضح عن كيفية إدارة المخاطر والفرص المتاحة لتحقيق مبدأ الشفافية في أسواق رأس المال. كما يساهم أيضا دمج هذه القيم

في خلق قيم مضافة للشركة من خلال الدور الذي تلعبه في جذب المستثمرين على المدى الطويل، بما في ذلك المستثمرين المؤسسين كالمؤسسات الأجنبية وصناديق التعاقد، والتي تستثمر عالميا نسبا كبيرا من الأصول التي تديرها الشركات الممثلة لمعايير الاستدامة.

وباعتبارها واحدة من البورصات الرائدة في التنمية المستدامة ومواكبة بالتطورات الحديثة بأسواق المال أصدرت البورصة المصرية المؤشر المصري لمسؤولية الشركات "ESG" ليضم الشركات الأكثر التزاما بمعايير الحوكمة والبعد البيئي والاجتماعي معا ويتم تقييمها سنويا لاختيار أفضل 30 شركة تلتزم بتطبيق هذه المبادئ.

انطلاقا مما سبق تم اختيار هذا المؤشر لمناقشة أثر الاستثمار في هذه القيم على القرارات الإستراتيجية في الشركة وسياسة توزيع الأرباح أحد هذه القرارات، وانعكاس ذلك على القيمة.

يتميز موضوع "أثر سياسة توزيع الأرباح على قيمة الشركة" بالتطور الدائم من خلال الأفكار الجديدة التي تستحدث فيه وذلك باعتباره مرتبط بالواقع الداخلي والخارجي للشركة، الأمر الذي يجعله بالتأكيد يتأثر بمختلف الأوضاع التي يملها عليه الواقع العملي، وبالتالي فإن موضوع استحداث مؤشر الاستدامة وفق معايير مختلفة للتصنيف غير المالي (أو التصنيف المالي الإضافي) من شأنه أن يؤثر على تلك العلاقة.

#### أ- إشكالية الدراسة :

بناء على ما سبق، ونظرا لأهمية سياسة توزيع الأرباح بالنسبة للشركة وللمستثمر على حد سواء كونها تعكس أداء الشركة، وتعمل على تلبية حاجة المستثمر من السيولة الناتجة عن أمواله المستثمرة فيها، يمكن صياغة الإشكالية التالية:

- ما مدى تأثير توزيعات الأرباح على قيمة الشركات المدرجة ضمن مؤشر الاستدامة في البورصة المصرية (EGX/ESG) خلال الفترة (2013-2021)

لمناقشة هذه الإشكالية يمكن طرح التساؤلات الفرعية التالية:

1. ما هي أهم النظريات المفسرة لسياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة ؟
2. كيف تؤثر معايير الاستدامة ESG على سياسة توزيعات الأرباح ؟

3. كيف تؤثر أدوات سياسة توزيع الأرباح على القيمة السوقية للشركات المدرجة ضمن مؤشر ESG في

البورصة المصرية؟

ب- فرضيات الدراسة :

من أجل تفسير الإشكالية ومحاولة الإجابة عن التساؤلات الفرعية يمكن وضع الفرضيات التالية:

1. لا يزال الجدل مستمرا في الأدبيات المالية النظرية والتطبيقية بشأن العلاقة بين سياسة توزيع الأرباح وقيمة

الشركة؛

2. تعرض الشركات التي تخضع لمعايير الاستدامة توزيعات أرباح أكثر استقراراً؛

3. توجد علاقة طردية ذات دلالة إحصائية بين المؤشرات المعبرة عن سياسة توزيعات الأرباح وقيمة

الشركات المدرجة ضمن مؤشر ESG في السوق المالي المصري .

ت- مبررات اختيار الموضوع :

تعددت أسباب اختيار الموضوع والتي يمكن سردها على النحو التالي:

- الرغبة الشخصية في دراسة الموضوع المدرج ضمن مجال التخصص؛
- الأهمية البالغة التي تحظى بها سياسة توزيع الأرباح ضمن النظرية المالية؛
- الرغبة في إجراء دراسة حديثة بخصوص تأثير سياسة توزيعات الأرباح وقيمة الشركة بغية الوصول إلى نتائج جديدة ومقارنتها بالدراسات السابقة، وذلك من خلال مناقشة هذه الإشكالية في سياق الأخذ بمعايير الاستدامة.

ث- أهداف الدراسة:

تسعى الدراسة لتحقيق الأهداف التالية:

- محاولة اختبار النظريات المفسرة لسياسة توزيع الأرباح على الشركات المدرجة في مؤشر ESG في البورصة المصرية؛

- تحليل العلاقة بين سياسة توزيع الأرباح وقيمة الشركات المدرجة ضمن مؤشر ESG في البيئة المصرية كأحد أكبر الاقتصاديات نمواً في الأسواق الناشئة؛

- التعرف على مفهوم كل من مؤشرات الاستدامة وأثرها على الأداء المالي للشركات وقيمتها.

### ج- أهمية الدراسة :

- تزداد أهمية الموضوع كون سياسة توزيع الأرباح تعتبر قرار مهم ويتعلق بكل من قرارات الاستثمار والتمويل وبالتالي فهذه السياسة تحمل في مضمونها مشكلة مزدوجة ومعقدة، كما تطرح مشكل تحديد سياسة توزيع الأرباح المثلى والتي تؤدي إلى زيادة القيمة السوقية؛
- تكمن أهمية هذه الدراسة في محاولتها إثراء الدراسات المالية المتنوعة والجدلية بشأن أثر سياسة توزيع الأرباح على القيمة السوقية للشركة، كما تقدم دليلا إضافيا لتفسير هذه العلاقة في بيئة الشركات المدرجة ضمن مؤشر **ESG** في البورصة المصرية.

### ح- حدود الدراسة :

- تم تحديد إطار وحدود هذه الدراسة كالآتي:
- الإطار المكاني: البورصة المصرية (مؤشر الاستدامة)؛
- الإطار الزمني: سيتم إجراء هذه الدراسة للفترة الممتدة ما بين 2013\_2021.

### خ- منهجية الدراسة :

اعتمدت الدراسة على المنهج الوصفي وذلك للإجابة على الإشكالية المطروحة واختبار صحة الفرضيات، حيث تم الاعتماد على هذا المنهج في سرد المفاهيم والأسس النظرية المتعلقة بالموضوع، في هذا الجانب تم الاعتماد على مختلف المراجع كالكتب، المذكرات الجامعية، والمقالات والمواقع الالكترونية، أما في ما يخص الجانب التطبيقي تم اختبار العلاقة بين متغيرات الدراسة وفق النموذج المناسب، ومن اجل تحقيق أهداف البحث تم الاعتماد على نموذج بانل لتقدير النموذج من خلال استخدام البرنامج الإحصائي **Eviews 12**.

### د- صعوبات الدراسة:

- عدم إمكانية تطبيق الدراسة في بورصة الجزائر وهذا بسبب عدم تطور السوق المالي الجزائري؛
- قلة المراجع باللغة العربية التي بحثت في مؤشرات الاستدامة.

### ذ- هيكل الدراسة :

من أجل الإحاطة بمحاور هذا الموضوع تطلبنا لأمترتقسيم الدراسة إلى فصلين، حيث تناولنا التالي:



في الفصل الأول الإطار النظري لسياسة توزيع الأرباح وقيمة الشركة، وذلك من خلال ثلاثة مباحث. الأول تناولنا فيه سياسة توزيع الأرباح وقيمة الشركة، أما المبحث الثاني تطرقنا فيه للعلاقة بين مؤشرات الاستدامة وسياسة توزيعات الأرباح، وخصص المبحث الثالث لبعض الدراسات السابقة التي تناولت مواضيع مماثلة. أما الفصل الثاني فقد قسم بدوره إلى مبحثين، خصص المبحث الأول لتحديد مجتمع وعينة الدراسة، الطريقة والأدوات المستخدمة، أما المبحث الثاني فتم من خلاله عرض النتائج المتوصل إليها واختبار الفرضيات ومناقشة النتائج.

## الفصل الأول

الإطار النظري لسياسة  
توزيع الأرباح وعلاقتها  
بقيمة الشركة

## تمهيد:

تعتبر سياسة توزيع الأرباح من بين أهم السياسات المالية في الشركة، التي تحظى باهتمام العديد من الأطراف نظرا لانعكاساتها على سعر السهم في السوق، وبشكل خاص المساهمين الذين يتربحون مقدار هذه التوزيعات للاستفادة واتخاذ بعض القرارات على أساسها، لذلك وجب على الشركة تلبية رغبة هؤلاء المساهمين للحفاظ على القيمة السوقية لها، الأمر الذي أدى إلى ظهور مجموعة من الاتجاهات ووجهات النظر الذي حاولت إثبات العلاقة بين سياسة توزيع الأرباح وقيمة الشركة.

في ظل التحذبات العديدة حول سياسة توزيع الأرباح وتأثيرها على قيمة الشركة، نسعى في هذا الفصل التعرف على المحتوى النظري لسياسة توزيع الأرباح وقيمة الشركة، وطرح أهم المقاربات المالية التي حاولت تفسير علاقة هذه السياسة بقيمة الشركة معقبين بعد ذلك بالدراسات التي اهتمت بهذا الموضوع وتم اعتمادها كدراسات سابقة في دراستنا.

## المبحث الأول: العلاقة بين سياسة توزيع الأرباح وقيمة الشركة

تعتبر العلاقة بين سياسة توزيع الأرباح وقيمة السهم ذات أهمية كبيرة للشركات، وتبرز أهمية هذه العلاقة في الجانب الاستثماري والتمويلي والذي ينعكس على قيمة الأسهم، إذ يعد تعظيم القيمة للشركة هدفا أساسيا تسعى إليه جميع الشركات من خلال تعظيم سعر السهم.

### المطلب الأول: مفاهيم أساسية حول سياسة توزيع الأرباح وقيمة الشركة

#### الفرع الأول: مفاهيم أساسية حول سياسة توزيع الأرباح

يعد قرار توزيع الأرباح من أبرز القرارات التي يتخذها المسير المالي، ويوليه أهمية كبيرة، سنتطرق فيما يلي إلى مفهومه وأشكال سياسة توزيع الأرباح ومحدداته.

#### أولاً: مفهوم سياسة توزيع الأرباح

تتمثل سياسة توزيع الأرباح في مجموعة من المبادئ التوجيهية التي تستخدمها الشركة لاتخاذ قرار عن كيفية توزيع أرباحها، فعندما يكون لدى الشركة فائض في نهاية الفترة المحاسبية، فانه عادة ما يكون لديها خياران، إما أن توزع بعضاً من أرباحها كأرباح على المساهمين، أو أنها يمكن أن تقرر إعادة استثمار المال في الشركة واعتبارها أرباحاً محتجزة، حيث يتخذ هذا القرار من قبل مجلس إدارة الشركة.<sup>1</sup>

تعتبر توزيعات الأرباح عن معدل التدفق النقدي (وقد يكون غير نقدي) الذي يتلقاه المساهمون كمردود ملموس على استثماراتهم في أسهم المؤسسة التي يحملونها، تمثل هذه الأرباح بالنسبة للمستثمرين دخلاً جارياً ينتظره ويتوقعه العديد من المساهمين لينفقوه على استهلاكياتهم الجارية من السلع والخدمات، كما تؤثر سياسة توزيع الأرباح على السعر السوقي للسهم.<sup>2</sup>

وعليه يمكن أن نعرف توزيعات الأرباح على أنها ذلك القرار الذي تقوم به الشركة بتوزيع أرباحها سواء بشكل نقدي أو غير نقدي على المساهمين جزاء استثماراتهم في أسهم الشركة، كما يمكن ان نعرف سياسة توزيع الأرباح

<sup>1</sup> - Lindeman ;Toumas (2016).The correlation between dividend policy measures and share price ;Degree Thesis International ; Business,p 14.

<sup>2</sup> - سعود جايد مشكور (2020).العلاقة بين سياسة توزيع الأرباح والقيمة السوقية للسهم وأثرها في تحديد قيمة الشركة، مجلة مركز دراسات كوفة، العدد 14، ص 5.

على أنها الطريقة التي تتبعها الإدارة في المفاضلة بين توزيع الأرباح أو احتجازها بغرض إعادة استثمارها، وتؤثر هذه السياسة على سعر السهم في السوق.

ثانياً: أشكال سياسة توزيع الأرباح

## 1- التوزيعات النقدية

**1-1 توزيعات الأرباح العادية:** يتم منح المساهمين أرباحاً بشكل طبيعي كل عام ، حيث يفضل هذه التوزيعات صغار المستثمرين ، هذا النوع من التوزيعات يكون جذاب لأنه يعزز ثقة العملاء والمستثمرين ويؤدي إلى استقرار القيمة السوقية للأسهم والحفاظ على سمعة المؤسسة.

**2-1 توزيعات الأرباح المستقرة:** يتلقى المساهمون وفق هذه السياسة أرباحاً مستقرة نسبياً على المدى الطويل ، يعتبر المساهمين هذه السياسة إيجابية تخفض من درجة عدم التأكد لديهم فيما يتعلق بتوزيعات الأرباح المستقبلية.<sup>1</sup>

**3-1 توزيعات الأرباح المنخفضة والمتزايدة:** تقوم هذه السياسة على دفع أرباح ثابتة بمعدلات منخفضة ويزداد مقدار هذه التوزيعات إذا حققت الشركة أرباحاً أعلى من أرباحها العادية، تتبع الشركة هذه السياسة عندما تكون أرباحها غير مستقرة ومتقلبة، لذلك من الصعب على الحفاظ على سياسة توزيعات عالية ومنتظمة لذلك تسعى لدفع توزيعات أرباح منخفضة من أجل المحافظة على تحقيق الاستمرارية في توزيع الأرباح.<sup>2</sup>

## 2- التوزيعات في شكل أسهم

**1-2 التوزيعات على شكل أسهم مجانية:** تلجأ العديد من المؤسسات إلى توزيع أسهم جديدة على المساهمين بدلاً 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، من بين الآثار الجوهرية لهذه السياسة هو انخفاض القيمة السوقية للسهم،

<sup>1</sup> -Anyim Florence onidya(2018); **THE EFFCT OF POLICY ON THE VALUE OF FIRMS LISTED AT THE NAIROBI SECURITIES EXCHANGE** ,A research Project Submittid In Partial Fulfilment of The Requirements For The Degree of Master In Business Administration ; University Of Nairobi ; P 5.

<sup>2</sup>-Tuigongwilsonkibet (2015).**EFFECTSOF DIVIDEND POLICY ON SHARE PRICE OF FIRMS LISTED AT THE NAIROBI SECURITIES EXCHANGE, KENYA** , a thesis submitted to the school of business in partial fulfillment of the requirements for the award of the degree of master of science (finance) of Kenyatta universit.p24.

لذلك تلجأ إليها المؤسسة عندما ترتفع القيمة السوقية للسهم بدرجة كبيرة، ويخشى معها تناقص عدد الراغبين في شراء أسهمها.<sup>1</sup>

**2-2 تقسيم الأسهم:** هذه السياسة هي بديل آخر لتوزيع الأرباح النقدية، يمكن تعريف هذه التقنية على أنها الإجراء الذي ينتج عنه أسهم إضافية ويؤدي إلى زيادة عدد الأسهم عن طريق تقليل القيمة الاسمية للسهم ، والتي تستخدم عادة لخلق الطلب على الأسهم عن طريق زيادة عدد الأسهم في رأس مال الشركة ، تؤدي هذه العملية إلى انخفاض في توزيعات الأرباح لكل سهم عندما يكون مقدار الأرباح ثابتاً أو إلى استقرار توزيعات الأرباح لكل سهم مع زيادة مقدار إجمالي الأرباح، وتجدر الإشارة إلى وجود تشابه بين اشتقاق الأسهم وتوزيعها من الناحية المالية.<sup>2</sup>

**3-2 معكوس اشتقاق الأسهم:** 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.<sup>3</sup>

**4-2 إعادة شراء الأسهم :** لكل شركة إمكانية إعادة شراء جزء من أوراقها المالية وتحدث عادة عملية شراء المؤسسة لاسمها المتداولة عندما يكون لديها فائض في النقد وتقوم بهذه العملية إما من أجل تخفيض رأس مالها و لاسترداد أوراقها المالية التي طرحتها في مرحلة سابقة في السوق من خلال توزيعات نقدية للمساهمين الحاليين في مقابل الحصول على جزء من الأسهم الغير مسددة للشركة.<sup>4</sup>

<sup>1</sup>-حفصي رشيد(2016).دراسة وتحليل تأثير سياسة توزيع الأرباح على أداء أسهم المؤسسات المدرجة في السوق المالي، المجلة الجزائرية للدراسات المحاسبية والمالية، العدد02، ص41.

<sup>2</sup>-RaedKanakriyah.(2020).Dividend Policy and Companies' Financial Performance, The Journal of Asian Finance, Economics and Business, Volume 9 Issue 4,P534.

<sup>3</sup>- Raymond A, Ezejiofor A. (2021), **Relevance of Corporate Dividend Policy on the, Shareholder's Wealth**, Scholars Journal of Economics, Business and Management, Nigeria, P 56.

<sup>4</sup>- Bodart, Julien (2017); **La politique de dividende des entreprises**. Analyse du secteur brassicole.. Louvain School of Management, Université catholique de Louvain,..P 11;cit : du Bus de Warnaffe, Bruno. <http://hdl.handle.net/2078.1/thesis:1311.Dat:5/4/2020>. H:10:22.

## ثالثا: محددات سياسة توزيع الأرباح

إن المهام الرئيسية التي تشغل مدراء الشركات باستمرار هي المقدار الواجب توزيعه على حملة الأسهم لتحقيق الرضا إلا أن مثل هذه الإستراتيجية تحتاج المزيد من التطوير في سياقها و عمقها التحليلي، لوجود محددات تحكم التغيير في توزيع الأرباح و التي نوردتها في ما يلي <sup>1</sup>:

**1. سياسة توزيع الأرباح كقرار استثماري:** تشير سياسة توزيع الأرباح إلى كونها قرار استثماري إذا ما اعتمدت القرارات الخاصة بها على المصدر الأول، و هو النقدية الناتجة عن عمليات التشغيل، و في هذه الحالة قد تمتد آثار هذه القرارات على فرص الاستثمار المتاحة للمؤسسة، ومن ثم فإن قرار التوزيع الخاص بالأرباح و هذا قد يعكس مشكلة استثمارية يحتم الموقف الخاص بها اتخاذ قرار ضروري لمواجهتها إن البحث عن الحلول 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 المؤسسة.

**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 لابد وأن يتم تخطيطه في ضوء محددات الهيكل المناسب للتمويل، أي بما لا يخل بهدف تعظيم سعر السهم الواحد إلى أقصى حد ممكن، إن الارتباط بين سياسة توزيع الأرباح وقرارات الاستثمار و التمويل تبدو واضحة من خلال العلاقة التالية:<sup>2</sup>

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

<sup>1</sup> - محمد زرقون (2016). أثر الاكتتاب العام على سياسة توزيع الأرباح في المؤسسات الاقتصادية المسعرة في البورصة-دراسة تحليلية مقارنة لمؤسسة تسيير فندق الأوراسي الجزائر- مجلة البحث، جامعة ورقلة العدد 08، ص 85.

<sup>2</sup> - المرجع نفسه، ص 85.

### الفرع الثاني: مفاهيم أساسية حول قيمة الشركة وتقييمها

لا يزال مفهوم القيمة محل اهتمام العديد من الباحثين والأكاديميين كون أغلب القرارات المالية سواء الداخلية أو الخارجية منها، ذات الأجل الطويل أو القصير تبني على أساس قيمة الشركة لما لها من انعكاسات بالغة الأهمية على المهتمين بالشؤون المالية للشركة، حيث تختلف قيمة الشركة باختلاف طرق التقييم المعتمدة عليها، لذلك ارتأينا للتطرق إلى مفهوم قيمة الشركة وتقييمها وطريقة تقييمها من منظور تحيين أرباحها.

### أولاً: مفهوم القيمة السوقية للشركة

قدمت الأدبيات المالية العديد من المفاهيم ذات الصلة بالقيمة السوقية، حيث تتمثل القيمة السوقية في القيمة التي يباع بها السهم في سوق الأوراق المالية، ويقوم سعر السهم في السوق على أساس العلاقة بين سعر ذلك السهم والأرباح المحتجزة والربح الذي تحققه الشركة وذلك وفقاً لما تملكه من أصول، ونظراً لتعدد العوامل التي تسهم في تحديد هذا السعر فإن هذه القيمة لا تتميز بالثبات بل بالتقلب والتغير من وقت إلى آخر، كما أنها تأتي نتيجة لتفاعل قوى العرض والطلب في السوق المالي<sup>1</sup>.

كما عرفت قيمة الشركة بأنها القيمة السوقية لأصول الشركة وتعرف بأنها القيمة التقريبية للمنطقية للسعر السوقية للشركة إذا ما بيعت أسهمها وسنداتها في السوق الكفاء<sup>2</sup>.

### ثانياً: مفهوم تقييم الشركة

التعريف الاقتصادي لعملية التقييم سواء شمل المؤسسة ككل أو جزء ينصرف إلى تحديد السعر المحتمل الذي من خلاله يمكن إجراء معاملة مالية في الظروف العادية للسوق<sup>3</sup>.

كما تعرف عملية التقييم على أنها قيمة المؤسسة انطلاقاً من وضعيتها الحالية والمستقبلية، لهذا فهي عبارة عن مجموعة من المراحل التي تهدف إلى إجراء تشخيص دقيق حول المؤسسة، قصد تحديد قيمة يتم على أساسها التفاوض حول سعر التنازل عن المؤسسة<sup>4</sup>.

<sup>1</sup> - متولي السيد متولي عيطة (2020). اثر سياسة توزيع الأرباح وهيكل رأس المال على القيمة السوقية للمصارف، مجلة الإسكندرية للبحوث المحاسبية، العدد 03، ص 31.

<sup>2</sup> - سعود جايد مشكور، مرجع سابق ذكره، ص 12.

<sup>3</sup> - نصيب رجم، عماني المياء، بن علي سمية (2018). تقييم المؤسسات - دروس وتطبيقات محلولة - : الطبعة الأولى، الدار الجزائرية، الجزائر، ص 32.

<sup>4</sup> - بومزايد ابراهيم راجي رانيا كوثر (2018). مقاربات وطرق تقييم المؤسسات الاقتصادية، مجلة الباحث الاقتصادي المجلد 6 العدد 10 ص 372.



## ثالثا: تحديد القيمة السوقية للسهم

يتوقع حملة الأسهم العادية ارتفاع عوائدهم المتوقعة من خلال توزيعات الأرباح التي تقرها المؤسسة، أو على الأقل عدم انخفاض القيمة السوقية لها مع محاولة تعظيمها إن أمكن ذلك، وباعتبار القيمة السوقية للسهم تم - على حد سواء - المالك و المؤسسة، ونظرا للمحاولة الدائمة لتحقيق عوائد إضافية للملاك، فإن عملية تقييم الأسهم تحظى بمكانة هامة لدى كل الأطراف المهتمة، وتتم من خلال مجموعة من العوامل المحددة لها والتي لخصها الأستاذين عبد الغفار حنفي و سمية زكي ، في عناصر أساسية هي <sup>1</sup>:

**3-1 علاقة القيمة السوقية للسهم بربحيته:** نظرا لأن الأرباح الصافية المتوقعة تعتبر أساس القيمة الحالية، فهذا يعني أن الزيادة في الأرباح الصافية المحققة من المؤسسة في الفترات المقبلة تؤدي بالضرورة لإحداث أثر إيجابي على القيمة السوقية لأسهمها وهذا جراء زيادة الطلب عليها، ويفسر الأمر بوجود علاقة خطية بين المتغيرين السابقين زيادة على كفاءة الإدارة وعملها على تحقيق الاستقرار في صافي الأرباح مما قد يمكنها من مواجهة المخاطر المؤثرة على قيمة أسهمها.

**3-2 القيمة الحالية للسهم و زمن تحقق الأرباح:** تربط علاقة عكسية بين القيمة الحالية للسهم وزمن تحقق الربح، حيث تؤدي طول مدة تحقيق الأرباح إلى انخفاض القيمة الحالية للسهم، والعكس في حال قصر فترة تحقيق الأرباح .

**3-3 القيمة الحالية للسهم والسيولة:** يعبر عن السيولة بمدى القدرة على تحويل الأصول إلى نقدية، وتكون العلاقة الرابطة بين القيمة الحالية للسهم و السيولة علاقة طردية، فمع كل تزايد في السيولة تشهد القيمة الحالية للسهم ارتفاعا.

<sup>1</sup> - بالعشي عبد المالك، مزيان سعيد (2021). اثر سياسة توزيع الأرباح على القيمة السوقية للسهم في المؤسسة الاقتصادية، مجلة الدراسات المالية والمحاسبية والإدارية ، المجلد 08 ، العدد 02 ، ص 240.

رابعاً: طرق التقييم المعتمدة على تحيين توزيعات الأرباح

## 1- نموذج استحداث توزيعات الأرباح:<sup>1</sup>

يرجع الفضل في اكتشاف هذا النموذج للاقتصادي "ج.ب. وليامس J. Willams" عقب تعريفه في سنة 1938 للمفهوم المالي للقيمة الذي أصبح أساس النظرية المالية، إذ حسبه تتمثل قيمة أي أصل (مالي أو مادي) في القيمة المقابلة لكل التدفقات المالية المتوقعة له، وترتكز فكرة هذا المفهوم على أعمال الاقتصادي إ. فيشر I. Fisher الذي وضع في سنة 1907 أسس تحليل القيمة الحالية، وذلك بتحليل معدلات الفائدة على أساس (معدل خصم) (وتدفقات الخزينة على أساسا مبالغ يمكن تقديرها نقدا) وبذلك لم يسبق "وليامس" أي أحد في تطوير هذا المفهوم بشكله الكامل، وبالأخص عند تطبيقه لتحديد القيمة المحورية لسهم ما، والذي يقيم بما يقدمه -في الغالب- من توزيعات للأرباح، إذ تعبر هذه التقنية في التقييم على نموذج استحداث توزيعات الأرباح. وقد تم انتقاد هذا النموذج من طرف "جراهام ودود" Dodd & Graham في جوانب منه. وعلى إثر ذلك، قاما بتطوير هذا المنهج سنة 1962 في صورته البدائية، حيث يتم الاعتماد في التنبؤ على كل من قيمة التوزيعات المتوقعة في المستقبل ومعدل الاستحداث (الخصم) لإيجاد القيمة الحقيقية للسهم، وذلك وفق المعادلة التالية:<sup>2</sup>

$$V = \sum_{n=1}^{\infty} \frac{D_n}{(1+t)^n}$$

حيث v: القيمة المتوقعة للسهم

n: الزمن

t: معدل الخصم

## 2- نموذج النمو الصفري:

الافتراض الرئيسي لنموذج النمو الصفري هو ثبات توزيعات الأرباح المتوقعة في المستقبل، أي أن توزيعات الأرباح الحالية مساوية لتوزيعات الأرباح المستقبلية ولجميع الفترات  $D_1 = D_2 = D_3 = D_n$  وعليه فإن معدل النمو في مقسوم الأرباح النقدي يساوي الصفر، والصيغة الرياضية لهذا النموذج الصفري كالتالي:<sup>3</sup>

<sup>1</sup> - سويسسي هوارى (2007). أهمية تقييم المؤسسات في اتخاذ قرارات الاستثمار المالي، مجلة الباحث، العدد 05، ص 113.

<sup>2</sup> - سويسسي الهوارى، المرجع السابق، ص 113.

<sup>3</sup> - قرادي عبد القادر (2021). مقاربات ومعايير التقييم المالي للمؤسسة الاقتصادية، مخبر دراسات التنمية الاقتصادية، جامعة الاغواط، العدد 01، ص 636.

$$P = \sum \frac{Dn}{(1+t)^n}$$

### 3- نموذج النمو الثابت:

طور هذا النموذج من قبل جوردن 1963 ، فضلا عن افتراض أن مقسوم الأرباح للسهم الواحد ينمو بمعدل نمو ثابت على وفق الآتي<sup>1</sup>:

$$P0 = \frac{D1}{K - g}$$

حيث أن g: معدل نمو توزيعات الأرباح.

يعد نموذج جوردن من أكثر النماذج شيوعا تطبيقا لوضوح طبيعة ومعالم النموذج إلا انه يأخذ على هذا النموذج افتراض ثبات نمو معدل التوزيعات الذي يعد في الواقع أمرا مثاليا، بالإضافة إلى افتراض ثبات معدل العائد المطلوب عبر الزمن هو أمر غير مقبول وذلك لتأثر العائد بالعديد من العوامل على سبيل المثال أسعار الفائدة .

### 4- التقييم بواسطة مضاعف السعر إلى العائد PER

تلعب هذه العلاقة دورا هاما في عملية تقييم المؤسسات وتشير إلى عدد المرات التي يتم فيها تغطية سعر السهم من ربحيتها تعطي بالعلاقة التالية:

PER: سعر السهم في البورصة \ ربحية السهم الواحد.

وتعطي صيغة التقييم بهذه الطريقة وفق العبارة الآتية<sup>2</sup>:

$$V = PER \times B$$

حيث أن B: الربح للسهم الواحد المقدر.

<sup>1</sup> - قرادي عبد القادر، المرجع السابق، ص 636.

<sup>2</sup> - بن ثابت علال (2014). أساليب تقييم المؤسسات وتطبيقاتها في الجزائر، دراسات العدد الاقتصادي، المجلد 5، العدد 01، ص 34.

## 5- نموذج بات Bates

يربط نموذج Bates بين PER في الحاضر وPER في المستقبل خلال الفترة n مع الأخذ بعين الاعتبار معدل النمو ومعدل التوزيع خلال هذه الفترة. ومعدل العائد المطلوب من قبل المساهم والأرباح المستقبلية. ويمكن الحصول على قيمة المؤسسة وفقا لهذا النموذج كالتالي: <sup>1</sup>

$$V = \sum_{t=1}^n \frac{D}{(1+i)^t} + \frac{V}{(1+i)^n}$$

حيث D: التوزيعات.

I: معدل الخصم.

### المطلب الثاني: تأثير سياسة توزيع الأرباح على قيمة الشركة في ظل فروض السوق الكامل

تقوم سياسة توزيع الأرباح على مفاضلة الشركة بين توزيعات نقدية حالية ومعدل نمو مستقبلي، ويعد هذا القرار ذا أهمية وهذا في ظل إمكانية إحداث تأثير على قيمة السهم، إضافة إلى حصة الأرباح التي يتم تحويلها إلى حملة الأسهم، حيث تناولت العديد من النظريات هذا الجانب.

تم تخصيص هذا المطلب لعرض ومناقشة بعض المقاربات النظرية التي حاولت تفسير أثر سياسة توزيع الأرباح على القيمة السوقية لأسهم الشركة، وذلك تحت فرضية تحقق فروض السوق الكامل أين تغيب كل من الضريبة، تكاليف الصفقات، تكلفة المعلومة وعدم تماثلها.

### الفرع الأول: المقاربات النظرية في حالة التأكد التام

إن الفرضية الأساسية التي تبنى عليها النظريات الموالية والتي قام ببنائها مجموعة من المنظرين، هي أن الشركة تعمل في ظل التأكد التام، وهذا معناه توفر جميع المعلومات للمؤسسة وبدون تكلفة، هذا إلى جانب المعرفة المسبقة للمؤسسة لأرباحها واستثماراتها دون وجود أي مخاطر، ونظرا لكون النظريات المقدمة في هذا المجال عديدة سنقتصر على ذكر التالي:

#### 1. نظرية عدم ملائمة التوزيعات (Miller&Modigliani 1961):

<sup>1</sup> -بحرية مواعي(2016). التقييم المالي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة العمومية في ظل معايير المحاسبة الدولية، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الشلف، ص 182.

يعود الفضل في هذه النظرية إلى اثنين من الاقتصاديين (Miller & Modigliani)، وفقا لهذه النظرية لا يؤثر قرار توزيع الأرباح على سعر السهم في السوق أو القيمة السوقية للشركة، بدلا من ذلك تتأثر قيمة الشركة فقط بالأرباح المحققة والمخاطر التي قد تتعرض لها أصول الشركة أو استثماراتها، وبالتالي فإن القيمة السوقية للمؤسسة تتأثر فقط بالدخل الناتج عن إدارة الأصول وليس بكيفية تقسيم هذا الدخل بين المساهمين من خلال التوزيعات النقدية أو توزيعات الأرباح.<sup>1</sup>

كما اعتمد العالمان على فروض معينة في هذا الاعتقاد وهي:<sup>2</sup>

- المستثمر رشيد؛
- الشركة تعمل في ظروف السوق الكامل حيث لا يوجد مستثمر وحيد يمكنه التأثير على أسعار الأسهم في السوق وأنه يمكن شراء وبيع الأوراق المالية بكميات مهما صغر حجمها، كما لا توجد تكلفة للمعاملات أو الضرائب، أما المعلومات عن سوق المال فهي متاحة بالجمان؛
- إن الشركة تعمل في ظل التأكد التام، فالاستثمارات والأرباح المستقبلية معروفة مسبقا؛
- لا توجد تكلفة للإصدار أي لا تتكبد الشركة أي مصروفات عن إصدارها الأسهم والسندات؛
- إن سياسة الاستثمار للشركة ثابتة ولا تتغير.

يؤكد ميلر ومودجيانلي انه ليس هناك أي اثر عند قيام المؤسسة بتوزيع أرباح على شكل توزيعات نقدية لصالح المساهمين أو احتجازها على ثروة المساهمين، وذلك انه إذا أجريت توزيعات سوف تزداد ثروة المساهم بمقدار هذه التوزيعات، أما في حالة عدم إجراءها فسوف تزيد القيمة السوقية بنفس المقدار من التوزيعات التي لم يحصل عليها، لذلك على المؤسسة أن تختار سياسة توزيع الأرباح التي تناسبها دون الاهتمام بمدى جاذبية هذه السياسة لحملة الأسهم.<sup>3</sup>

## 2. نظرية (Van Horne) 1989 :

قام فان هورن بإثبات عدم تأثير سياسة توزيع الأرباح على القيمة السوقية للسهم وذلك بالاعتماد على التدفقات النقدية المستحدثة حيث اعتبر أن قيمة السهم في بداية الفترة تتمثل في القيمة الحالية للتدفقات

<sup>1</sup> -RaedKanakriyah; op cit : p532.

<sup>2</sup> -إسماعيل محمد الأزهرى، عبد العزيز محمود عبد المجيد (2007). الإدارة المالية المتقدمة، منشورات جامعة السودان المفتوحة: الطبعة الأولى، السودان، ص268.

<sup>3</sup> -عدمان فايزة (2017). سياسة توزيع الأرباح وأثرها على القيمة السوقية لأسهم المؤسسات الاقتصادية المدرجة في البورصة، رسالة ماجستير، قسم علوم التسيير، جامعة الجزائر3، ص 113.

المستقبلية، هذه الأخيرة عبارة عن المجموع الجبري للتوزيعات وسعر السهم في نهاية الفترة مستحدثين والمعبر عنهم بالعلاقة التالية:<sup>1</sup>

$$P_0 = \frac{DPA + P_1}{1 + K}$$

حيث:

P0 : سعر السهم في بداية الفترة.

P1: سعر السهم في نهاية الفترة.

DPA: نصيب السهم من التوزيعات

K : معدل المدودية المطلوب.

في حالة إذا قامت المؤسسة بإصدار أسهم جديدة، فإن القيمة السوقية للأسهم القديمة ( قيمة المؤسسة قبل الإصدار) يمكن التعبير عنها كما يلي:<sup>2</sup>

$$N.B = \frac{N.DPA + (N + N *)P_1 - NP_1}{1 + K}$$

حيث :

N : عدد الأسهم القديمة في بداية الفترة.

N\* : عدد الأسهم الجديدة في نهاية الفترة.

### 3. مقارنة (Gordon 1962)

تختلف وجهة نظر جوردن عن وجهة نظر كل من ميلر، مودجيانلي وفان هورن، حيث يعتقد جوردن أن سياسة توزيع الأرباح تؤثر على القيمة السوقية في ظل حالة التأكد التام، وفي ظل اعتماد كلي على حقوق الملكية لتمويل الاستثمارات، ومعدل العائد المتوقع والعائد المطلوب على استثمارات الشركة ثابتين مع عدم خضوع الشركة للضرائب، وأن معدل نمو الشركة ثابت ويساوي نسبة الأرباح المحتجزة لكل من الربح المتولد مضروباً في معدل العائد

<sup>1</sup> - هندي منير إبراهيم (2004). الفكر الحديث في هيكل تمويل الشركات، منشأة المعارف، الإسكندرية، ص 326.

<sup>2</sup> - علي بن ضب (2009). دراسة تأثير الهيكل المالي وسياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة الاقتصادية المدرجة بالبورصة: دراسة حالة عينة من الشركات المدرجة بسوق الكويت للأوراق المالية خلال الفترة 2006- 2008، رسالة ماجستير، جامعة ورقلة، ص 21.

المتوقع على استثمارات الشركة، ومعدل العائد المطلوب على الاستثمار أكبر من معدل النمو مع ثبات نسبة الأرباح التي توزع على حملة الأسهم العادية.<sup>1</sup>

أما في حالة اختلاف معدل العائد المطلوب عن (تكلفة التمويل) عن معدل العائد المتوقع على الاستثمار فيمكن تمييز حالتين، فحينما يكون معدل العائد المتوقع أدنى من معدل العائد المطلوب، وهذه الحالة تميز المؤسسات ذات الأداء الضعيف إذ يكون فيها احتجاز الأرباح غير مرغوب فيه تماماً من طرف الملاك، ذلك لكونها ستضيع عليهم فرص استثمارية خارج المؤسسة تعود عليهم بعوائد أفضل، فتكون المؤسسة أمام حتمية توزيع كافة الأرباح.

أما في الحالة التي تكون فيها معدل العائد المتوقع أكبر من تكلفة التمويل، والتي عموماً تميز المؤسسات ذات المستويات العالية من نسب النمو، إذ تزيد فيها القيمة السوقية لأسهمها بزيادة الأرباح المحتجزة، فيكون من صالح المؤسسة والمستثمر احتجاز نسب معتبرة من الأرباح لإعادة استثمارها في المؤسسة، إلا أن المبالغة في احتجازها قد يؤثر سلباً على القيمة السوقية للسهم.<sup>2</sup>

مما سبق نجد أن كل من مقارنة ميلر وفان هورن نفت وجود أثر للتوزيعات على قيمة الشركة، في حين أثبتت مقارنة جوردن وجود أثر في حالة معينة.

هنا نطرح التساؤل الآتي: هل سيبقى هناك تأثير لسياسة توزيع الأرباح على قيمة الشركة في ظل إسقاط فرض عدم التأكد؟

### الفرع الثاني: المقاربات النظرية في ظل ظروف عدم التأكد

يقصد بحالة عدم التأكد المجال أو المحيط الذي تعمل فيه المؤسسة، والذي يكون متسماً بالتغير المستمر والمنافسة التامة وبالتالي فإن كل الأمور المستقبلية تبقى مجرد تنبؤات وغير مؤكدة التحقق.

#### 1. نظرية سياسة التوزيعات الشخصية لميلر ومودجيانلي:

حتى في حالة عدم التأكد يبقى مودجيانلي وميلر متمسكين بما توصلا إليه، وذلك بعدم تأثير سياسة التوزيعات على قيمة المؤسسة، ففي غياب تكلفة المعاملات والضرائب يستطيع المستثمر أن يشكل لنفسه سياسة التوزيع التي تناسبه، ومن ثمة فلن يقبل سياسة التوزيع التي تقررها المؤسسة، فإذا كانت التوزيعات التي تقررها المؤسسة لا تكفي

<sup>1</sup> - سعدي وصاف (2015). سياسة توزيع الأرباح في عينة من الشركات المدرجة في سوق الأسهم السعودي، بحث تطبيقي مقدم، جامعة الملك فيصل، المملكة العربية السعودية، ص 406.

<sup>2</sup> - عبد الكريم بوحادة (2012). اثر اختيار الهيكل المالي على قيمة المؤسسة: دور سياسة توزيع الأرباح في تحديد القيمة السوقية للسهم، رسالة ماجستير، قسم علوم التسيير، جامعة قسنطينة، ص ص 130-131.

بتزويد المستثمر بالسيولة التي يحتاجها، فبإمكانه بيع جزء من الأسهم التي يمتلكها لتغطية الاحتياجات، ومن جهة أخرى إذا كانت التوزيعات تزيد عن احتياجاته فيمكنه استخدام الفائض في شراء المزيد من أسهم المؤسسة.<sup>1</sup>

## 2. نظرية ملائمة التوزيعات (عصفور في اليد) لجوردن ولينتر :

المساهمة الرئيسية حول نظرية ملائمة توزيعات الأرباح قدمت من طرف جوردن ولينتر (1962)، والذين اقترحوا أن هناك علاقة مباشرة بين سياسة توزيع الأرباح وقيمتها السوقية، الأساس لهذه النظرية هو كمثل عصفور في اليد.<sup>2</sup> ولتأكيد وجهة نظرهما قدما نموذجا يقوم على فكرة مؤداها أن درجة تأكد المستثمر بشأن التوزيعات المؤكد الحصول عليها العام القادم تزيد عن درجة تأكده بشأن التوزيعات المتوقع الحصول عليها في العام الذي يليه.

وقد استند جوردن ولينتر على الدور الذي تلعبه سياسة توزيع الأرباح في تحديد قيمة السهم، إضافة إلى المخاطر التي يمكن أن يتحملها المستثمر، ونظرا لكونه يتصف بدرجة من الرشد، فإنه يكون دائما السعي إلى تجنب المخاطرة، الأمر الذي يدفعه إلى تفضيل التوزيعات المتوقعة على الأرباح الرأسمالية،<sup>3</sup> وهذا راجع إلى نظرة المساهمين إلى التوزيعات المتوقعة على أنها أقل خطورة وأكثر تأكدا من الأرباح الرأسمالية المستقبلية، وهذا ما سيؤدي إلى ارتفاع قيمة السهم، ولكن عند امتناع المؤسسة عن إجراء توزيعات فإنها بذلك تزيد من حالة عدم التأكد وهذا ما يؤثر على قيمة السهم بالانخفاض.<sup>4</sup>

### • نموذج والتر 1963 (WALTER):

بحث هذا النموذج في طبيعة العلاقة بين توزيعات الأرباح والقيمة السوقية لأسهم الشركة، وقد توصلت إلى أن سياسة التوزيع التي تتبناها الشركة لها تأثير على القيمة السوقية للشركة.

حيث يعمل نموذج والتر على توضيح الدور الأساسي الذي يلعبه معدل العائد الداخلي وتكلفة التمويل في سياسة التوزيعات التي من شأنها تعظيم القيمة السوقية للسهم، وقد بني على مجموعة من الافتراضات وهي:<sup>5</sup>

- اعتماد المؤسسة في تمويل استثماراتها على الأرباح المحتجزة فقط؛

<sup>1</sup> عبد النور بوزيد، محمد عبيلة. (2019). نظريات عدم حياد سياسة توزيع الأرباح وأثرها على القيمة السوقية للمؤسسة، ايكوفان للدراسات الاقتصادية، العدد 01، جامعة طاري محمد بنشار ص 33.

<sup>2</sup> فايز سليم حداد. (2009). الإدارة المالية: دار الحامد للنشر والتوزيع، الطبعة الثانية، الأردن، ص 309.

<sup>3</sup> Azizur Rahman, Dr. Begum Ismat Ara Huq, Md. AbulKalamAzad (2012). **Impact of Dividend Policy on the Value of the Firm-A study of some selected Private Commercial Banks in Bangladesh.** Journal of Banking & Financial Services, University of Dhaka, Vol-6, No.1, p53.

<sup>5</sup> -محمد صالح الحناوي ونحال فريد مصطفى. (2005). الإدارة المالية: الدار الجامعية، مصر، ص 362.



- ثبات كل من معدل العائد الداخلي وتكلفة التمويل؛
  - اعتماد سياسة توزيع واحدة إما توزيع كل الأرباح أو احتجازها كلها؛
  - ثبات مستوى كل من الأرباح والتوزيعات واستمرارية المؤسسة؛
- تحدد العلاقة المثلى بين معدل العائد الداخلي وتكلفة التمويل كما يلي:
- في حال كان معدل العائد المتوقع على الاستثمار (معدل العائد الداخلي) وأعلى من تكلفة التمويل، فإن إدارة الشركة سوف تلجأ إلى احتجاز الأرباح؛
  - في حال كان معدل العائد المتوقع على الاستثمار اقل من تكلفة التمويل، فإنه سيتم توزيع أرباح على المساهمين.

وقد عبر والتر على القيمة السوقية للسهم كالتالي<sup>1</sup>:

$$P = \frac{D + \frac{r(E-D)}{K}}{K}$$

حيث:

P: السعر السوقي للسهم.

D: التوزيعات السنوية للسهم.

r: معدل العائد المتوقع على الاستثمار.

K: معدل العائد المطلوب من قبل المستثمرين.

E: نصيب السهم من الربح الإجمالي للشركة.

كما أن المساهمين لا يمكنهم تفضيل توزيع الأرباح على احتجازها إلا إذا كان إعادة استثمارها يعود عليهم بربحية أكبر من عوائد استثمارات أخرى تحمل نفس الخطر.

**المطلب الثالث: تأثير سياسة توزيع الأرباح على قيمة الشركة في ظل اختلال فروض السوق الكامل**

<sup>1</sup> احمد العلي (2020). الادارة المالية للشركات، الإجازة في علوم الادارة، من منشورات الجامعة السورية الافتراضية، الجمهورية العربية السورية، 153. متوفر للتحميل من موسوعة الجامعة [pedia.svuonline.org](http://pedia.svuonline.org). تاريخ التحميل 2022/4/25 الساعة 10.20.

في هذا المطلب سيتم إسقاط فروض السوق الكامل الواحدة تلوى الأخرى عدا فرضية الرشادة والتي تبقى كشرط ضروري للتحليل، ولاعتبار فرض السوق الكامل غير واقعي في عالم الأعمال، وذلك لكون المؤسسة تعمل في ظل محيط تتفاعل فيه العديد من الأطراف، حيث يكون تأثيرها على المؤسسة واضحا..

### 1. سياسة توزيع الأرباح ونظرية التمييز الضريبي:

تحاول هذه النظرية توضيح أثر الضريبة على تفضيل المستثمر والتي تبنها ليزن بيرجي وراما سواني، و ترفض نظرية عدم ملائمة التوزيعات، أي تدعو المؤسسات لاحتجاز أكبر قدر من الأرباح المتولدة، حيث تقوم على مبدأ أن المستثمر يفضل احتجاز الأرباح على التوزيعات بسبب التمييز الضريبي والذي يرجح الأرباح الرأسمالية لأن تخضع لمعدل ضريبة أقل بالمقارنة بالضريبة على التوزيعات، ووفقا لنظرية التمييز الضريبي، فإنه يجب على الشركات أن تدني التوزيعات النقدية إلى أدنى مستوى إذا كانت رغبة في تعظيم قيمة الأسهم، ومن ثم يمكن أن نطلق عليها نظرية عصفور على الشجرة.<sup>1</sup>

إذا فترضنا وجود شركتين متماثلتين عدا في سياسة توزيع الأرباح، ما الفرق الذي يمكن أن يحدثه اختلاف السياسة المتبعة من قبل الشركتين في قيمتهما؟ سنعرض أهم المقاربات التي حاولت الإجابة على هذا التساؤل.

#### 1.1. أولا : وجهة نظر فاراروسلوين (Farrar , selwyn1967)

إن تباين في معدلات الضريبة المفروضة على الأرباح الرأسمالية والتوزيعات ينتج عنها ظاهرة تدعى بضلة التوزيعات، والتي تعني أن السهم الذي يحصل على التوزيعات يجب أن يحقق عائد قبل الضريبة يزيد عنه في حال سهم مؤسسة أخرى تقوم على احتجاز أرباحها، بحيث تنتمي إلى نفس درجة المخاطر، و هذا لتعويض الفرق الناتج عن معدلي الضريبة على الأرباح المحتجزة، ومن هنا كانت الانطلاقة لكل من فارار و سلوين.<sup>2</sup>

إن ضريبة الدخل للمستثمر إضافة إلى الضريبة على أرباح المؤسسة تؤدي إلى تقليص حجم الأموال المخصصة للمستثمرين، الأمر الذي ينعكس بالسلب على قيمة أسهم المؤسسة، لكن في حالة احتجاز الأرباح فإنه يتم تأجيل الضريبة على الأرباح الرأسمالية وذلك إلى غاية حدوث الفعل الملزم لها والمتمثل في التنازل عنها بيعها، مما

<sup>1</sup> - زرقون محمد، مرجع سابق ذكره، ص85.

<sup>2</sup> - عدمان فايذة، مرجع سابق ذكره، ص 129.

يخفف من معدل الضريبة الفعلي على الأرباح الرأسمالية، الأمر الذي سيظهر أسهم المؤسسة بأكثر جاذبية و بالتالي سيحدث ارتفاع في قيمتها السوقية.<sup>1</sup>

## 2.1. ثانياً: وجهة نظر برنان (Branenn1970):

لقد حاول برنان دراسة اثر سياسة التوزيعات على القيمة السوقية للسهم حيث كانت امتداد لدراسة فاراروسلوين، ولقد اعتمد برنان في تحليله على مجموعة من الفروض و المتمثلة في:<sup>2</sup>

تغير القيمة السوقية للسهم بطريقة يكون من شأنها أن يتساوى معدل العائد بعد الضريبة الذي يولده السهم، وهذا بغض النظر عن سياسة التوزيعات المنتهجة من قبل المؤسسة، وقد علق فرانكس و زملائه على هذا الفرض على انه معقول، وسندهم في ذلك كون المستثمر يهتم بالعائد بعد الضريبة الذي سيتم إنفاقه، لا على العائد قبل الضريبة؛

كما يضيف برنان فرضاً آخر انه إذا ما وجدت شركتان متماثلتين وتعرضان لنفس القدر من المخاطر، فان معدل العائد المطلوب بعد الضريبة من قبل المستثمر ينبغي أن يكون واحداً، وهذا بصرف النظر عن سياسة التوزيعات المتبعة، حيث وضح انه ستعرف القيمة السوقية للسهم انخفاضاً في حال توزيع المؤسسة لنسب مرتفعة من الأرباح هذا راجع إلى قيمة الضريبة المرتفعة التي تترتب عنها، على العكس من ذلك المؤسسة المماثلة لها التي تحتجز جزءاً من أرباحها.<sup>3</sup>

وعليه فان معدل العائد في كلتا المؤسستين سيكون متساوي وهذا في ظل تماثل كل الظروف، مع أن سياسة التوزيعات المنتهجة من قبلها مختلفة، فالاختلاف في هذه السياسة إن ما ينتج عنه اختلاف في القيمة السوقية لسهمي المؤسستين، والذي يعود أساساً إلى القيمة الحالية للوفرات الضريبية المحققة من قبل حامل سهم المؤسسة الأكثر احتجازاً للأرباح، وهذا حسب برنان يعد أمراً ضرورياً وذلك من اجل إحلال حالة التوازن و التي تستدعي انخفاض قيمة سهم المؤسسة الثانية لأجل مساواة معدل العائد بعد الضريبة المتولد عنه لمثيلتها في المؤسسة الأولى<sup>4</sup>

<sup>1</sup> - عدمان فايزة ، مرجع سابق ، ص 130.

<sup>2</sup> - بوحادة عبد الكريم ، مرجع سابق ذكره ، ص 136.

<sup>3</sup> -هندي ابراهيم منير(2005).الفكر الحديث في هيكل تمويل الشركات ، مرجع سابق ذكره، ص 347.

<sup>4</sup> - بوحادة عبد الكريم، مرجع سابق ذكره ، ص 137.

## 2. سياسة توزيع الأرباح وتكلفة الإصدار والمعاملات:

يرتبط بعملية إصدار الأسهم والسندات تكاليف معاملات مثل تكلفة إصدار وترويج الأوراق المالية، بالإضافة إلى تكاليف المعاملات الخاصة بالإصدارات الجديدة من الأسهم أو السندات، ما يعني أن التمويل الخارجي سيكون أكثر تكلفة من التمويل الداخلي، وعلى ذلك سوف تكون الأرباح المحتجزة مصدرا أكثر جاذبية للشركات مقارنة بالتمويل الخارجي كما يشير ميلر ومودجيانلي أن المستثمر بإمكانه بناء سياسة توزيعات خاصة به دون الحاجة لتوزيعات المؤسسة غير أن هناك العديد من الأسباب التي تعقد نوعا ما هذه العملية. يتمثل السبب الأول في وجود تكلفة المعاملات التي يدفعها المستثمر للسماحة في كل مرة يقوم فيها بشراء أو بيع الأوراق المالية علما أن جزءا كبيرا من تكلفة المعاملات هو من النوع الثابت، فإذا ما قرر المستثمر بيع عدد صغير من الأسهم ستكون تكاليف المعاملات مرتفعة. أما السبب الثاني هو وجود حد أدنى لصفقات بيع أو شراء الأوراق المالية ما يعني أن المستثمر سيكون مضطرا لبيع جزء من الاستثمارات يفوق احتياجه، كما قد لا يستطيع شراء مزيد من الاستثمارات إذا كان الفائض من التوزيعات يقل عن الحد الأدنى لقيمة صفقة الشراء، بعبارة أخرى قد يكون من الأفضل للمستثمر أن تتبع المؤسسة سياسة توزيع تناسبه بدلا من قيامه بتشكيل هذه السياسة نظرا لتكلفة المعاملات.<sup>1</sup>

## 3. سياسة توزيع الأرباح ونظرية الإشارة:

هذه النظرية تنص على أن المعلومات التي يمتلكها أصحاب الفائض وأصحاب العجز المالي ليست متماثلة، فأصحاب الفائض، الفئة الأولى تبحث عن مصادر تمويل مثلى فيقومون بإرسال إشارة نوعية و كمية تدل على حسن مركزهم المالي مما يفسر قدرتهم على التسديد في المستقبل، وفي المقابل فالفئة الثانية تبحث عن أحسن استثمار لفوائضها المالية، كما نصت هذه النظرية على اهتمام المستثمرين بتقييم التغيرات في توزيعات الأرباح و سعر 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 التوزيعات.<sup>2</sup>

<sup>1</sup> - قدام جمال، مرجع سابق ذكره، ص 49.

<sup>2</sup> - بريش عبد القادر ويدروني عيسى. (2013). محددات سياسة توزيع الأرباح في المؤسسات الخاصة الجزائرية، مجلة الباحث، الأكاديمية للدراسات الاجتماعية و الإنسانية، العدد 10، ص 16.

## 4. سياسة توزيع الأرباح وتكلفة الوكالة

ركزت هذه النظرية على تضارب المصالح بين المسيرين والمساهمين، حيث تكمن المهمة الرئيسية للمسير في تعظيم ثروة المساهمين وإدارة أعمال الشركة بشكل صحيح، و تحدث مشكلة الوكالة عندما يكون هناك تدفق نقدي فائض في المنظمة و من اللازم توجيه الاستثمار في المشاريع المرحة ولكن المسيرين يستخدمونه في مصلحتهم الخاصة بدلا من مصلحة المساهمين، وبالتالي يتطلب من المساهمين أن يراقبوا المسيرين، والتكلفة التي تنشأ عن المراقبة هي تكلفة الوكالة، لذلك فإنه إذا أراد المسيرون إرضاء المساهمين يتوجب عليهم توزيع أرباح عالية تقلل من تكلفة الوكالة ، على أمل تحسين قيمة الأسهم جراء خفض الأموال المتاحة أمام المسيرين.<sup>1</sup>

## 5. سياسة توزيع الأرباح ونظرية تأثير الزبائن 1972:

تنص هذه النظرية على أن التفضيلات لتوزيعات الأرباح تختلف من مجموعة من الزبائن أو المساهمين إلى مجموعة لأخرى اعتمادا على مستويات ومصادر دخلهم الأخرى، حيث أن هناك تفضيل للتوزيعات أعلى من قبل ذوي الدخل المنخفض، بينما يفضل المساهمون ذو الدخل المرتفع الذين يسعون لتجنب دفع ضرائب عالية إلى أرباح منخفضة.<sup>2</sup>

يقوم المستثمرون بالاستثمار في الشركات التي لديها سياسات توزيع أرباح تلاءم أفضلياتهم فالمستثمرون الذين تستقطبهم توزيعات الأرباح قد يتكثرون في الشركات التي توزع أرباحا أكبر، والذين لا تجذبهم توزيعات الأرباح بسبب التأثير الضريبي قد يتكثرون في الشركات التي توزع أرباحا بنسب أقل أو لا توزع أرباحا، وعليه فإن عائد توزيعات الأرباح ينخفض كلما ازداد التأثير السيئ للضريبة على التوزيعات النقدية ، وبالتالي يؤثر على مبدأ تكتل الزبائن.<sup>3</sup>

من خلال ما تقدم، ناقشنا أثر سياسة توزيع الأرباح على قيمة الشركات من خلال التأثير على قيمة أسهمها المدرجة في السوق المالي أو على قيمتها (عند التقييم وفق نموذج تحيين الأرباح المتوقعة)، وذلك في سياق تطور النظرية المالية والنظريات المرتبطة بها. سوف نحاول في المبحث الثاني مناقشة الموضوع أخذا بعين الاعتبار

<sup>1</sup> - حاج شريف هشام ، حريري عبد الغني (2021). تأثير توزيعات الأرباح على القيمة السوقية لأسهم شركة صيدال المدرجة في بورصة الجزائر، مجلة مجاميع المعرفة، المجلد 07 العدد 01، ص 322.

<sup>2</sup> ANYIM FLORENCE ODINYA ;op – cit ,p 15.

<sup>3</sup> - شحادة حسين خليل، الحياي وليد ناجي. (2015). السياسات المالية للشركات ، مركز الكتاب الأكاديمي، الأردن، ص 15.

للاتجاهات الحديثة في معالجة المواضيع المالية من خلال التطرق إلى مخاطر وفرص الاستدامة ESG ومدى تأثيرها على العلاقة بين الأرباح وقيمة الشركات.

## المبحث الثاني: تأثير عوامل الاستدامة (معايير ESG) على سياسة توزيع الأرباح

في ظل ازدياد اهتمام الشركات بمواكبة التطورات الحديثة بمؤشرات أسواق المال، التي تركز على معايير التنمية المستدامة، التي بدورها تؤثر على القرارات الإستراتيجية في الشركة، تم تخصيص هذا المبحث لتوضيح تأثير كل من الحوكمة والمسؤولية الاجتماعية (تجاه المجتمع والبيئة) على قرار سياسة توزيع الأرباح باعتبارهم المكونات الأساسية للتصنيف في مؤشر ESG.

### المطلب الأول: علاقة مكونات المؤشر (ESG) بسياسة توزيع الأرباح

#### الفرع الأول: مفاهيم أساسية حول معايير الاستدامة (ESG)

في السنوات الأخيرة، اكتسب الجدل الدائر حول السلوك المسؤول اجتماعياً للشركات والدور الذي تلعبه في عملية خلق القيمة أهمية متزايدة في دراسات الإدارة وأخلاقيات الأعمال والدراسات المالية. ومع ذلك فإن مفهوم المسؤولية الاجتماعية لم يحقق أي تعريف موحد، حيث تمت مناقشته بطرق مختلفة. يمكن تعريف معايير الاستدامة للشركات، بشكل أساسي، على أنها المسؤوليات تجاه المجتمعات، أو المجتمع ككل (من حيث تعزيز التعليم والرعاية الصحية والظروف البيئية والأعمال الخيرية وممارسات العمل الأخلاقية وغير ذلك) أو بعبارة أخرى، التزام الشركة بسلوك عادل يأخذ في الاعتبار النتائج الاقتصادية والاجتماعية والبيئية لعمله وحقوق أصحاب المصلحة.<sup>1</sup>

يتم استخدام معايير البيئة والمجتمع وحوكمة الشركات "ESG" في الأوساط المالية لوصف المعايير البيئية والاجتماعية و المتعلقة بالحوكمة المؤسسية، والتي تعد الأركان الثلاث للتحليل المالي الإضافي عند اتخاذ القرارات المتعلقة بالاستثمار والتمويل، حيث يأتي دمج هذه المعايير في إدارة رأس المال المستثمر ضمن توجه ديناميكي يهدف إلى دمج المسؤولية الاجتماعية للشركات في أداء المستويات العليا للشركة (الإدارة/الإستراتيجية)، وفي سياستها الاستثمارية.<sup>2</sup>

<sup>1</sup>-Freeman, R.E.; Dmytriiev, S.(2017). **Corporate Social Responsibility and Stakeholder Theory: Learning from Each Other. Symphonia. Emerg. Issues Manag. P7.**

<sup>2</sup>- لمياء عماني، مسغونيمى. (2022). الحوكمة كركيزة إستراتيجية لخلق القيمة المستدامة-حالة الصناديق الاستثمارية المسؤولة اجتماعيا المدارة وفق معايير ESG-مبحث مقدم الى مؤتمرالدولي الافتراضي الثامن: الاتجاهات الحديثة للحوكمة وأخلاقيات الأعمال للشركات الاقتصادية في ظل الأزمات الراهنة، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة الوادي، ص6 .

كما يستخدم مفهوم (ESG) في سياقات مختلفة وليس له تعريف واحد.

يستخدم عادةً في إجراءات الشركات للإشارة إلى مجموعة من العناصر البيئية والاجتماعية والحوكمة ذات الصلة التي تسمح بتقييم استدامة الاستثمار على المدى الطويل من خلال الدمج مع المعايير الاقتصادية المالية التقليدية.

من المهم التأكيد على أنه متضمن في مبادئ الأمم المتحدة للاستثمار المسؤول، حيث تشير "العوامل البيئية والاجتماعية والحوكمة" إلى ثلاثة مجالات مختلفة وإن كانت مرتبطة ضمن "الوعي الاجتماعي"<sup>1</sup>:

- المجال الأول: يتعلق بالبيئة ويشمل تغير المناخ وانبعاث الغازات والاحتباس الحراري واستغلال الموارد والنفايات والتلوث وتضرر الغابات.

- المجال الثاني: يتناول ظروف العمل والصحة والسلامة والعلاقات مع الموظفين والتنوع؛

- المجال الثالث: يتضمن ممارسات حوكمة الشركات، بما في ذلك المكافآت الإدارية، وتكوين مجلس الإدارة، وإجراءات التدقيق وسلوكيات كبار المسؤولين التنفيذيين في الشركة من حيث الامتثال للقانون وكذلك المبادئ الأخلاقية ومدونة قواعد السلوك.<sup>2</sup>

## الفرع الثاني: العلاقة بين الحوكمة وسياسة توزيع الأرباح

سنقوم بتحليل أحد أبعاد المعيار "ESG" وهو الحوكمة المؤسسية وتأثيرها على سياسة توزيع الأرباح، حيث توجد فرضيتان تفسر العلاقة بين حوكمة الشركات وسياسة توزيع الأرباح، الأولى تشير لوجود علاقة طردية بين جودة حوكمة الشركات وتوزيعات الأرباح والثانية تظهر وجود علاقة عكسية بينهما:

1- **فرضية التوزيعات نتيجة لجودة حوكمة الشركات:** وتسمى أيضا بنظرية النتيجة، وفقا لهذه الفرضية فإن الشركات المدارة جيدا والتي تلتزم بمبادئ الحوكمة السليمة، تعزز وظيفة مراقبة مجلس الإدارة، وتوفر للمساهمين حقوقهم عن طريق توزيعها نسبا أكبر للأرباح.<sup>3</sup>

في حين أن المسيرين في الشركات ذات الحوكمة المنخفضة يميلون إلى الاحتفاظ بالنقدية دون توزيعها من أجل استغلالها في مصالحهم النقدية من خلال توزيعها على شكل علاوات، أو الدخول بصفقات تعود بالنفع الشخصي

<sup>1</sup> - Freeman, R.E, Dmytriye, Op cit, p8.

<sup>2</sup> - Marco Taliento; Christian Favino. (2019). **Impact of Environmental, Social, and Governance Information on Economic Performance: Evidence of a Corporate 'Sustainability Advantage' from Europe**, Department of Economics, University of Foggia, 71121 Foggia, Italy, p3.

<sup>3</sup> Tatenda Nharo, Tankiso Molo and Modi hlobo. (2020). **The Relationship between Board Characteristics and Dividend Payment Policies in the JSE Top 40 Listed Companies**. School of Accounting University of Johannesburg South Africa.

عليهم، دون اعتبار لمصالح حملة الأسهم، فيالمقابل فإن الشركات التي تتميز بحوكمة مؤسسية جيدة،لايستطيع المسيرّون نفي استغلال التدفقات النقدية الحرة (FCF) في تحقيق مصالحهم الشخصية، وإنما يتمتوزيعها على حملة الأسهم،ومعنى آخر فإن هناك علاقة طردية بين جودة الحوكمة وتوزيعات الأرباح.<sup>1</sup>

**2- فرضية التوزيعات بديلا عن جودة حوكمة الشركات:** وتسمى أيضا بالفرضية البديلة، تعتبر سياسة توزيع الأرباح واحدة من الآليات التي تساعد على تخفيض النزاع بين المسيرّين والمساهمين، ومع ذلك فإن فعالية سياسة التوزيع في تخفيض تكاليف الوكالة تعتمد بشكل كبير على درجة تقييد ومراقبة عمل الإدارة والإجراءات التي يقومون بها، حيث أن المسيرّون الذين لا يخضعون لمراقبة كافية، يمكنهم استغلال ذلك ثم القيام بإجراءات غير فعالة وهو الأساس الذي تقوم عليه هذه الفرضية.<sup>2</sup>

ففي وضع تنعدم فيه الرقابة الفعالة على أعمال الإدارة سوف يعمل المسيرّين على استغلال النقدية في استثمارات غير كفؤة، أو استخدامها كتوزيعاتأرباح،ولكن الشركات ذات الحوكمة الجيدة تزداد فيها الرقابةعلتصرفات الإدارة ومن ثم تستخدم التدفقات النقدية في مشروعات كفؤة مما يقلل من فرص توزيعها، أو بعبارة أخرى فإنه توجد علاقة عكسية بين جودة الحوكمة وتوزيعات الأرباح.<sup>3</sup>

### الفرع الثالث: المسؤولية الاجتماعية وسياسة توزيعات الأرباح:

ظهرت المسؤولية الاجتماعية للشركات منذ ظهور الميثاق العالمي للمسؤولية الاجتماعية عام 1999،والذي يتضمن عشرة مبادئ ضمن أربعة مجالات هي حقوق الإنسان،معايير العمل،المحافظة علي البيئة،ومكافحة الفساد ومعنى ذلك أن منشآت الأعمال تقوم بتنفيذ أنشطة المسؤولية الاجتماعية وفاءً لعقدها الاجتماعي مع أصحاب المصالح من مساهمين، عمال،مجتمع وغيرهم، ولذا تغطي مجالات المسؤولية الأربعة كافة احتياجات أصحاب المصالح.<sup>4</sup>

حيث نجد أن العلاقة بين المسؤولية الاجتماعية وقيمة وأداء الشركة في ضوء نظرية أصحاب المصلحة قائمة على أن نجاح واستمرارية الشركة يعتمد على تحقيق التوازن بين البعد الاقتصادي (تعظيم الربحية)،والأبعاد الاجتماعية

<sup>1</sup> حجاب عيسى، حايي هدى،مساهمة مبادئ حوكمة الشركات في ترشيد سياسة توزيع الأرباح، مجلة البديل الاقتصادي، ص 347.

<sup>2</sup> غزالي زينب (2017). اثر حوكمة الشركات على سياسة توزيع الأرباح، مجلة الاقتصاد الصناعي، العدد13، ص296.

<sup>3</sup> غلام موسى (2014). اثر جودة حوكمة الشركات على سياسة توزيع الأرباح، دورية الإدارة العامة، المجلد 45 العدد03، ص464.

<sup>4</sup> عيد محمود ابوزيد عبد الناصر(2017). أثر استيفاء الشركات لمتطلبات الدارج في المؤشر المصري للمسؤولية "ESG" على قيمة وأداء الشركة،مجلة الإسكندرية للبحوث المحاسبية،المجلد01،العدد01،ص630.



ولذا فإن هناك منافع مشتركة بين الشركة وأصحاب المصالح تدفع الشركة لتكوين علاقات أفضل معهم مما يساهم في تحقيق أهدافها.

ولذا فإن الإفصاح عند ممارسات الشركة للمسؤولية الاجتماعية سوف ينعكس على نموها وزيادة أرباحها، الأمر الذي ينعكس إيجابيا على أدائها المالي، كما ينعكس على أداء المساهمين عند تقييمهم للشركة مما يزيد من القيم السوقية لها.<sup>1</sup>

أما بالنسبة لتأثيرها على سياسة توزيع الأرباح فنجد أنه من الناحية النظرية يمكن للمسؤولية الاجتماعية التأثير على سياسات توزيع الأرباح من خلال قناتين هما :

**أولاً: قناة الأرباح ( Earnings Channel )** : تتوقع هذه القناة وجود علاقة إيجابية بينهما لأن أنشطة المسؤولية الاجتماعية للشركات يمكن أن تعزز من الدخل، وتعمل على تحسين التدفقات النقدية المستقبلية (أو الربحية) مما يجعل الشركات في وضع أفضل لدفع توزيعات الأرباح للمساهمين. قد تستفيد الشركة من الفرص السوقية التي توفرها ممارسات المسؤولية الاجتماعية، أو عن طريق دمج جميع التكاليف الاجتماعية أو العوامل الخارجية وتسعير السلع والخدمات وفقا لذلك.

**ثانياً: قناة تكلفة رأس المال (The Cost Capital Channel)** : تتوقع هذه القناة وجود علاقة سلبية بينهما لأن أنشطة المسؤولية الاجتماعية يمكن أن تخفض من تكلفة رأس المال (الأسهام) والذي بدوره يوفر حافز للشركات للاستثمار أو احتجاز الأرباح بدلا من دفع توزيعات الأرباح.

وبالتالي فإن التأثير الكلي للمسؤولية الاجتماعية للشركات على سياسات توزيعات الأرباح يتوقف على القناة المسيطرة.<sup>2</sup>

كما قدمت الأدبيات المالية عدة نظريات لتفسير العلاقة بين المسؤولية الاجتماعية وسياسة توزيع الأرباح، فاستناداً إلى نظرية الوكالة فان دفع التعويضات يساعد على الحد من الاستخدام غير الفعال المحتمل لموارد الشركة من قبل المسيرين، ومن المرجح ألا يشجعهم على الإفراط في الاستثمار في المسؤولية الاجتماعية. ووفقاً للنظرية

<sup>1</sup> - المرجع السابق، ص 640.

<sup>2</sup> - مجدي مليجي عبد الحكيم مليجي. (2020). اثر دورة حياة الشركة والمسؤولية الاجتماعية وجودة المستحقات على سياسة توزيع الأرباح، مجلة الإسكندرية للبحوث المحاسبية ن المجلد 04 العدد 02، ص 30.

عصفور في اليد فإن المستثمرين العقلانيين يطالبون بتوزيعات أرباح كبيرة من الشركات المسؤولة اجتماعياً لأنها تعكس الشفافية وخلق الثروة، وعلاوة على ذلك استناداً إلى نظرية أصحاب المصلحة فإن هدف الشركات يتجاوز إطارها الخاص بتعظيم ثروات المساهمين لأقصى حد إلى تكوين هذه الثروة بطريقة مستدامة للحفاظ على حقوق أصحاب المصلحة الشرعيين في نفس الاتجاه. وأخيراً واستناداً إلى نظرية دورة الحياة تميل الشركات في مرحلة النضج إلى زيادة أنشطة المسؤولية الاجتماعية لتوليد تدفقات نقدية عالية تمكنها من دفع توزيعات أرباح على مساهمين وتجنب تكاليف الوكالة للتدفقات النقدية الحرة.<sup>1</sup>

وفي هذا السياق، هناك بعض الدراسات المالية التي حاولت تفسير العلاقة بين المسؤولية الاجتماعية وسياسة توزيع الأرباح بالإشارة إلى أن الشركات ذات المسؤولية الاجتماعية العالية تدفع توزيعات الأرباح أكثر من الشركات ذات المسؤولية الاجتماعية المنخفضة، ولا يترتب عليها استنفاد أموال الشركة وتؤدي للعلاقات أفضل مع أصحاب المصالح، وكذلك إلى تخصيص أفضل للموارد، ورضا أعلى للمساهمين، وإدارة مشاكل الوكالة المتعلقة بالإفراط في الإنفاق على المسؤولية الاجتماعية، كما أنها تعزز من الميزة التنافسية، وتقلل من صدمة وجود تأثيرات سلبية على التدفقات النقدية.

### المطلب الثاني: أثر معايير الاستدامة (ESG) على سياسة توزيع الأرباح وقيمة الشركة

تم مناقشة العلاقة بين استدامة الشركات وسياسة توزيع الأرباح من خلال وجهتي نظر مختلفتين:

**انخفاض توزيعات الأرباح:** ترى وجهة النظر الأولى أن أنشطة الاستدامة والانخراط في مؤشرات الحوكمة البيئية والاجتماعية وحوكمة الشركات تعمل على خفض تكلفة حقوق الملكية من خلال تخفيض علاوة المخاطرة، وهذا يشجع الشركات على النمو والاستثمار، بدلاً من دفع توزيعات الأرباح. تتدعم هذه الحجة بالإشارة إلى دراسات سابقة تبين أن الحوافز ميل الشركات لإعادة الاستثمار يكون أعلى إذا كانت تكلفة رأس المال أقل، لأن تكلفة الفرصة البديلة تنخفض بما يتماشى مع تكلفة رأس المال، نظراً إلى أن الشركات تكون لديها أعباء مالية أقل عندما تكون تكلفة رأس المال أقل، ويمكنها الاستثمار أكثر، مما يعني إمكانية توزيع أرباح أقل.

**زيادة توزيعات الأرباح:** ترى وجهة النظر الثانية أن أنشطة الاستدامة يمكن أن تزيد من الأرباح، وذلك لعدة أسباب، على سبيل المثال: علاقات أقوى مع أصحاب المصلحة، حيث أنه من المرجح أن ينتج عن الاستثمار

<sup>1</sup>-Andreas Johansson.AlexsanderFahlen.(2019) .does sustainability affect dividend policy; degree project; Department of business Administration;Umea university;p16

المفرط في الاستدامة دخلاً أعلى مع انخفاض مستويات الخطر، بالمقابل تؤدي الأرباح المتزايدة إلى توزيعات أرباح أعلى، مع وجود علاقة إيجابية بين المتغيرين.

إن الرأي الثاني كان أكثر ملائمة في وصف العلاقة، حيث تظهر الشركات مع درجات عالية من المسؤولية الاجتماعية أيضاً مستويات أعلى من الأرباح، فوفقاً لنظرية دورة الحياة يكون لدى الشركات احتمالات مختلفة لدفع أرباح الأسهم. ففي بداية حياتها على سبيل المثال، من الصعب عليها دفع أرباح الأسهم، حيث قد لا تكون هناك أرباح كافية لتوزيعها على المساهمين، بينما عندما تنضج الشركات تحقق نمواً مما يعني أن هناك المزيد من الموارد لتوزيعها على شكل أرباح.<sup>1</sup>

أشارت الأبحاث السابقة إلى أن الشركات من المرجح أن تقدم توزيعات أرباح مع تقدمها في مرحلة النمو، وبالتالي فإن الشركة التي هي في مرحلة لاحقة من دورة الحياة، تكون أكثر ميلاً لدفع أرباح الأسهم أو إعادة شراء الأسهم. بهذه الطريقة ترتبط الاستدامة بسياسة توزيع الأرباح، حيث تستثمر الشركات في مرحلة النضج أكثر في الاستثمار في الاستدامة ودفع أرباح أعلى في نفس الوقت، أما بالنسبة لنظرية أصحاب المصلحة فتفترض أن الشركة ليست فقط مسؤولة عن مساهمها، ولكنها أيضاً مسؤولة عن مصالح جميع الشركاء الآخرين أي العمال، الدائنين والمجتمع، وبالتالي خلق علاقات قوية فيما بينهم، ووفقاً لهذا الرأي يكون الانخراط في الاستدامة هو وسيلة لذلك. طرحت توزيعات الأرباح أيضاً سؤالاً يتعلق بالقضايا قصيرة الأجل، نظراً لأن المستثمرين في سوق الأوراق المالية وصناديق التحوط لديهم تطلعات قصيرة المدى، مما يجعلهم يركزون على التدفقات النقدية الحالية والمتوقعة في المدى القصير والربحية. يميل هؤلاء المستثمرون إلى التركيز على الأرباح قصيرة الأجل على حساب القيمة طويلة الأجل، لذلك قد يميل المستثمرون إلى التقليل من أهمية الخيارات طويلة الأجل. في هذه الحالة قد يُنظر إلى أبعاد "ESG" على أنها تخفض أرباح الأسهم على المدى القصير، وهو وضع قد يخلق حالة من عدم التوافق بين المستثمرين الذين تكون اهتماماتهم قصيرة الأجل وأولئك الذين لديهم آفاق طويلة الأجل، والذين يفضلون الشركات ذات درجات "ESG" الأعلى في التصنيف، بينما يفضل المستثمرون على المدى القصير العكس.<sup>2</sup> أظهرت الأبحاث المرتبطة بالموضوع أن تقييم عوامل الحوكمة البيئية والاجتماعية والمؤسسية يسمح بتحديد أفضل للمخاطر والفرص التي يتعين على الشركات مواجهتها، وبالتالي تفضيل عمليات إدارة المخاطر المتطورة، وفهم أفضل للظروف التي يتم فيها تكوين نتائج الشركات.

<sup>1</sup>Pedro VergaMatos ; Victor Barros. (2020). **Dose ESG Affect The Stability** of Dividend policies in Europe; lisbona school of economics and management, Universidad de lisbona ;p 02.

<sup>2</sup>-Andreas johansson :**AlexsanderFahlen**,Op cit.p 18.

علاوة على ذلك، يمكن تفسير أداء ESG على أنه قياس جودة الإدارة (الحوكمة)، ويمثل قدرة الشركة على مواكبة الاتجاهات طويلة الأجل مع التمتع بميزة تنافسية من هذا المنظور.

إن المسؤولية الاجتماعية والبيئية والمتعلقة بالحوكمة (لجميع أصحاب المصلحة) تعمل كمجموعة من القدرات الديناميكية التي تشكل عاملاً تنافسياً جديداً للشركة الحديثة، تدمجها الشركة إلى جانب مسؤوليات العمل الأساسية، مما يجعلها تعمل لصالح أصحاب المصلحة الذين يشاركون ويتأثرون بخيارات الشركة (الموظفون والعملاء والمجتمعات والموردون وعارضو رأس المال)، ونتيجة لذلك فإن ضمان الأداء الاقتصادي الجيد وخدمة المجتمع يمكن أن يتحركا في نفس الاتجاه عندما تدمج الشركة المصالح المجتمعية والبعد الأخلاقي في نماذج أعمالها وإستراتيجيتها وعملياتها.

يمكن القول بأن الوصول إلى الإستراتيجية المستدامة اقتصادياً يتطلب إرضاء مصالح جميع أصحاب المصلحة: المستثمرين، والموظفين، والعملاء، والحكومات، والمنظمات غير الحكومية، والمجتمع.

### المبحث الثالث: الدراسات السابقة

تعتبر إشكالية العلاقة بين سياسة توزيع الأرباح وقيمة الشركات من المواضيع الكلاسيكية الأساسية التي نوقشت نظرياً وتطبيقياً لعقود طويلة، حيث تتأثر هذه العلاقة بمعطيات وظروف كل مرحلة. وعليه تم تقسيم الدراسات السابقة إلى محورين: الأول يتطرق للدراسات السابقة للعلاقة بين المتغيرين خارج الإدراج في مؤشرات الاستدامة ESG؛ والثاني يتطرق للدراسات الحديثة التي ناقشت هذه العلاقة ضمن مؤشرات الاستدامة.

### المطلب الأول: الدراسات باللغة العربية

1- دراسة حاج شريف هشام، حرييري عبد الغني. (2021). بعنوان "تأثير توزيعات الأرباح على القيمة السوقية لأسهم شركة صيدال المدرجة في بورصة الجزائر" مقال منشور بمجلة مجاميع المعرفة، العدد 01.

سعت هذه الدراسة إلى التعرف على مدى تأثير توزيعات أرباح شركة صيدال المدرجة في بورصة الجزائر على القيمة السوقية لأسهمها خلال الفترة (1999-2019)، وذلك بالاعتماد على طريقة الانحدار الذاتي للنفجوات الزمنية الموزعة ARDL.

خلصت الدراسة إلى وجود علاقة طردية بين توزيعات الأرباح والقيمة السوقية للسهم، وعلاقة سببية أحادية الاتجاه من المتغير المستقل توزيعات الأرباح إلى المتغير التابع القيمة السوقية للسهم في كل من الأجلين القصير والطويل والعكس غير صحيح، أي انه لا توجد علاقة سببية من القيمة السوقية للسهم اتجاه توزيعات الأرباح كما تم التوصل إلى وجود علاقة توازنية طويلة الأجل بين توزيعات الأرباح والقيمة السوقية.

2- دراسة بالعشي عبد المالك ومزيان السعيد(2021). بعنوان "أثر سياسة توزيع الأرباح على القيمة السوقية للسهم في المؤسسة الاقتصادية" مقال منشور بمجلة الدراسات المالية والمحاسبية والإدارية، المجلد 08، العدد 02.

هدف الباحثان من خلال هذه الدراسة إلى محاولة معرفة أثر سياسة توزيع الأرباح على السعر السوقي لسهمي المجمعين بيوفارم وصيدال للصناعة الصيدلانية خلال الفترة (2015-2018)، وذلك باعتبار المجمعين مسعران في بورصة الجزائر وينشطان في نفس القطاع. حيث يتبع مجمع صيدال سياسة مستقرة لتوزيع الأرباح في حين ينتهج مجمع بيوفارم سياسة الأفضل في التوزيع.

توصلت الدراسة إلى أن تأثر السعر السوقي للسهم خلال فترة توزيع الأرباح وهو الأمر الذي أكدته العديد من الدراسات، بالإضافة إلى استنتاج أن المساهمين في الواقع العملي يجذبون سياسة توزيع الأرباح الثابتة لعديد الاعتبارات، وأن طبيعة سياسة توزيع الأرباح يمكن أن تؤثر على الأسعار السوقية المتوقعة لأسهم الشركات التي تنشط في سوق كفاء للأوراق المالية.

3- دراسة براني مختارية (2020). بعنوان "سياسة توزيع الأرباح وتقلب السهم في عينة من الشركات المدرجة في السوقي السعودي، مقال منشور بمجلة أبحاث اقتصادية وإدارية، العدد 03.

هدفت هذه الدراسة إلى معرفة العلاقة بين سياسة توزيع الأرباح وتقلب سعر السهم في عينة من الشركات المدرجة في السوقي السعودي، خلال الفترة 2008-2018، حيث شملت الدراسة 20 شركة، تم استخدام سعر السهم كمتغير تابع، ونصيب السهم من التوزيعات النقدية وربحية السهم، والمردودية المالية كمتغيرات مستقلة.

توصلت الدراسة إلى وجود علاقة ايجابية بين توزيع الأرباح وربحية السهم مع سعر السهم، وعلاقة سلبية بين المردودية المالية وسعر السهم.

4- دراسة قنون عبد الحق ودادن عبد الغني (2019). بعنوان "أثر سياسة توزيع الأرباح على القيمة البورصية للمؤسسات الاقتصادية" مقال منشور بمجلة الدراسات الاقتصادية الكمية، العدد 04

اختبرت هذه الدراسة تأثير سياسة توزيع الأرباح على القيمة البورصية لـ 26 مؤسسة اقتصادية مدرجة في سوق قطر للأوراق المالية ، موزعة على عدة قطاعات باستثناء القطاع المالي خلال الفترة (2013-2016) ، بالاعتماد على متوسط سعر السهم في السنة كأحسن تمثيل لقيمة المؤسسة واعتباره المتغير التابع وارتكزت في المتغيرات المستقلة على التوزيعات النقدية والتوزيعات في شكل أسهم والأرباح المحتجزة ، باستخدام أسلوب الانحدار الخطي المتعدد والبسيط .

توصلت الدراسة إلى وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين سياسة توزيع الأرباح وقيمة المؤسسة و توصلت أيضا إلى أن التوزيعات النقدية تعتبر من أكثر أشكال توزيعات الأرباح تأثيرا على قيمة المؤسسة البورصية مقارنة بالتوزيعات في شكل أسهم والأرباح المحتجزة.

#### 5- دراسة قدام جمال وترفاس نور الدين (2019) . بعنوان "أثر سياسة توزيع الأرباح على القيمة

السوقية للمؤسسة" مقال منشور بمجلة البشائر الاقتصادية، العدد 02 .

اهتمت هذه الدراسة باختبار أثر سياسة توزيع الأرباح على القيمة السوقية للمؤسسات المدرجة ضمن مؤشر (DJIA) الأمريكي الذي يضم 30 مؤسسة خلال الفترة (2007-2017) واختبار محدداتها بالاعتماد على نموذج الانحدار الخطي لبيانات البانل.

توصلت الدراسة إلى أن كل المتغيرات المفسرة لها دلالة إحصائية ماعدا متغير نمو الأصول ، حيث كان تأثير كل من متغيرات سياسة توزيع الأرباح (DPS) و (EPS) ايجابي وذو معنوية بينما كان تأثير المردودية المالية على سلمي وذو معنوية.

#### 6- دراسة رشيد حفصي (2016). بعنوان "دراسة وتحليل تأثير سياسة توزيع الأرباح على القيمة

السوقية للسهم" مقال منشور المجلة الجزائرية للدراسات المحاسبية والمالية، العدد 02.

هدفت هذه الدراسة إلى تحليل تأثير سياسة توزيع الأرباح على القيمة السوقية لأسهم المؤسسات المدرجة في سوق دبي المالي، حيث شملت العينة 30 مؤسسة مدرجة في السوق خلال الفترة (2011-2014) بالاعتماد على نموذج الانحدار الخطي المتعدد والبسيط.

خلصت الدراسة إلأن هناك علاقة ذات دلالة إحصائية بين سياسة توزيع الأرباح ممثلة في ( نصيب السهم من التوزيعات النقدية ، ربحية السهم ) وقيمة أسهم المؤسسات المدرجة في سوق دبي المالي ، بينما لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين الأرباح المحتجزة وقيمة السهم.

### 7- دراسة وليد زيرام(2012). بعنوان "أثر سياسة توزيع الأرباح على القيمة السوقية للمؤسسة"رسالة ماجستيرفي علوم التسيير،جامعة سطيف.

هدفت الدراسة لتحليل دور سياسة توزيع الأرباح في الحد من الاختلالات الناجمة عن القرارات المالية و أثرها في تعظيم قيمة السوقية للمؤسسة من خلال السوق المالي السعودي والسوق المالي المغربي للفترة الممتدة من 2003 إلى 2011 .

حيث توصلت إلى أن تأثير الأرباح الموزعة كان اكبر من تأثير الأرباح المحتجزة من حيث التأثير على القيمة السوقية للأسهم المصدرة في السوق المالي السعودي، أما في السوق المالي المغربي فقد كان تأثير الأرباح الموزعة اقل من تأثير الأرباح المحتجزة على القيمة السوقية للأسهم المصدرة، كما توصلت الدراسة إلى ضرورة الموازنة بين رغبة التوسع و رغبة الحفاظ على انتظام التوزيعات .

### 8- دراسة عبد الكريم بوحادرة.( 2012). بعنوان" أثر اختيار الهيكل المالي على قيمة المؤسسة: دور سياسة توزيع الأرباح فيتحديد القيمة السوقية للسهم." رسالة ماجستير في علوم التسيير،جامعة قسنطينة.

هدف البحث إلى دراسة الموارد المالية المتوفرة لدى المؤسسة و معرفة مدى تأثيرها على قيمتها، و دراسة أثر التوزيعات على القيمة السوقية للسهم، من خلال التركيز على الأرباح المحتجزة، تم دراسة مجموعة من المؤسسات، منها المؤسسات الجزائرية ( مجمع صيدال ،مؤسسة تسيير فندق الأوراسي، والمؤسسات الأجنبية الأمريكية (ALCOA،INDUSTRIES TEXAS،ADTRAN)، حيث تم استخدام نموذج الانحدار الخطي البسيط لاختبار صحة فرضيات الدراسة، و والاعتماد على كل من برنامجي EXCEL وSPSS.

توصلت الدراسة إلى أن الهيكل المالي هو عبارة عن مزيج من مختلف المصادر التمويلية المتاحة أمام المؤسسة لتمويل حاجاتها الاستثمارية و تلعب سياسة توزيعات الأرباح دورا هاما في تحديد قيمة السهم فالتوزيعات تعكس الأداء الحسن للمؤسسة، فحينما تقرر المؤسسة التوزيعات عموما تكون قادرة على تغطية مبلغ هذه التوزيعات.

9- دراسة دادن عبد الوهاب وبديدة حورية (2011). بعنوان "تأثير سياسة توزيع الأرباح على الشركات المدرجة في المؤشر (CAC40)" مقال منشور في مجلة أبحاث اقتصادية وإدارية، العدد 10.

سعت هذه الدراسة إلى التعرف على مدى تأثير سياسة توزيع على قيمة الشركات المدرجة في المؤشر (CAC40) تحليل إحصائي خلال الفترة (2007-2009).

توصلت هذه الدراسة إلى أن هناك تأثير لسياسة التوزيعات النقدية على قيمة المؤسسة، بينما لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين كل من إعادة شراء الأسهم وربحية السهم على قيمة المؤسسة، إضافة إلى عدم وجود تأثير للمحتوى لمعلوماتي لهذه السياسة على قيمة المؤسسة المكونة للمؤشر (CAC40).<sup>1</sup>

10- دراسة علي بن الضب (2009) بعنوان "تأثير الهيكل المالي وسياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة المسعرة بالبورصة" رسالة ماجستير في علوم التسيير، جامعة الجزائر.

هدفت هذه الدراسة إلى دراسة أثر كل من الهيكل المالي وسياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة المدرجة بسوق الكويت للأوراق المالية، حيث أجريت هذه الدراسة على جميع قطاعات الشركات المدرجة في سوق الكويت للأوراق المالية ما عدا القطاع المالي، حيث توصل الباحث إلى أن هناك علاقة ذات معنوية إحصائية لكل من الهيكل المالي وسياسة توزيع الأرباح، وأن تأثير سياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة أكبر من تأثير الهيكل المالي.

المطلب الثاني: الدراسات باللغة الأجنبية

أولا - أثر توزيعات الأرباح على قيمة الشركات خارج مؤشر الاستدامة

1- دراسة Sunardi, Lisdawati (2020) بعنوان: **Firms Value Prediction Based on profitability Rasion and Dividend Policy.**

2- مقال منشور بمجلة الاقتصاد والمالية جامعة إندونيسيا، العدد 02.

سعت هذه الدراسة إلى معرفة تأثير نسب الربحية وسياسة توزيع الأرباح على قيمة 11 شركة تعمل في قطاع السيارات مدرجة في بورصة إندونيسيا خلال الفترة 2014-2018، بالاعتماد على اختبار سوبل للتأثير المباشر وغير المباشر باستخدام برنامج IBM SPSS.

<sup>1</sup> - دادن عبد الوهاب وبديدة حورية (2011). تأثير سياسة توزيع على قيمة الشركات المدرجة في المؤشر (CAC40) - تحليل إحصائي خلال الفترة (2007-2009)، مجلة أبحاث اقتصادية وإدارية، العدد 10.



توصلت الدراسة إلى أن نسب الربحية ليس لها أي تأثير معنوي على سياسة توزيع الأرباح، كما أنه ليس لسياسة توزيعات الأرباح تأثير كبير على قيمة الشركة، إضافة إلى أن سياسة توزيع الأرباح لا تتوسط في تأثير نسب الربحية على قيمة الشركة.

3- دراسة Ivan Eryomin (2020). بعنوان:

### "Impact of Dividend Policy on the Market Value of the Company"

بحث مقدم للجامعة المالية التابعة للاتحاد الروسي موسكو.

هدفت الدراسة لتحليل وتقييم تأثير سياسة توزيع الأرباح على القيمة السوقية لأكثر من 25 شركة روسية في قطاع النفط والغاز للفترة الزمنية 2013-2019، باستخدام نموذج الانحدار الخطي المتعدد، واعتمد على كل من ربحية السهم ونصيب السهم من التوزيعات كمتغيرات مستقلة وسعر السهم السوقية كمتغير تابع.

توصلت الدراسة إلى أن قيام شركات النفط في روسيا بتوزيعات أرباح له تأثير إيجابي على سعر السهم في البورصة، وأن العلاقة بين سياسة توزيع الأرباح وقيمة الشركة هي علاقة طردية.

4- دراسة Sufian Radwan Almanaseer (2019). بعنوان:

### "Dividend Policy and Share Price Volatility: Evidence from Jordan"

مقال منشور بمجلة بحوث المحاسبة والمالية، العدد 02.

هدفت هذه الدراسة إلى تبيان تأثير سياسة توزيع الأرباح على تقلب أسعار أسهم الشركات المدرجة في بورصة عمان، تتكون البيانات المطبقة للدراسة من 28 شركة مدرجة في بورصة عمان للفترة (2010-2016)، باستخدام الإحصاء الوصفي واختبار ارتباط بيرسون لاختبار العلاقة بين سياسة توزيع الأرباح وتقلب سعر السهم.

أظهرت النتائج أن كلا من المتغيرين الرئيسيين لسياسة توزيع الأرباح (عائد التوزيعات وتوزيعات الأرباح) لهما علاقة سلبية مع تقلب أسعار الأسهم، وهو أنه كلما زاد عائد توزيعات الأرباح وتوزيعات الأرباح كلما انخفض تقلب أسعار الأسهم وزاد استقرارها.<sup>1</sup>

5- دراسة Sorin GabrilAnton (2016). بعنوان: "The Impact of Dividend Policy and On Firm Value"

<sup>1</sup>-Sufian Radwan Almanaseer.(2019 ). Dividend Policy and Share Price Volatility: Evidence from Jordan-; Accounting and Finance Research; Vol. 8, No 2.

مقال منشور بمجلة الإدارة العامة والمالية العامة والقانون، رومانيا، العدد 10.1<sup>1</sup>

هدفت هذه الدراسة إلى التحقيق في تأثير سياسة توزيع الأرباح على قيمة 63 شركة غير مالية مدرجة في بورصة بوخارست خلال الفترة (2001-2011)، باستخدام نماذج بانل، معتمدة على عائد السهم وتوزيعات السهم كمتغيرات مستقلة.

توصلت الدراسة إلى أن نسبة توزيع الأرباح تؤثر بشكل ايجابي على قيمة الشركة إضافة إلى التأثير الايجابي لكل من الرافعة المالية وحجم الشركة على سياسة توزيع الأرباح.

## -6 دراسة Egeonu liver &amp; others (2016) بعنوان:

"Effect of Dividend Policy on the Value of Firms (Empirical Study of Quoted Firms in Nigeria Stock Exchange)".

مقال منشور بمجلة أبحاث مالية ومحاسبية .

الهدف من هذه الدراسة القيام بدراسة تجريبية على تأثير سياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسات المدرجة في بورصة نيجيريا، شملت عينة الدراسة على 12 مؤسسة مدرجة في بورصة نيجيريا NSE لمدة 5 سنوات من مختلف القطاعات في الاقتصاد، كما تم استخدام وحدة الجذر الثابت و الانحدار المتعدد في تحليل البيانات المالية المستخرجة من التقارير السنوية، وتوصلت الدراسة إلى أن هناك تأثير للربحية على قيمة أسهم المؤسسات، كما كشفت النتائج على أن توزيعات الأرباح لها علاقة عكسية مع سعر السهم.<sup>2</sup>

## -7 دراسة Emeni, Francis Kehinde, &amp; Ogbulu (2015). بعنوان:

"The Effect of Dividend Policy on the Market Value of Firms in the Financial Services Sector in Nigeria."

الهدف من هذه الدراسة هو معرفة العلاقة بين سياسة توزيع الأرباح والقيمة السوقية للمؤسسات في قطاع الخدمات المالية في الاقتصاد النيجيري، حيث قام البحث بدراسة تأثير كل من توزيعات النقدية للمؤسسة (توزيعات والأسهم و الأرباح وسياسة استثمار) للمؤسسة على القيمة السوقية، شملت عينة الدراسة على 35 مؤسسة مدرجة في بورصة نيجيريا NSE لمدة 10 سنوات من 2002 إلى 2011، تم استخدام الأسلوب الإحصائي العادي في تحليل البيانات المالية التي تم الحصول عليها من NSE Fact Book، كما توصلت

<sup>1</sup> - Sorin Gabriel Anton. (2016) THE IMPACT OF DIVIDEND POLICY ON FIRM VALUE. A PANEL DATA ANALYSIS OF ROMANIAN LISTED FIRMS Journal of Public Administration, Finance and Law; vol,10.

<sup>2</sup> Egeonu Oliver & others. (2016). Effect of Dividend Policy on the Value of Firms (Empirical Study of Quoted Firms in Nigeria Stock Exchange), Research Journal of Finance and Accounting, Vol.7, No.3.

الدراسة إلى أنه لا توجد علاقة معنوية بين كل من سياسة توزيع الأرباح النقدية وسياسة الاستثمار مع القيمة السوقية للمؤسسات في قطاع الخدمات المالية في نيجيريا، ومع ذلك هناك علاقة إيجابية بين الربحية (EPS) والقيمة السوقية للمؤسسات في قطاع الخدمات المالية في نيجيريا<sup>1</sup>.

#### 8- دراسة Al Masum (2014). بعنوان:

**"Dividend policy and its impact on stock price – a study on commercial banks listed in dhaka stock exchange. Global Disclosure of Economics and Business"**

مقال منشور بمجلة الإفصاح العالمي عن الاقتصاد والأعمال، المجلد 03، العدد 01.

اختبرت هذه الدراسة تأثير سياسة توزيع الأرباح على سعر السهم السوقي حيث تم الاعتماد في هذه الدراسة على 30 بنكاً تجارياً مدرجاً في سوق بنغلادش التداول الأوراق المالية خلال فترة خمس سنوات ممتدة من 2007 إلى 2011، هدفت هذه الدراسة إلى معرفة تأثير معدل احتجاز الربح ومردودية السهم على القيمة السوقية لهذا الأخير، حيث توصل الباحث لوجود تأثير معنوي سالب لمردودية السهم على عكس معدل احتجاز الربح الذي لم يسجل أي تأثير على القيمة السوقية لهذه البنوك، من جهة أخرى تمت ملاحظة تأثير معنوي موجب لكل من العائد على حقوق الملكية وآخر سالب للنتيجة بعد الضريبة والفوائد<sup>2</sup>.

ثانياً – العلاقة بين توزيعات الأرباح وقيمة الشركات المدرجة في مؤشر الاستدامة

• دراسات تناولت العلاقة بين مؤشرات الاستدامة وسياسة توزيع الأرباح

1- دراسة Barros Goaquim & Pedro Verga Mato (2020). بعنوان: Does ESG Affect

"the Stability of Dividend Policies in Europe?" مقال منشور بكلية لشبونة

للاقتصاد والإدارة جامعة لشبونة البرتغال ، العدد 21.

هدفت هذه الدراسة لتقييم العلاقة بين أداء المسؤولية الاجتماعية وسياسة توزيع الأرباح لعينة من الشركات خلال الفترة (2000-2019) على عينة من الشركات المدرجة ضمن مؤشر STOXX EURO 600 ومؤشر "ESG" باستخدام قاعدة بيانات Thomson Reuters Eikon.

<sup>1</sup>Emeni ,Francis Kehinde ,&Ogbulu.(2015). The Effect of Dividend Policy on the Market Value of Firms in the Financial Services Sector in Nigeria, Archives of Business Research, Vol.3, No4.

<sup>2</sup>Al Masum, A.(2014). Dividend policy and its impact on stock price – a study on commercial banks listed in dhaka stock exchange. Global Disclosure of Economics and Business.

توصلت هذه الدراسة إلى أن الشركات الأكثر استدامة بمعايير "ESG" هي الشركات التي توزع أرباحا أكثر استقراراً، كما أن درجات الاستدامة العالية "ESG" تدل على توافق أفضل على المدى الطويل مع المساهمين وأصحاب المصلحة.

## 2- دراسة Andrreas Johansson ,Alexander Fahlen (2019). بعنوان

" Does sustainability affect dividend policy?" مقال منشور في جامعة اميو بالسويد،

### العدد 30.

اهتمت هذه الدراسة باختبار العلاقة بين مؤشرات الاستدامة البيئية، الاجتماعية وعوامل الحوكمة "ESG" والقيمة السوقية لعينة مكونة من 73 شركة تنشط في السياحة والسفر موزعة على جميع أنحاء العالم خلال الفترة (2010-2015)، باستخدام قاعدة بيانات Thomson Reuters Eikon.

وقد خلصت الدراسة إلى وجود ارتباط بين أداء "ESG" والقيمة السوقية للشركات، كما أن عامل الحوكمة هو العامل الأكثر أهمية وتأثيراً على القيمة السوقية للشركات محل الدراسة بغض النظر على المنطقة الجغرافية التي توجد فيها، كما أظهرت النتائج وجود ارتباط ضعيف بين عامل البيئة والقيمة السوقية أما عامل المسؤولية الاجتماعية كان تأثيره سلباً على القيمة السوقية، بينما تأثير عامل الحوكمة إيجابياً على قيمة الشركات التي تتخذ الولايات المتحدة مقراً لها وسلباً لباقي المؤسسات.

## المطلب الثالث: محل الدراسة الحالية من الدراسات السابقة

تعتبر الدراسة الحالية امتداداً للدراسات السابقة، إلا أنها تتسم بتطوير منهجية البحث من خلال الاعتماد على سلسلة زمنية أحدث وأكثر استقراراً منذ بناء مؤشر الاستدامة "ESG" عام 2010، لعينة الشركات المدرجة ضمن المؤشر والتي بقيت أكبر فترة من حيث عدد مرات الإدراج بالمؤشر، وترتب على ذلك استخدام أسلوب إحصائي يعطي نتائج أكثر دقة وهو Panel data.

نلاحظ أن الدراسات السابقة قد تختلف أو تتفق مع الدراسة الحالية من حيث النتائج، ويرجع الاختلاف في الأساس إلى اختلاف أساليب قياس قيمة الشركة، بالإضافة إلى اختلاف البيانات المعتمدة واختلاف الفترة الزمنية لإجراء البحث، ناهيك عن اختلاف أسلوب المعالجة. من خلال جدول المقارنة بين الدراسات الموضح في الملحق (1) و(2) نبين أهم أوجه التشابه والاختلاف بين هذه الدراسة والدراسات السابقة، وهي كالآتي:

## أولا من حيث الهدف:

اشتركت هذه الدراسة مع معظم الدراسات السابقة في الهدف، والذي يتعلق بمناقشة مدى تأثير سياسة توزيع الأرباح على قيمة الشركة المدرجة، إضافة إلى معالجة هذه الإشكالية في سياق مختلف ذو صلة بالاتجاهات الحديثة للحوكمة والاستدامة.

## ثانيا من حيث العينة والطرق الإحصائية المستخدمة:

اختلفت هذه الدراسة مع الدراسات السابقة في عينة الدراسة، حيث تم اختبار العلاقة في هذه الدراسة في المؤشر المصري للاستدامة (EGX30/ESG)، بينما طبقت غالبية الدراسات السابقة على الأسواق العربية المحيطة والأسواق الأجنبية، ونجد أيضا اختلاف في حجم العينة، الفترة الزمنية، واختيار المتغيرات والاختبارات القياسية المستخدمة.

اشتركت الدراسة الحالية مع الدراسات السابقة في المتغيرين المستقلين الأساسيين الذين يعكسان سياسة توزيع الأرباح، وهما التوزيعات النقدية وريحية السهم، واختلفت في المتغيرات الضابطة.

## ثالثا من حيث النتائج:

اتفقت أغلب الدراسات السابقة مع النتائج المتوصل إليها، حيث توصلت أغلب الدراسات إلى تأثير موجب للتوزيعات النقدية على قيمة الشركة وهو ما يتوافق مع نظرية الإشارة ونموذج جوردن ولينتر. على النقيض من ذلك توصلت بعض الدراسات لعدم وجود أثر للتوزيعات على قيمة الشركة وهذا ما يتوافق مع نظرية عدم ملائمة التوزيعات (حيادية التوزيعات) على غرار دراسة (Emeni, Francis, 2015)، في حين خلصت دراسات أخرى لعلاقة عكسية بين التوزيعات وسعر السهم السوقي، متفقين بذلك مع نظرية التمييز الضريبي، وهذا ما توصلت إليه دراسة (Egbeonu liver&others, 2016).

## خلاصة الفصل :

لقد تم تسليط الضوء من خلال هذا الفصل على الأدبيات النظرية للعلاقة بين توزيعات الأرباح وقيمة الشركات في المبحث الأول، حيث تم التطرق إلى المفاهيم المتعلقة بسياسة توزيع الأرباح والقيمة السوقية للشركة، إضافة إلى أهم النظريات التي حاولت تفسير العلاقة بين توزيعات الأرباح والقيمة السوقية للشركة. ومنه خلصنا إلى أن سياسة توزيع الأرباح تعتبر من السياسات المالية الإستراتيجية الهامة في الشركة حيث حظيت بقسط كبير من الدراسات ضمن النظرية المالية والتي حاولت دراسة تأثير هذه السياسة على قيمة الشركة، وانقسمت هذه الدراسات بين مؤيد ومعارض لوجود علاقة تأثير موجبة أو سالبة، أو حيادية للتوزيعات على القيمة السوقية للشركة. أما في المبحث الثاني فتطرقنا إلى محاولة تفسير العلاقة بين التصنيف والإدراج في مؤشر الاستدامة ESG وسياسة توزيع الأرباح.

بينما تمحور المبحث الثالث حول أهم الدراسات السابقة التي لها علاقة بموضوع الدراسة، والذي تم من خلاله استعراض أهم جوانب هذه الدراسات والمتمثلة في الهدف من الدراسة وكذا ذكر أهم النتائج المتوصل لها، وفي الأخير تم تقديم تعليق حول الدراسات السابقة، وإبراز محل دراستنا من الدراسات السابقة.

## الفصل الثاني:

دراسة قياسية لأثر توزيعات  
الأرباح على قيمة الشركات  
المدرجة في المؤشر المصري  
للاستدامة

### تمهيد:

يتمثل الجزء التطبيقي لهذه الدراسة أساساً في معرفة طبيعة العلاقة بين المتغيرات، ومدى تأثير المتغيرات المستقلة (سياسة توزيع الأرباح) على المتغير التابع (القيمة السوقية للشركات)، بغية الإجابة على الإشكالية المطروحة، لذلك سنعرض في هذا المبحث الطريقة المعتمدة في الدراسة ومصادر البيانات والأدوات الإحصائية المعتمدة، حيث يشمل المطلب الأول الطريقة المعتمدة للدراسة والمطلب الثاني تحديد الأدوات المستعملة في لقياس الدراسة ومعالجتها.

**المبحث الأول:** الطريقة والأدوات المستخدمة في الدراسة.

**المبحث الثاني:** عرض ومناقشة النتائج المتوصل إليها.



### المبحث الأول: الطريقة والأدوات المستخدمة

يمثل هذا المبحث بالنسبة للدراسة جزءاً أساسياً لمعرفة العلاقة بين المتغيرات ومدى تأثرها ببعضها البعض من أجل الإجابة على الإشكالية المطروحة، بحيث يشمل على الطريقة المعتمد عليها في الدراسة من خلال المطلب الأول وتحديد الأدوات المستخدمة في جمع بيانات الدراسة ومعالجتها من خلال المطلب الثاني.

### المطلب الأول: الطريقة المعتمد عليها في الدراسة

سيتم من خلال هذا المطلب التعريف بمجتمع وعينة الدراسة بالإضافة إلى متغيرات الدراسة وكيفية قياسها.

### الفرع الأول: مجتمع الدراسة وعينة الدراسة:

يتمثل مجتمع الدراسة في الشركات المقيمة بالبورصة المصرية ضمن المؤشر المصري لمسؤولية الشركات

(ESG/EGX30) وعددها ثلاثون شركة تتبع معايير الاستدامة (ESG) أي الحوكمة البيئية والاجتماعية

والمؤسسية. بينما تمثل عينة الدراسة في ست شركات تم انتقاؤها على أساس المدة التي حافظت فيها على

تصنيفها ضمن معايير الاستدامة، وهي التي بقيت أطول مدة مدرجة في المؤشر خلال فترة تسع سنوات منذ بناء

مؤشر الاستدامة إلى الآن.

### الجدول رقم (1.2): عينة الشركات محل الدراسة

الشركات محل الدراسة			القطاع	الرقم
الرمز	اسم الشركة	الرقم		
ESRS	حديد عز	01	قطاع صناعة الموارد الأساسية	01
SKPC	سيدي كزير للبتر وكيمواويات	02		
OCID	السادس من أكتوبر للتنمية والاستثمار	01	قطاع العقارات	02
HRHO	هيرمس القابضة	01	قطاع خدمات مالية غير مصرفية	03
COMI	البنك التجاري الدولي	01	قطاع البنوك	04
ETEL	المصرية للاتصالات	01	قطاع خدمات الاتصالات	05

المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على موقع البورصة المصرية (تاريخ الاطلاع 2020-04-6)

## 1- نشأة المؤشر المصري لمسؤولية الشركات ESG/ EGX 30

قامت البورصة المصرية بالتعاون مع كل من مركز المديرين المصري EIOD ومؤسسة ستاندرد آند بورز (S&P) ببناء مؤشر P/EGX ESG&S، والذي يعد الثاني على مستوى الأسواق الناشئة، فبعد نجاح إطلاق المؤشر في الهند P/India ESG&S، تم بناء وتطوير المؤشر للسوق المصرية.

ويأتي تدشين البورصة المصرية لهذا المؤشر، في إطار اهتمامها بالاتجاهات العالمية الحديثة في مؤشرات أسواق المال، والتي بدأت في التركيز على معايير التنمية المستدامة، خاصة في ظل توجه المستثمرين للربط بين المعايير المالية ومعايير الأنشطة غير التقليدية للشركة، كالحفاظ على مستويات أداء بيئي جيد، مسؤولية اجتماعية متميزة للشركة، وإتباعها لمعايير الحكومة الجيدة. بل إن الاتجاهات الحديثة في مفهوم المسؤولية الاجتماعية للشركات، أخذت تركز على أهمية هذه المسؤولية في كونها إحدى الأدوات التي يمكن للشركات أن تستخدمها في إدارتها للمخاطر التي تواجهها.<sup>1</sup>

وهو ما ظهر جلياً في قيم الهند في عام 2008، كأول سوق ناشئة، وتلاها قيام البورصة المصرية بدراسة وبناء وتطوير هذه النوعية من المؤشرات مع المؤسسات العالمية.

## 2- طبيعة وأهمية المؤشر:

يعد الإدراج بالمؤشر انعكاساً لاستيفاء الشركة لأبعاد وممارسات الأداء عن المسؤولية الاجتماعية، البيئية، والحوكمة، وتوفر الإفصاحات الكافية عن ذلك الأداء، ووضعت لهذا المؤشر الذي يندرج تحته 30 شركة، قواعد هي احترام حقوق البيئة وحقوق الإنسان في المجتمع وحقوق العاملين بها، والالتزام بالشفافية والإفصاح بالدرجة الكافية والبعد عن أي معاملات فساد، وتمثل أهمية هذا المؤشر في كونه أحد الدعائم الرئيسة لترشيد قرارات المستثمرين الراغبين في الشركات المدرجة في المؤشر باعتبارها الأكثر استقراراً وارتباطاً باحتياجات المجتمع.<sup>2</sup>

يقوم هذا المؤشر بتتبع أداء الشركات المقيدة في البورصة المصرية، حيث يتم ترتيبها من حيث مدى التزامها بقواعد الحوكمة والحفاظ على البيئة والمسؤولية الاجتماعية ثم يتم اختيار أفضل 30 شركة -على الأكثر- أداءً في تلك الممارسات من خلال تقييم الـ ( 100 ) شركة المدرجة في مؤشر EGX بالبورصة المصرية بشكل سنوي

<sup>1</sup> - نشأة المؤشر المصري لمسؤولية الشركات ESG/ EGX 30 متاح على الموقع: <https://www.egx.com.eg/ar/overviews-p-egx.aspx?nav=7> ، تاريخ الاطلاع: 19-04-2022

<sup>2</sup> - محمد عبد العزيز محمد ابو العلاء. (2018). اثر تواجد الشركات في المؤشر المصري للمسؤولية الاجتماعية ESG على التحفظ المحاسبي-دراسة تطبيقية على الشركات المدرجة في المؤشر، مجلة الفكر المحاسبي، المجلد 22، العدد 07، ص 15.

لكي تدرج في هذا المؤشر. ويتم الاعتماد عند الاختيار على مستوى الإفصاح والشفافية عن تلك المجالات والتي تدخل في احتساب القيمة النهائية للمؤشر , حيث يقيس المؤشر كمية المعلومات التي تفصح عنها شركات البورصة المصرية طواعية، والمتعلقة بتلك الممارسات.<sup>1</sup>

### الفرع الثاني: تحديد متغيرات الدراسة وكيفية قياسها

سنحاول في هذا الجزء - في ظل فرضية أن الأرباح الموزعة تكون فقط في شكل نقدي- وفي إطار هدف الدراسة وبناءً على النظريات والأبحاث التجريبية التي درست موضوع -أثر سياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة- باختيار مجموعة من المؤشرات كمتغيرات مستقلة حيث تشمل متغيرات الدراسة التطبيقية كل من المتغير التابع والمتغيرات المستقلة المؤثرة في القيمة السوقية لسهم الشركة , وذلك علي مستوى كل الشركات محل الدراسة والتي يتم استخدامها في اختبار فرضيات البحث .

#### 1. المتغير التابع:

يتمثل المتغير التابع في القيمة السوقية للسهم معبرا عنها بمتوسط أسعار الإغلاق الشهرية في البورصة وتعتبر القيمة السوقية للسهم المعيار الأساسي بالنسبة للمستثمر لتقييم الحالة المالية للمؤسسة (الأداء المالي) ومدى توافقها مع أهدافه الاستثمارية، وإمكانية استمرار النمو، حيث يعتقد أنها تعكس قيمة المؤسسة.

#### 2. المتغيرات المستقلة:

على ضوء تحليل الجانب النظري للدراسة وهدف الدراسة، وبالاستناد إلى الدراسات السابقة الخاصة بالعلاقة بين القيمة السوقية للسهم وسياسة توزيع الأرباح، تم الاعتماد على أربعة متغيرات أساسية تعكس سياسة توزيع الأرباح والمتمثلة في ربحية السهم، نصيب السهم من التوزيعات، نسبة السيولة، المردودية المالية.

<sup>1</sup> - المرجع السابق ، ص 15.

## أولا المتغيرات الأساسية:

### 1-2 ربحية السهم

تعتبر ربحية السهم مؤشرا لمقدار الثروة النظرية التي سيحصل عليها المستثمر في المستقبل، فكلما زاد نصيب السهم من الربح، يفترض أن يرتفع سعر السهم في السوق، ويتم حسابها من خلال قسمة صافي الربح بعد الضريبة على عدد الأسهم المكتتب بها .

### 2-2 نصيب السهم من التوزيعات

يمثل هذا المؤشر الدخل التجاري المتاح للمساهمين والنتائج عن استثمارهم في أسهم المؤسسة، وتحسب بقسمة مجموع الأرباح المقرر توزيعها على عدد الأسهم.

## ثانيا المتغيرات الضابطة:

3-2 نسبة السيولة: ويتم قياسها من خلال قسمة مجموع الأصول المتداولة على مجموع الخصوم المتداولة، والغاية منها معرفة حجم السيولة المتوفرة والتي تعد المصدر الأساسي للتوزيع النقدي للأرباح.

4-2 العائد على حقوق الملكية : يستخدم هذا المؤشر لقياس المردودية المالية ويتم قياسه بقسمة صافي الربح بعد الضريبة على قيمة حقوق الملكية (الأموال الخاصة).

يوضح الجدول التالي المتغيرات المتعلقة بالدراسة وكيفية حسابها:

### الجدول رقم (2.2): طريقة حساب المتغيرات المعتمدة في الدراسة

الرمز المعبر عنها	كيفية حسابها	المتغيرات
V	مجموع أسعار الإغلاق الشهرية/12	القيمة السوقية للسهم
DPS	الربح الموزع /عدد الأسهم	نصيب السهم من التوزيعات
EPS	النتيجة الصافية /عدد الأسهم	ربحية السهم
ROE	النتيجة الصافية/حقوق الملكية	المردودية المالية
DIS	الأصول المتداولة/الخصوم المتداولة	نسبة السيولة

المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على الأدبيات النظرية المبينة في الفصل الأول.

### الفرع الثالث: خطوات الدراسة

- من أجل الإحاطة بجوانب الموضوع، والإجابة على إشكالية الدراسة تم إتباع الخطوات التالية:
1. تم جمع البيانات المالية من خلال القوائم المالية للشركات وتقارير النشاط المتوفرة على الموقع الإلكتروني لبورصة المصرية للفترة الممتدة ما بين 2013-2021 ؛
  2. تم استخراج المتغير التابع (القيمة السوقية للسهم) من بيانات التداول فيالبورصة، وحساب المتغيرات المستقلة المتمثلة في متغيرات (نصيب السهم من الربح الموزع، ربحية السهم، نسبة السيولة، نسبة المردودية المالية) اعتماداً على البيانات المالية للشركات بواسطة برنامج **Excel**؛
  3. تم تفرغ نتائج المتغيرات السابقة في البرنامج الإحصائي **EViews12**؛
  4. بناء نموذج إحصائي يدرس طبيعة علاقة التأثير بين المتغيرات المستقلة للدراسة والقيمة السوقية لسهم الشركات محل الدراسة كمتغير تابع، حيث قمنا باستخدام برنامج **EViews12** لتقدير نموذج انحدار متعدد لبيانات بانل **DataPanel**.

### الفرع الرابع: طريقة جمع البيانات

اعتمدت الدراسة على مصدرين أساسيين للمعلومات هما:

1. **المصادر الثانوية:** من أجل معالجة الإطار النظري للبحث تم الاعتماد على مصادر البيانات الثانوية والمتمثلة في الكتب والمراجع باللغة العربية والأجنبية ذات العلاقة بالموضوع، المقالات والمجلات بالإضافة إلى المذكرات، المواقع الإلكترونية، الدراسات السابقة التي لها صلة بالموضوع.
2. **المصادر الأولية:** لمعالجة الإطار التطبيقي تم جمع بيانات عينة الدراسة من القوائم المالية والتقارير السنوية التي تنشرها منصة البورصة المصرية والتي تم الاعتماد عليها كونها معتمدة ومدققة، تتمتع بمصدقية مقبولة يمكن الاعتماد عليها للقيام بدراسة تجريبية.

### المطلب الثاني: أدوات الدراسة المستخدمة

#### الفرع الأول: الأدوات الإحصائية ومصنوفة الارتباط

##### أولاً: أدوات الإحصاء الوصفي

تسمى بمقاييس الموضع أو المتوسطات وهي تلخص البيانات عن طريق إيجاد قيمة متوسطة لها ومن أكثر مقاييس النزعة المركزية استخداماً ما يلي : الانحراف المعياري؛ أكبر قيمة؛ المتوسط الحسابي؛ أقل قيمة.

## ثانيا: مصفوفة الارتباط (معاملات بيرسون) واختبار Klein

الهدف من بناء مصفوفة الارتباط لبيرسون هو دراسة العلاقة بين المتغيرات المستقلة والمتغير التابع، بحيث يستخدم إذا كانت المتغيرات المقاسة بمقياس كمي تجمع بينها علاقات خطية أم لا، وكذلك دراسة الخصائص الوصفية لمتغيرات الدراسة، حيث تم تنظيم وتلخيص المعلومات لتسهيل فهمها ودراستها والكشف عن مشكلة التعدد الخطي.<sup>1</sup>

### الفرع الثاني: نماذج الدراسة

**1- اختبار التجانس:** اختيار مواصفات النموذج (تجانس أو لا تجانس المعالم) مهم جدا لتحديد هيكل بيانات بانل، إن اختبار هاسيو (Hsiao, 1986) يجيب على إشكالية هل تصلح البيانات المتاحة لتقدير نماذج بانل التقليدية؟ والتي تسمح بتجميع المعالم المفسرة لسلوك متغيرات الدراسة في معادلات متجانسة.

يقترح هاسيو فرضيات تسلسلية تسمح بتحديد مدى تجانس البيانات من عدمها. ويمكن تبسيط هذه الفرضيات كمايلي:<sup>2</sup>

#### -الفرضية المركبة الأولى:

H<sub>0</sub>: بانل متجانس كلية.

H<sub>1</sub>: الانتقال إلى الفرضية المركبة الثانية .

#### -الفرضية المركبة الثانية.

H<sub>0</sub>: الانتقال إلى الفرضية المركبة الثالثة .

H<sub>1</sub>: بانل غير متجانس كلية

<sup>1</sup> - حيان ديب. (2018). تحليل البيانات، الجامعة الافتراضية السورية، سوريا، ص، 110. (بتصرف)

<sup>2</sup> - Brahim KHOULED (2018). **Tests of Homogeneity in Panel Data**,  
<http://www.eviews.com/Addins/hsiao.aipz>

### -الفرضية المركبة الثالثة

H<sub>0</sub>: بانل متجانس كلية .

H<sub>1</sub>:بانل متجانس جزئيا.

2-بيانات بانل الخطية غير المتجانسة: تطبق هذه المنهجية في حالات توجد فيها هياكل اقتصادية متغيرة أو عوامل خفية اجتماعية واقتصادية و ديموغرافية مختلفة تشير إلى أن معالم الانحدار متغيرة زمنيا (time over) و/أو مقطعية(crosssectional) الصيغة العامة لنماذج بانل الخطية غير المتجانسة والمتغيرة زمنيا ومقطعية كما يلي<sup>1</sup>:

$$Y = \sum_{K=i}^K \beta KX + \vartheta$$

على عكس النماذج المتجانسة يلاحظ أن المعاملات  $\beta$  تختلف باختلاف المقاطع  $i$  والزمن  $t$  لكل متغير تفسيري  $X$ ، وهذا ما يدعى بنماذج التأثيرات المتغيرة.

### المبحث الثاني: عرض نتائج الدراسة ومناقشتها

بعد القيام بجمع وتلخيص المعلومات المتحصل عليها، سيتم فيما يلي عرض النتائج المتوصل إليها.

### المطلب الأول: عرض نتائج الدراسة

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

يتيح لنا الإحصاء الوصفي من خلال مقاييس النزعة المركزية ومقاييس التشتت المقارنة بين متغيرات الدراسة يعرض الجدول الآتي: الوسط الحسابي، أدنى قيمة، أعلى قيمة، الانحراف المعياري، وعدد المشاهدات لمتغيرات الدراسة خلال الفترة 2013-2021.

<sup>1</sup> - الداويخيرة، غريبولرباح، ابراهيم خويلد، (2021). تأثير هيكل الملكية على سياسة توزيع الأرباح-دراسة تطبيقية على الشركات الصناعية المدرجة في بورصة عمان خلال الفترة(2013-2019)،مجلة المؤسسة، العدد 01، الجزائر، ص 157.

الجدول رقم (3.2): قيم بعض المؤشرات الإحصائية لمتغيرات الدراسة

	V	ROE	EPS	DPS	DIS
Mean	19.22093	0.173585	1.452778	0.589074	1.221746
Median	13.15000	0.106438	1.565000	0.400000	0.819169
Maximum	74.97000	3.388894	7.330000	2.750000	4.949650
Minimum	5.510000	-1.504789	-11.61000	0.000000	0.170000
Std. Dev.	16.08463	0.520322	3.151914	0.629700	1.075577
Jarque-Bera	85.99378	1789.728	64.73775	10.27016	59.53156
Probability	0.000000	0.000000	0.000000	0.005887	0.000000
Observations	54	54	54	54	54

المصدر: من إعداد الطالبين بالاعتماد على برنامج Eviews12

1- دراسة بيانات المتغير التابع القيمة السوقية للسهم (V) :

تبيّن من بيانات الجدول (3.2) أن أعلى قيمة للمتغير التابع القيمة السوقية للسهم كانت 74.9700 لشركة البنك المصري الخارجي سنة 2019 وأدنى قيمة كانت 5.510000 لشركة حديد عز، بمتوسط 19.22093 وانحراف معياري بلغ 16.08463.

2- دراسة بيانات المتغير المستقل نصيب السهم من التوزيعات (DPS):

بينت نتائج الجدول (3.2) أن أعلى قيمة للمتغير المستقل نصيب السهم من التوزيعات كانت 2.750000 وأدنى قيمة كانت 0، (عدم إجراء أي توزيع للأرباح)، بمتوسط 0.589074 وانحراف معياري قدر بـ 0.629700.

3- دراسة بيانات المتغير المستقل ربحية السهم (EPS):

من خلال الجدول (3.2) نجد أن أعلى قيمة للمتغير المستقل ربحية السهم كانت 7.330000 وأدنى قيمة كانت -11.61000 بمتوسط 1.452778 وانحراف معياري قدر بـ 0.629700.

4- دراسة بيانات المتغير المستقل نسبة السيولة (DIS):

يتضح من الجدول أن أعلى حققها المتغير المستقل نسبة السيولة في الشركات محل الدراسة كانت 4.949650، في حين كانت أدنى قيمة 0.170000 بمتوسط 1.221746 وانحراف معياري بلغ 1.075577.



5- دراسة بيانات المتغير المستقل المردودية المالية (ROE):

من خلال الجدول (3.2) نجد أن أعلى قيمها وصل إليها المتغير المستقل المردودية المالية هي 3.388894 وأدنى قيمة كانت -1.504789 - بمتوسط قدر ب0.173585. وانحراف معياري كان 0.520322.

تجدر الإشارة هنا إلى أن القيم السالبة لكل من المتغير (EPS) (ROE) تدل على أن الشركة قد حققت خسارة في نتائجها الصافية، وتبين القيمة الاحتمالية لاختبار جاك بيرا التي تساوي 0.00 وهي أقل من 0.5 هذا ما يوضح أن هذه القيم غير موزعة بشكل طبيعي بين الشركات .

الفرع الثاني: اختبار كلاين (klein) للكشف عن التعدد الخطي

الغرض من هذا الاختبار معرفة إن كان هناك ارتباط خطي قوي بين المتغيرات المفردة في الدراسة لتفادي الوقوع في مشكلة التعدد الخطي، يعتمد هذا الاختبار على عرض مصفوفة الارتباط بين المتغيرات باستخدام معامل بيرسون للارتباط الخطي، حيث ارتفاع معامل الارتباط بين متغيرين إلى قيمة تفوق معامل التحديد الخاص بالنموذج ككل يشير إلى وجود تداخل خطي كبير بينهما وبالتالي وجود مشكلة التعدد الخطي .

نتائج هذا الاختبار موضحة في الجدول الموالي:

الجدول (4.2): مصفوفة الارتباط بين متغيرات الدراسة

Covariance Analysis: Ordinary					
Date: 05/07/22 Time: 13:51					
Sample: 2013 2021					
Included observations: 54					
Correlation					
Probability	V	ROE	EPS	DPS	DIS
V	1.000000 -----				
ROE	0.079682 0.5668	1.000000 -----			
EPS	0.574639 0.0000	-0.483849 0.0002	1.000000 -----		
DPS	0.258684 0.0589	0.013944 0.9203	0.376145 0.0051	1.000000 -----	
DIS	-0.319309 0.0186	0.011715 0.9330	-0.045600 0.7434	0.206507 0.1341	1.000000 -----

المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على برنامج Eviews12

نلاحظ من خلال جدول رقم (4.2) الذي يبين مصفوفة الارتباط بين متغيرات الدراسة أن معامل الارتباط بين متغيرات الدراسة ضعيف وبالتالي لا يوجد مشكل تعدد خطي، كما نجد أنه يوجد ارتباط قوي وذو دلالة إحصائية بين متغيرات الدراسة مع المتغير التابع: القيمة السوقية للسهم، ماعدا متغير المردودية المالية الذي كان ارتباطه ضعيفا مع المتغير التابع.

الفرع الثالث: اختبارات التحديد

أولاً: اختبار التجانس: Specification Tests of Hsiao (1986)

1- اختبار التجانس للنموذج

الجدول (5.2): نتائج اختبار التجانس للنموذج

الفرضيات	F-Stat	P-Value
H1	12.69342	E-081.30
H2	8.547001	-E061.21
H3	6.608601	0.000115

المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على برنامج Eviews12

يظهر لنا من نتائج اختبارات التجانس الموضحة في الجدول (5.2) ما يلي :

الفرضية الأولى : تشير القيمة الاحتمالية لإحصائية فيشر التي تقل عند درجة المعنوية 5% إلى وجود اختلاف كلي في بيانات البانل المقاطع والميول معا.

الفرضية الثانية: تشير القيمة الاحتمالية لإحصائية فيشر التي تقل عند درجة المعنوية 5%، مما يؤكد نتائج الفرضية الأولى بوجود اختلافات كلية بين الميول في بيانات الدراسة، أي أن كل من معاملات نصيب السهم من التوزيعات، ربحية السهم، نسبة السيولة، المردودية المالية، لشركات العينة مختلفة عن بعضها البعض، وزيادة في التفصيل سنقوم بإجراء اختبار التجانس لكل متغير على حدى لنكتشف مصدر عدم التجانس وذلك بالتركيز على الفرضية الثانية التي تختبر تجانس الميول فقط.

## 2- اختبار التجانس لمتغير نصيب السهم من التوزيعات.

### الجدول رقم (6.2): نتائج اختبار التجانس للمتغير (EPS)

P-Value	F-Stat	Hypotheses
9.82E-08	9.060910	H1
0.956273	0.210330	H2
1.75E-10	19.55419	H3

المصدر: من إعداد الطالبين بالاعتماد على برنامج Eviews12

من خلال نتائج اختبار التجانس للمتغير نصيب السهم من التوزيعات الموضحة في الجدول أنه يوجد تجانس كلي بين الشركات، وهذا بالنظر إلى إحصائية الفرضية الثانية والتي توافق قيمتها الاحتمالية قيمة أكبر من 5%.

## 3- اختبار التجانس لمتغير المردودية المالية:

### الجدول (7.2): نتائج اختبار التجانس للمتغير (ROE)

P-Value	F-Stat	Hypotheses
1.43E-08	10.44596	H1
0.641231	0.679731	H2
6.07E-11	20.92514	H3

المصدر: من إعداد الطالبين بالاعتماد على برنامج Eviews12

من خلال نتائج اختبار التجانس للمتغير المردودية المالية الموضحة في الجدول أنه يوجد تجانس كلي بين الشركات، وهذا بالنظر إلى إحصائية الفرضية الثانية والتي توافق قيمتها الاحتمالية قيمة أكبر من 5%.

#### 4- اختبار التجانس لمتغير ربحية السهم:

الجدول (8.2): اختبار التجانس لمتغير (EPS)

P-Value	F-Stat	Hypotheses
8.34E-20	48.34449	H1
6.41E-14	34.90327	H2
3.90E-08	13.41205	H3

المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على برنامج Eviews12

من خلال النتائج الظاهرة في الجدول رقم (2-7) فإننا نلاحظ أن القيمة الاحتمالية لإحصائية الفرضية الثانية أقل من 5%، وبالتالي يوجد اختلافات كلية بين الشركات مصدرها متغير ربحية السهم.

#### 4- اختبار التجانس لمتغير السيولة :

الجدول (9.2): اختبار التجانس لمتغير (DIS)

P-Value	F-Stat	Hypotheses
1.17E-10	14.48947	H1
0.002599	4.400677	H2
5.90E-10	18.04870	H3

المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على برنامج Eviews12

من خلال النتائج الظاهرة في الجدول (8.2) فإننا نلاحظ أن القيمة الاحتمالية لإحصائية الفرضية الثانية أقل من 5%، وبالتالي يوجد اختلافات كلية بين الشركات مصدرها متغير السيولة.

نلاحظ من خلال عرض نتائج اختبار التجانس أن مصدر عدم التجانس هو كل من متغير ربحية السهم ومتغير السيولة، وقد يعود سبب الاختلاف في ميول هذين المتغيرين هو اختلاف خصائص الشركات فيما بينها، خاصة أن الشركات في عينة الدراسة متباينة من حيث طبيعة نشاطها، ولم يكن هناك مجال لوضع معايير محددة للانتقاء بسبب حداثة المؤشر نسبيا من ناحية، وعدم استقرار الشركات المدرجة فيه لفترات طويلة من ناحية أخرى، إضافة إلى ظروف الاضطراب التي شهدتها البورصة المصرية لأسباب متعددة خلال العشر سنوات السابقة.

ثانياً: المفاضلة بين النموذج التجميعي ونموذج التأثيرات الثابتة (اختبار فيشر **Ficher**)

الجدول (2-10): نتائج اختبار فيشر

Redundant Fixed Effects Tests			
Equation: EQ01			
Test cross-section fixed effects			
Effects Test	Statistic	d.f.	Prob.
Cross-section F	3.074899	(5,34)	0.0214
Cross-section Chi-square	20.145966	5	0.0012

المصدر: من إعداد الطالبين بالاعتماد على برنامج **EvIEWS12**

نستخدم هذا الاختبار من اجل المفاضلة بين نموذج التأثيرات الثابتة والنموذج التجميعي:

نلاحظ من خلالنتيجة اختبار فيشر الموضحة في الجدول أنالقيمة الاحتمالية للإحصائية الأولى " **Cross-section F** - (0.0214) أقل من مستوى المعنوية 5%، ومنه فإن نموذج التأثيرات الثابتة أفضل من النموذج التجميعي.

المفاضلة بين نموذج التجميعي ونموذج التأثيرات العشوائية (اختبار **Lagrange Multipliers**)

حسب اختبار **Lagrange Multipliers** ونتأجه موضحة في الجدول التالي:

-إذا كانت **LM**: عند مستوى معنوية أقل من 0.05 فإننا نرفض  $H_0$  ونقبل  $H_1$ ؛

-  $H_0$ : نقبل نموذج الانحدار التجميعي؛

-  $H_1$ : نقبل نموذج التأثيرات العشوائية.

الجدول (11.2): نتائج اختبار Lagrange Multipliers

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	3.043339 (0.0811)	6.232201 (0.0125)	9.275540 (0.0023)
Honda	-1.744517 (0.9595)	2.496438 (0.0063)	0.531688 (0.2975)
King-Wu	-1.744517 (0.9595)	2.496438 (0.0063)	0.179713 (0.4287)
Standardized Honda	-0.590005 (0.7224)	2.448185 (0.0072)	-1.660940 (0.9516)
Standardized King-Wu	-0.590005 (0.7224)	2.448185 (0.0072)	-2.141203 (0.9839)
Gourieroux, et al.	--	--	6.232201 (0.0174)

المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على برنامج Eviews12

نلاحظ من خلال مخرجات اختبار (LM) الموضحة في الجدول رقم (2-10) أن القيمة الاحتمالية لاختبار Breusch-Pagan واختبار Honda أكبر من مستوى المعنوية 5%، ومنه نقبل الفرضية البديلة  $H_1$  ونرفض الفرضية الصفرية  $H_0$ ، وبالتالي نموذج الانحدار التجميعي أفضل من نموذج التأثيرات العشوائية. كخلاصة من الاختبار الأول والثاني، أظهرت اختبارات التحديد أن مواصفات النموذج المناسب لدراستنا بناء على المعطيات المتوفرة هو نموذج التأثيرات الثابتة في القواطع Intercept والمتغيرة في الميول Slope.

الفرع الرابع : الاختبارات التشخيصية

1- اختبار الارتباط الآني بين الأخطاء:

الجدول رقم (12.2): اختبار الارتباط الآني بين الأخطاء:

Residual Cross-Section Dependence Test  
Null hypothesis: No cross-section dependence (correlation) in residuals  
Equation: EQ 01  
Periods included: 9  
Cross-sections included: 6  
Total panel observations: 54  
Cross-section effects were removed during estimation

Test	Statistic	d.f.	Prob.
Breusch-Pagan LM	29.39426	15	0.0143
Pesaran scaled LM	2.628020		0.0086
Bias-corrected scaled LM	2.253020		0.0243
Pesaran CD	2.058944		0.0395

المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على برنامج Eviews12

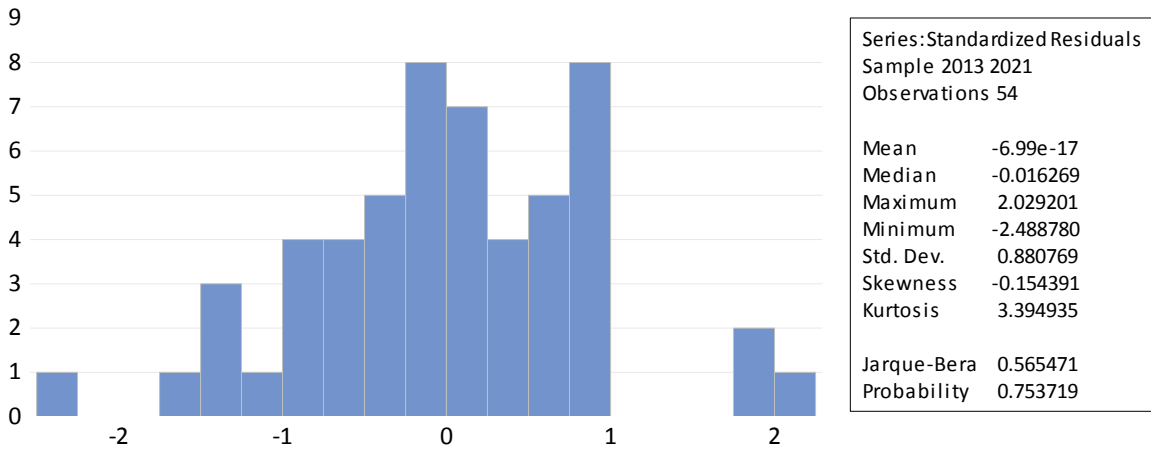
نلاحظ من خلال نتيجة اختبار الارتباط الآني للأخطاء من القيمة الاحتمالية لاستقلالية المقاطع حسب **PesaranCD** أنها أقل من 5%، وهذا يعني وجود مشكلة الارتباط الآني بين الأخطاء، ولا بد لنا من معالجتها باستخدام تقنية المربعات الصغرى المرجحة بواسطة الأخطاء الغير مرتبطة ظاهريا الخاصة بالمقاطع. وهي أحد أنواع طريقة المربعات الصغرى شبه المعممة.

بعد تقدير النموذج المناسب وقبل مناقشة نتائجه الاقتصادية والمالية نقوم بالاختبارات التشخيصية لبواقي التقدير التي ينبغي أن تكون نقية فيما يلي:



## 2- اختبار التوزيع الطبيعي:

الشكل: (1.2): اختبار التوزيع الطبيعي



### المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على برنامج Eviews12

نلاحظ من خلال نتائج الاختبار الموضحة في الشكل (1. 2) أن القيمة الاحتمالية للاختبار كانت أكبر من 5%، وهذا يعني أن توزيع الأخطاء يتوزع طبيعياً، نعيد بعدها إجراء اختبار الارتباط الآني للأخطاء للتأكد من انتهاء هذه الإشكالية.

## 1-2- اختبار الارتباط الآني للأخطاء بعد المعالجة

الجدول (13.2): اختبار الارتباط الآني للأخطاء بعد المعالجة

Residual Cross-Section Dependence Test  
Null hypothesis: No cross-section dependence (correlation) in weighted Residuals  
Equation: EQ01  
Periods included: 9  
Cross-sections included: 6  
Total panel observations: 54  
Cross-section effects were removed during estimation

Test	Statistic	d.f.	Prob.
Breusch-Pagan LM	6.869970	15	0.9612
Pesaran scaled LM	-1.484334		0.1377
Bias-corrected scaled LM	-1.859334		0.0630
Pesaran CD	-0.163874		0.8698

المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على برنامج Eviews12

نلاحظ من خلال الجدول أن احتمالية اختبار **Pesaran CD** أنها أكبر من 5% وهذا يعني عدم وجود ارتباط آني للأخطاء وأنه قدم تمت معالجة الإشكالية.

## 2-2 اختبار الارتباط الذاتي للأخطاء:

### الجدول (14.2): نتائج اختبار الارتباط الذاتي للأخطاء

Date: 05/07/22 Time: 14:07  
Sample: 2013 2021  
Included observations: 54

Autocorrelation	Partial Correlation	AC	PAC	Q-Stat	Prob	
.*.	.*.	1	-0.161	-0.161	1.4818	0.223
.*.	.*.	2	-0.167	-0.198	3.0941	0.213
. .	. .	3	0.021	-0.045	3.1215	0.373
.*.	.*.	4	-0.132	-0.181	4.1768	0.383
. .	.*.	5	-0.013	-0.086	4.1865	0.523
.*.	.*.	6	-0.085	-0.185	4.6372	0.591
. .	. .	7	0.036	-0.058	4.7194	0.694
. .	.*.	8	-0.000	-0.105	4.7194	0.787

المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على برنامج Eviews12

نلاحظ من خلال الجدول أن احتمالية إحصائية **Q** كانت أكبر من 5% في التأخير الثامن وهذا يعني عدم وجود ارتباط ذاتي للأخطاء

## 3- اختبار ثبات تباين الأخطاء

### الجدول (15.2): اختبار ثبات تباين الأخطاء

Test for Equality of Variances of RESID01  
Categorized by values of COMPANY  
Date: 05/07/22 Time: 14:07  
Sample: 2013 2021  
Included observations: 54

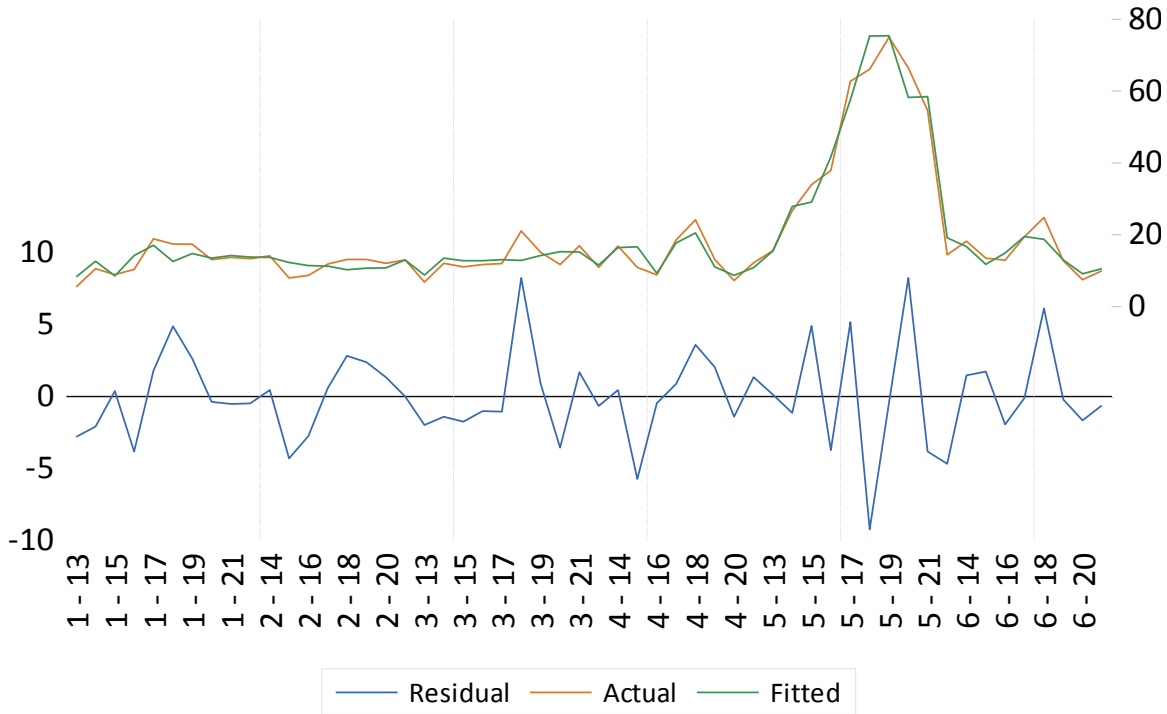
Method	Df	Value	Probability
Bartlett	5	8.066263	0.1526
Levene	(5, 48)	1.502177	0.2068
Brown-Forsythe	(5, 48)	1.285262	0.2858

المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على برنامج Eviews12

نلاحظ من خلال إحصائية اختبار **Levene** الموضحة في الجدول رقم (14.2) أنها أكبر من 5% وهذا يعني أنه لا يوجد اختلاف في تباين الأخطاء وأن تباين الأخطاء ثابت بين الشركات.

كخلاصة يمكن القول أنّ النموذج المقدر خال من المشاكل القياسية كما هو موضح في الشكل أدناه حيث يظهر أن السلسلة المقدرة تقترب من السلسلة الفعلية للمتغير قيمة الشركة، ونلاحظ كذلك أن سلسلة الأخطاء تحوم حول متوسط صفري بتباين ثابت نسبياً مما يؤكد عشوائية بواقي التقدير.

الشكل (2.2): القيم الفعلية والمقدرة للقيمة السوقية للسهم للشركات محل الدراسة



المصدر: من إعداد الطالبين بالاعتماد على برنامج Eviews12

#### الفرع الخامس: تقدير النموذج بواسطة تقنية المربعات الصغرى الشبه معممة EGLS

بناء على الاختبارات التشخيصية يمكن القول أنّه لا يوجد أيّة مشاكل قياسية، وعليه يكون النموذج المقدر كالتالي:

الجدول رقم (16.2): نموذج التأثيرات المتغيرة المرجحة

Dependent Variable: V  
Method: Panel EGLS (Cross-section SUR)  
Date: 05/07/22 Time: 14:04  
Sample: 2013 2021  
Periods included: 9  
Cross-sections included: 6  
Total panel (balanced) observations: 54  
Linear estimation after one-step weighting matrix

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-2.120948	2.100499	-1.009736	0.3198
ROE	-2.536695	1.011091	-2.508870	0.0170
DPS	1.419359	0.490560	2.893342	0.0066
DIS*(COMPANY=1)	0.647265	0.653902	0.989850	0.3292
DIS*(COMPANY=2)	3.054180	1.039660	2.937671	0.0059
DIS*(COMPANY=3)	2.568421	2.231905	1.150775	0.2579
DIS*(COMPANY=4)	53.14096	8.153870	6.517268	0.0000
DIS*(COMPANY=5)	27.88936	21.87483	1.274952	0.2110
DIS	-1.414389	0.743602	-1.902078	0.0657
EPS*(COMPANY=1)	-2.164412	1.279122	-1.692107	0.0998
EPS*(COMPANY=2)	-3.962866	1.004881	-3.943618	0.0004
EPS*(COMPANY=3)	-3.828308	0.993532	-3.853229	0.0005
EPS*(COMPANY=4)	-5.723370	0.981616	-5.830561	0.0000
EPS*(COMPANY=5)	8.903992	1.512219	5.888031	0.0000
EPS	4.522980	0.929524	4.865911	0.0000

Effects Specification

Cross-section fixed (dummy variables)

Weighted Statistics			
Root MSE	0.872576	R-squared	0.979142
Mean dependent var	8.299904	Adjusted R-squared	0.967486
S.D. dependent var	9.856724	S.E. of regression	1.099666
Sum squared resid	41.11500	F-statistic	84.00406
Durbin-Watson stat	2.371100	Prob(F-statistic)	0.000000

Unweighted Statistics			
R-squared	0.959148	Mean dependent var	19.22093
Sum squared resid	560.1572	Durbin-Watson stat	2.451932

المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على برنامج Eviews12

## معادلة النموذج:

$$V = -2.120948 - 2.536695ROE + 1.419359Dps + 0.647265Dis1 + 3.054180Dis2 + 2.568421Dis3 + 53.14096Dis4 + 7.88936Dis5 - 1.414389Dis6 - 2.164412EPs1 - 3.962866EPS3 - 3.828308EPs4 - 5.723370EPS4 + 8.903992EPS5 + 4.52298EPS6.$$

### 1- بالنسبة للمتغيرات المتجانسة

نلاحظ من خلال الجدول (15.2) أن قيمة معلمة الحد الثابت والتي تقدر بـ  $-2.120948$  ليس لها معنوية إحصائية بالنظر إلى القيمة الاحتمالية الإحصائية ستودنت (prob) والتي تساوي  $0.3198 < 0.05$ ، هذا يعني أنه في حالة انعدام المتغيرات المستقلة فإن القيمة السوقية للسهم لجميع الشركات تساوي للشركة  $-2.120948$  - تحمل هذه القيمة كونها غير دالة إحصائياً، إلا أنه لا يمكن إهمال الحد الثابت لكل شركة لأن النموذج المقدر هو نموذج التأثيرات الثابتة، حيث تتضح أهمية صيغة التأثيرات الثابتة في تفسير القيمة السوقية للشركة من خلال التمييز ما بين المؤسسات بالحد الثابت حيث توضح هذه التأثيرات الثابتة لكل المؤسسات اثر المتغيرات الثابتة عبر الزمن والمختلفة ما بين المؤسسات على القيمة السوقية للشركة بحيث تكون لكل مؤسسة ظروف خاصة ثابتة عبر الزمن يمكن أن تؤثر على القيمة السوقية للشركة يأخذ هذا النموذج هذه التأثيرات بعين الاعتبار ويمكن ذكر بعض هذه التأثيرات الثابتة في المؤشرات التالية: حجم المؤسسة، مجلس الإدارة، قوانين وطبيعة النشاط الشركة، وعليه يمكن أن نقدر تأثير هذه المتغيرات الثابتة عبر الزمن من خلال ما هو موضح في نتائج الجدول التالي:

الجدول (17.2): التأثيرات الثابتة للشركات محل الدراسة

التأثيرات	الشركة	الرقم
12.83740	هيرمس القابضة	01
10.71854	المصرية للاتصالات	02
13.29063	السادس من أكتوبر للتنمية والاستثمار	03
-21.61407	حديد عز	04
-27.74449	البنك التجاري المصري	05
12.51199	سيدي كرير للبتروكيماويات	06

المصدر: من إعداد الطالبين بالاعتماد على برنامج Eviews12

- عندما تنعدم جميع تأثيرات المتغيرات المستقلة فإنّ قيمة الحد الثابت لشركة هيرمس القابضة تكون :  
12.83740؛
- عندما تنعدم جميع تأثيرات المتغيرات المستقلة فإنّ قيمة الحد الثابت لشركة المصرية للاتصالات تكون :  
10.71854؛
- عندما تنعدم جميع تأثيرات المتغيرات المستقلة فإنّ قيمة الحد الثابت لشركة السادس من أكتوبر للتنمية والاستثمار قطاع تكون 13.29063؛
- عندما تنعدم جميع تأثيرات المتغيرات المستقلة فإنّ قيمة الحد الثابت لشركة حديد عز تكون:  
-21.61407؛
- عندما تنعدم جميع تأثيرات المتغيرات المستقلة فإنّ قيمة الحد الثابت للبنك التجاري المصري تكون :  
-27.74449؛
- عندما تنعدم جميع تأثيرات المتغيرات المستقلة فإنّ قيمة الحد الثابت لشركة سيدي كرير للبتروكيماويات تكون: 12.51199 .

نلاحظ من خلال الجدول رقم (15.2) بالنسبة لمعالم المتغيرات المستقلة ما يلي:

- كلما زادت نسبة المردودية المالية بوحدة واحدة انخفضت القيمة السوقية للسهم بـ 2.536695 وحدة في الشركات محل الدراسة، وهذا الأثر له معنوية إحصائية بالنظر إلى القيمة الاحتمالية الإحصائية ستودنت (prob) والتي كانت أقل من 5%؛

- كلما زاد نصيب السهم من التوزيعات بوحدة واحدة زادت القيمة السوقية للسهم بـ 1.419359 وحدة في جميع الشركات محل الدراسة، وهذا الأثر له معنوية إحصائية بالنظر إلى القيمة الاحتمالية الإحصائية ستودنت (prob) والتي كانت أقل من 5%؛

## 2- بالنسبة للمتغيرات غير المتجانسة (EPS,DIS)

### 1-2 بالنسبة للمتغير (DIS):

- الشركة رقم (1) كلما زادت نسبة السيولة بوحدة واحدة زادت القيمة السوقية للسهم بـ 0.647265 وحدة في شركة هيرومس القابضة، وهذا الأثر ليس له معنوية إحصائية بالنظر إلى القيمة الاحتمالية الإحصائية ستودنت (prob) والتي كانت أكبر من 5%؛
- الشركة رقم (2) كلما زادت نسبة السيولة بوحدة واحدة كلما زادت القيمة السوقية للسهم بـ 3.054180 وحدة في شركة المصرية للاتصالات، وهذا الأثر له معنوية إحصائية بالنظر إلى القيمة الاحتمالية الإحصائية ستودنت (prob) والتي كانت أقل من 5%؛
- الشركة رقم (3) كلما زادت نسبة السيولة بوحدة واحدة زادت القيمة السوقية للسهم بـ 2.568421 وحدة في شركة (السادس من أكتوبر للتنمية والاستثمار)، وهذا الأثر ليس له معنوية إحصائية بالنظر إلى القيمة الاحتمالية الإحصائية ستودنت (prob) والتي كانت أكبر من 5%؛
- الشركة رقم (4) كلما زادت نسبة السيولة بوحدة واحدة كلما زادت القيمة السوقية للسهم بـ 53.14096 وحدة في شركة حديد عز، وهذا الأثر له معنوية إحصائية بالنظر إلى القيمة الاحتمالية الإحصائية ستودنت (prob) والتي كانت أقل من 5%؛
- الشركة رقم (05) كلما زادت نسبة السيولة بوحدة واحدة زادت القيمة السوقية للسهم بـ 27.88936 وحدة في شركة البنك التجاري المصري، وهذا الأثر ليس له معنوية إحصائية بالنظر إلى القيمة الاحتمالية الإحصائية ستودنت (prob) والتي كانت أكبر من 5%؛
- الشركة رقم (06) كلما زادت نسبة السيولة بوحدة واحدة كلما زادت القيمة السوقية للسهم بـ 1.414389 وحدة في شركة سيدي كرير للبتروكيماويات وهذا الأثر له معنوية إحصائية بالنظر إلى القيمة الاحتمالية الإحصائية ستودنت (prob) والتي كانت أقل من 5%.



## 2-2 بالنسبة للمتغير (EPS)

- الشركة رقم (1) كلما زادت ربحية السهم بوحدة واحدة كلما انخفضت القيمة السوقية للسهم بـ 2.164412 وحدة في شركة هيرميس القابضة وهذا الأثر ليس له معنوية إحصائية بالنظر إلى القيمة الاحتمالية الإحصائية ستودنت (prob) والتي كانت أكبر من 5%؛
- الشركة رقم (2) كلما زادت ربحية السهم بوحدة واحدة انخفضت القيمة السوقية للسهم بـ 3.962866 وحدة في شركة المصرية للاتصالات وهذا الأثر له معنوية إحصائية بالنظر إلى القيمة الاحتمالية الإحصائية ستودنت (prob) والتي كانت أقل من 5%؛
- الشركة رقم (3) كلما زادت ربحية السهم بوحدة واحدة انخفضت القيمة السوقية للسهم بـ 3.828308 وحدة في شركة السادس من أكتوبر للتنمية والاستثمار، وهذا الأثر له معنوية إحصائية بالنظر إلى القيمة الاحتمالية الإحصائية ستودنت (prob) والتي كانت أقل من 5%؛
- الشركة رقم (4) كلما زادت ربحية السهم بوحدة واحدة كلما انخفضت القيمة السوقية للسهم بـ 5.723370 وحدة في شركة حديد عز، وهذا الأثر له معنوية إحصائية بالنظر إلى القيمة الاحتمالية الإحصائية ستودنت (prob) والتي كانت أقل من 5%؛
- الشركة رقم (05) كلما زادت ربحية السهم بوحدة واحدة زادت القيمة السوقية للسهم بـ 8.903992 وحدة في شركة البنك المصري الخارجي، وهذا الأثر له معنوية إحصائية بالنظر إلى القيمة الاحتمالية الإحصائية ستودنت (prob) والتي كانت أقل من 5%.
- الشركة رقم (06) كلما زادت ربحية السهم بوحدة واحدة زادت القيمة السوقية للسهم بـ 4.522980 وحدة في شركة سيدي كرير للبتروكيماويات، وهذا الأثر له معنوية إحصائية بالنظر إلى القيمة الاحتمالية الإحصائية ستودنت (prob) والتي كانت أقل من 5%.

### 3- معنوية النموذج فيشر و $R^2$ :

الجدول (2-18): المعنوية الكلية معامل التحديد

Weighted Statistics	
Root MSE	0.872576
Mean dependent var	8.299904
S.D. dependent var	9.856724
Sum squared resid	41.11500
Durbin-Watson stat	2.371100
R-squared	0.979142
Adjusted R-squared	0.967486
S.E. of regression	1.099666
F-statistic	84.00406
Prob(F-statistic)	0.000000

المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على برنامج Eviews12

من خلال الجدول ( 18.2) نلاحظ أن قيمة  $R^2$  مرتفعة نسبيا أي أن المتغيرات المستقلة تفسر 97.9142% من التغيرات الإجمالية للمتغير التابع القيمة السوقية للسهم، وهذا يدل على جودة توفيق عالية و المعامل  $R^2$  له معنوية إحصائية بالنظر إلى القيمة الاحتمالية لإحصائية فيشر والتي تساوي  $0.05 > 0.0000$ ، وبالتالي النموذج ككل له معنوية إحصائية.

### المطلب الثاني: تحليل ومناقشة نتائج الدراسة

في هذا المطلب سنحاول تحليل نتائج الدراسة المتمثلة في تأثير سياسة توزيع الأرباح على القيمة السوقية لأسهم الشركات المدرجة ضمن المؤشر المصري للاستدامة (ESG/EGX)، ولمناقشة إشكالية الموضوع تم وضع مجموعة من الفرضيات، تعالج كل فرضية متغيرا أساسيا في سياسة توزيع الأرباح (ربحية السهم، نصيب السهم من التوزيعات) مع اعتماد كل من نسبة السيولة والمردودية المالية كمتغيرات ضابطة. سنقوم بتقسيم فرضية "تؤثر أدوات سياسة توزيع الأرباح على القيمة السوقية للشركات المدرجة ضمن مؤشرات الاستدامة إلى أربعة فرضيات جزئية على النحو الآتي:

- الفرضية الأولى: توجد علاقة ايجابية ذات دلالة إحصائية بين ربحية السهم والقيمة السوقية للسهم في الشركات المدرجة ضمن المؤشر المصري للاستدامة (ESG/EGX) محل الدراسة؛
  - الفرضية الثانية: توجد علاقة ايجابية ذات دلالة إحصائية بين نصيب السهم من التوزيعات والقيمة السوقية للسهم في الشركات المدرجة ضمن المؤشر المصري للاستدامة (ESG/EGX) محل الدراسة؛
  - الفرضية الثالثة: توجد علاقة ايجابية ذات دلالة إحصائية بين المردودية المالية والقيمة السوقية للسهم في الشركات المدرجة ضمن المؤشر المصري للاستدامة (ESG/EGX) محل الدراسة؛
  - الفرضية الرابعة: توجد علاقة ايجابية ذات دلالة إحصائية بين نسبة السيولة والقيمة السوقية للسهم في الشركات المدرجة ضمن المؤشر المصري للاستدامة (ESG/EGX) محل الدراسة.
- اختبار الفرضية الأولى: " وجود علاقة ايجابية ذات دلالة إحصائية بين ربحية السهم والقيمة السوقية للسهم في الشركات المدرجة ضمن المؤشر المصري للاستدامة (ESG/EGX) محل الدراسة".

أشارت النتائج المتحصل عليها من خلال النموذج المقدر إلى عدم تجانس ميول المتغير ربحية السهم في الشركات المدرجة في المؤشر المصري للاستدامة (ESG/EGX)، حيث بينت النتائج وجود علاقة طردية بين ربحية السهم والقيمة السوقية للسهم في الشركتين (البنك التجاري المصري، سيدي كرير للبتروكيماويات)، كون الشركات التي تحقق ربحية كبيرة قادرة على تعويض المستثمرين عن المخاطر (الربحية هي المكافأة أو بدل المخاطر)، ما يجعل الطلب على أسهمها أكبر وهذا ما يرفع القيمة السوقية للشركة. توافقت هذه النتيجة مع دراسة (Salah&Noreen 2016)؛

بيّنت نتائج النموذج المقدر وجود علاقة سلبية ذات دلالة إحصائية بين متغير ربحية السهم والقيمة السوقية للسهم في كل من الشركات (المصرية للاتصالات، السادس من أكتوبر للتنمية والاستثمار، حديد عز) وهذه العلاقة منافية لما جاءت به النظرية المالية، وتختلف مع ما توصلت إليه دراسة (جمال 2019، 2014، Alsaum). يمكن تفسير ذلك بأن المستثمرين في مؤشر الاستدامة لا يتفاعلون إيجابيا مع الأرباح النظرية لأسهمهم التي تفصح عنها الشركات ما لم يترجم ذلك في إعلان عن توزيع نقدي لتلك الأرباح. أما بالنسبة لشركة (هيرميس القابضة)، فقد كان تأثير المتغير ربحية السهم موجبا على القيمة السوقية للسهم، إلا أن هذا التأثير لم يكن دالا إحصائيا بالنظر إلى احتماليته التي كانت أكبر من مستوى المعنوية 5%، وهذه النتيجة تتوافق مع توصلت إليه دراسة (بديدة حورية، دادن عبد الوهاب 2011)

اختبار الفرضية الثانية: " وجود علاقة ايجابية ذات دلالة إحصائية بين نصيب السهم من التوزيعات والقيمة السوقية للسهم في الشركات المدرجة ضمن المؤشر المصري للاستدامة (ESG/EGX) محل الدراسة".

أشارت النتائج المتحصل عليها من خلال النموذج المقدر إلى وجود علاقة ايجابية بين متغير نصيب السهم من الربح الموزع والقيمة السوقية للسهم في الشركات المدرجة في المؤشر (ESG/EGX)، حيث بينت النتائج أنه كلما زاد نصيب السهم من التوزيعات بوحدة واحدة زادت القيمة السوقية للسهم بـ 9.780750 وحدة، و هذه العلاقة لها دلالة إحصائية بالنظر إلى القيمة الاحتمالية الإحصائية لستودنت والتي كانت أقل من 5%، أي وجود تأثير لنصيب السهم من التوزيعات على قيمة الشركات محل الدراسة وهذا يفسر ما أشارت إليه نظرية الإشارة، فالشركات تستخدم سياسة توزيعات الأرباح لبعث إشارة مالية حول الوضعية المالية المستقبلية للمستثمرين في السوق المالي، فبمجرد إعلان الشركة عن قرار توزيعها للأرباح عادة ما تتحرك أسعار السهم نحو الارتفاع. كما تتفق هذه النتيجة أيضا مع نظرية "عصفور في اليد"، حيث نجد أن المستثمرين في مؤشر الاستدامة (ESG/EGX)، مثلهم مثل أغلب المستثمرين في الأسواق المالية، يفضلون الأرباح الحالية على الأرباح المستقبلية الرأسمالية الناتجة عن احتجاز الأرباح لإعادة استثمارها في مشاريع يتوقع أن تُدرّ أرباحا أكثر، بسبب اعتبارات المدى القصير ولأنها أقل مخاطرة.

تتوافق هذه النتيجة مع ما توصلت إليه دراسة (Ivan Eryomin 2020, Sorin Gabril 2016)، ودراسة (قدام جمال 2019، حاج شريف هشام 2021، و دادن عبد الغني، قنون عبد الحق 2020، حفصي رشيد 2016)، التي درست تأثير سياسة توزيع الأرباح على القيمة السوقية للشركة.

كما توافقت مع دراسة (Pedro Verga Mato 2020, Alexandar Fahlen 2019)، التي درست العلاقة بين مؤشر (ESG) وسياسة توزيع الأرباح والقيمة السوقية للشركات.

وعليه نقبل الفرضية التي تنص على: "وجود علاقة ايجابية بين نصيب السهم من التوزيعات والقيمة السوقية للسهم في الشركات المدرجة ضمن المؤشر المصري للاستدامة (ESG/EGX) محل الدراسة".

اختبار الفرضية الثالثة: "وجود علاقة ايجابية ذات دلالة إحصائية بين المردودية المالية والقيمة السوقية للسهم في الشركات المدرجة ضمن المؤشر المصري للاستدامة (ESG/EGX) محل الدراسة".

يبين النموذج القياسي المقدر في الجدول رقم (15.2) في ظل تجانس ميول متغير المردودية المالية وجود علاقة سلبية بين متغير المردودية المالية والقيمة السوقية للسهم في جميع الشركات المدرجة في المؤشر المصري للاستدامة (ESG/EGX)، حيث عندما تزيد المردودية المالية بوحدة واحدة تنخفض القيمة السوقية للسهم بـ 2.536695 وحدة، وهذه العلاقة لها دلالة إحصائية بالنظر إلى القيمة الاحتمالية الإحصائية لستودنت والتي كانت أقل من 5%، أي وجود تأثير سلبى للمردودية المالية على القيمة السوقية للسهم. لم تختبر هذه العلاقة كثيرا من قبل الباحثين، وتشير هذه النتيجة أن الشركات التي توفر مردودية كبيرة لملاكها ينخفض السعر السوقى لأسهمها، وهذا يناقض ما جاءت به النظرية المالية، وماتوصل إليه. (Alsaum 2014)، فالطلب على أسهم الشركات التي تحقق مردودية عالية عادة ما يكون مرتفعا خاصة أن المستثمرين يميلون لتحقيق أهداف قصيرة الأجل وتعظيم عائد محافظتهم المالية. غير أنه يمكن القول أن نتيجة اختبار الفرضية الثالثة قد توافقت إلى حد ما مع نتيجة اختبار الفرضية الأولى المتعلقة بحصة السهم من الأرباح، ويمكن القول دائما أن المستثمرين لم يتفاعلوا إيجابيا إلا مع التوزيع الفعلي للأرباح المحققة، خاصة في ظل وجود اعتقاد بأن الإدراج في مؤشر الاستدامة يتطلب المزيد من الإنفاق على قضايا الاستدامة، خاصة ما تعلق منها بالبيئة والمجتمع، وهو ما يعني توجه الشركات نحو المشاريع التي تراعي معايير ESG، حتى على حساب الربحية (التقييم لدى المستثمر وفق معيار الفرصة البديلة: حيث يمكن لتلك المشاريع أن تحقق أرباحا، ولكن يمكن أن تكون أقل نسيبا من مشاريع أخرى لا تهتم بمعايير ESG). كما نجد أن دراستنا اتفقت مع دراسة (براني مختارية 2020، قدام جمال 2019). ونجد أيضا من خلال مصفوفة الارتباط أن أثر المردودية المالية السالب على الشركات محل الدراسة كان بـ 0.079 وهو ارتباط ضعيف بالمتغير التابع: القيمة السوقية للسهم.

وعليه، لا يتم قبول الفرضية الثالثة، التي تنص على: "وجود علاقة ايجابية ذات دلالة إحصائية بين المردودية المالية والقيمة السوقية للسهم في الشركات المدرجة ضمن المؤشر المصري للاستدامة (ESG/EGX)".

اختبار الفرضية الرابعة: وجود علاقة ايجابية ذات دلالة إحصائية بين نسبة السيولة والقيمة السوقية للسهم في الشركات المدرجة ضمن المؤشر المصري للاستدامة (ESG/EGX) محل الدراسة".

أشارت النتائج المتحصل عليها من خلال النموذج المقدر إلى عدم تجانس ميول المتغير نسبة السيولة في الشركات المدرجة في المؤشر المصري (ESG/EGX)، حيث بيّنت النتائج وجود علاقة طردية بين السيولة والقيمة السوقية للسهم في الشركات (المصرية للاتصالات، حديد عز)، حيث أن توفر الشركات على السيولة وزيادتها يمنح المزيد من الأمان للمستثمرين بشأن حصولهم على توزيعات الأرباح النقدية في موعدها، مما يجعل أسهم هذه الشركات جذابة أكثر للمستثمرين في المؤشر المصري للاستدامة (ESG/EGX)، مما يرفع الطلب

على هذه الأسهم، وبالتالي ترتفع القيمة السوقية للشركات محل الدراسة. غير أنّ الإفراط في الاحتفاظ بالسيولة يعتبر تكلفة لفرصة ضائعة وقد يؤثر سلباً على القيمة السوقية للشركات، فهو يعني تجميد للأموال التي ينبغي إعادة استثمار جزء منها من أجل الحصول على مردودية أكبر يكون لها تأثير إيجابي على القيمة السوقية للشركات محل الدراسة.

بيّنت نتائج النموذج المقدر وجود علاقة موجبة بين متغير نسبة السيولة والقيمة السوقية للسهم في كل من شركتي (هيرمس القابضة، السادس من أكتوبر للتنمية والاستثمار، سيدي كير للبتروكيماويات)، إلا أن هذا الأثر لم يكن دالاً إحصائياً بالنظر إلى احتمالياته التي كانت أكبر من مستوى المعنوية 5%.

وعليه نقبل الفرضية الرابعة التي تنص على: وجود علاقة ايجابية ذات دلالة إحصائية بين نسبة السيولة القيمة السوقية في الشركات المدرجة ضمن المؤشر المصري للاستدامة (ESG/EGX) محل الدراسة".

## خلاصة الفصل :

من خلال ما تم تقديمه من عرض وتوضيح لمنهجية الدراسة، خطوات الدراسة، ومصادر جمع بيانات الدراسة، الدراسة الإحصائية الوصفية للمتغيرات ثم النماذج القياسية لتفسير العلاقة بين توزيعات الأرباح وقيمة الشركة من خلال برنامجي (Eviews.Excel) وتقدير نموذج نماذج بيانات بانل (Paneldata) من أجل دراسة العلاقة بين المتغير التابع والمتغيرات المستقلة ويمكن تلخيص النتائج المتوصل إليها كما يلي:

- إن متغيرات سياسة توزيع الأرباح مجتمعة تفسر القيمة السوقية للشركات المدرجة في المؤشر المصري للاستدامة (ESG/EGX) ، بنسبة 97.91% وهي نسبة قوية تدل على قوة التكامل بين المتغيرات؛
- وجود علاقة طردية وذات دلالة إحصائية بين متغير ربحية السهم والقيمة السوقية لبعض الشركات وعلاقة عكسية ذات دلالة إحصائية في البعض الآخر، مع وجود شركة واحدة لم يكن لمتغير ربحية السهم أي تأثير على قيمتها السوقية؛
- وجود علاقة موجبة وذات دلالة إحصائية بين المتغير نصيب السهم من التوزيعات والقيمة السوقية للشركات محل الدراسة؛
- وجود علاقة سلبية ذات دلالة إحصائية بين متغير المردودية المالية وقيمة الشركات محل الدراسة؛
- وجود علاقة طردية وذات دلالة إحصائية بين المتغير نسبة السيولة والقيمة السوقية لبعض الشركات، والبعض الآخر لم يكن لمتغير نسبة السيولة أي تأثير معنوي على قيمتها السوقية.

خاتمة

خاتمة:

تعتبر سياسة توزيع الأرباح من القرارات المالية المهمة ذات البعد الاستراتيجي في الشركات لما لها من انعكاسات على قرارات المستثمرين في الحكم على أداء الشركة وربحيتها في المستقبل. اهتمت دراستنا بمناقشة واختبار تأثير توزيعات الأرباح على قيمة الشركات المدرجة في المؤشر المصري للاستدامة (ESG/EGX)، ومعرفة هل يمكن أن تتوافق النتائج في مؤشر الاستدامة مع النتائج التي يتم التوصل لها في دراسات سابقة أخرى لم تهتم بموضوع الاستدامة، معتمدين في ذلك على أساليب إحصائية متمثلة في نماذج بانل غير المتجانسة، حيث خلصت الدراسة إلى مجموعة من النتائج:

أولاً: نتائج الدراسة النظرية

أفادت نتائج الدراسة النظرية وما تشمله من تحليل للدراسات السابقة في مناقشة الفرضيتين الأولى والثانية، حيث جاءت نتائج الدراسة كما يلي:

- تعد سياسة توزيع الأرباح من السياسات المالية المهمة بالنسبة للشركات وذلك لما لها من تأثير على بقية القرارات المالية وعلى قيمة الشركة في السوق المالي.

- اختلفت النظريات في بيان تأثير سياسة توزيع الأرباح على القيمة السوقية للسهم من عدمه وكلا بحسب وجهات النظر والفرضيات التي تنبثق منها.

- اختلفت الأبحاث والدراسات السابقة في التوافق على نتيجة واحدة تحدد طبيعة العلاقة بين سياسة توزيعات الأرباح وقيمة الشركة، حيث توصلت دراسات لعلاقة ايجابية مع القيمة السوقية للشركة متفقين بذلك مع نظرية الإشارة، في حين توصلت دراسات أخرى لعلاقة سلبية مع القيمة السوقية للشركة متفقين بذلك مع نظرية التمييز الضريبي، فيما لم تجد بعض الدراسات أي أثر للتوزيعات على قيمة الشركة مستندين بذلك على نظرية حيادية التوزيعات، وذلك لاختلاف بيئات البحث وأسواق المال والشركات المستهدفة وغيرها؛

- بينت الأبحاث السابقة أن الانخراط في الشركات المستثمرة في المسؤولية الاجتماعية وحوكمة الشركات يرفع من أداء الشركات ويسمح بتوزيعات أرباح أكثر استقراراً.



## ثانياً: نتائج الدراسة التطبيقية

من خلال الدراسة التطبيقية، أمكننا مناقشة الفرضية الثالثة وما نتج عنها من فرضيات جزئية متعلقة بسياسة توزيع الأرباح، وجاءت النتائج كما يلي:

- وجود اختلافات كلية بين الشركات خلال فترة الدراسة بالنسبة لمتغيري السيولة وربحية السهم، مما يعني عدم وجود تجانس بين هذه الشركات، وقد يرجع السبب في ذلك إلى الخصائص التي تتميز بها كل شركة والقطاع الذي تنشط فيه؛

- دلت نتائج الاختبارات على وجود علاقة موجبة بين حصة السهم الواحد من الأرباح الموزعة في شركات المؤشر المصري للاستدامة (ESG/EGX) والقيمة السوقية لأسهمها، وبالتالي فإن زيادة نصيب السهم من التوزيعات تؤدي إلى زيادة القيمة السوقية للسهم؛

- أشارت الاختبارات إلى وجود تأثير لربحية السهم ونسبة السيولة على القيمة السوقية للشركات المدرجة في المؤشر المصري للاستدامة (ESG/EGX)، واختلفت هذه التأثيرات من شركة إلى أخرى بين العلاقة العكسية والعلاقة الإيجابية ذات الدلالة الإحصائية، حيث يرجع هذا الاختلاف إلى عدم وجود تجانس بين هذه الشركات خلال فترة الدراسة؛

بناءً على النتائج المتوصل إليها، يمكن أن نستنتج بأن هناك تأثير لتوزيعات الأرباح على سياسة توزيعات الأرباح لقيمة السوقية للشركات المدرجة في المؤشر المصري (ESG/EGX)، لكن تبقى حقيقة العلاقة بين سياسة توزيع الأرباح والقيمة السوقية للشركة موضوع لا يزال يثير الكثير من الجدل في الأدب المالي.

## توصيات الدراسة:

في ظل التطورات الاقتصادية والمالية، وانفتاح الأسواق وتربطها، ومن خلال ماتسعى له المؤسسة من تحقيق أرباح مستقبلية ورفع من قيمتها وبغرض النمو والتوسع، إضافة إلى ذلك وما يسعى إليه المستثمر من تحقيق أكبر الأرباح بغرض تعظيم ثروته، وبناءً على ماورد وما تم التوصل إليه في هذه الدراسة نوصي مايلي:

- على كل مؤسسة مدرجة في البورصة القيام بدراسات وأبحاث لمعرفة العوامل التي تؤثر على القيمة السوقية لأسهمها خاصة فيما يتعلق بسياسة توزيع الأرباح وهذا للوصول إلى سياسة توزيعات مثلى تمكنها من تعظيم قيمة أسهمها؛
- نوصي المستثمرين في البورصة المصرية بالاهتمام بالتحليل المالي الإضافي الذي يعتمد على الأداء المالي للشركات، والتزامها بمعايير ESG؛
- زيادة الوعي الاستثماري لدى المستثمرين بخصوص المزايا التي تقدمها المسؤولة اجتماعيا.
- آفاق الدراسة:
- تطوير الدراسة من خلال إجرائها على عينة أوسع وأكثر تجانسا وفي قطاعات مختلفة للوصول إلى نتائج أكثر دقة، وخلال فترة زمنية أطول، إضافة إلى الاعتماد على متغيرات أخرى للدراسة من أجل تكوين نظرة موسعة حول العوامل المؤثرة على قيمة المؤسسة كيفية التحكم فيها؛
- التعمق والبحث أكثر في تأثير مؤشرات الاستدامة على سياسة توزيع الأرباح والأداء المالي للشركات.

## المصادر والمراجع

أولاً: المراجع باللغة العربية:

## 1- المراجع باللغة العربية

أولاً الكتب :

1. احمد العلي (2020). الادارة المالية للشركات، الاجازة في علوم الادارة ،من منشورات الجامعة السورية الافتراضية، الجمهورية العربية السورية .
2. بن ساسي الياس ، قريشي يوسف .(2011). التسيير المالي ، الجزء الاول : الطبعة الثانية، دار وائل للنشر والتوزيع ، عمان .
3. الدكتور حيان ديب(2018).تحليل البيانات، الجامعة الافتراضي السورية، سوريا، بتصرف)
4. شحادة حسين خليل، الحياي وليد ناجي.(2015). السياسات المالية للشركات ، مركز الكتاب الاكاديمي ، الاردن.
5. فايز سليم حداد (2009).الإدارة المالية : دار الحامد للنشر والتوزيع ، الطبعة الثانية ، الأردن.
6. محمد صالح الحناوي ونهال فريد مصطفى (2005).الإدارة المالية :الدار الجامعية، مصر.
7. نصيب رجم، عماني لمياء وبن علي سمية (2018). تقييم المؤسسات، دروس وتطبيقات محلولة، الطبعة الأولى، الدار الجزائرية، الجزائر.
8. هندي منير ابراهيم (2004). الفكر الحديث في هيكل تمويل الشركات، منشأة المعارف ، الاسكندرية.

ثانيا الاطروحات والمذكرات :

9. بحرية مواعي (2016). التقييم المالي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة العمومية في ظل معايير المحاسبة الدولية، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية ،كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير ،جامعة الشلف.
10. زيرام وليد (2012).أثر سياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة: دراسة مقارنة بين سوق المال السعودي والمغربي خلال الفترة 2003-2011،مذكرة ماجستير في علوم التسيير،جامعة قسنطينة.
11. سعيدي وصاف(2015).سياسة توزيع الأرباح في عينة من الشركات المدرجة في سوق الأسهم السعودي، بحث تطبيقي مقدم، جامعة الملك فيصل ،المملكة العربية السعودية.

12. عبد الكريم بوحادرة (2012). اثر اختيار الهيكل المالي على قيمة المؤسسة : دور سياسة توزيع الأرباح في تحديد القيمة السوقية للسهم ،رسالة ماجستير، قسم علوم التسيير ،جامعة قسنطينة .
13. عدمان فايزة (2017) .سياسة توزيع الأرباح وأثرها على القيمة السوقية لأسهم المؤسسات الاقتصادية المدرجة في البورصة، رسالة ماجستير ،قسم علوم التسيير ،جامعة الجزائر.3
14. علي بن ضب (2009) . دراسة تأثير الهيكل المالي وسياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة الاقتصادية المدرجة بالبورصة: دراسة حالة عينة من الشركات المدرجة بسوق الكويت للأوراق المالية خلال الفترة 2008 -2006، رسالة ماجستير، جامعة ورقلة.

### رابعا:المجلات العلمية

15. بالعشي عبد المالك ، مزيان سعيد (2021) .اثر سياسة توزيع الأرباح على القيمة السوقية للسهم في المؤسسة الاقتصادية ، مجلة الدراسات المالية والمحاسبية والادارية ، المجلد 08، العدد 02 .
16. براني مختارية،حسيني اسحاق (2020).مجلة اجاث اقتصادية وادارية،العدد01.
17. بريش عبد القادر ، عيسى بدروني.(2013) .محددات سياسة توزيع الأرباح في المؤسسات الخاصة الجزائرية، مجلة الباحث، الأكاديمية للدراسات الاجتماعية و الإنسانية، العدد 10
18. بن ثابت علال (2014). أساليب تقييم المؤسسات وتطبيقاتها في الجزائر، دراسات العدد الاقتصادي ،المجلد 5، العدد 01.
19. بومزايد ابراهيم راجي رانيا كوثر(2018) .مقاربات وطرق تقييم المؤسسات الاقتصادية ، مجلة الباحث الاقتصادي المجلد 6 العدد 10.
20. حاج شريف هشام ،حريري عبد الغني (2021) تأثير توزيعات الأرباح على القيمة السوقية لأسهم شركة صيدال المدرجة في بورصة الجزائر ،مجلة مجاميع المعرفة ،المجلد 07 العدد01.
21. حجاب عيسى،حافيهدي،مساهمة مبادئ حوكمة الشركات في ترشيد سياسة توزيع الأرباح ، مجلة البديل الاقتصادي.
22. حفصي رشيد(2016) ،دراسة وتحليل تأثير سياسة توزيع الأرباح على أداء أسهم المؤسسات المدرجة في السوق المالي ، المجلة الجزائرية للدراسات المحاسبية والمالية ،العدد02 .

23. دادن عبد الوهاب ، بديدة حورية . (2011). تأثير سياسة توزيع على قيمة الشركات المدرجة في المؤشر (CAC40) - تحليل إحصائي خلال الفترة (2007-2009) - مجلة البحوث الاقتصادية وإدارية، العدد10.
24. الداوي خيرة، غريب بولرباح، ابراهيم خويلد (2021). تأثير هيكل الملكية على سياسة توزيع الأرباح - دراسة تطبيقية على الشركات الصناعية المدرجة في بورصة عمان خلال الفترة (2013-2019)، مجلة المؤسسة، العدد 01، الجزائر، ص 157.
25. سعود جايد مشكور (2020). العلاقة بين سياسة توزيع الأرباح والقيمة السوقية للسهم وأثرها في تحديد قيمة الشركة ، مجلة مركز دراسات كوفة ، العدد 14 .
26. سويسي هوارى (2007). أهمية تقييم المؤسسات في اتخاذ قرارات الاستثمار المالي ، مجلة الباحث ، العدد 05 .
27. عبد النور بوزيد، محمد عبيلة (2019). نظريات عدم حياد سياسة توزيع الأرباح وأثرها على القيمة السوقية للمؤسسة ، ايكوفان للدراسات الاقتصادية، العدد 01 ، جامعة طاهري محمد بشار.
28. علام موسى (2014). اثر جودة حوكمة الشركات على سياسة توزيع الأرباح دورية الإدارة العامة، المجلد 45 العدد 03 .
29. غزالي زينب (2017) ، اثر حوكمة الشركات على سياسة توزيع الأرباح، مجلة الاقتصاد الصناعي ، العدد 13 .
30. قدام جمال، ترفاس نور الدين (2019). اثر سياسة توزيع الأرباح على القيمة السوقية ، مجلة البشائر الاقتصادية، العدد 02.
31. قرادي عبد القادر (2021). مقاربات ومعايير التقييم المالي للمؤسسة الاقتصادية ، مخبر دراسات التنمية الاقتصادية ، جامعة الاغواط ، العدد 01.
32. متولي السيد متولي عيطة (2020). اثر سياسة توزيع الأرباح وهيكل رأس المال على القيمة السوقية للمصارف، مجلة الإسكندرية للبحوث المحاسبية ، العدد 03.
33. مجدي مليجي عبد الحكيم مليجي (2020). اثر دورة حياة الشركة والمسؤولية الاجتماعية وجودة المستحقات على سياسة توزيع الأرباح ، مجلة الإسكندرية للبحوث المحاسبية ن المجلد 04 العدد 02 .

34. محمد زرقون (2016). أثر الاكتتاب العام على سياسة توزيع الأرباح في المؤسسات الاقتصادية المسعرة في البورصة-دراسة تحليلية مقارنة لمؤسسة تسيير فندق الأوراسي الجزائر. مجلة الباحث، جامعة ورقلة العدد 08.

35. محمد عبد العزيز محمد ابو العلاء (2018). اثر تواجد الشركات في المؤشر المصري للمسؤولية الاجتماعية ESG على التحفظ المحاسبي-دراسة تطبيقية على الشركات المدرجة في المؤشر، مجلة الفكر المحاسبي، المجلد 22، العدد 07،

### التظاهرات العلمية:

36. لمياء عماني، مسغونيمى (2022). الحوكمة كركيزة إستراتيجية لخلق القيمة المستدامة-حالة الصناديق الاستثمارية المسؤولة اجتماعيا المدارة وفق معايير ESG-بحث مقدم الى مؤتمرالدولي الافتراضي الثامن: الاتجاهات الحديثة للحوكمة وأخلاقيات الأعمال للشركات الاقتصادية في ظل الأزمات الراهنة، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة الوادي.

### المواقع الالكترونية :

37. موسوعة الجامعة السورية [pedia.svuonline.org](http://pedia.svuonline.org)

38. المؤشر المصري EGX 30/ ESG متاح على الموقع

: <https://www.egx.com.eg/ar/overviews-p-egx.aspx?nav=7> ، تاريخ

الاطلاع : 2022-04-19.

### المراجع باللغة الاجنبية :

- Al Masum, A. (2014). **Dividend policy and its impact on stock price – a study on commercial banks listed in dhaka stock exchange**. Global Disclosure of Economics and Business.
- Andreas johansson :AlexsanderFahlen(2019) .does sustainability affect dividend policy;degree project; Department of business Administration;Umea university
- Anyim Florence onidya (2018); THE EFFCT OF POLICY ON THE VALUE OF FIRMS LISTED AT THE NAIROBI SECURITIES EXCHANGE ,A research Project Submittid In Partial Fulfilment of The Requirements For The Degree of Master In Business Administartion ; University Of Nairobi

- Azizur Rahman, Dr. Begum Ismat Ara Huq, Md. AbulKalam Azad (2012). Impact of Dividend Policy on the Value of the Firm-A study of some selected Private Commercial Banks in Bangladesh. Journal of Banking & Financial Services, University of Dhaka, Vol-6, No.1
- Bodart, Julien (2017); La politique de dividende des entreprises. Analyse du secteur brassicole.. Louvain School of Management, Université catholique de Louvain,..P 11;cit : du Bus de Warnaffe, Bruno. <http://hdl.handle.net/2078.1/thesis:1311>
- Brahim KHOULED(.2018).Tests of Homogeneity in Panel Data, <http://www.eviews.com/Addins/hsiao.aipz>.
- Egbeonu Oliver & others.(2016)..**Effect of Dividend Policy on the Value of Firms** (Emperical Study of Quoted Firms in Nigeria Stock Exchange) , Research Journal of Finance and Accounting, Vol.7, No.3 Freeman, R.E.; Dmytriye, Op cit,p8.
- Emeni ,Francis Kehinde ,&Ogbulu, (2015). **The Effect of Dividend Policy on the Market Value of Firms in the Financial Services Sector in Nigeria**, Archives of Business Research, Vol.3, No4.
- Freeman, R.E.; Dmytriye, S.(2017). **Corporate Social Responsibility and Stakeholder Theory: Learning from Each Other. Symphonya. Emerg. Issues Manag. P7**
- Lindeman ;Toumas (2016) .The correlation between dividend policy measures and share price ;Degree Thesis International ; Business,
- Marco Taliento; Christian Favino.(2019). Impact of Environmental, Social, and Governance Information on Economic Performance: Evidence of a Corporate ‘Sustainability Advantage’ from Europe, Department of Economics, University of Foggia, 71121 Foggia, Italy,.
- Pedro VergaMatos (2020) ; Victor Barros ; Dose ESG Affect The Stability of Dividend policies in Europe; lisbona school of economics and management, universidade de lisbona
- RaedKanakriyah(2020)Dividend Policy and Companies' Financial Performance, The Journal of Asian Finance, Economics and Business, Volume 9 Issue 4
- Raymond A, Ezejiofor A. (2021), Relevance of Corporate Dividend Policy on the, Shareholder’s Wealth, Scholars Journal of Economics, Business and Management, Nigeria.
- Tatenda NHARO, Tankiso MOLOI and Modi HLOBO. The Relationship between Board Characteristics and Dividend Payment Policies in the JSE Top 40 Listed Companies. School of Accounting University of Johannesburg South Africa.
- Tatenda NHARO, Tankiso Moloji and Modi hlobo. **The Relationship between Board Characteristics and Dividend Payment Policies in the JSE Top 40 Listed Companies**. School of Accounting University of Johannesburg South Africa
- Tuigongwilsonkibet (2015). effects of dividend policy on share price of firms listed at the nairobi securities exchange, kenya , a thesis submitted to the school of business in partial fulfillment of the requirements for the award of the degree of master of science (finance) of kenyattauniversity



الملاحق

الملحق رقم (01): المقارنة بين الدراسات السابقة

الباحث	الهدف من الدراسة	الحدود الزمنية والمكانية	المتغير المستقل	المتغير التابع	النتائج المتوصل إليها
بالعشي عبد المالك مزياني السعيد	معرفة اثر سياسة توزيع الأرباح على السعر السوقي لأسهم ببوفارموصيدال للصناعة الصيدلانية	الفترة 2015-2018 بورصة الجزائر	ربحية السهم نصيب السهم من الربح الموزع	مضاعف الربحية	طبيعة سياسة توزيع الأرباح تأثر على الأسعار السوقية لأسهم الشركات التي تنشط في سوق كفى
حاج شريف هشام حريري عبد الغني	العلاقة بين سياسة توزيع الأرباح وقيمتها السوقية	شركة صيدال بورصة الجزائر الفترة 1999- 2019	نصيب السهم من الربح الموزع نصيب السهم من الربح المحتجز	السعر السوقي للسهم	وجود علاقة طردية بين توزيعات الأرباح والقيمة السوقية للسهم لاتوجد علاقة سببية من القيمة السوقية للسهم اتجاه توزيعات الأرباح وجود علاقة توازنية طويلة الأجل بين توزيعات الأرباح والقيمة السوقية.
قدام جمال و. ترفاس نور الدين	هدفت هذه الدراسة إلى اختبار أثر سياسة توزيع الأرباح على القيمة السوقية للمؤسسات المدرجة ضمن مؤشر DJIA الأمريكي	30 مؤسسة خلال الفترة 2007-2017	ربحية السهم نصيب السهم من الربح المحقق المردودية المالية	السعر السوقي للسهم	توصلت الدراسة إلى أن كل المتغيرات المفسرة لها دلالة إحصائية ماعدا متغير نمو الأصول ، حيث كان تأثير كل من متغيرات سياسة توزيع الأرباح DPS وEPS ايجابي و ذو معنوية.

<p>توصلت هذه الدراسة إلى أن هناك تأثير لسياسة التوزيعات النقدية على قيمة المؤسسة، بينما لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين كل من إعادة شراء الأسهم وربحية السهم على قيمة المؤسسة، عدم وجود تأثير للمحتوى لمعلوماتي لهذه السياسة على قيمة المؤسسة المكونة للمؤشر CAC40.</p>	<p>سعر السهم السوقي</p>	<p>ربحية السهم نصيب السهم من الربح الموزع</p>	<p>الفترة 2007-2009</p>	<p>هدفت هذه الدراسة إلى التعرف على مدى تأثير سياسة توزيع على قيمة المؤشرات المؤشر CAC40</p>	<p>دادن عبد الوهاب وبديدة حورية</p>
<p>هناك علاقة ذات دلالة إحصائية بين سياسة توزيع الأرباح ممثلة في نصيب السهم من التوزيعات النقدية، ربحية السهم ( وقيمة أسهم المؤسسات المدرجة في سوق دبي المالي لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين الأرباح المحتجزة وقيمة السهم.</p>	<p>السعر السوقي للسهم</p>	<p>ربحية السهم نصيب السهم من التوزيعات</p>	<p>30 مؤسسة مدرجة في السوق خلال الفترة 2011-2014</p>	<p>هدفت هذه الدراسة إلى تحليل تأثير سياسة توزيع الأرباح على القيمة السوقية لاسهم المؤسسات المدرجة في سوق دبي المالي</p>	<p>رشيد حفصي</p>

## الملاحق

وليد زيرام	هدفت الدراسة إلى تحليل دور سياسة توزيع الأرباح في حد	مؤسسات في سوق المالي السعودي و	نصيب السهم من التوزيعات	السعر السوقي	توصلت هذه الدراسة إلى أن سياسة توزيع
الدراسة	الهدف من الدراسة السوق المالي المغربي	المتغير التابع نصيب السهم	المتغير المستقل	الناتج المتوصل اليه الأرباح تتمتع بتأثير كبير	
Pedro Veiga Mairal Viqueira Barros Goaquim	هدفت هذه الدراسة إلى تحليل دور سياسة توزيع الأرباح في حد	من نصيب الربح من الربح الختروج	مؤشرات الاستدامة	توصلت هذه الدراسة إلى أن الشركات المسجلة في البورصة المالية المغربية تمتلك هيكل تمويل متوازن حيث أن الشركات ذات هيكل تمويل متوازن تمتلك أداءاً أعلى من الشركات ذات هيكل تمويل غير متوازن. كما أن الشركات ذات هيكل تمويل متوازن تمتلك أداءاً أعلى من الشركات ذات هيكل تمويل غير متوازن.	
عبد الكريم بوحادرة	هدفت الدراسة إلى دراسة الموارد المالية المتوفرة لدى المؤسسة ومعرفة مدى تأثيرها على قيمتها ودراسة أثر التوزيعات على القيمة السوقية للسهم.	نصيب السهم من الربح المحقق نصيب السهم من الربح المحتجز	السعر السوقي للسهم	توصلت هذه الدراسة إلى أن الهيكل المالي هو عبارة عن مزيج بين مختلف مصادر التمويل المتاحة أمام المؤسسة لتمويل احتياجاتها الإستثمارية ، تلعب سياسة توزيع الأرباح دوراً هاماً في تحديد قيمة السهم فالتوزيعات تعكس الأداء الحسن للمؤسسة.	

الملحق رقم (02): المقارنة بين الدراسات باللغة الأجنبية

توافق أفضل على مدى الطويل مع مساهمين وأصحاب المصلحة .				Miranda 2020
توصلت الدراسة إلى وجود ارتباط بين أداء الحوكمة البيئية والاجتماعية والقيمة السوقية للشركات، وجود ارتباط ضعيف بين عامل البيئة والقيمة السوقية.	الحوكمة المسؤولية الاجتماعية والبيئية	السعر السوقي للسهم	هدفت هذه الدراسة إلى اختبار العلاقة بين مؤشرات الاستدامة البيئية، الاجتماعية وعوامل الحوكمة ESG والقيمة السوقية 73 شركة خلال الفترة 2015- 2010	Andreas Johan sson ,Alexande rFahlen 2019
توصلت الدراسة إلى أن نسب الربحية ليس لها أي تأثير معنوي على سياسة توزيع الأرباح، وتوصلت أيضا إلى أنه ليس لسياسة توزيعات الأرباح أي تأثير كبير على قيمة الشركة.	ربحية السهم نصيب السهم من الربح الموزع المردودية المالية المردودية الاقتصادية	السعر السوقي للسهم	معرفة تأثير نسب الربحية وسياسة توزيع الأرباح على قيمة شركات. 11 شركة خلال الفترة 2018- 2014	T.husain ,Sar wain ,Nadir Sundardi,Lisda wati 2019
توصلت الدراسة إلى أن قيام الشركات بتوزيع الأرباح له تأثير ايجابي على سعر السهم، وأن العلاقة بين توزيعات الأرباح وقيمة الشركة هي علاقة طردية	ربحية السهم نصيب السهم من الربح الموزع	السعر السوقي للسهم	تحليل وتقييم تأثير سياسة توزيع الأرباح على القيمة السوقية 25. شركة روسية خلال الفترة 2019-2013	Ivanenyamin 2020
توصلت الدراسة إلى أن نسبة الأرباح تؤثر بشكل ايجابي على قيمة الشركة. تأثير اثر الرافعة وحجم الشركة على قيمة الشركة	ربحية السهم نصيب السهم من التوزيعات حجم الشركة الرفع المالي	السعر السوقي للسهم	تأثير سياسة توزيع الأرباح على قيمة الشركات 63 شركة مدرجة في بورصة بوخارست الفترة 2011-2001	Sorin Gabril Anton 2016

<p>أظهرت النتائج وجود علاقة سلبية بين عائد التوزيعات وتوزيعات الأرباح على تقلب سعر الأسهم</p>	<p>ربحية السهم نصيب السهم من الربح الموزع</p>	<p>السعر السوقي للسهم</p>	<p>تأثير سياسة توزيع الأرباح على تقلب سعر السهم 28 شركة مدرجة في بورصة عمان الفترة 2010-2016</p>	<p>Sufian Radwan Almanaseer 2016</p>
<p>وجود تأثير معنوي سالب لمردودية السهم على عكس معدل احتجاز الربح الذي لم يسجل أي تأثير على القيمة السوقية لهذه البنوك، من جهة أخرى تمت ملاحظة تأثير معنوي موجب لكل من العائد على حقوق الملكية وآخر سالب للنتيجة بعد الضريبة والفوائد</p>	<p>مردودية السهم ربحية السهم نصيب السهم من الربح الموزع</p>	<p>السعر السوقي للسهم</p>	<p>تأثير سياسة توزيع الأرباح على السعر السوقي للسهم</p>	<p>Al Masum 2014</p>
<p>هناك تأثير للربحية على قيمة أسهم المؤسسات، كما كشفت النتائج على أن توزيعات الأرباح لها علاقة عكسية مع سعر السهم</p>	<p>ربحية السهم نصيب السهم من التوزيعات</p>	<p>السعر السوقي للسهم</p>	<p>تأثير سياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسات المدرجة في بورصة نيجيريا، شملت عينة الدراسة على 12 مؤسسة مدرجة في بورصة نيجيريا NSE لمدة 5 سنوات</p>	<p>Egbeonu liver 2016</p>

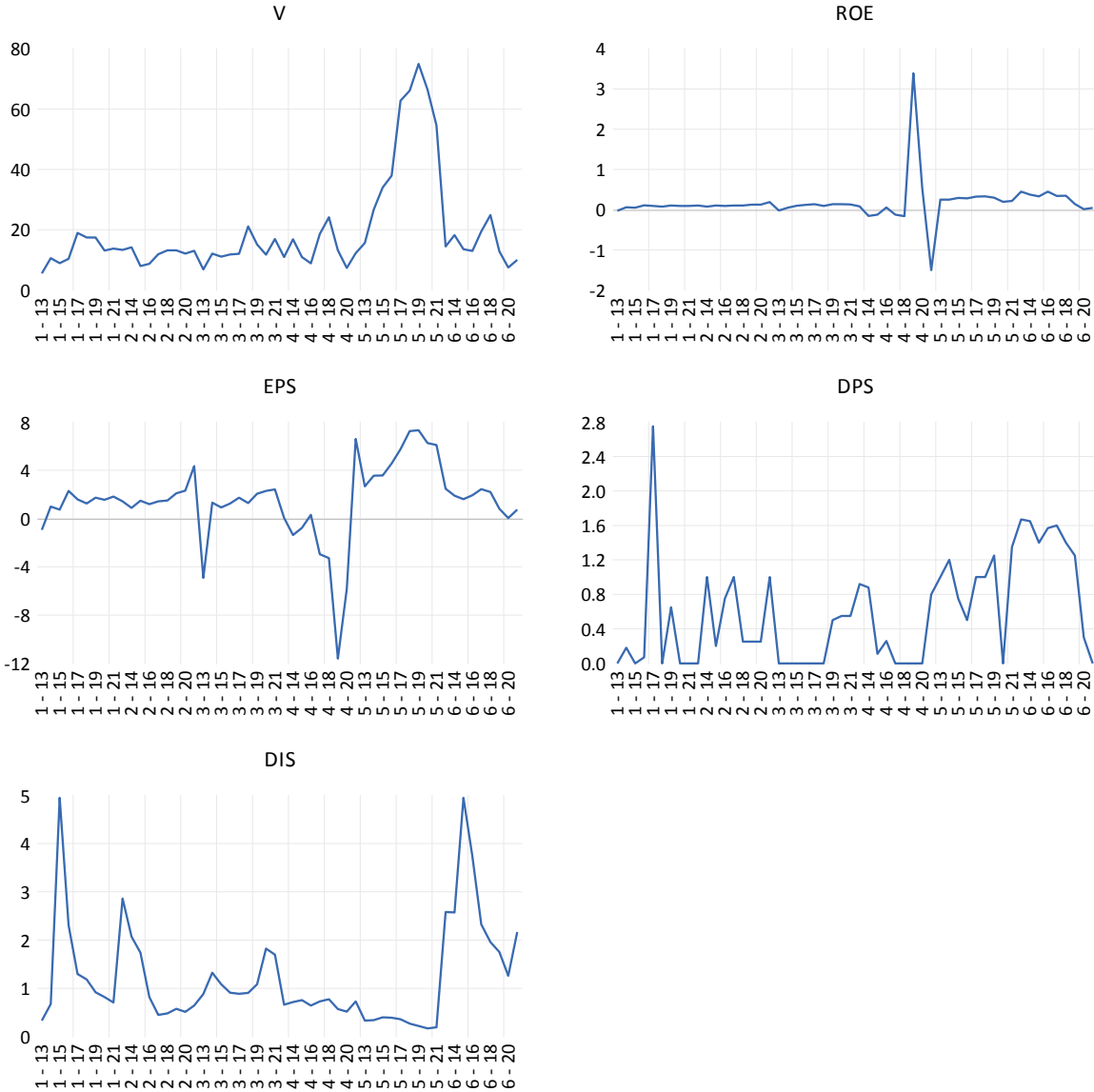
من إعداد الطالبين بالاعتماد على الأدبيات المبينة في الفصل الأول

الملحق رقم (03): النموذج المقدر قبل المعالجة

Dependent Variable: V  
 Method: Panel Least Squares  
 Date: 05/07/22 Time: 13:59  
 Sample: 2013 2021  
 Periods included: 9  
 Cross-sections included: 6  
 Total panel (balanced) observations: 54

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	9.493128	1.948706	4.871505	0.0000
ROE	-4.027108	2.883817	-1.396450	0.1705
DPS	0.640932	1.313732	0.487871	0.6284
DIS	-1.310483	1.220320	-1.073885	0.2895
DIS*(COMPANY=1)	0.629739	1.486417	0.423662	0.6741
DIS*(COMPANY=2)	2.045811	1.741463	1.174765	0.2472
DIS*(COMPANY=3)	3.497428	2.122150	1.648059	0.1074
DIS*(COMPANY=4)	5.491339	3.739558	1.468446	0.1500
DIS*(COMPANY=5)	-35.68419	10.22859	-3.488673	0.0012
EPS	5.756819	1.991464	2.890747	0.0063
EPS*(COMPANY=1)	-2.321419	2.275392	-1.020228	0.3139
EPS*(COMPANY=2)	-4.861571	2.094697	-2.320894	0.0256
EPS*(COMPANY=3)	-4.697025	2.108801	-2.227343	0.0318
EPS*(COMPANY=4)	-6.869258	2.214111	-3.102490	0.0036
EPS*(COMPANY=5)	4.029974	2.008027	2.006932	0.0517
Root MSE	3.708103		R-squared	0.945850
Mean dependent var	19.22093		Adjusted R-squared	0.926411
S.D. dependent var	16.08463		S.E. of regression	4.363313
Akaike info criterion	6.014474		Sum squared resid	742.5016
Schwarz criterion	6.566969		Log likelihood	-147.3908
Hannan-Quinn criter.	6.227549		F-statistic	48.65860
Durbin-Watson stat	2.158493		Prob(F-statistic)	0.000000

الملحق رقم(04) : تأثيرات المتغيرات المستقلة على القيمة السوقية للشركات محل الدراسة



المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على برنامج Eviews12



الملحق رقم (05): الشركات المدرجة في المؤشر المصري (ESG/EGX30)

اسم الشركة	كود رويترز	كود التقييم الدولي
البنك التجاري الدولي (مصر)	COMI.CA	EGS60121C018
حساباتو	AUTO.CA	EGS673T1C012
مجموعها الماليهيمساقابضه	HRHO.CA	EGS69101C011
الاسكندرية للزيوت المعدنية	AMOC.CA	EGS380P1C010
ايديتا للصناعات الغذائية	EFID.CA	EGS305I1C011
سيدي كزير للبتروكيماويات	SKPC.CA	EGS380S1C017
شركة مستشفى كليوباترا	CLHO.CA	EGS729J1C018
مجموعة طلعت مصطفى القابضة	TMGH.CA	EGS691S1C011
النساجون الشريون للسجاد	ORWE.CA	EGS33041C012
السادس من أكتوبر للتنمية والاستثمار - سوديك	OCDI.CA	EGS65851C015
العاشر من رمضان للصناعات الدوائية والمستحضرات تشخيصية-راميدا	RMDA.CA	EGS381B1C015
العربية للاسمنت	ARCC.CA	EGS3C001C016
المصرية للاتصالات	ETEL.CA	EGS48031C016
القلعة للاستشارات الماليه - اسهم عادية	CCAP.CA	EGS73541C012
القاهرهلاإستثمارو التنمية العقاريه	CIRA.CA	EGS65541C012
اوراسكوم للتنمية مصر	ORHD.CA	EGS70321C012
جهينة للصناعات الغذائية	JUFO.CA	EGS30901C010
العربية المتحدة للشحن والتفريغ	UASG.CA	EGS47021C018
راية القابضة للأستثمارات المالية	RAYA.CA	EGS690C1C010
السويدناليكتريك	SWDY.CA	EGS3G0Z1C014
اوراسكوم كونستراكشون بي ال سي	ORAS.CA	EGS95001C011
المصرية الدولية للصناعات الدوائية - ايبىكو	PHAR.CA	EGS38081C013
راية لخدمات مراكز الاتصالاتRaya Contact Center	RACC.CA	EGS74191C015
القابضة المصرية الكويتية	EKHO.CA	EGS69082C013
التوفيق للتأجير التمويلي - أية.تي.ليس A.T.LEASE	ATLC.CA	EGS676N1C015
ساي كابيتال القابضة للاستثمارات المالية	CICH.CA	EGS691D1C018
ابن سينا فارما	ISPH.CA	EGS51201C012
مصر لإنتاج الأسمدة - موبكو	MFPC.CA	EGS39061C014
حديد عز	ESRS.CA	EGS3C251C013
الصعيد العامة للمقاولات والاستثمار العقاري SCCD	UEGC.CA	EGS21531C016

\* يتم مراجعة المؤشر سنوياً، ويتم العمل بالمكونات الجديدة بداية من اقبال جلسة اخر يوم عمل في شهر يوليو .

المصدر: البورصة المصرية، تاريخ الاطلاع 2022/04/19، الساعة 13.00.

# الفهرس

الصفحة	العنوان
IV+III	الإهداء.....
V	شكر وعرفان.....
VI	الملخص.....
VII	قائمة المحتويات.....
VIII	قائمة الجداول.....
IX	قائمة الأشكال.....
X	قائمة الرموز.....
XI	قائمة الملاحق.....
ب	مقدمة.....
<b>الفصل الأول: الإطار النظري لسياسة توزيع الأرباح وعلاقتها بقيمة الشركة</b>	
02	تمهيد.....
03	المبحث الأول: العلاقة بين سياسة توزيع الأرباح وقيمة الشركة.....
03	المطلب الأول: مفاهيم أساسية حول سياسة توزيع الأرباح وقيمة الشركة.....
03	الفرع الأول: مفاهيم أساسية حول سياسة توزيع الأرباح.....
03	أولاً: مفهوم سياسة توزيع الأرباح.....
04	ثانياً: أشكال سياسة توزيع الأرباح.....
05	ثالثاً: محددات سياسة توزيع الأرباح.....
06	الفرع الثاني: مفاهيم أساسية حول قيمة الشركة وتقييمها.....
06	أولاً: مفهوم القيمة السوقية للشركة.....
06	ثانياً: مفهوم تقييم الشركة.....
07	ثالثاً: تحديد القيمة السوقية للسهم.....
8	رابعاً: طرق التقييم المعتمدة على تحيين الأرباح.....
11	المطلب الثاني: تأثير سياسة توزيع الأرباح على قيمة الشركة في ظل فروض السوق الكامل.....
11	الفرع الأول: المقاربات النظرية في حالة التأكد التام.....
14	الفرع الثاني: المقاربات النظرية في ظل ظروف عدم التأكد.....

17	المطلب الثالث: تأثير سياسة توزيع الأرباح على قيمة الشركة في ظل اختلال فروض السوق الكامل.....
21	المبحث الثاني: تأثير عوامل الاستدامة على سياسة توزيع الأرباح.....
21	المطلب الأول: علاقة مكونات المؤشر (ESG) بسياسة توزيع الأرباح.....
21	الفرع الأول: مفاهيم أساسية حول معايير الاستدامة.....
22	الفرع الثاني: العلاقة بين الحوكمة وسياسة توزيع الأرباح.....
23	الفرع الثالث: العلاقة بين المسؤولية الاجتماعية وسياسة توزيع الأرباح.....
25	المطلب الثاني: أثر معايير الاستدامة على سياسة توزيع الأرباح وقيمة الشركة.....
27	المبحث الثالث: الدراسات السابقة.....
27	المطلب الأول: الدراسات باللغة العربية.....
32	المطلب الثاني: الدراسات باللغة الأجنبية.....
36	المطلب الثالث: محالدراسة الحالية منالدراسات السابقة.....
38	خلاصة الفصل.....
	<b>الفصل الثاني: دراسة قياسية لأثر توزيعات الأرباح على قيمة الشركات المدرجة في مؤشرات الاستدامة</b>
40	تمهيد.....
41	المبحث الأول: الطريقة والأدوات المستخدمة في الدراسة.....
41	المطلب الأول: الطريقة المعتمد عليها في الدراسة.....
41	الفرع الأول: مجتمع وعينة الدراسة.....
43	الفرع الثاني: كيفية قياس متغيرات الدراسة وطريقة قياسها.....
45	الفرع الثالث: خطوات الدراسة.....
45	الفرع الرابع: طريقة جمع البيانات.....
45	المطلب الثاني: الأدوات المستخدمة.....
45	الفرع الأول: الأدوات الإحصائية ومصفوفة الارتباط.....
46	الفرع الثاني: نماذج الدراسة.....
47	المبحث الثاني: عرض نتائج الدراسة ومناقشتها.....
47	المطلب الأول: عرض نتائج الدراسة.....
47	الفرع الأول: الدراسة الإحصائية الوصفية لمتغيرات الدراسة.....

49	الفرع الثاني: اختبار كلاين (klein) للكشف عن التعداد الخطي .....
51	الفرع الثالث: اختبارات التحديد .....
51	أولاً: اختبارات التجانس.....
54	ثانياً: المفاضلة بين النموذج التجميبي ونموذج التأثيرات الثابته.....
56	الفرع الرابع: الاختبارات الشخصية.....
60	الفرع الخامس: تقدير النموذج بواسطة طريقة المربعات الصغرى الشبه معمة.....
66	المطلب الثاني: تحليل ومناقشة النتائج.....
70	خلاصة الفصل.....
72	خاتمة.....
76	المصادر والمراجع.....
82	الملاحق.....
91	الفهرس.....

## الملخص:

هدفت هذه الدراسة إلى اختبار تأثير توزيعات الأرباح على قيمة الشركات المدرجة في مؤشرات الاستدامة "ESG"، من خلال عينة مكونة من ست شركات من مختلف القطاعات مدرجة في مؤشر الاستدامة ضمن البورصة المصرية (ESG/EGX) خلال الفترة 2013-2021، ولتحقيق هذا الهدف اعتمدت الدراسة على نماذج بانل الخطية غير المتجانسة لمعالجة البيانات إحصائياً، حيث تضمن النموذج القيمة السوقية للسهم كمتغير تابع، وربحية السهم، نصيب السهم من التوزيعات، نسبة السيولة، المردودية المالية، كمتغيرات مستقلة.

خلصت الدراسة إلى أن الشركات المدرجة ضمن مؤشرات الاستدامة تدفع توزيعات أكثر استقراراً، حيث توجد علاقة طردية دالة معنوياً بين نصيب السهم من التوزيعات النقدية ونسبة السيولة وقيمة الشركة، في حين توجد علاقة عكسية دالة معنوياً بين المردودية المالية وقيمة الشركة، فيما اختلف تأثير ربحية السهم على قيمة الشركة حسب طبيعة نشاط كل شركة.

**الكلمات المفتاحية:** توزيعات الأرباح، قيمة الشركة، مؤشرات الاستدامة، نماذج بانل غير المتجانسة.

## Summary:

This study aimed to test the impact of dividends on the value of companies listed in the sustainability indicators "ESG", through a sample of six companies from different sectors listed in the sustainability index within the Egyptian Stock Exchange (ESG/EGX) during the period 2013-2021, and to achieve this goal it adopted The study on heterogeneous linear panel models for statistical data processing, where the model included the market value of the stock as a dependent variable, and the earnings per share, the share of distributions, the liquidity ratio, and the financial return, as independent variables.

The study concluded that the companies listed within the sustainability indicators pay more stable dividends, as there is a positive and significant relationship between the share of cash dividends, the liquidity ratio and the value of the company, while there is a significant inverse relationship between the financial profitability and the value of the company, while the impact of earnings per share differed on the value of the company according to the nature of the activity of each company.

**Keywords:** dividends, company value, sustainability indicators, heterogeneous panel models.