

وزارة التعليم العالي والبحث العلمي
جامعة محمد الصديق بن يحيى - جيجل-



كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير
قسم علوم التسيير

العنوان

العوامل المؤثرة على قرار توزيع الأرباح

دراسة حالة بعض شركات سوق دبي خلال الفترة 2020-2023

مذكرة مقدمة استكمالاً لمتطلبات نيل شهادة ماستر أكاديمي في علوم التسيير
تخصص: إدارة مالية

إعداد الطلبة:

سعيدة عموري

بلخلفة اميمة

نوقشت علنا أمام اللجنة المكونة من:

رئيسا	جامعة جيجل	الدرجة العلمية	الأستاذ ادر مناد
مشرفا ومقررا	جامعة جيجل	الدرجة العلمية	الأستاذ عمر بوجميلة
مناقشا	جامعة جيجل	الدرجة العلمية	الأستاذ حفاظ زحل

السنة الجامعية: 2022/2023

وزارة التعليم العالي والبحث العلمي
جامعة محمد الصديق بن يحيى - جيجل -



كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير

قسم علوم التسيير

العنوان

العوامل المؤثرة على قرار توزيع الأرباح

دراسة حالة بعض شركات سوق دبي خلال الفترة 2020-2023

مذكرة مقدمة استكمالاً لمتطلبات نيل شهادة ماستر أكاديمي في علوم التسيير

تخصص : إدارة مالية

إعداد الطلبة :

سعيدة عموري

بلخلفة اميمة

نوقشت علنا أمام اللجنة المكونة من:

رئيسا	جامعة جيجل	الدرجة العلمية	الأستاذ ادر مناد
مشرفا ومقررا	جامعة جيجل	الدرجة العلمية	الأستاذ عمر بوجميلة
مناقشا	جامعة جيجل	الدرجة العلمية	الأستاذ حفاظ زجل

السنة الجامعية: 2023/2022

شكرتك يا رب

الشكر والتقدير

الحمد لله رب العالمين والصلاة والسلام على سيدنا محمد أشرف المرسلين وسيد الخلق أجمعين وعلى آله وصحبه أجمعين وعلى الصحابة الأكرمين ومن تبعهم بالإحسان إلى يوم الدين.

إن أول الشكر هو الشكر لله الواحد جلا وعلا على جميع النعم التي أنعمها علينا وعلى نعمة العلم خاصة وتيسيره لنا كل السبل لإنجاز هذا العمل المتواضع الذي أرجو من الله أن يكون فيه إفادة لغيرنا ويجعله في ميزان حسناتنا وأن نكون أحد الاثنين ممن قال فيهم الرسول الكريم

من اجتهد فأصاب فله أجران ومن اجتهد ولم يصب فله أجر واحد.

نتقدم بجزيل الشكر ولامتنان إلى الأستاذ المشرف الذي لم يبخل علينا بتوجيهاته ونصائحه والمعلومات القيمة التي أمدنا بها.

كما نتقدم بشكر إلى أعضاء اللجنة المناقشة على ما سوف يقدمونه لنا من توجيهات وتوصيات

كما نوجه الشكر الجزيل لكل من كان له الفضل في إنجاز هذا العمل من قريب أو بعيد ...

عسى الله أن يوفقنا لما فيه خير لنا

اميمة، سعيدة

سورة



الإهداء

الحمد لله ومهما حمدناه لن نستوفي حمده، وصلاة وسلام على أشرف المرسلين:

أهدي ثمرة جهدي إلى:

إلى أعز إنسانة في الوجود وقدوتي في الحياة إلى الصدر الحنون والقلب الرفيق إلى أعز ما أملك في الدنيا الحبيبة
الطاهرة الوفية أُمي الغالية.

إلى الإنسان الذي سعا جاهدا الى تربيتي وتعلمي وتوجيهي والوقوف إلى جانبي إلى من أحمل اسمه بكل
افتخار أرجو الله أن يمد في عمره ليرى ثمرة قد حان قطافها بعد طول انتظار الطيب الودود.

إلى صاحب الفضل في وصولي إلى هذا المستوى فجزاه الله الجزاء الأوفر وأطل في عمره أبي الحنون الغالي.

وخاصة إلى من بوجودهم قوة ومحبة لا حدود لها جعلهم الله سندا لي أخواتي أعزاء وفقهم الله في حياتهم رحمة
، إكرام، سلمى وزوجها ندير وابنتهما الكتكوت _توبة_

إلى كل خالتي وأخوالي وكل أبنائهم والى أعمامي وعماتي وأولادهم كل بسمه

إلى من رافقني دربي وقاسمني الفرح والحزن إلى اعز الأخوات ولأصدقاء إلى أستاذي الكريم جزاه الله كل خير
على ما قدمه لنا

إلى كل من أذكرهم بقلبي ولم أذكرهم بقلمتي .



الاهداء

باسم الله ابتدئ وبرسوله افتدي احمد الله حمدا يليق بجلالته وعظمة كماله، لا خالق ولا هادي غيره

الى من غمرني

دوما بحبها وحنانها الى من كان دعائها نورا يضيء كل شيء

الى والدي الغالية

الى من كافح في صمت من اجل ان اشق طريقني الى نور الحياة الى من افاض علي بفضله وعمله

الى ابي الغالي

الى من عشت معهم وترعرعت بينهم اخوتي الاعزاء: خديجة، أسماء، الرحمة، ملاك، سارة، يونس،
وياسين.

الى كل خالتي واخوالي وكل أبنائهم الى جميع الاقرباء من قريب او بعيد والدين كإنو دعما وسندا لنا.

الى جميع الأساتذة الذين حرصوا على تعليمنا وكانوا لنا اباء وامهات في القسم، لاسيما الأستاذ
المشرف بوجيعة عمر فجزاه الله عنا كل خير واطال الله في عمره.

الى من قاسمتني عناء هذا العمل صديقاتي: خديجة ، اميرة ، واکرام، والى جميع الأصدقاء الذين قدموا
يد العون سواء بكلمة الطيبة او مساندة وادعو الله ان يوفقهم في سائر حياتهم.

ملخص الدراسة

ملخص

هدفت هذه الدراسة الى ضبط وتحليل العوامل الداخلية الأكثر تأثيرا على سياسة توزيع الأرباح باستخدام بيانات البانل لعينة تتكون من 15 شركة مدرجة في سوق دبي للأوراق المالية، وذلك خلال الفترة الممتدة 2020 الى 2022 وقد اشتملت الدراسة على مجموعة من المتغيرات المستقلة تمثلت في حجم الشركة، فرص النمو، الرفع المالي، السيولة، الربحية، في حين تم قياس سياسة توزيع لأرباح من خلال دراسة القياسية الأرباح الموزعة على النتيجة الصافية، ولإجراء هذه الدراسة تم الاعتماد على المنهج الوصفي واجراء دراسة قياسية بالاعتماد على نموذج البانل واستخدام برنامج EVIEWS 10 لاستخراج النموذج الأكثر ملاءمة.

توصلت الدراسة الى ان كل من حجم الشركة والرفع المالي وفرص النمو لها تأثير موجب على سياسة توزيع الأرباح، في حين متغير الربحية والسيولة كان له تأثير سلبي على سياسة توزيع الأرباح. الكلمات المفتاحية: سياسة توزيع الأرباح، الرفع المالي، فرص النمو، الربحية، السيولة.

Summary

This study aimed to control and analyze the internal factors most affecting the dividend policy using panel data for a sample of 15 companies listed on the dubai securities exchange, during the period 2020 to 2022, and the study included a set of independent variables represented in the size of the company, growth opportunities, leverage, liquidity, Profitability, while the dividend policy was measured through the study of the standard dividend on the net result, and to conduct this study, the descriptive approach was relied upon and a standard study was conducted based on the panel model and the use of Eviews 10 to extract the most appropriate model.

The study found that company size, leverage and growth opportunities have a positive impact on dividend policy, while profitability and liquidity variables had a negative impact on dividend policy.

Keywords: dividend policy, leverage, growth opportunities, profitability, liquidity.

فهرس المحتويات

فهرس المحتويات

رقم الصفحة	المحتويات
	الشكر والاهداء
	الملخص
I-II	فهرس المحتويات
IV	قائمة الجداول والاشكال
VI	قائمة الملاحق
VIII	قائمة الرموز و المختصرات
أ-ت	المقدمة العامة
5-38	الفصل الأول: الادبيات النظرية والتطبيقية لموضوع الدراسة
05	تمهيد
06	I-: الادبيات النظرية حول العوامل المؤثرة على قرار توزيع الارباح
06	1-I: الاساسيات حول سياسة التوزيع الأرباح
06	1-1-I: مفهوم سياسة توزيع الأرباح
08	2-1-I: محددات سياسة توزيع الأرباح
10	3-1-I: أنواع واشكال سياسة توزيع الارباح
14	4-1-I: نظريات ونماذج سياسة توزيع الارباح
20	2-I: العوامل المؤثرة على قرار توزيع الأرباح في المؤسسة الاقتصادية
26	II: الادبيات التطبيقية حول العوامل المؤثرة على سياسة توزيع الارباح
26	1-II: الدراسات السابقة باللغة العربية
33	2-II: الدراسات السابقة باللغة الأجنبية
37	3-II: تعليق على الدراسات السابقة
38	خلاصة الفصل
64-40	الفصل الثاني: الدراسات التطبيقية
40	تمهيد
41	I-: منهجية الدراسة التطبيقية
41	1-I: عرض متغيرات الدراسة القياسية

41	I-1-1: المتغيرات التابعة
41	I-1-2: المتغيرات المستقلة
43	I-2: عينة ونماذج الدراسة القياسية
44	II: تحليل الوصفي للمتغيرات الدراسة
45	II-1: تحليل الوصفي للمتغيرات التابعة
46	II-2: تحليل الوصفي للمتغيرات المستقلة
55	III: نتائج الدراسة القياسية
55	III-1: مصفوفة الارتباطات الثنائية
56	III-2: نتائج تقدير النموذج العوامل المحددة لسياسة توزيع الارباح
56	III-2-1: تقدير نموذج البائل
58	III-2-2: المفاضلة بين النماذج البائل
59	III-2-3: تحليل نتائج تقدير النموذج الأفضل DIV
60	III-3: مناقشة الدراسة القياسية
63	خلاصة الفصل الثاني
65	الخاتمة
70	قائمة المراجع
	الملاحق

قائمة الجداول والأشكال

قائمة الجداول

رقم الصفحة	عنوان الجدول	رقم الجدول
40	شركات عينة الدراسة	1.I
41	معدل سياسة توزيع لشركات عينة الدراسة 2020-2022	2.II
43	معدل تكلفة الرفع المالي عينة الدراسة 2020-2022	3.II
45	معدل تكلفة حجم الشركة عينة الدراسة 2020-2022	4.II
47	معدل تكلفة السيولة لشركات عينة الدراسة 2020-2022	5.II
49	معدل تكلفة فرص النمو لشركات عينة الدراسة 2020-2022	6.II
51	معدل تكلفة الربحية لشركات عينة الدراسة 2020-2022	7.II
53	مصفوفة الارتباطات ثنائية بين متغيرات الدراسة	8.II
54	تقدير معاملات النموذج التجميعي PRM	9.II
55	تقدير معاملات النموذج التأثيرات الثابتة FEM	10.II
55	تقدير معاملات النموذج التأثيرات العشوائية REM	11.II
57	نتائج اختبار هوسمان ROE	12.II

قائمة الأشكال

رقم الصفحة	عنوان الشكل	رقم الشكل
10	علاقة التأثير والتأثر بين القرارات المالية للمؤسسة وقيمتها	1.I
47	متوسط معدل الأرباح الموزعة لشركات عينة الدراسة	2.II
49	متوسط الرفع المالي لشركات عينة الدراسة	3.II
51	متوسط معدل حجم الشركة لعينة الدراسة	4.II
52	متوسط السيولة لشركات عينة الدراسة	5.II
54	متوسط معدل فرص النمو لشركات عينة الدراسة	6.II
56	متوسط الربحية لشركات عينة الدراسة	7.II

قائمة الملاحق

رقم الملحق	عنوان الملحق
01	نتائج تقدير نماذج البانل
02	اختبار هوسمان

قائمة الرموز والمختصرات

قائمة الرموز والمختصرات

الرمز	المصطلح
DIV	سياسة توزيع الأرباح
DEBT	الرفع المالي
SIZE	حجم
LIQ	السيولة
GROWTH	النمو
P _T	سعر السهم المتوقع
P	السعر سوقي للسهم
M	عائد المسيرين
EVOL	الربحية
UNIONCOOP	شركة تعاونية الاتحاد
AGLTY	شركة اجيلتي للمخازن العمومية
DEWA	شركة هيئة الكهرباء ومياه دبي
AIRABIA	شركة العربية للطيران
UFC	شركة الاغدية المتحدة
AAN	شركة ان ديجيتال سيرفيس القابضة
OIC	شركة عمان للتأمين
DIN	شركة دبي للتأمين
ORIENAT	شركة اورينت للتأمين مساهمة عامة
AMANAT	شركة امانات القابضة
DFM	شركة سوق دبي
BHMCAPITAL	شركة بي اتش كبيتال للخدمات الخاصة
ALLIANCE	شركة اللانيس للتأمين
NAHO	شركة النعيم القابضة للاستثمارات
NGI	شركة الوطنية للتأمينات العامة
FEM	نموذج التأثيرات الثابتة
REM	نموذج التأثيرات العشوائية
PRM	النموذج التجميعي



تعتبر المؤسسة الاقتصادية العمود الفقري الذي يقوم عليه الاقتصاد الوطني لأي دولة، حيث ان تطور هذا الأخير متعلق بقدرة المؤسسة على تحقيق معدلات النمو مرتفعة للمؤسسة، ولضمان بقائها واستمرارها في مزاولة نشاطاتها تلجأ الى اختيار أسلوب التمويل المناسب سواء عن مصادر الداخلية او خارجية او حسب فترة التمويل، هذه المصادر هي مجموعة الوسائل والأساليب والأدوات التي تستخدمها إدارة المؤسسة للحصول على الأموال اللازمة لتغطية نشاطاتها، وعلى هذا الأساس فان هيكل تمويل المؤسسة يعتمد على المصادر المتاحة في الأسواق والبيئة المالية التي يتواجد فيها.

ويعتبر هدف تعظيم قيمة المؤسسة من الأهداف الحديثة للإدارة المالية، وهو هدف يصعب تحقيقه لارتباطه بمتغيرات كمية النوعية، الجزئية الكلية، خارجية او داخلية... الخ، حيث تعتبر سياسة توزيع الأرباح من بين هذه المتغيرات. وعلى اعتبار ان سياسة توزيع الأرباح هي احدى هذه القرارات فلا بد ان تخدم المؤسسة بالدرجة الأولى، غير ان ما يميز هذا القرار انه يعد من اخطر القرارات الإدارية في مجال الاستثمار والتمويل لأنه مرتبط بالقرارين الذين يسودان موضوع الإدارة المالية. قرار التمويل باعتبار الأرباح المحتجزة احد العناصر التي تكون التمويل الذاتي وقرار الاستعمال باعتبار عملية توزيع الأرباح ضرورية لإرضاء المساهمين.

تعد سياسة توزيع الأرباح من اهم القرارات الاستراتيجية التي تتخذها المؤسسة، حيث ان توزيع الأرباح يسمح بإعطاء إشارة مالية، ترسل الى سوق المالي، تترجم على ان المؤسسة بوضعية مالية جيدة، وبالتالي يزيد اقبال المستثمرين على شراء اسهم المؤسسة، كما ترتبط سياسة التوزيعات بقرار المفاضلة بين توزيع الربح الصافي للمؤسسة واحتجاز مع مراعاة الأهداف المسطرة من قبل المؤسسة وبما يساهم في تعظيم ثروة المساهمين.

1. إشكالية الدراسة

على ضوء ما سبق يمكننا طرح التساؤل الرئيسي التالي:

فيما تتمثل اهم العوامل المؤثرة على قرار توزيع الأرباح في الشركات الاقتصادية المدرجة في سوق دبي للأوراق ؟
الأسئلة الفرعية

وفي هذا الاطار يمكن طرح مجموعة من الأسئلة الفرعية التالية:

- ✓ هل لمعدل النمو تأثير على قرار توزيع الأرباح ؟
- ✓ هل لمعدل حجم الشركة تأثير على سياسة توزيع الأرباح للشركات المدرجة في سوق دبي المالي؟
- ✓ هل لمعدل السيولة تأثير على قرار توزيع الأرباح ؟
- ✓ هل لمعدل ربحية الشركة تأثير على سياسة توزيع الأرباح؟

2. فرضيات الدراسة

للإجابة على التساؤل الرئيسي والتساؤلات الفرعية تم وضع مجموعة من الفرضيات يمكن اثباتها أو نفيها من خلال

الدراسة التي سنقوم بها وهي كالتالي:

- ✓ الفرضية الأولى: الرفع المالي له تأثير موجب ذو دلالة إحصائية على سياسة توزيع الأرباح؛
- ✓ الفرضية الثانية: حجم الشركة له تأثير موجب ذو دلالة إحصائية على سياسة توزيع الأرباح؛

- ✓ الفرضية الثالثة: نسبة السيولة له تأثير موجب ذو دلالة إحصائية على سياسة توزيع الأرباح؛
- ✓ الفرضية الرابعة: ربحية الشركة له تأثير عكسي ذو دلالة إحصائية على سياسة توزيع الأرباح؛
- ✓ الفرضية الخامسة: نمو الشركة له تأثير موجب ذو دلالة إحصائية على سياسة توزيع الأرباح.

3. أهمية الدراسة

تتجلى أهمية هذه الدراسة من خلال:

- ✓ كون سياسة توزيع الأرباح تعتبر قرار مهم ويتعلق بكل من قرارات الاستثمار وقرارات التمويل؛
- ✓ محاولة اثراء الموضوع والمساهمة بالإعطاء مرجع جديد يستخدم لدراسات اللاحقة؛
- ✓ توضيح كيفية تطبيق نماذج أسلوب بانل على بيانات الشركات عينة الدراسة؛
- ✓ معرفة العوامل الداخلية المتحركة في قيمة المؤسسة وبالتالي تعظيم ثروة المساهمين؛
- ✓ جاءت هذه الدراسة من اجل تقديم نتائج وتوصيات عملية يمكن الاستفادة منها في اتخاذ قرار توزيع الأرباح في المؤسسات الاقتصادية، ومحاولة تقديم إضافة الى دراسات السابقة التي أجريت في هذا المجال.

4. أهداف الدراسة

تسعى هذه الدراسة الى تحقيق جملة من الأهداف والمتمثلة في:

- ✓ التعرف على الجانب النظري لسياسة توزيع الأرباح من حيث المفهوم وللأنواع والنظريات ونماذج؛
- ✓ معرفة سياسة توزيع الأرباح واهم العوامل المؤثرة فيها؛
- ✓ معرفة اثر العوامل المستقلة على سياسة توزيع الأرباح لمجموعة من شركات محل الدراسة؛
- ✓ التعرف الى القيم المتغيرات المستقلة المتمثلة ب (الرفع المالي، السيولة، النمو، الربحية)، إضافة الى متغير التابع في السلسلة الزمنية (2020-2022)؛
- ✓ الوصول الى نموذج يمكن للمساهمين من خلاله التنبؤ بمبلغ التوزيعات.

5. أسباب اختيار الموضوع

يمكن ادراج العديد من الأسباب والدوافع الموضوعية التي أدت الى اختيار الموضوع نذكر منها:

- ✓ الرغبة الشخصية في دراسة هذا الموضوع الذي يندرج ضمن التخصص؛
- ✓ الاهتمام المتزايد من قبل الاقتصاديين لهذا الموضوع؛
- ✓ قلة البحوث الاكاديمية حول سياسة توزيع الأرباح والعوامل المؤثرة فيها؛
- ✓ السعي للتحكم في التقنيات والطرق القياسية والمالية؛
- ✓ شعورنا بأهمية الموضوع خاصة مع التطورات الاقتصادية التي تعرفها المؤسسات الاقتصادية لاسيما التطورات التي تعرفها الأسواق العربية عموما وسوق دبي المالي خصوصا.

6. حدود الدراسة

للإجابة على الإشكالية الموضوع والتوصل الى نتائج دقيقة، حصرنا الدراسة ضمن الاطار الزمني والمكاني والموضوعي، وذلك على نحو التالي:

الحدود الزمانية

تغطي هذه الدراسة الفترة الممتدة من سنة 2020 الى 2022 وهي فترة كافية حسب اعتقادنا لمعرفة اهم العوامل المؤثرة على سياسة توزيع الأرباح.

الحدود المكانية

شملت الدراسة التطبيقية عينة من الشركات المدرجة في سوق دبي للأوراق المالية، وذلك باعتبار هذا البلد من اهم الدول العربية نامية.

الحدود الموضوعية

تعرف على اهم العوامل المؤثرة على سياسة توزيع الأرباح.

7. منهج الدراسة

بغية تحقيق اهداف الدراسة وقصد الإجابة على الإشكالية المطروحة والاسئلة الفرعية اعتمدنا في دراستنا على المنهج الوصفي عن عرض المفاهيم الأساسية المتعلقة بالجانب النظري لدراسة، وتأخذ الدراسة أيضا أسلوب التحليل الاحصائي في تحليل والقياس اهم العوامل المؤثرة على قرار توزيع الأرباح في المؤسسة اقتصادية عينة الدراسة.

8. هيكل دراسة

لأجل الإحاطة بجوانب الموضوع وبغية الإجابة على التساؤل الرئيسي واختبار الفرضيات ارتأينا تناول موضوع في فصلين اثنين يهتم بخاتمة تتضمن اهم نتائج المتوصل اليها متبوعة بمجموعة من التوصيات. تمت صياغة الفصل الأول من البحث لمدخل عام للموضوع قيد الدراسة والمعنون ب "الادبيات النظرية والتطبيقية " الهدف منه هو التعرف على المفاهيم الأساسية المتعلقة بسياسة توزيع الأرباح واهم العوامل المؤثرة فيها ، كما يتضمن الفصل اهم الدراسات التي تناولت الموضوع بأبحاثها سواء كانت باللغة العربية ام باللغة الأجنبية. تطرقنا في الفصل الثاني الى الدراسة التطبيقية اين اعتمدنا في تحليل بيانات دراستنا على الأسلوب بنماذج بانل لمعرفة العلاقة الموجودة بين متغيرات الدراسة وسياسة توزيع الأرباح للخروج بأهم النتائج المفسرة وتحليلها تحليلا قياسيا وماليا.

الفصل الأول: الأدبيات النظرية والتطبيقية لموضوع الدراسة

I- الأدبيات النظرية حول العوامل المؤثرة على قرار توزيع الأرباح.

II- الأدبيات التطبيقية حول العوامل المؤثرة على قرار توزيع الأرباح.

تمهيد

تتخذ المؤسسة خلال دورة حياتها مجموعة من القرارات المالية التي تنعكس ايجابيا أو سلبيا على استمراريته وقيمتها، ومن بين القرارات المالية نجد قرار توزيع الأرباح، الذي أصبح محل نقاش واهتمام العديد من الدراسات الأكاديمية لكونه قرار جد معقد ومصيري، فهو يحدد اتجاهات الأرباح المحققة من قبل المؤسسة، والواقع أن المؤسسة تقوم بتوزيع أكبر جزء من أرباحها يعني احتجاز نسبة أقل من الأرباح، وهو ما يترتب عليه انخفاض فرص النمو ومن ثم انخفاض سعر السهم.

ولأن التوزيعات النقدية تمثل الركيزة الأساسية للمردودية الفعلية والأداء المالي للمؤسسة من جهة، فهي في ذات الوقت تخفض من قدرة التمويل الذاتي من جهة أخرى باعتبارها تدفقات نقدية خارجة من الخزينة، أي أن سياسة توزيع الأرباح تعتبر سلاح ذو حدين يعمل المسكرون المؤسسة على استخدامه بحذر من خلال الأخذ بعين الاعتبار كل العوامل المؤثرة على هذا القرار وطريقة التوزيعات (التوزيعات النقدية وغير النقدية).
و من اجل الإلمام بموضوع دراستنا سنتطرق في هذا الفصل الى:

I. الأدبيات النظرية حول العوامل المؤثرة على قرار توزيع الأرباح

II. الأدبيات التطبيقية حول العوامل المؤثرة على قرار توزيع الأرباح

I- الأدبيات النظرية حول العوامل المؤثرة على قرار توزيع الأرباح

سنحاول في هذا الجزء دراسة مجموعة من الأدبيات النظرية المتعلقة بالعوامل المؤثرة على قرار توزيع الأرباح في المؤسسة الاقتصادية، وذلك من خلال عرض بعض الأساسيات حول سياسة توزيع الأرباح (مفهوم، خصائص، محددات، الأهمية، الأشكال...)، وكذلك أهم العوامل المؤثرة على قرار توزيع الأرباح.

I-1 - أساسيات حول سياسة توزيع الأرباح**I-1-1 - مفهوم سياسة توزيع الأرباح**

تعد سياسة توزيع الأرباح من أهم السياسات المالية الهامة التي تؤثر في عدة جوانب في المؤسسة نظراً لعلاقتها المباشرة بالمساهمين، إذ يعتبر تحقيق الأرباح أحد أهم أهدافها و مؤشر من مؤشراتهما، كما أن هذه السياسة تخضع إلى عدة اعتبارات في تحديدها ومن الضروري مراعاتها وعدم تجاهلها .

أولاً: تعريف سياسة توزيع الأرباح

يمكن تبيان مفهوم سياسة توزيع الأرباح من خلال التعاريف التالية:

- تعرف سياسة توزيع الأرباح على أنها مجموعة من الأدلة المرشدة التي تسترشد بها الإدارة المالية، عند اتخاذ قرارات توزيع الأرباح وتقوم المؤسسات عموماً بوضع سياستها بما يتلاءم مع أهداف تلك المؤسسات¹؛
 - تعرف سياسة توزيع الأرباح بأنها إحدى القرارات الاستراتيجية المهمة في الشركة، والتي تخضع للاعتبارات عديدة في تحديدها، حيث تؤثر سياسة توزيع الأرباح إلى القيمة السوقية للسهم، وما لذلك من أهمية بالنسبة للمستثمرين والمقرضين والمدراء وغيرهم من أصحاب المصلحة²؛
 - تعرف على أنها أساس اتخاذ قرار بالمفاضلة بين بديلين أحدهما توزيع الأرباح والآخر احتجاز هذه الأرباح بغية إعادة استثمارها مرة ثانية داخل المنظمة³؛
 - هي الحلقة المفقودة بين التوزيعات والنمو باعتبارها تؤثر في ذات الوقت على مستوى كل من توزيعات ومعدل النمو، بحيث يعتبر النمو هو أحد مكونات نموذج التوزيعات وبذلك ينظر إلى مسألة التوزيعات على أساس اختيار بين التوزيعات النقدية الحالية ومعدل نمو المستقبلي⁴.
- وبناء على ما تقدم من تعريفات مختلفة لسياسة توزيع الأرباح يمكن إعطاء تعريف شامل كما يلي :

¹ أسعد حميد العلي، الإدارة المالية، الطبعة الثانية، دار وائل لنشر عمان، 2012، ص 373.

² متولي السيد متولي عيطة، اثر سياسة توزيع الأرباح وهيكلة رأس المال على القيمة السوقية للمعارف المدرجة في السوق المالية السعودية، مجلة الإسكندرية للبحوث المحاسبية، المجلد الرابع، العدد 03، السعودية، 2020، ص 207.

³ احمد مجد غنيم، إدارة مالية مدخل التحول من الفقر إلى الثراء، المكتبة العصرية المنصورية 2008، ص 9.

⁴ عبد الغفار حنفي، أساسيات التمويل والإدارة المالية، دار الجامعة الإسكندرية، 2007، ص 210.

هي الاسلوب أو طريقة التي تتبعها المؤسسة لتوزيع أرباحها (الحالية أو ناتجة عن فترات سابقة) على حملة الأسهم العادية أو إعادة استثمارها على أن تكون السياسة المثلى لهذه التوزيعات تعمل على الموازنة بين التوزيعات الحالية و الأرباح المستقبلية التي ينتج عنها تعظيم سعر السهم.

ثانياً- خصائص سياسة توزيع الأرباح

تتصف سياسة توزيعات الأرباح بمجموعة من الخصائص والتي تظهر في معظم المؤسسات ومنها¹:

♦ **التوزيعات لها نفس ميل الأرباح:** يتم صرف التوزيعات اعتماداً على الأرباح المحققة من قبل المؤسسة لذلك هناك علاقة تربط بين هذين المتغيرين وقد قام جون لينتر بدراسة الطريقة التي تحدد نسبة مستهدفة من التوزيعات بالاعتماد على مستوى الأرباح المحققة، والتي قد تشهد تغيرات في قيمتها بفعل التغير في تطور مستوى الأرباح، أما "فاما وبياك" (FAMA ET BABIAK) فقد لاحظ تأخر بين الأرباح والتوزيعات مع تقلص في التغيرات على مستوى التوزيعات مقارنة بالأرباح عبر عدة مراحل، و كان إثبات لما توصل إليه "لنتر" أن التغيرات على مستوى التوزيعات إنما تكون محصلة للتطورات الحاصلة في الأرباح.

♦ **التوزيعات المستقرة:** غالباً المؤسسات التي لا تجيب فكرة إجراء تعديلات على قيمة التوزيعات ويعود هذا الخوف من تعديل قيمة التوزيعات إلى مجموعة من العوامل، منها تخوف المؤسسة من عدم قدرتها على تغطية توزيعات أعلى الفترات المستقبلية، والعمل على تجنب رد فعل السوق نتيجة الإعلان عن تخفيض التوزيعات.

♦ **التوزيعات تتبع دور حياة المؤسسة:** عموماً تتبع سياسة التوزيعات موقع المؤسسة من دور حياتها وما تفرضه من متطلبات استثمارية.

♦ **تتميز التوزيعات بتطور أكثر سلاسة من الأرباح المحققة من قبل المؤسسة:** وهذا نظراً لعمل المؤسسات على الرفع من توزيعاتها والحفاظ دائماً على مستواها، ولقد أظهرت العديد من الأبحاث أن التوزيعات أقل تغييراً من الأرباح المحققة من قبل المؤسسة كونها تتحكم في التوزيعات على عكس الأرباح.

♦ **اختلاف سياسة التوزيعات عبر الدول:** تختلف سياسة توزيع الأرباح من دولة لأخرى ويرجع السبب ذلك إلى العديد من العوامل كالاختلاف في مستويات النمو بالنسبة للمؤسسات، إضافة إلى الاختلاف في مستويات الضرائب المفروضة على التوزيعات والأرباح الرأسمالية عبر الدول واختلاف الحكومة المؤسسية بين الدول.

ثالثاً- أهمية سياسة توزيع الأرباح

تتميز سياسة توزيع الأرباح بأهميتها البالغة بالنسبة للمستثمر والمؤسسة على حد سواء و تتمثل أهمية سياسة توزيع الأرباح فيما يلي²:

— تؤثر على حجم الاستثمارات التي تقوم بتنفيذها الشركة والتكلفة الحدية للأموال؛

¹ عبد الكريم بوحلارة، اثر اختيار الهيكل المالي على قيمة المؤسسة: دور سياسة توزيعات الأرباح في تحديد القيمة السوقية للسهم، مذكرة ماجستير، تخصص إدارة مالية، قسم علوم التسيير، جامعة قسنطينة، 2011/2012، ص119.

² دريد كمال آل شبيب، إدارة مالية الشركات المتقدمة، دار البازوري، عمان 2010، ص205

- تؤثر على حجم الشركة وارتباط المساهمين حملة الأسهم العادية من خلال التأثير على سعر السهم في السوق المالي وعائده أيضا؛
- تعظيم ثروة الشركة والمساهمين كما تحدد مصير الأرباح التي تحققها المؤسسة وتحدد مقدار التوزيعات على المساهمين، وبالتالي مقدار الأرباح التي سيتم احتجازها؛
- إحداث توازن بين التوزيعات الحالية وبين التوزيعات المستقبلية لتعظيم قيمة السهم في السوق وهذا ما يدعى بالسياسة المثلى لسياسة توزيع الأرباح.

I-1-2- محددات سياسة توزيع الأرباح

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

أولاً: سياسة توزيع الأرباح كقرار استثماري

تسير سياسة توزيع الأرباح إلى كونها قرار استثماريا إذا ما اعتمدت القرارات الخاصة على المصدر الأول، وهو النقدية الناتجة عن العمليات التشغيل وفي مثل هذا الموقف قد يمتد آثار هذه القرارات على فرص استثمارات المتاحة للمؤسسة، ومن ثم فإن قرار التوزيع الخاص بالأرباح هنا قد يعكس مشكلة استثمارية يحتم الموقف الخاص اتخاذ قرار ضروري، أن البحث عن الحلول لسياسة توزيع الأرباح كمشكلة استثمارية قد يفرض على المؤسسة أن تنظر حتى تقرر اختيار الفرص الاستثمارية المتاحة، واستخدام ذلك الجزء المتبقي من النقدية الناتجة عن التشغيل في عملية توزيع الأرباح وذلك بعد تحقيق كافة المتطلبات الاستثمارية في المؤسسة¹.

ثانياً: سياسة توزيع الأرباح كقرار تمويلي

تلجأ الشركة أحيانا إلى توزيع الأرباح بالاعتماد على مصادر خارجية قروض أو سهم جديد. وقد يحدث اثر ذلك مشكلة تمويلية حيث سيؤثر على الهيكل التمويلي للشركة لذلك فان اعتماد على المصادر الخارجية لتمويل عملية توزيع الأرباح يتم في ضوء محددات الهيكل المناسب للتمويل، أي أن لا يؤدي ذلك إلى اعتراض هدف تعظيم سعر السهم.

ويبدو الارتباط بين سياسة توزيع الأرباح وقرارات الاستثمار من خلال العلاقة التالية:

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

¹ محمد زرقون، اثر الاكثتاب العام على سياسة توزيع الأرباح في المؤسسة الاقتصادية المسعرة في البورصة، مجلة الباحث، جامعة قاصدي مرباح، العدد 08،

أي أن عملية توزيع الأرباح هي الفرق بين النقدية الداخلة والخارجة المتاحة للمؤسسة بين ما تحتاجه من أموال لعملياتها الاستثمارية¹.

ثالثا: سياسة توزيع الأرباح كقرار قائم بحد ذاته

تتأثر قيمة المؤسسة بثلاث أنواع من القرارات المالية وهي قرارات الاستثمار وقرارات التمويل وقرارات توزيع الأرباح، ويعتبر الكثير من الخبراء الماليين أن قرار توزيع الأرباح هو قرار قائم بحد ذاته مثله مثل باقي القرارات المالية الأخرى له أهمية ودور في المؤسسة على الرغم من انه في الدراسات الأكاديمية للإدارة المالية تتم دراسة كل قرار منهم بصفة مستقلة. على الرغم من انه في الدراسات الأكاديمية للإدارة المالية تتم دراسة كل قرار منهم بصفة مستقلة ومنفصلة عن باقي القرارات الأخرى، إلا انه من المهم معرفة و إدراك أن هذه القرارات الثلاثة متداخلة معا وهناك تأثير متبادل فيما بينهما، فاستثمارات التي تقوم بها المؤسسة تحدد الأرباح المستقبلية وبالتالي حجم التوزيعات الأرباح المتوقعة في المستقبل كما أن هيكل التمويل في المؤسسة يؤثر في تكلفة التمويل فيها التي تعتبر بدورها من ضمن العوامل المساعدة في تحديد الفرص الاستثمارية التي تقبلها المؤسسة، بالإضافة إلى أن سياسية توزيع الأرباح تؤثر في مقدار الأموال المملوكة في هيكل تمويل المؤسسة (من خلال حساب الأرباح المحتجزة) وهذا يمتد أثره إلى التأثير على تكلفة الأموال .

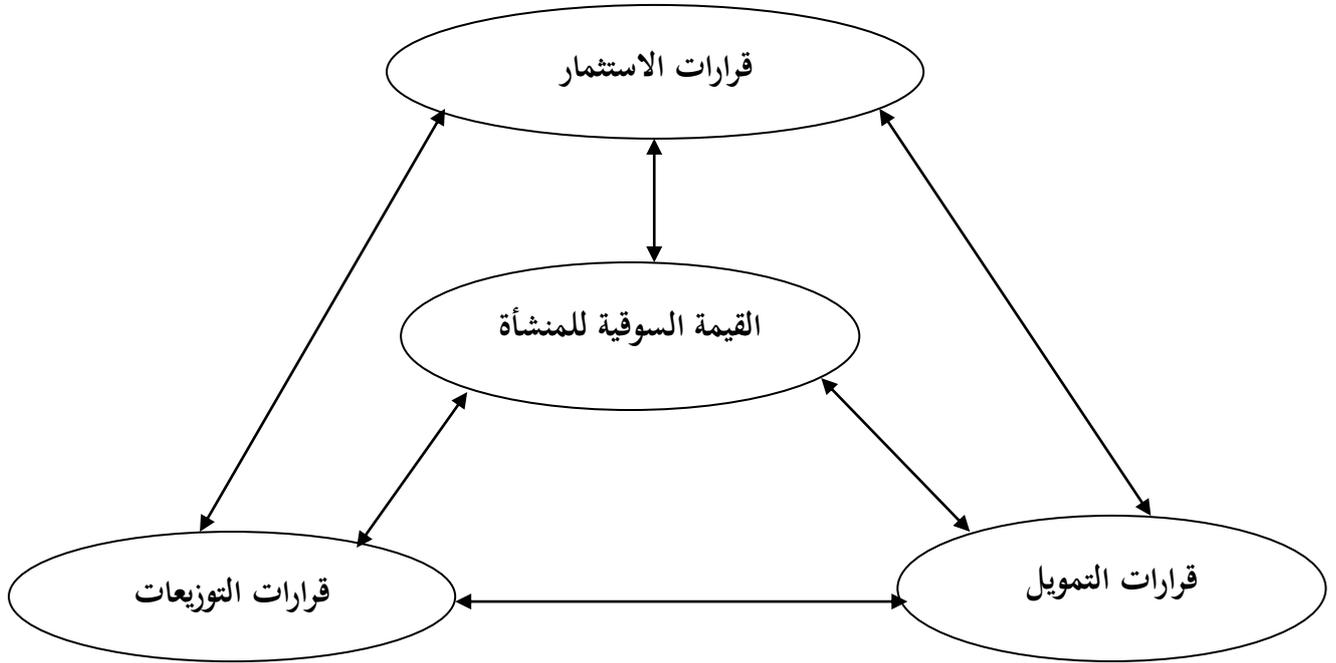
إن الهدف الأساسي من اتخاذ هذه القرارات المتداخلة هو تحقيق أقصى ثروة للمساهم من خلال تعظيم القيمة السوقية للأسهم المؤسسة².

¹ وسيم سليمان مخلوف، اثر سياسة توزيع الأرباح على ربحية الشركات دراسة على المصارف في السوق عمان للأوراق المالية، مذكرة ماجستير، تخصص إدارة الأعمال، 2019، ص14.

² عدنان فائزة، سياسة توزيع الأرباح وأثرها على القيمة السوقية للأسهم المؤسسات الاقتصادية المدرجة في البورصة، مذكرة ماجستير، مالية المؤسسات، مالية المؤسسات، قسم علوم التسيير، 2016، 2017، جامعة الجزائر3، ص13.

و يمكن توضيح فكرة التدخل والتأثير المتبادل بين القرارات المالية للمؤسسة وقيمتها من خلال الشكل التالي:

الشكل رقم 1: علاقة التأثير والتأثر بين القرارات المالية للمؤسسة وقيمتها



المصدر : مُجَدِّد صالح الحناوي ، جلال إبراهيم العبد، الإدارة المالية مدخل القيمة واتخاذ القرارات، الدار الجامعية الإسكندرية، 2002، ص1.

I-1-3- أنواع وأشكال سياسة توزيع الأرباح

هناك عدة خيارات أمام المؤسسة فيما يخص سياسة التوزيع الأرباح، حيث أنها تختار السياسة المناسبة التي تتماشى مع ظروفها وخططها، وقد تكون توزيعات الأرباح نقدية أو على شكل أوراق مالية وغيرها، لذلك سنحاول عرض الأهم أنواع وأشكال سياسة توزيع الأرباح.

I-1-3-1- أنواع سياسة توزيع الأرباح

تتمثل أنواع سياسة توزيع الأرباح في العناصر التالية:¹

أولاً: توزيعات الأرباح على شكل أسهم منحة

يتم بموجب هذا النوع من التوزيعات رسملة جزء من الإيرادات وذلك عن طريق إصدار أسهم منحة، وهنا يحصل مساهم على عدد من الأسهم الإضافية وفقاً لنسبة عدد الأسهم التي يمتلكها قبل الإعلان عن التوزيعات بحيث لا تتغير نسبة ملكيته في الشركة بعد التوزيع عما كانت عملية قبل التوزيع إلا أنه من الطبيعي إن تنخفض القيمة الدفترية للسهم بسبب زيادة عدد الأسهم دون زيادة في حقوق الملكية .

ويتم توزيع الأسهم وفق القيمة الاسمية للسهم أو وفق القيمة السوقية ويعتمد ذلك على السياسة المتبعة من قبل الشركة، فإذا كان التوزيع كبيراً بحيث يكون الهدف منه تخفيض القيمة السوقية للسهم بحيث يتم الاعتماد على القيمة

¹ عبد الرحمن مرعى، اثر سياسة توزيع الأرباح على القيمة السوقية للسهم دراسة ميدانية، مجلة جامعة تشرين للبحوث والدراسات العلمية، المجلد(35)، العدد(5)، 2013، ص ص286، 287.

الاسمية في عملية التوزيع، أما إذا كان التوزيع صغيرا بمجرد إجراء تغيير في تركيب حقوق الملكية فيتم الاعتماد القيمة السوقية للسهم عند الإعلان عن التوزيعات.

ينظر حملة الأسهم إلى التوزيعات سهم المنحة على أنها مرغوب فيها بالرغم من أنهم:

- لا يستلمون أي أصول من الشركة.
- لا تتغير نسبة حقوق ملكيتهم في الشركة.
- تبقى إجمالي القيمة السوقية لاستثماراتهم كما هي (من الناحية النظرية) لأن الانخفاض في القيمة السوقية للسهم سيرضه لزيادة في عدد من الأسهم لكل مساهم.
- ستكون التوزيعات النقدية للأرباح مستقبلا محدودة، لان الأرباح المحتجزة قد انخفضت بمبلغ توزيعات أسهم المنحة.

وهكذا فإن إصدار أسهم المنحة يؤدي إلى زيادة عدد الأسهم المتداولة مما يعني انخفاض حصة السهم من الأرباح وبالتالي التأثير على السعر السوقي للسهم بالانخفاض.

ثانيا: توزيع أرباح الأسهم بسندات دفع

في هذه الحالة يمكن أن يكون لدى الشركة أرباح كافية لمواجهة المتطلبات القانونية لتوزيعات الأرباح الآن هناك قصورا في النقدية، في هذه الحالة تلجأ الشركة إلى ما يسمى بسند الدفع، أي إن هذا النوع من التوزيعات عبارة عن وعد بدفع مبلغ التوزيعات مع الفائدة السوقية في مجتمع الاستثمار.

ثالثا: توزيع الأرباح عينا

توزع الأرباح عينا على شكل بضائع، أو عقارات أو استثمارات أو على شكل آخر يقرره مجلس الإدارة غالبا ما يكون على شكل توزيعات الاستثمارات الشركة في أوراق مالية لشركة أخرى. تمثل هذه العملية نقلا غير تبادلي (نقل غير نقدي للمالكين) ذلك يعني أن شركة تدخل في عملية تبادل تتخلى بموجبها عن شيء ما ذي قيمة (الأصول) والتي لا تحصل الشركة مقابلها على أصول أو خدمات.

رابعا: التوزيعات النقدية

الأسلوب الأكثر شيوعا لتوزيع الأرباح فالشركة يجب أن تمتلك ما يكفي من النقدية في وقت دفع هذه التوزيعات، أما إذا لم تمتلك الشركة ما يكفي من النقدية فإنها تلجأ إلى اعتماد شكل آخر من أشكال التوزيع كالتوزيعات بسند عن دفع أو بأسهم منحة أو توزيعات العينية.

إن لهذه التوزيعات قيمة سيكولوجية على ملة الأسهم، فكل مستثمر يرغب بالحصول على عوائد في شكل توزيعات نقدية، كذلك فإن هذه التوزيعات ليست فقط وسيلة لتوزيع الأرباح و إنما أيضا وسيلة لبناء صورة جيدة للشركة في سوق رأس المال و لخلق ظروف مناسبة للحصول على الأموال عند الحاجة.

خامسا: توزيعات التصفية

تستخدم بعض الشركات رأس المال المدفوع أساساً من أجل توزيع أرباح السهم، إن عدد الأرباح المناسب عن هذه الحقيقة يجعل بعض حملة الأسهم يعتقدون أن الشركة تعمل بربح يمكن تجنب ذلك من خلال إرفاق قائمة تبين مصدر كل توزيع من توزيعات الأرباح لا يستند على الإيرادات يعد تخفيض لرأس مال الشركة و بالتالي فهو توزيع تصفية. و يرى الباحث أن التوزيعات النقدية تلقى الاهتمام الأكبر من قبل العديد من المستثمرين سواء في الأسواق المتطورة (على الأخص بعد العديد من الفضائح المحاسبية التي طالت عدد من الشركات) أو في الأسواق الناشئة على اعتبار أنها تقدم دليلاً على أن جزءاً من أرباح الشركة حقيقي.

I-1-3-2- أشكال سياسة توزيع الأرباح

أولاً: سياسة توزيع بنسبة ثابتة

إن الكثير من الشركات تلجأ إلى إتباع سياسة نسبة توزيع الأرباح الثابتة أو المستقرة لكل سهم، و بالتالي لن يتأثر مقدار الربح الموزع لكل سهم سواء بالارتفاع أو انخفاض بحيث تتبع الإدارة المالية هذه السياسة عندما تتمكن من التنبؤ بإمكانية الحصول على الأرباح في المستقبل.¹

بحيث تحسب بقسمة مقدار مقسوم الأرباح السهم الواحد (DPS) على ربحية السهم الواحد (EPS)²

$$\text{Pay-out-ratio} = \frac{\text{DPS}}{\text{EPS}}$$

علماً أن: (EPS) تحسب من خلال قسمة صافي الربح (المقابل للتوزيع و ليست المقرر توزيعه كمقسوم أرباح) على عدد الأسهم المصدرة.

و ما يعاب على هذه السياسة أن المؤسسة التي تعتمد على هذه السياسة في توزيع الأرباح هو عند تحقيق المؤسسة مستويات أرباح متدنية في فترة من الفترات، و عند التزامها بنسبة ثابتة لتوزيع الأرباح فإن حصة السهم الواحد من الأرباح التي سيتم توزيعها ستكون صغيرة جداً أو قد تحقق المؤسسة خسائر في إحدى الفترات، فإن المؤسسة ستتوقف عن توزيع الأرباح، و بما أن الأرباح الموزعة تعتبر (من وجهة نظر عدد من المستثمرين) مؤشراً للحالة المستقبلية للمؤسسة فإن سعر السهم المؤسسة سوف يتأثر سلبياً و يعرض للانخفاض في السوق المالي.

ثانياً: سياسة توزيع الأرباح المنتظمة

هذه السياسة مبنية على أساس قيام الشركة بدفع توزيعات أرباح نقدية بنسبة ثابتة و مبالغ منخفضة حيث أنه حسب هذه السياسة تقوم الشركة بزيادة نسبة هذه توزيعات عندما تحقق أرباح أعلى من معدلات أرباحها العادية خلال الفترة الزمنية المحددة.³

¹ سعود جايد مشكور، العلاقة بين سياسة توزيع الأرباح والقيمة السوقية للسهم وأثرها في تحديد قيمة الشركة، مجلة، مركز الدراسات الكوفة، العدد

50، جامعة المثنى 2018، ص225.

² اسعد حميد العلي، الإدارة المالية (الأسس العلمية وتطبيقية)، الطبعة الأولى، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان، 2010، ص376.

³ سعود جايد مشكور، مرجع سبق ذكره، ص225.

تتوزع هذه السياسة بين شركات التي تتعرض أرباحها لتقلبات دورية، حتى و إن كانت تحقق المرونة لهذه شركات إلا أنها تؤدي إلى وجود حالة عدم التأكد بين المساهمين.¹

ثالثا: تجزئة الأسهم

تسعى المؤسسة عادة لإتباع هذه الطريقة عندما تعتمد الإدارة المالية للمؤسسة أن يكون لسعر سهمها السوقي مسعر بأعلى من قيمته الحقيقية، وان تخفيض سعر السهم يشجع المساهمين على تنشيط التبادل بيعا وشراء في السوق المالي، ولهذا السبب تقوم المؤسسات عادة بتجزئة لأسهمها قبل أن تقوم بإصدار أسهم جديدة من اجل تنشيط عملية التسويق والتحفيز لتعامل السوقي على أسهم المؤسسة، وفي الحالات الأخرى ليس مستبعدا أن يسبب قارا تجزئة الأسهم إلى زيادة طفيفة في القيمة السوقية للسهم بسبب المحتوى المعلوماتية الذي ينطوي عليه مثل هذا القرار.²

ولقد اتخذ الدكتور منيرا إبراهيم هندي ثلاث مبررات لإتباع المؤسسات للشكلين السابقين في التوزيعات، ويتمثل في:³

- التأثير على القيمة السوقية للسهم: قد ينظر المتعاملون في السوق المالي إلى هذه القرارات التي يتم اتخاذها من قبل المؤسسة على أنها إشارة مالية لمستقبل مبشر للمؤسسة. باعتبار أنها تنطوي على محتوى معلوماتي على مستقبلها ترغب في إبلاغه للمستثمرين، وبالتالي هذا يؤثر على القيمة السوقية لاسمهما بالإيجاب.
- التأثير على مقدار التوزيعات: قد ينتج على القرار المتخذ من قبل المؤسسة زيادة في التوزيعات النقدية الكلية التي يحصل عليها المستثمر، لكن من النادر أن تبقى المؤسسة على القيمة المطلقة لنصيب السهم من التوزيعات قبل اتخاذ القرار.
- إزالة الحاجز النفسي: يتمكن المستثمر في ظل زيادة عدد الأسهم التي يمتلكها جراء السياسة المتبعة، وفي ظروف نفسية اقل ضغطا من بيع كمية من الأسهم التي يمتلكها، وبالتالي فان هذه السياسة تخفف من الحاجز النفسي الذي ينتاب المستثمر سواء لبيع أسهمه أو شراء أسهم جديدة.

رابعا: معكوس الاشتقاق

إن مفهوم معكوس الاشتقاق هو عملية تخفيض عدد من الأسهم، فقد تتخذ شركة قرار باستبدال مجموعة من الأسهم بسهم واحد.⁴

وعلى رغم من كون عكس تجزئة السهم تخفض من عدد الأسهم، إلا أن المساهمين الحاليين لا يزالون يحتفظون بنفس الاستثمار النسبي في الشركة، والتجزئة العكسية للسهم هي موضع الاهتمام لان سعر السهم المعدل يكون عادة اقل من سعر السهم الأصلي مضروبا في مضاعفات تجزئة السهم العكسي، وتلجأ شركة إلى هذا النوع لرفع قيمة أسهمها عن الحد الأدنى في الوقت الذي يفرض التعامل في السوق الأوراق المالية في الكثير من الأحيان سعر أدنى للسهم، كما أن هذه العملية تعمل على تقليص تكاليف المعاملات وتوفير السيولة، الأمر الذي ينعكس بالإيجابي على القيمة السوقية لأسهم

¹ احمد مجد غنيم، الإدارة المالية (مدخل التحول من الفقر إلى الثراء)، المكتبة العصرية، المنصورة، 2008، ص 219.

² اسعد حميد العلي، مرجع سبق، ص 381.

³ منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في مجال مصادر التمويل، المعارف الإسكندرية، 1998، ص 389، 386.

⁴ منير إبراهيم هندي، مرجع من نفس الصفحة، ص 389.

الشركة وياتباع طريقة عكس تجزئة الأسهم تتخلص الشركة من صغار الملاك إذ تؤول حصصهم إلى دون المستوى المحدود ويتم إخراجهم بالقوة.¹

خامسا: توزيعات في صور أسهم مجانية

وقد تلجا شركة لهذه طريقة عندما تقوم بتوزيع أسهم عادية على المساهمين عوض مبالغ نقدية أي أن الشركة تحتفظ بعدد من الأسهم الجديدة لكي توزعها على المساهمين دون أن تطلب منهم سداد أي نقدية وفي حقيقة الأمر فإن المساهم يمكنه بيع هذه الأسهم واعتبار ثمن البيع بمثابة توزيعات، ولكن التوزيعات في شكل أسهم بدلا من توزيعات النقدية من الناحية النظرية فإن هذه التوزيعات في شكل أسهم لن تثري المساهم لأنه سيحصل على نفس التوزيعات، وهذا يعني أن القيمة السوقية غير مرتبطة بمثل هذه العملية وعلى العكس فقد زاد عدد الأسهم عندما أصدرت الشركة هذه الأسهم الجديدة، وهذا يعني إن سعر السهم سينخفض بالمقارنة بما كانت عليه قبل التوزيع لهذا السهم.²

وعليه من بين الآثار الجوهرية لهذه الطريقة هو انخفاض القيمة السوقية للسهم لذا تلجا إليها الشركة عندما ترتفع القيمة السوقية للسهم بدرجة كبيرة، ويخشى معها تناقص عدد المستثمرين الراغبين في شراء أسهمها ويتطلب هذا الجزء توزيع أسهم مجانية، أن تمتلك الشركة احتياطات وأرباح محتجزة بشكل كبير، وترغب في احتجاز المزيد من الأرباح على شكل احتياطات في المستقبل كان يكون لها فرص استثمارية واحدة.³

I-1-4- نظريات ونماذج سياسة توزيع الأرباح

I-1-4-1- نظريات سياسة توزيع الأرباح

جاءت الأدبيات المالية بالعديد من النظريات فيما يتعلق بسياسة توزيع الأرباح في المؤسسة والقيمة السوقية لها وتمثل هذه النظريات فيما يلي:

أولا: نظرية الفائض للتوزيعات

لقد كانت نظرية الفائض من أولى النظريات التي اهتمت بهذا الموضوع، وذلك من خلال المقارنة بين العائد الناتج عن احتجاز لإعادة استثمارها من طرف المؤسسة والعائد الناتج عن عملية استثمار التوزيعات من قبل المستثمر، لكن قد تكون حالة المؤسسة هي المحدد الرئيسي وذلك جراء توفرها على نقدية تفوق الفرص الاستثمارية المتاحة إمامها، فالمؤسسة هنا تعتمد على توزيع نسب عالية من الأرباح على المستثمرين وهذا لأجل إعادة استثمارها بأنفسهم ولكي لا تفوت عنهم فرص استثمارية متاحة وتكون هذه الحالة ميزة الصناعات الناضجة التي تتوفر على فرص ضئيلة للنمو، وتجذب هذه السياسة عموما المستثمر الذي يميل إلى المؤسسات ذات التوزيعات الأرباح العالية، ولكن قد تحقق المؤسسة مستوى نقدية ضئيل مقارنة بالفرص الاستثمارية المتاحة، لذا فإن الخيارات المتاحة تكون إما بتوزيع نسب ضئيلة من الأرباح أو احتجاز كل الأرباح، في المقابل ذلك تحقق عوائد مرتفعة إضافة إلى ارتفاع في أسعار أسهمها نتيجة تأجيل

¹ كريمة بوكرومة، اثر قرارات الاستثمار وتوزيع الأرباح على الأداء المالي للشركات الصناعية المدرجة في السوق عمان للأوراق المالية، أطروحة نيل شهادة

دكتوراة، قسم العلوم الاقتصادية، تخصص مالية، جامعة العربي بن مهيدي _ ام البواقي _، 2018_2019، ص150.

² عبد الغفار حنفي، أساسيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2001، ص242.

³ منير إبراهيم هندي، مرجع سبق ذكره، ص349.

التوزيعات، وتكون هذه السياسة وجهة المستثمر الذي يفضل الأرباح الرأسمالية وتقتضي هذه النظرية بان المستثمر لا يمانع من احتجاز الأرباح إذا كان معدل العائد المثالي من استثمارها عن طريق المؤسسة أكبر من معدل العائد الذي كان يمكن للمستثمر تحقيقه من حصيلة تلك الأرباح الموزعة، وعليه لا يمانع المستثمر من احتجاز الأرباح في حالة تساوي معدل العائد المتوقع على الاستثمار على الأقل مع معدل العائد المطلوب من طرفه، وقد يتضح من هذه النظرية، ومن خلال تسميتها بالفائض إن التوزيعات لا تخرج عن كونها وسيلة للتوزيع الفائض من الأرباح التي تحدد بناء على القرارات الاستثمارية، وعليه فإذا كان للقيمة السوقية لأسهم المؤسسة إن ترتفع فذلك يرجع في الأساس إلى وجود برامج استثمارية يتولد عنها عائد يفوق العائد المطلوب، بينما يبقى إجراء توزيعات الأرباح من عدمه غير مؤثر على قيمة المؤسسة يصبح قرار التوزيعات وفق هذه النظرية، قرار تابعا لقرارات الاستثمار إذ تتوقف على مدى وجود الاستثمارات ذات العائد المرتفع بالمقارنة بالعائد المطلوب من طرف المساهمين (تكلفة الفرصة البديلة)، فإذا تعذر عدم إمكانية استثمار المؤسسة للأرباح بمعدل يكون على اقل مساويا لعائد المطلوب سيتم توزيعها.¹

ثانيا: نظرية عدم الملائمة التوزيعات ميلر و مدكلياني

قدم هذه النظرية كل من ميلر و مدكلياني، حيث يرى أن هذه نظرية تنص أن قيمة المؤسسة تحدد فقط بالأرباح التي تحققها المؤسسة ومخاطر أصولها أو استثماراتها، وان أسلوب تقسيم الأرباح على شكل توزيعات نقدية أو أرباح المحتجزة يتم إعادة استثمارها لا يؤثر على القيمة المؤسسة، وتقوم هذه النظرية على مجموعة من الافتراضات وهي:

- عدم وجود ضرائب على المؤسسات أو الضرائب على الدخل؛
- عدم وجود تكاليف اكتتاب أو تكاليف المعاملات؛
- ليس للرافعة المالية تكلفة رأس المال؛
- للمدراء والمستثمرين نفس المعلومات حول مستقبل المؤسسة؛
- ليس لتقسيم الربح بين الاحتجاز و التوزيع اثر على تكلفة الملكية؛
- أن سياسة الميزانية الرأسمالية في المؤسسة مستقل عن سياسة التوزيع فيها.

وكما هو واضح فان هذه الفروض غير واقعية فالمؤسسات والمستثمرين يدفعون الضرائب والمؤسسات تتحمل تكاليف الإصدار، كما أن المدراء يعرفون أكثر من المستثمرين عن المعلومات المتعلقة بمستقبل المؤسسة والمستثمرون هم الذين يتحملون تكاليف المعاملات الإضافية إلى أن كل من الضرائب وتكاليف المعاملات تجعل تكلفة الملكية تتأثر بسياسة التوزيع.²

¹ علي بكارية، مساهمة النظام المحاسبي المالي في ترشيد السياسة المالية للمؤسسة الاقتصادية، أطروحة الحصول على شهادة الدكتوراة الطور الثالث ، قسم علوم التسيير، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، تخصص التدقيق ومراقبة التسيير، جامعة الجزائر 2019، 3_2018، ص104.

² عاطف جابر عبد الرحيم، أساسيات التمويل والإدارة المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2008، ص391.

ثالثا: نظرية العصفور في اليد

نظرا لعدم واقعية افتراضات نظرية (MM) انتقد كل من جوردن ولنتر الافتراض الخامس الذي ينص على عدم وجود أي صلة بين سياسة التوزيع وبين معدل العائد المطلوب على الملكية ويقولون بان معدل العائد المطلوب على الأموال المملوكة ينخفض في حالة ازدياد دفعات التوزيعات في حالة احتجازها من قبل المؤسسة، بالمقارنة من استلام الأرباح في حالة توزيعها عليهم نقدا، وبالتالي فان قيمة الدينار الذي يتم توزيعه لان هو أعلى من قيمة الدينار الذي يتم احتجازه لان مكون (مقسوم الربح الحالي / سعر السهم)، هو اقل خطورة من معدل النمو، وقد حاول مودكلياني و ميلر (MM) إثبات بان السعر المستثمر لا يفرق بين العائد الجاري وبين العائد الرأسمالي، وقد أطلق على وجهة نظر التي خرج بها جوردن ولنتر اسم عصفور في اليد، لأنهما يعتقدان بان معظم المستثمرين يخططون إعادة الاستثمار توزيعاتهم في أسهم المؤسسة في الأجل الطويل ستحدد فقط بمخاطر التدفقات التشغيلية وليس سياسة توزيع الأرباح.¹

رابعا: نظرية التفضيل الضريبي

حسب هذه النظرية إذا كانت الأرباح الرأسمالية مرتبطة ببيع الأسهم لا تخضع للضريبة، أو كانت نسبة الضرائب على هذه الأرباح اقل من نسبة الضرائب على الأرباح النقدية الموزعة، فان المستثمرين يفضلون المؤسسات التي لا توزع أرباح نقدية ، والتي تقوم بالاحتفاظ بالأرباح على شكل أرباح غير موزعة وكلما انخفضت نسبة التوزيعات النقدية على حساب الأرباح الموزعة، ارتفعت ثروة المساهمين هذا مع بقاء العوامل الأخرى ثابتة. و عليه فان المستثمرين سوف يطلبون بعائد أكبر من المؤسسات التي تقوم بتوزيع الأرباح النقدية كبيرة، وذلك لتعويض قيمة الضرائب التي سوف يدفعونها على أرباحهم النقدية.²

خامسا: نظرية الإشارة

طبقا لهذه النظرية فان المستثمرين أن يستنتج المعلومات المتعلقة بالأرباح المستقبلية للمؤسسة من خلال الإشارة الواردة من إعلان التوزيعات، حيث تفرض هذه النظرية امتلاء المدراء المعلومات خاصة عن المؤسسات ورغبتهم في نقلها إلى المستثمر الحالي والمتوقع إضافة إلى أن هذه الإشارة صحيحة أي أن المؤسسة ذات أداء ضعيف أو منخفض عليها أن لا ترسل إشارة غير صحيحة إلى السوق بزيادة التوزيعات، في ضوء هذه الشروط فان السوق يتفاعل مع الأخبار المتعلقة بتوزيعات، بمعنى انه ينظر لزيادة التوزيعات كإشارة موجبة تطهر عن المعلومات حول الأرباح المستقبلية للمؤسسة والتي يؤدي إلى ارتفاع في سعر السهم. والعكس صحيح فيما يتعلق بانخفاض أو حذف التوزيعات، ونظرا للعديد من الدراسات ومنها دراسة Lipson إن المدراء لا يقومون باتخاذ قرار التوزيع أو زيادة هذه التوزيعات، إلا إذا اعتقد وان بإمكانهم تغطية هذه توزيعات في السنوات القادمة من الأرباح المستقبلية.³

¹ عدنان تايه النعيمي، الإدارة المالية المتقدمة، دار البازوري، عمان، ص384.

² رشيد حفصي، دراسة وتحليل تأثير سياسة توزيع الأرباح على أداء أسهم المؤسسات المدرجة في السوق المالي، حالة سوق دبي المالي في الفترة ما بين 2014، 2011، المجلة الجزائرية للدراسات المحاسبية والمالية، عدد 02 جوان 2016، ص43.

³ عبد الرحمن مرعي، اثر سياسة توزيع الأرباح على القيمة السوقية للسهم دراسة ميدانية، مجلة جامعة تشرين للبحوث والدراسات العلمية، المجلد 35، العدد 5، 2013، ص291.

سادسا: نظرية الوكالة

جاءت هذه النظرية للفصل بين ملكية المؤسسة و إدارتها كنتيجة لزيادة حجم المؤسسة وتطوير نطاق أعمالها، وبطبيعة الحال تتوفر لدى إدارة المؤسسة معلومات شخصية أكثر من اهتمامها بتحقيق أهداف المستثمرين، وذا يفرض من الملاك تحمل نوع التكاليف لمراقبة الإدارة لضمان تحقيق أهدافهم، يحث تلجأ المؤسسات إلى احتجاز الأرباح بغية تقليل احتمال عدم وجود مصادر لتمويل الاستثمارات المستقبلية، إضافة إلى تقليل أو تجنب الوقوع في العسر المالي المرتبط بالاحتمال وجود نتائج استغلال في المستقبل، وعلى وجه الخصوص المؤسسات التي تحتفظ بمبالغ كبيرة لإنفاقها على العمليات البحث وتطوير من جهة، ولتوفير سيولة للاستثمارات المحتملة من جهة أخرى، وباحثجاز الأرباح تتجنب الشركات تحمل تكاليف الذهاب إلى مصادر التوريد خارجية، ولكن إذا امتلك المساهمون حقوق أكبر فإنهم يستخدمون قوتهم لتأثير على سياسة توزيع الأرباح، كونهم وفق نظرية الوكالة.

يفضلون خيار توزيع الأرباح أكثر من خيار احتجاز الأرباح، خاصة في الأسواق الناشئة، وكلما انخفضت درجة حماية المساهمين سمح ذلك الإدارة باستخدام مهارتهم في السيطرة على الشركة واستخدامها لتحقيق الشهرة ومن خلال إعلان عن توزيعات الأرباح على المساهمين الذين يظنون أنها نتيجة الجهد المثالي الإدارة.¹

I-1-4-2- نماذج سياسة توزيع الأرباح

لقد تم وضع عدة نماذج لتفسير توزيعات أرباح السهم في المؤسسة حيث تطرقت هذه النماذج في مجملها إلى أهم العوامل التي يمكن أن تكون لها علاقة مع توزيعات أرباح السهم كما اعتمدت هذه النماذج على عدة فرضيات للوصول إلى نماذج أكثر واقعية ومن بين هذه النماذج نجد:

أولاً: نموذج جوردون

يعتبر نموذج (GORDON) من النماذج الأساسية التي ناقشة سياسية توزيع الأرباح وأكدت أثرها على القيمة السوقية للسهم، فالمستثمرون يكرهون المخاطرة ويتصفون بالرشد والعقلانية، بحيث في نظرية (GORDON) اعتمد على نموذج الرسملة توزيعات الأرباح، والذي يؤكد أن القيمة السوقية للسهم تساوي القيمة الحالية المتوقعة لتوزيعات الأرباح.

حيث يمكن التعبير عن هذا النموذج بالصيغة التالية:²

$$P_t = (\text{Div } t) / (K - g)$$

حيث :

PT : سعر السهم المتوقع خلال الفترة

¹ نضال عمر زلوم، اسحق محمود الشعار، اثر التوزيعات الأرباح على القرار الاستثماري في ضوء جودة التقارير المالية، المجلة الأردنية للعلوم الاقتصادية، المجلد 2، العدد 1، 2015، ص 35.

² عبد القادر بريس، عيسى بدروني، محددات سياسة توزيع الأرباح في المؤسسات الخاصة الجزائرية، المجلة، الأكاديمية لدراسات الاجتماعية والإنسانية، العدد 10، جامعة شلف، 2013، ص 18.

DIV_T : أرباح السهم المتوقع توزيعها خلال الفترة

K : معدل الخصم

g : معدل نمو توزيعات أرباح السهم

وفقاً لنموذج جوردون فإن قيم السهم معين فإن سعر يمثل القيمة الحقيقية للسهم من وجهة نظر المستثمرين للسهم الذي يملكه أما إذا كانت القيمة السوقية للسهم أكبر من القيمة الحقيقية فهذا يعني أن السهم مقيم بأعلى من قيمته هذا الذي يجعله فرصة مغرية للشراء.¹

وحسب جوردون فإن معدل العائد المطلوب من طرف المساهمين يرتفع مع احتجاز الأرباح والاستثمارات المضافة بحيث أن ارتفاع أرباح السهم في المستقبل يكون نتيجة الزيادة في الاستثمارات وارتفاع معدل العائد المطلوب من طرف المساهمين ذلك نتيجة زيادة حالة عدم تأكد المرافقة للزيادة في الاستثمارات.²

ثانياً: نموذج ولتر (WALTER 1962):

في هذا النموذج حاول تقديم إطار لتقييم الأسهم العادية وذلك على أساس افتراض أن سياسة توزيع الأرباح تتوجه من خلال الغاية أو الهدف لتعظيم ثروة مالكي حملة الأسهم العادية وذلك لاعتمادها على المفاضلة بين احتجاز الأرباح أو إعادة الاستثمار في مشاريع مستقبلية مجدية وبين درجة المخاطرة ومعدل العائد المطلوب وبهذا يكون نموذج ولتر قد ركز على الأرباح الموزعة والأرباح المحتجزة وذلك باعتبارها عاملين مهمين في تحديد القيمة العادلة للأسهم.³ وبالتالي تكون صيغة هذا النموذج من خلال العلاقة التالية:⁴

$$P = \frac{DIV}{K} + \frac{r (DPA - DIV)}{K}$$

حيث:

P : السعر السوقي للسهم

DiV : التوزيع السنوي لأرباح السهم

r : معدل العائد المتوقع على الاستثمار

DPA : نصيب السهم من الربح الإجمالي للمؤسسة

يتضح من العلاقة أعلاه أنه إذا كان:⁵

$r > k$ فإن زيادة احتجاز الأرباح له أثر إيجابي على القيمة السوقية للسهم

¹ طلعت عبد الحكيم، مصطفى أنوار حسن، تقييم الأسهم العادية باستخدام نموذج الخصم (نموذج جوردون)، مجلة الإدارة والاقتصاد، العدد الحادي والثمانون، جامعة المستنصرية 2010، ص 60.

² عبد القادر بريش، عيسى بذروني، مرجع سبق ذكره، ص 18.

³ سليم كرار عبد الزهرة وآخرون، قياس العادلة للأسهم العادية باستخدام نموذج مضاعف الربحية، دراسة تطبيقية في المصارف العراقية الخاصة المدرجة في السوق العراق للأوراق المالية، مجلة ألغزي للعلوم الاقتصادية والإدارية، العدد التاسع والعشرون، مجلد التاسع، جامعة الكوفة، 2013/2015، ص 201.

⁴ عبد القادر بريش، عيسى بذروني، مرجع سبق ذكره، ص 18.

⁵ المرجع السابق ذكره، ص 3.

$r < k$ فان توزيع الأرباح هو الأمثل لتعظيم سعر السهم ومنه القيمة السوقية للمؤسسة
 $r = k$ كلا سياستين لا يكون لهما اثر على القيمة السوقية (حيادية توزيع الأرباح

ثالثا: نموذج الإشارة و أرباح السهم

يقوم نموذج الإشارة باستخدام أرباح السهم الاستثمار أو الاستدانة لإعلام المستثمرين بالوضعية المالية للمؤسسة في كل إشارة يتحمل المسير تكاليف بحيث هذه التكاليف تكون مرتفعة بالنسبة للمؤسسات ذات الوضعية السيئة مقارنة بذات الوضعية الجيدة بالإضافة يمكن تفسير الإشارة المراد توصيلها من خلال توزيع الأرباح السهم بمشكلة الخطر المعنوي كما انه بدون هذه الإشارة يعجز المستثمرون عن تقييم نوعية المؤسسة حيث يصبح تقييمهم مبني لعزل الوضعية المالية الجيدة عن الوضعية المالية السيئة يجب على المسير أن يجد طريقة تمكنه من ذلك حتى يتحدد قرارات مالية في بداية الفترة ويسعى إلى تأكيد الإشارات المالية الابتعاد عن الخطر المعنوي فالنظام المثير للاهتمام من طرف المسيرين يكون كما يلي :

$$M = (1+r)\delta_0 V_0 + \delta_1 \begin{cases} V_0, S_1 & V_1 \geq Div_0 \\ V_1 - \frac{1}{S_1}, S_1 & V_1 < Div_0 \end{cases}$$

بحيث:

M : عائد المسيرين

V_0, V_1 : قيمتي المؤسسة في اللحظتين 0 و 1 على ترتيب

L : الجزء الذي يتحمله المسير إذا كانت أرباح السهم الموزعة في بداية الفترة (Div_0) أكبر من النتيجة المحققة ($V < Div_0$)

DiV_0 : هي التوزيعات المدفوعة في الفترة 0

S_1, S_0 : نسبة العائد في الفترة 0 و 1 على التوالي

لا يقوم المسيرين في هذا النموذج بزيادة أرباح السهم إلا إذا كانوا متأكدين من أن وضعية المؤسسة المستقبلية سوف تستمر في تحسن والعكس صحيح إذا كان المسيرين يتحملون الجزء الذي لا يكون في صالحهم وبذلك فان المسيرين يفضلون توزيع نسبة منخفضة من الأرباح السهم ولا يتم الزيادة إلا إذا كان هناك تغيير فعال في المؤسسة والذي يستمر في المستقبل وبالتالي لا بد من المسيرين الحفاظ على هذه النسبة حتى وان كانت التدفقات النقدية منخفضة و بالتالي فان أي انخفاض في هذه النسبة يدل على أن هناك انخفاض مستمرا في التدفقات النقدية المستقبلية للمؤسسة والتي تعتبر معلومة سيئة بالنسبة للسوق المالي¹.

¹ عبد القادر بريس، عيسى بذروني، مرجع سبق ذكره، ص 18.

رابعا: نموذج لينتير (Lintner 1956)

في هذا نموذج توصل لينتير 1956 أن خلال دراسته أن معظم حملة الأسهم يفضلون عوائد معقولة ومستقرة، بحيث يتفاعل السوق إيجابيا مع الاستقرار أو الزيادة التدريجية في الأرباح، وبالتالي تتميز قرارات التوزيعات الأرباح بمعدل ثابت لتوزيع الأرباح .

وهذه النتائج كانت استنادا إلى النموذج التالي :

$$\Delta D_t = a_0 + c(D_t^* - D_{t-1}) + e_t$$

حيث:

ΔD_t : التغير في التوزيعات في الفترة t.

a_0 : معامل ثابت.

C: النسبة المقبولة للزيادة في التوزيعات، والتي تتوقف على وجهة نظر المسيرين.

D_t^* : معدل التوزيعات المستهدف أو طويل الأجل.

D_{t-1} : معدل التوزيعات للسنة السابقة.

E_t : الحد العشوائي، ذو توزيع طبيعي.

كما توصل لينتير إلى أن الشركات هي التي تحدد سياسة توزيعا لأرباحها تبعا لأرباحها الجارية ونسبة التوزيعات المستهدفة، كما تبين أن الشركات تقوم بتعديل نسبة توزيع أرباحها طبقا لهذه النسبة.¹

I-2-العوامل المؤثرة على قرار توزيع الأرباح في مؤسسة لاقصادية

يعتبر قرار توزيع الأرباح العنصر الأساسي في المؤسسة، بحيث يعتمد قرار توزيع الأرباح على المساهمين على عدة عوامل منها:

أولا: الرفع المالي

تعد الرافعة المالية للمؤسسة عاملا مهما في سياسة توزيع لأرباح، وتشير الرافعة المالية إلى درجة اعتماد المؤسسة في تمويل لأصولها على مصادر التمويل ذات دخل ثابت سواء كانت قروض أو سندات، بما ينعكس على لأرباح التي يحصل عليها الملاك بمعنى آخر، يكون لدى المؤسسات ذات نسبة الرافعة المالية عالية مدفوعات ثابتة عالية لاستخدامها التمويل الخارجي ، ومن تم كلما ارتفعت نسبة الرافعة المالية كلما قلت فرص التوزيع الأرباح ، نتيجة لذلك فان الرفع المالي يرتبط

¹ كريمة بوكرومة، مرجع سبق ذكره، ص ص145،146.

ارتباط سلبيا بتوزيعات الأرباح ، ويتفق هذا التفسير مع نظرية الوكالة ، وعلى النقيض ذلك يمكن الأرباح المؤسسة أن تحقق معدل عائد أعلى مما تدفعه مقابل الأموال المقترضة، حيث يمكنها من استخدام مستويات أعلى من الديون في هيكل رأس المال الخاصة بما للاستفادة من الوفرة الضريبي، حيث توجد علاقة سلبية بين نسبة الاقتراض وسياسة توزيع لأرباح، أي كلما زاد لاقتراض في مؤسسة كلما انخفضت نسبة التوزيعات، وفي سياق آخر توجد علاقة ايجابية بين معدلات لاقتراض وسياسة توزيعات، كما لا توجد علاقة بين نسبة لاقتراض وسياسة توزيعات لأرباح.¹

ثانيا: حجم المؤسسة

تعاني المؤسسات الصغيرة والجديدة من لااستطاعة محدودة على لاقتراض وعلى التمويل بإصدار أسهم، والسبب أن المؤسسات لا تكون معروفة جيد، من المستثمرين في الأسواق المالية ، بحيث تعتمد مثل هذه المؤسسات على لأرباح المحتجزة كمصدر تمويل بالملكية الرئيس، ويكون لديها اتجاه نحو احتجاز نسبة كبيرة من لأرباح، أما المؤسسات الكبيرة فهي تمتلك فرصا كبيرة للوصول للأسواق المالية الداخلية والخارجية ومن تم فهي اقل اعتماد على لأرباح المحتجزة في تمويل لااستثماراتها، ولذا فقد تم اخذ حجم المؤسسة كأحد المتغيرات الضابطة الذي تم قياسه من خلال اللوغاريتم الطبيعي لمجموع أصول المؤسسة، وأعطى هذا المتغير الرمز (size)، يتوقع أن تكون له علاقة موجبة بالتوزيعات.²

ثالثا: السيولة

تعتبر السيولة من أهم العوامل المؤثرة على سياسة توزيع لأرباح ففي حالة نقص السيولة لا يتم توزيع لأرباح حتى وان كان جدول الحسابات النتائج مبني على أساس المحاسبة العامة للسنة المالية يعكس الربحية كبيرة ، كما تشير الدراسات أخرى إلى أن سياسة توزيع لأرباح للمؤسسات هي دالة لحالة الخزينة أكثر من كونها دالة للأرباح المحققة، ويبين Deshmukh في دراسة على عينة من المؤسسات الصناعية المدرجة في بورصة نيويورك NYS

أهمية السيولة كعامل مؤثر في سياسة توزيع لأرباح حيث توصل إلى وجود علاقة ايجابية بين توزيعات الأرباح وخزينة المؤسسة ، وتوصل KATO & AL في تحليلهم للشركات اليابانية إلى أن التغير في سياسة توزيع لأرباح ترجع أساسا للتغيرات التي تحدث في خزينة المؤسسة.³

¹ متولي السيد عيطة، اثر سياسة توزيع الأرباح وهيكل رأس المال على القيمة للمصارف المدرجة في السوق المالية السعودية، مرجع سبق ذكره، ص13.

² علام محمد موسى حمدان، العلاقة بين الحاكمية المؤسسية وتوزيعات الأرباح وتأثيرها بصعوبات التمويل الخارجي، المجلة الأردنية في إدارة الأعمال، المجلد 10، العدد 1، 2014، ص71.

³ جمال قدام، احمد بوجميل ، محددات سياسة توزيع الأرباح دراسة قياسية العينة من المؤسسات المدرجة في مؤشر داوجونز، مجلة دفتر البحوث العلمية، المجلد 10، العدد(2)، 2022، ص204.

رابعاً: فرص النمو

في دراسة كندية أجريت مع مديرين حول طريقة المعتمد عليها في إعداد سياسة توزيع الأرباح يكشف أن قرارات الاستثمار ، التمويل وتوزيع الأرباح يجب أن تكون متناسقة ويتأثر بعضها البعض ، ويؤكد Partington هذه النتيجة كما يبين أن حساسية المؤسسة للقيام بتوزيع للأرباح وقيمة هذه التوزيعات هي دالة لفرص الاستثمار والنمو، كما تثبت دراسات أخرى أن فرص النمو المتاحة تستهلك موارد الخزينة والتي يمكن أن تستخدمها المؤسسة في تسديد توزيعات الأرباح بالتوافق مع نظرية دورة الحياة المؤسسة، تدفع المؤسسات بطيئة النمو أو بدون نمو توزيعات للأرباح مرتفعة عند مرحلة النضج، بما أن المؤسسات ذات معدلات النمو المرتفعة تميل للاحتفاظ بالجزء الأكبر من الأرباح من أجل تخفيض تابعيتها للتمويل الخارجي مرتفع التكلفة هناك تفسير يرى بان الاستثمار في الاحتياجات في رأس المال العامل ضروري لدعم النمو أكبر من تدفقات الخزينة الإضافية الناتجة عن نمو المبيعات، غير أن العلاقة بين تسديدات توزيعات الأرباح وفرص النمو ليست مصادق عليها إلا في الدول التي تكون فيها الحماية القانونية للمساهمين قوية، وإذا كان المساهمون لا يشعرون بالأمان ويشكون في قدرتهم على توزيع الأرباح المستقبلية للمؤسسة فسيفضلون الحصول على الأرباح الحالية وهذا بالضغط على المؤسسات من أجل توزيع الأرباح مهما كانت فرص النمو متاحة فمستوى حماية المستثمرين والتناسب بين آليات حوكمت الشركات مختلف ما بين البلدان المدروسة وهو ما يعقد طبيعة العلاقة ما بين الأرباح، فرص دفعها والنمو.¹

خامساً: ربحية المؤسسة

ليس هناك اختلاف بين الباحثين حول أهمية ربحية المؤسسة كمحدد لسياسة توزيع الأرباح ولكن الاختلاف الوارد هو ما بين الربحية الحالية أو المستقبلية كمحدد لهذه السياسة، فهناك العديد من الدراسات التي أكدت العلاقة الإيجابية بين تسديدات توزيعات الأرباح وأرباح تلك السنة وخاصة في البلدان السائرة في طريق النمو، وعليه تميل المؤسسات للرفع في تسديدات الأرباح الموزعة مع ارتفاع ربحية المؤسسة وتتفادى احتجازها ، وهو ما يتناسب مع فرضية تدفقات الخزينة المتاحة لجنسن، فمثلا في دراسة حول السوق المالي الهندي توصل إليها تأثير كبير في إعداد سياسة توزيع لأرباح هذه النتيجة أيضا تم التوصل إليها في السوق الأمريكي ، يعتبر أيضا المستوى المتوقع للأرباح المستقبلية من العوامل المحددة والمؤثرة في سياسة توزيع الأرباح، فالمؤسسات لن تقدم على الزيادة في توزيعات الأرباح إلا إذا كانت تتوقع إمكانية الحفاظ على هذا المستوى في المستقبل والذي يعتبر دالة للأرباح المستقبلية ، كما يتضح في هذه الدراسات إلى أن انخفاض توزيعات الأرباح يفسر في معظم الأوقات بأنه تحذير حول الاستحقاقات المستقبلية للمؤسسة ويقود عادة لرد فعل سلبي من طرف المستثمرين، وفي دراسة أجريت مع المديرين الماليين في بورصة نيويورك يؤكد farrelly & al أهمية الأرباح المستقبلية في اختيار نسبة توزيعات الأرباح.

¹ جمال قدام، احمد بوجميل وآخرون، مرجع سبق ذكره، ص 203، 204

سادسا: مخاطر الشركات

تعتبر مخاطر الشركات متغيرا إضافيا يستعمل في المراجع لشرح توزيعات الأرباح الشركات، حيث يوضح العديد من الباحثين بان الشركات التي لها مخاطر عالية ستشهد تقلبات في تدفقاتها النقدية أكثر من الشركات المنخفضة المخاطر، مما يدفعهم على البحث عن التمويل خارجي، وعن طريق التقليل من توزيع الأرباح فهم يحاولون تجنب التمويل الخارجي المكلف والمخوف بالمخاطر، وان الشركة التي تختبر المخاطر منتظمة عالية (عدم اليقين) ستواجه صعوبة في إقامة علاقة بين الأرباح الحالية والأرباح المستقبلية، ولتعامل مع عدم اليقين هذا قد تقلل الشركة من دفع الأرباح مما يعني أنها ستدفع أرباحا منخفضة من اجل الحفاظ على توزيعات أرباح ثابتة في المستقبل وتجنب استخدام تمويل خارجي مكلف.¹

بالإضافة إلى عوامل أخرى يمكن أن تؤثر على قرار توزيع الأرباح في المؤسسة الاقتصادية وتتمثل في مايلي:

أولا: القيود القانونية

لحماية مجموعة المقرضين الذين اقرضوا المؤسسة ووفروا مصادر التمويل، فالمؤسسات التشريعية تقوم بوضع قيود على الشركة بمعنى لا تتعدى المبالغ المخصصة للتوزيع (على حملة الأسهم) مجموع الأرباح السنة والأرباح المحتجزة، كما يسمح القانون بالمقابل أن تكون توزيعات الأرباح أكبر من أرباح السنة لوحدها، أما اذا كانت المؤسسة قد تتعرض إلى مشاكل مالية تؤدي إليها إلى الإفلاس أو لديها التزامات وبالتالي هناك تشريعات قانونية كثيرة تمنع مثل هذه المؤسسات من توزيع أرباحها، وفي المقابل هناك شركات تسعى لحماية المالكين من ضريبة الدخل الواجبة الدفع، في حالة توزيعها أرباح نقدية فإذا تبين للجهات القانونية والضريبية أن هناك مؤسسات تتكاسل في دفع الأرباح للمالكين فإنها تكون عرضة للمساءلة القانونية والغرامة.²

ثانيا: القيود التعاقدية

إن قدرة الشركات على توزيع الأرباح تلزمها شروط تعاقدية بين المؤسسة والمؤسسات المقرضة من خلال شروط العقد، بحيث هناك اتفاقيات تعاقدية تمنح الشركات المقرضة من توزيع الأرباح النقدية إلا بعد تحقيق ربح معين، أو قد يتم تحديد مبالغ محددة يسمح بتوزيعها، والهدف الأساسي من هذه القيود القانونية هو حماية المقرضين وعدم إضعاف قدرة الشركات على سداد التزاماتها المالية اتجاههم.³

ثالثا: الاعترافات الضريبية

يجب أن تأخذ المؤسسة في اعتباراتها أن تصب سياسة توزيعات في صالح حملة الأسهم، ومن ضمن الاعتبارات التي تقوم المؤسسات بتحليلها هي الوضع الضريبي لهم، فإذا كانت النسبة أكبر من حملة الأسهم المؤسسة هم من أصحاب الثروات الكبيرة والذين يخضعون لمعدلات ضريبة عالية، وذلك من اجل توفير الفرصة لحملة الأسهم لتأخير تسديد

¹ حسام كفايفي، اسامة بوشريط، محددات سياسة توزيع الارباح للشركات المدرجة في بورصة الجزائر دراسة قياسية للفترة (2013-2018)، مجلة التنوع

الاقتصادي، العدد02، المجلد02، جامعة بلحاج بوشعيب عين تموشنت، الجزائر 2021، ص77.

² اسعد حميد العلي، الإدارة المالية الأسس العلمية والتطبيقية، الطبعة الثانية، دار وائل للنشر والتوزيع، الأردن - عمان، 2012 ص373.

³ اسعد حميد العلي، مرجع سبق ذكره، ص ص 373_374.

ضرائبهم إلى حين بيعهم لتلك الأسهم فانه يتوجب عليها لاعتماد سياسة توزيع ذات نسبة منخفضة، أما إذا كانت النسبة أكبر من حملة الأسهم هم من أصحاب الدخل المحدود فإنهم يفضلون أن تعتمد المؤسسة سياسة توزيع ذات نسبة مرتفعة.¹

رابعاً: الرغبة في السيطرة

قامت المؤسسة بدفع أرباح كبيرة فإنها تحتاج إلى زيادة رأس المال في الوقت لاحق من خلال بيع الأسهم من أجل التمويل فرص الاستثمار، وفي ظل هذه الظروف إذا لم يكتتب المساهمون أو لم يتمكنوا من الاكتتاب في الأسهم الإضافية قد يتم تخفيف الحصة المسيطرة للمؤسسة، كما يفضل هؤلاء المساهمون توزيعات أرباح منخفضة وتمويل الاحتياجات الاستثمار من خلال احتفاظ بالأرباح قد لا تؤدي سياسة توزيع الأرباح هذه إلى تعظيم الثروة الإجمالية للمساهمين، ولكنها قد تظل في مصلحة من هم في موقع السيطرة.²

خامساً: الاعتبارات السوقية

إن قدرة المؤسسة في الوصول إلى أسواق رأس المال يعتبر متغير يؤثر على سياسة توزيع الأرباح، حيث يمكن للمؤسسة أن تتبع سياسة توزيع أرباح حرة في حالة وصولها إلى سوق رأس المال، وإذا كانت المؤسسة لا تستطيع الوصول إلى سوق رأس المال فمن المحتمل أن تتبنى نسبة توزيع الأرباح منخفضة، وان احتمالات استجابة السوق المالي لنوع معين السياسات قد تساعد المؤسسة في صياغة سياسة توزيع، ويؤمن لحملة الأسهم بقيمة وأهمية المستويات المستقرة أو متزايدة من التوزيعات، إذا أن دفع توزيعات مستقرة ومتزايدة يلغي من حالة عدم التأكد بشأن تكرار التوزيعات، فالعوائد التي تحققها المؤسسة سوف يتم خصمها بمعدل الخصم اقل، وهذا ما يؤدي إلى زيادة القيمة السوقية لسهم ومن ثم ارتفاع ثروة حملة الأسهم.³

سادساً: الشريحة الضريبية للمساهمين

إذا كانت الشريحة الضريبية للمساهمين مرتفعة، فإنهم لا يفضلون توزيع الأرباح، ولكن يفضلون بدلا من ذلك الحصول على الأرباح الرأسمالية، أو الانتظار حتى ينخفض معدل الضريبة المفروضة عليهم في المستقبل.⁴

سابعاً: الحاجة لسداد الديون

أي أن يمكن للإدارة المؤسسات الاستفادة من صافي الأرباح في توجيه جزء من الأرباح نحو سداد الديون المؤسسة في حالة احتواء الهيكل المالي للمؤسسة على الديون، وهو ما يعني تخفيض نسبة الأرباح.⁵

¹ حسام كفايفي، علي مكيد، قياس اثر المؤشرات المالية على سياسة توزيع الارباح للشركات الاقتصادية الجزائرية للفترة 2013_2018، مجلة إدارة الأعمال والدراسات الاقتصادية، المجلد 08، العدد 01، الجامعة بيجي فارس المدينة، الجزائر، ماي 2022، ص 485.

² حسام كفايفي، علي مكيد، مرجع سبق ذكره، ص 485.

³ حسام كفايفي، علي مكيد، مرجع سبق ذكره، ص 485_486.

⁴ فايز تيم، مبادئ الإدارة المالية، إثناء للنشر والتوزيع، الطبعة الثالثة، عمان، 2013، ص 268.

⁵ سعيد وصاف، سياسة توزيع الارباح في عينة من الشركات المدرجة في السوق الأسهم السعودي، مجلة لأبعاد الاقتصادية، المجلد 6، العدد 2، جامعة الملك فيصل، المملكة العربية السعودية، 2016، ص 408.

ثامنا: الضريبة على المبالغة في حجز الأرباح

قد لا تقوم المؤسسة بإجراء أي توزيعات نقدية وتحتجز الأرباح التي تتحقق، وفي المقابل يحصل المستثمر (المساهم) على الدخل من خلال المكاسب الرأسمالية، ويمكن أن تتحقق هذه العملية ادا ما استخدمت هذه الأموال في شراء الأصول إنتاجية، وألا تقتصر عملية الاحتجاز في شكل نقدي أو بدائل نقدية فقط (أسهم وسندات ، اذونات الخزينة ...). فإذا تراكم لدى المؤسسة استثمارات شبه سائلة نتيجة حجز الأرباح، وتجاوز هذا الحجز المستوى المقبول، فقد تلجأ بعض الأنظمة لفرض ضريبة إضافية على ذلك الجزء من التراكمات، ورغم أن هذا الجزء غير مستحب تطبيقه إلا انه أداة فعالة لعدم لجوء المؤسسات لمثل هذا الأسلوب لتجنب توزيع الأرباح.¹

¹ عبد الغفار حنفي، رسمية زكي قريا قص، أساسيات الاستثمار الرأسمالي وتقييم الأداء، الدار الجامعية الإسكندرية، 2013، ص450.

II- الأدبيات التطبيقية حول العوامل المؤثرة على قرار توزيع الأرباح

II-1- الدراسات باللغة العربية

1-دراسة نهاد نادر وونام مُجد حيدر (2015)¹: "العوامل المؤثرة على سياسة توزيع الأرباح النقدية للشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية".

هدف من هذه الدراسة هو البحث عن العوامل المؤثرة على سياسة توزيع لأرباح النقدية للشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية. وقد تم اختيار عينة مكونة من 23 شركة موزعة على خمسة قطاعات وهي: قطاع مصارف، قطاع التأمين، قطاع الخدمات، قطاع الصناعة، قطاع الزراعة، ومن اجل تحقيق هدف الدراسة تم استخدام نموذج انحدار TOBLT لمعرفة العلاقة بين المتغيرات حيث تعطي قيمة (0) لشركة التي لم توزع والقيمة (1) لشركة التي وزعت حيث تم تغطية حالات توزيع الأرباح بين عامي 2009_2013 ولم تشمل البحث عام 2014 لعدم صدور النتائج المالية وانعقاد اجتماعات جمعياتها العمومية حتى تاريخ إعداد هذه الدراسة.

وقد توصلت هذه الدراسة إلى أن إيضاح العوامل او المتغيرات الخاصة بسياسة توزيع لأرباح التي تتبعها الشركة ونشرها للمستثمرين امرا ضروريا، حيث أظهرت نتائج الدراسة ان الشركات كل من القطاع التأمين والزراعة والصناعة اكثر توزيعا الأرباح النقدية، كما اشارت نتائج الدراسة ان كل من الربحية والسيولة لا يؤثر على توزيعات الأرباح النقدية عند مستوى الثقة 5% إذ أن قيمة الدلالة تجاوزت 0.05، كما ان الفرص الاستثمارية ونسبة المديونية تؤثر سلبيا على توزيعات الأرباح النقدية عند مستوى الثقة 5% حيث كلما زادت نسبة المديونية قلت توزيعات لأرباح وان زيادة لاستثمارات تحد من توزيعات بسبب الحاجة لتمويل، بالإضافة الى انخفاض توزيعات لأرباح المصارف بصورة كبيرة، كما اشارت نتائج الدراسة الى ان حجم الشركة يؤثر إيجابيا على توزيعات الأرباح النقدية .

2-دراسة محمد إبراهيم احمد صباح (2017)²: "أثر مبادئ الحوكمة المؤسسية على سياسة توزيع الأرباح".

هدفت هذه الدراسة إلى التعرف على اثر الحوكمة المؤسسية على سياسة توزيع الأرباح، وقد اعتمدت هذه الدراسة على جمع البيانات المالية للشركات المدرجة في بورصة فلسطين والبالغ عددها (49) شركة، خلال الفترة زمنية 2011-2014، ومن اجل تحقيق الأهداف الدراسة استخدم الباحث المنهج الوصفي تحليلي معتمد على نموذج الانحدار المتعدد، كما استخدم الباحث برنامج الحزم الإحصائية SSPS في تحليل بيانات الدراسة كما تم تحديد اربعة متغيرات خاصة

¹ نهاد نادر، ونام مُجد حيدر، العوامل المؤثرة في سياسة توزيع الأرباح النقدية للشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية، مجلة جامعة تشرين للبحوث والدراسات العلمية، المجلد 37، العدد 3، الكلية الاقتصادية، الجامعة تشرين، سورية، 2015.

² مُجد إبراهيم احمد صباح، اثر مبادئ الحوكمة المؤسسية على سياسة توزيعات الأرباح (دراسة تطبيقية على شركات المدرجة في بورصة فلسطين)، رسالة ماجستير في المحاسبة، كلية الاقتصاد والعلوم الإدارية، جامعة الأزهر، 2017.

بحاكمية تمثل نموذج الدراسة والتي تتمثل في : نسبة ملكية المديرين، حجم مجلس الإدارة، استقلالية أعضاء مجلس الإدارة، فصل بين واجبات رئيس مجلس الإدارة والمدير التنفيذي

كما تم تدعيم النموذج بمجموعة من المتغيرات الضابطة والتي تتمثل كما يلي: حجم الشركة، ربحية الشركة، الرافعة المالية، معدل النمو الشركة ومن اهم النتائج المتوصل اليها من خلال مايلي :

— عدم وجود اثر لمبادئ الحاكمية المؤسسية على سياسة توزيعات الأرباح؛

— بلغ مؤشر الحاكمية المؤسسية للشركات المدرجة في بورصة فلسطين 74.2%، وقد بلغ متوسط نسبة التوزيعات الأرباح 17%؛

— يوجد تأثير لحجم الشركة على سياسة توزيعات الأرباح؛

— لا يوجد للرافعة المالية اي تأثير على سياسة توزيعات الأرباح ؛

— يوجد فروق ذات دلالة إحصائية في تطبيق مبادئ الحاكمية المؤسسية تعزى إلى متغير نوع القطاع؛

— يوجد تأثير لربحية الشركة على سياسة توزيعات الأرباح؛

— معدل النمو الشركة يؤثر على سياسة توزيعات الأرباح.

3- دراسة جمال قدام وجمال ترفاس (2019)¹: "اثر سياسة توزيع الأرباح على القيمة السوقية للمؤسسة دراسة قياسية للمؤسسات المدرجة في مؤشر داوجونز JIAD"

هدفت الدراسة لاختبار اثر سياسة توزيع الأرباح على القيمة السوقية للأسهم بالإضافة إلى اختبار بعض المحددات هذه الأخيرة، حيث تمت الدراسة على مؤسسات المدرجة في مؤشر داوجونز DJIA الأمريكي الذي يضم 30 مؤسسة على فترة زمنية ممتدة من 2007 إلى 2017، ومن أجل تحقيق أهداف هذه الدراسة تم إجراء دراسة قياسية بالاعتماد على نموذج خط الانحدار المتعدد لبيانات البانل وبالتالي نكون أمام بيانات بانل ذات بعدين، كما تم إجراء الاختبارات اللازمة التي أعطت نموذج الآثار الثابتة (Effect Model Fixed) والذي تم تقديره باستخدام طريقة المربعات الصغرى (LSDV) وقد تم قياس القيمة السوقية للمؤسسة (المتغير التابع) بالاعتماد على المتوسط الحسابي الأعلى سعر وصل إليه السهم وأدنى سعر في السنة، أما المتغيرات المستقلة فتتمثل في:

— الربح الموزع للسهم: يتم قياسه من خلال قسمة إجمالي الأرباح الموزعة على مجموع الأسهم المتداولة؛

— ربحية السهم: يتم قياسها من خلال قسمة نتيجة الصافية على إجمالي الأسهم المتداولة.

¹ قدام جمال، ترفاس جمال الدين، اثر سياسة توزيع الأرباح على القيمة السوقية للمؤسسة دراسة قياسية للمؤسسات المدرجة في مؤشر داوجونز DJIA، مجلة البشائر الاقتصادية، المجلد 05، العدد 02، جامعة محمد الصديق بن يحي جيجل وجامعة 20 اوت 1955 سكيكدة، الجزائر، اوت 2019.

أما المتغيرات الضابطة تتمثل في:

ـ **الرفع المالي:** يتم قياسه من خلال إجمالي الديون المالية على إجمالي الأصول؛

ـ **حجم الشركة:** يتم قياسه من خلال اللوغاريتم الطبيعي للأصول الشركة؛

ـ **العائد على حقوق الملكية:** يتم قياسه من خلال قسمة نتيجة الصافية بعد الضريبة على قيمة الحقوق الملكية؛

ـ **معدل النمو الأصول:** يتم قياسه من خلال قسمة التغير في الأصول الشركة على قيمة الاصولها في السنة الأساس؛

ـ **المردودية العملية:** يتم قياسها من خلال قسمة النتيجة قبل الفوائد والضرائب على إجمالي الأصول.

وقد اظهرت نتائج الدراسة أن هناك علاقة طردية ذات دلالة إحصائية بين الربح الموزع وقيمتها السوقية وهذا يعني أن المؤسسات التي توزع أرباح معتبرة يزيد الطلب على أسهمها، كما أشارت نتائج الدراسة إلى أن هناك علاقة طردية ذات دلالة إحصائية بين ربحية السهم وقيمتها السوقية فارتفاع مستوى الأرباح يجذب المستثمرين لمثل هذا النوع من المؤسسات وهو ما يرفع من قيمة الأسهم، بالإضافة إلى وجود علاقة طردية بين الرفع المالي و القيمة السوقية لسهم، كما هناك علاقة طردية ذات دلالة إحصائية بين حجم المؤسسة وقيمة أسهمها، فنضج المؤسسة عادة ما يعطي قوة وتنوعا أكبر للنشاط مع تحقيق أرباح وهو ما يرفع من قيمة الأسهم، كما اظهرت نتائج الدراسة أن هناك علاقة عكسية بين العائد على حقوق الملكية والقيمة السوقية للأسهم هذه النتيجة غير منطقية لان المؤسسات التي تحقق مردودية كبيرة لملاكها عادة ما تزيد من الطلب على أسهمها، بالإضافة إلى أن العلاقة بين معدل النمو والقسمة السوقية للأسهم غير معنوية، كما أشارت نتائج الدراسة إلى وجود علاقة طردية بين الربحية العملية والقيمة السوقية للأسهم، فتحقيق مردودية معتبرة ينعكس ايجابيا على ربحية السهم والربح الموزع للسهم مما يؤدي إلى ارتفاع سعر السهم.

4- دراسة حسام كفايفي وعلي مكيد (2020)¹: "العوامل المؤثرة على سياسة توزيع الأرباح لعينة من المؤسسات الاقتصادية الجزائرية"

هدفت هذه المؤسسة الى تحليل واختبار اثر مجموعة من العوامل المحددة لسياسة توزيع الأرباح لدى عينة من المؤسسات الاقتصادية الجزائرية خلال الفترة (2012/ 2017) ولتحقيق هدف الدراسة تم تقدير النموذج باستخدام نماذج بانل، وقد اشتملت الدراسة على عينة مكونة من 6 مؤسسات حيث تم استنادا الى ستة متغيرات مالية، تمثلت في نسبة الأرباح الموزعة للسهم (كمتغير تابع) وقد تم قياس من خلال النسبة التالية:

الأرباح الموزعة: تم قياسها من خلال قسمة الأرباح الموزعة على نتيجة الصافية.

¹ حسام كفايفي علي مكيد، العوامل المؤثرة على سياسة توزيع الأرباح لعينة من المؤسسات الاقتصادية الجزائرية، مجلة مراجعة الاصلاحات الاقتصادية والتكامل في الاقتصاد العالمي، المجلد 14، العدد 03، جامعة مديّة، 2020.

اما المتغيرات المستقلة فقد تمثلت في:

الربحية: تم قياسها من خلال قسمة صافي الربح على القيم الاجمالية للأصول؛

السيولة: تم قياسها من خلال قسمة رصيد الأصول الجارية على الخصوم الجارية؛

النمو: تم قياسه من خلال نسبة النمو الإجمالي للأصول في السنة الحالية عن السنة السابقة؛

الرفع المالي: تم قياسه من خلال قسمة مجموع الديون الى مجموع الأصول؛

حجم المخاطر: تم قياسها من خلال تغير السنوي في حجم الأرباح الصافية.

وقد أظهرت نتائج الدراسة ان الربحية المؤسسة كان لها تأثير موجب ذو دلالة إحصائية على سياسة توزيع الأرباح ما يعني انه عندما يكون لدى المؤسسات أرباح اكبر ومستقرة فان مقدار ما يوزع منها لصالح المساهم سيكون اعلى، كما أظهرت نتائج الدراسة ان سيولة المؤسسة لها اثر موجب ذو دلالة إحصائية على سياسة توزيع الأرباح أي ان كل زيادة بوحدة واحدة في المبلغ السيولة يترتب عنها زيادة في مبلغ توزيعات بالإضافة الى وجود تأثير سالب ذو دلالة إحصائية لنمو المؤسسة على سياسة توزيع الأرباح أي ان المؤسسات المعنية ليس لها فرص استثمارية مربحة، تشجعها على احتجاز الأرباح لزيادة حجم الأصول ومنه زيادة حجم مبيعات، كما أظهرت نتائج الدراسة ان الرفع المالي كان له تأثير سلبي ذو دلالة إحصائية على سياسة توزيع الأرباح ما يعني ان المؤسسات ذات الديون المرتفعة تحتاج الى المزيد من السيولة لتسوية التزامات الديون مما يؤدي بها الى تقليل دفع الأرباح للمساهمين، كما أظهرت نتائج الدراسة ان حجم المخاطر له تأثير سلبي ذو دلالة إحصائية ما يعني ان حجم المخاطر ليس عاملا أساسيا في تأثير على سياسة توزيع الأرباح.

5- جمال قدام، احمد بوجميل، محمد سعدوني(2022)¹: "محددات سياسة توزيع الأرباح دراسة قياسية لعينة من المؤسسات المدرجة في مؤشر داوجونز"

هدفت الدراسة لاختبار أهم العوامل المؤثرة على سياسة توزيع لأرباح والتي يجب أن تأخذ بعين الاعتبار عند تحديد نسبة الأرباح التي توزع على المساهمين وهذا من أجل خلق التوازن بين رغبة المساهمين في الحصول على التوزيعات ورغبة المسيرين في احتجاز الأرباح، حيث اشتملت هذه الدراسة على عينة مكونة من 10 مؤسسات مدرجة في مؤشر داوجونز خلال الفترة الممتدة من 2011_2012، ومن أجل تحقيق أهداف هذه الدراسة تم استخدام نموذج الانحدار المتعدد، بالاعتماد على البيانات المقطعية (البانل) ذات بعدين، وقد تم تقدير ثلاثة نماذج قياسية المتمثل في النموذج التجميعي، نموذج الآثار الثابتة ونموذج الآثار العشوائية، تم المفصلة بين هذه النماذج من أجل اختبار النموذج الأكثر ملاءمة، كما تم قياس سياسة توزيع الأرباح (المتغير التابع) من خلال النسبة التالية:

$$\text{سياسة توزيع الأرباح} = \text{الربح الموزع للسهم} \div \text{ربحية السهم}$$

¹ جمال قدام، احمد بوجميل واخرون، محددات سياسة توزيع الأرباح دراسة قياسية لعينة من المؤسسات المدرجة في مؤشر داوجونز دفتر البحوث العلمية، المجلد 10، العدد 2، 2022 .

أما المتغيرات المستقلة فقد تمثلت في:

ـ **الرفع المالي:** تم قياسها من خلال قسمة إجمالي الديون المالية على إجمالي الأصول؛

ـ **حجم المؤسسة:** تم قياسه من خلال اللوغاريتم الطبيعي للأصول الشركة؛

ـ **فرص النمو:** تم قياسها من خلال التغير في مجموع الأصول على قيمة أصولها في السنة؛

ـ **ربحية:** تم قياسها من خلال قسمة النتيجة قبل الفوائد والضرائب على إجمالي الأصول؛

ـ **السيولة:** تم قياسها من خلال قسمة الأصول الجارية على الخصوم الجارية.

وقد أظهرت نتائج الدراسة انه توجد علاقة عكسية ذات دلالة إحصائية بين الرفع المالي ونسبة الأرباح الموزعة وهذا يعني أن المؤسسات التي تحصل على ديون أكبر توزع أرباح أقل، كما أظهرت نتائج الدراسة انه توجد علاقة عكسية ولكن ليس لها دلالة إحصائية بين حجم المؤسسة ونسبة الأرباح الموزعة هذا يعني أن المؤسسات الكبيرة الحجم توزع أرباح أقل، بالإضافة إلى وجود علاقة عكسية ذات دلالة إحصائية بين ربحية المؤسسة ونسبة الأرباح الموزعة وهذا يعني أن المؤسسات التي تحقق أرباح أكبر توزع أرباح أقل، كما أظهرت نتائج الدراسة إلى وجود علاقة عكسية ولكن ليس لها دلالة إحصائية بين فرص النمو ونسبة الأرباح الموزعة وهذا يعني أن المؤسسات تملك فرص نمو كبيرة توزع أرباح أقل وهذا لتمويل هذه الفرص، كما أظهرت نتائج الدراسة إلى وجود علاقة طردية ذات دلالة إحصائية بين سيولة المؤسسة ونسبة الأرباح الموزعة وهذا يعني أن المؤسسة التي تملك سيولة كبيرة لها قدرة أكبر على توزيع لأرباح.

6-دراسة احمد لين بوغنامة ورفيق يوسفى (2022) ¹: "اثر سياسة توزيع الأرباح على القيمة السوقية للمؤسسات الاقتصادية".

تهدف هذه الدراسة إلى معرفة تأثير سياسة توزيع الأرباح على القيمة السوقية للمؤسسة، وقد اشتملت الدراسة على عينة مكونة من 18 مؤسسة فرنسية مدرجة في مؤشر CCA40 خلال الفترة من 2010-2021، ومن اجل تحقيق أهداف الدراسة تم الاعتماد على نموذج الانحدار الخطي المتعدد لبيانات البانل، كما تم قياس القيمة السوقية للسهم الواحد والقيمة الدفترية للسهم (كمتغيرين تابعين) كما يلي :

ـ **القيمة السوقية للسهم:** يتم قياسه من خلال المتوسط الحسابي للسعر السهم السوقى خلال كل سنة.

ـ **القيمة الدفترية للسهم:** يتم قياسه من خلال قسمة إجمالي حقوق الملكية على عدد الأسهم العادية.

¹ احمد لين بوغنامة، رفيق يوسفى، اثر سياسة توزيع الأرباح على القيمة السوقية للمؤسسات الاقتصادية -دراسة قياسية لعينة من المؤسسات المدرجة في مؤشر CA C 40 -، مجلة دراسات في لاقتصاد وإدارة الأعمال، المجلد 05، العدد 02، الجامعة العربي التبسي، تبسة، ديسمبر 2022.

أما المتغيرات المستقلة فتتمثل في:

-الربح الموزع(توزيع الأرباح): يتم قياسه من خلال قسمة إجمالي الأرباح الموزعة على إجمالي الأسهم المتداولة.

وقد توصلت الدراسة من خلال إظهار النتائج إلى وجود علاقة طردية ذات دلالة إحصائية عند مستوى الثقة 5% بين متغير الربح الموزع للسهم وبين القيمة السوقية للمؤسسة، وذلك بسبب رغبة المستثمرين في الحصول على مستحقاتهم من الأرباح في الأجل القصير نسبياً، وبالتالي ارتفاع القيمة السوقية للسهم، كما أشارت نتائج الدراسة إلى انه توجد علاقة طردية ذات دلالة إحصائية عند مستوى الثقة 5% لمتغير ربحية السهم على القيمة السوقية للمؤسسة، بالإضافة إلى العلاقة بين الربح الموزع للسهم والقيمة الدفترية للسهم المعنوي عند مستوى الثقة 5% وذات تأثير ايجابي، حيث تنشأ هذه العلاقة نتيجة المحافظة على حجم الأسهم المتداولة في السوق والاستثمار جزء من الربح الموزع للسهم في ميزانية المشاريع المؤسسة وبالتالي ارتفاع القيمة الدفترية للسهم، كما أشارت الدراسة إلى أن العلاقة بين ربحية السهم والقيمة الدفترية للسهم المعنوية عند مستوى الثقة 5% وذات تأثير ايجابي وذلك نتيجة الأرباح المحققة في المؤسسة والتي تسمح بتخصص جزء منها وإعادة الاستثمار مما يؤدي إلى ارتفاع القيمة الدفترية للسهم .

7-دراسة موصو سراح (2022)¹: "دراسة قياسية لأهمية تأثير سياسة توزيع الأرباح على الأداء المالي للمؤسسات الاقتصادية المدرجة في مؤشر S&P100".

هدفت هذه الدراسة إلى اختبار وقياس تأثير سياسة توزيع الأرباح على الأداء المالي للمؤسسات الاقتصادية المدرجة في مؤشر S&P100، حيث اشتملت الدراسة على عينة مكونة من 51 مؤسسة اقتصادية خلال الفترة الممتدة من 2014 إلى 2018، ومن أجل تحقيق أهداف هذه الدراسة تم الاعتماد على بيانات البانل وباستخدام نموذج التأثيرات الثابتة. كما تم قياس العائد على إجمالي الأصول المتمثلة في المتغير التابع من خلال قسمة النتيجة الصافية على إجمالي الأصول.

أما المتغيرات المستقلة فتتمثل في:

__نسبة الأرباح الموزعة للسهم الواحد: ويتم قياسها من خلال الأرباح الموزعة للسهم الواحد على ربحية السهم الواحد؛

__الأرباح المحتجزة: ويتم قياسها من خلال الأرباح المحتجزة على عدد الأسهم العادية.

أما المتغيرات الضابط فتتمثل في الرفع المالي حيث يتم قياسه من خلال قسمة إجمالي الديون على إجمالي الأصول.

وقد أظهرت نتائج الدراسة إلى أنه يوجد تأثير سلبي وذو دلالة إحصائية للرفع المالي على عائد على إجمالي الأصول للمؤسسات الاقتصادية المدرجة في مؤشر S&P100، أي أن الحجم الرفع المالي يؤثر على الأداء المؤسسات الاقتصادية

¹ موصو سراح، دراسة قياسية لأهمية تأثير سياسة توزيع الأرباح على الأداء المالي للمؤسسات الاقتصادية المدرجة في مؤشر S&P100، مجلة مجاميع

المعرفة، المجلد 08، العدد03، جامعة الصديق بن يحي جيجل، الجزائر، أكتوبر 2022.

حيث يجب وضع سياسة تضمن استخدام السليم للديون وضمان مستوى الاستدانة الأمثل، كما أشارت نتائج الدراسة وجود تأثير موجب للأرباح المحتجزة على العائد على إجمالي الأصول للمؤسسات الاقتصادية المدرجة في مؤشر S&p100 خلال الفترة 2014_2018، بالإضافة إلى عدم وجود تأثير ذو دلالة إحصائية لنسبة الأرباح الموزعة للسهم الواحد (DPO) على العائد على إجمالي الأصول (ROA) في المؤسسات المدرجة في مؤشر S&P100.

8-دراسة سايب عبد الله وسلاي بوبكر (2022)¹: "اثر سياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة وقرار المستثمر، دراسة ميدانية للمؤسسات المسعرة في بورصة الجزائر".

ركزت هذه الدراسة على إظهار أهمية تفعيل سياسة مثلى لتوزيع الأرباح داخل المؤسسات المدرجة في بورصة الجزائر، بحيث تمثلت الإشكالية في معرفة اثر سياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة وقرار المستثمر، ولتحقيق هدف الدراسة قمنا بإعداد استبيان وتوزيعه على عينة حيث بلغ عدد أفراد العينة 71 فردا من المهنيين والمستثمرين الذين لهم علاقة بالمؤسسات المدرجة في بورصة الجزائر، وذلك من خلال لاعتماد على المنهج الوصفي التحليلي .

وقد توصلت هذه الدراسة إلى النتائج التالية:

- سياسة توزيع الأرباح تؤثر بدرجة عالية على قرار المستثمر؛
- سياسة توزيع الأرباح تؤثر بدرجة عالية على قيمة المؤسسة؛
- سياسة توزيع الأرباح داخل المؤسسات المسعرة في بورصة الجزائر هي بمثابة مؤشر رئيسي للحكم على صحة المؤسسة من حيث سيولتها وبرحيتها الحالية والمستقبلية؛
- سياسة توزيع الأرباح اثر ايجابي يتوافق مع تفصيلات مسيري المؤسسة من اجل النمو ورفع القيمة السوقية للمؤسسة؛
- سياسة توزيع الأرباح المثلى تساهم في الحفاظ على مستثمري المؤسسة الحاليين؛
- المؤسسات في بورصة الجزائر التي تدفع توزيعات عالية تجلب مستثمرين أكثر؛
- المستثمرون المحتملون في بورصة الجزائر لا يهتمون كثيرا بالنمو وفرص الاستثمار الجديدة والتي تكون من خلال احتجاز الأرباح أو جزء منها؛
- قرار المؤسسة بشأن المفاضلة بين توزيع الأرباح على المساهمين وبين احتجاز تلك الأرباح يؤثر على قيمة المؤسسات السوقية في بورصة الجزائر؛

¹ سايب عبد الله، سلاي بوبكر، اثر سياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة وقرار المستثمر دراسة ميدانية للمؤسسات المسعرة في بورصة الجزائر، مجلة البشائر الاقتصادية، المجلد 08، العدد 01، جامعة الجزائر، افريل 2022.

— قيام المؤسسات المسعرة في بورصة الجزائر بتوزيعات نقدية سوف يؤثر على حجم التدفق النقدي المتوقع تحقيقه مستقبلا.

II-2-الدراسات باللغة الانجليزية:

1-الدراسة¹ Phassawan Suntrauk (2013) بعنوان: **Factors Influencing Dividend Payout in Thailand :A Tobit Regression Analysis**

هدفت هذه الدراسة إلى ضبط وتحديد العوامل المؤثرة على سياسة توزيع الأرباح في جميع الشركات المدرجة في سوق الأوراق المالية بتيلاندا خلال الفترة 2006_2010 ولتحقيق هدف الدراسة تم اعتماد على نموذج قياسي لضبط العوامل المستقلة الأكثر تأثيرا على سياسة توزيع الأرباح، وقد تم قياس سياسة توزيع الأرباح (المتغير التابع) من خلال النسبة التالية:

سياسة توزيع الأرباح = التوزيعات النقدية للأسهم العادية / الأرباح العادية - حصة الأقلية - التوزيعات النقدية للأسهم الممتازة.

أما المتغيرات المستقلة فقد تمثلت في:

— الربحية: تم قياسها من خلال معدل العائد على الأصول.

— السيولة: تم قياسها من خلال نسبة التدفقات النقدية للأسهم .

— الرفع المالي: تم قياسه من خلال نسبة الديون إلى حقوق الملكية.

— الفرص الاستثمارية: تم قياسها من خلال نسبة سعر السهم إلى القيمة الدفترية للسهم .

— معدل النمو: ويتم قياسه من خلال التغير السنوي في حجم المبيعات.

— المخاطر: يتم قياسها من خلال التغير في معدل العائد على الأصول.

— حجم الشركة: يتم قياسه من خلال اللوغاريتم الطبيعي للأصول الشركة.

— متغيرات الصناعية: حيث تم تصنيف الشركات حسب القطاع الصناعي من 1 الى 8.

وقد أظهرت نتائج الدراسة أن الرفع المالي كان له تأثير سلبي ذو دلالة إحصائية على سياسة توزيع الأرباح ما يعني انه في حالة ارتفاع الرفع المالي فان سياسة توزيع الأرباح تتجه نحو الانخفاض، كما أظهرت نتائج الدراسة أيضا أن للفرص الاستثمارية تأثير سلبي على سياسة توزيع الأرباح أي أن التوسع في الاستثمار يؤدي إلى انخفاض في الأرباح الموزعة،

¹ Phassawan Suntrauk, **Factors Influencing Dividend payout in Thailand: A Tobit Regression Analysis**, International of Accounting and Financail reporting, Vol 3, No 2, Assumption University, December(2013).

بالإضافة إلى أن معدل النمو هو الآخر له تأثير سلبي على حجم الأرباح الموزعة وهو ما يشير إلى أن النمو في حجم المبيعات قد يؤدي إلى عدم إجراء توزيعات الأرباح وإعادة استثمارها بغرض تحقيق أرباح مستقبلية.

كما أظهرت نتائج الدراسة أيضا أن لحجم الشركة تأثير على سياسة توزيع الأرباح، حيث أن الشركات كبيرة الحجم تتجه نحو إجراء توزيعات أرباح كبيرة على العكس شركات صغيرة الحجم، كما اظهر متغير الصناعة أن الشركات العاملة في قطاع البناء والمقاوله تقوم بإجراء توزيعات أكثر من شركات القطاعات الأخرى، من جهة فقد كان مؤشر الربحية تأثير موجب على توزيع الأرباح للشركات الصغيرة والكبيرة معا.

2-دراسة¹ (2013) Fakhra Malik بعنوان: Factors Influencing Corporate Dividend Payout Décisions of Financial and Non – Financial Firms

ركزت هذه الدراسة على تحديد محددات سياسة توزيع الأرباح لشركات المدرجة في بورصة كراتشي خلال الفترة 2007_2009 ، وقد اشتملت هذه الدراسة على عينة مكونة من 100 شركة، ومن أجل تحقيق أهداف الدراسة تم الاعتماد على نموذج قياسي لإيجاد عوامل مالية محددة تؤثر على توزيعات الأرباح في لباكستان أما بالنسبة للمتغيرات المستقلة فقد تمثلت فيما يلي:

_الربحية: تم قياسها من خلال صافي الدخل مقسوما على إجمالي الأصول.

_السيولة: وقد تم قياسها من خلال النسبة الحالية ونسبة الاختيار السريع لقياس السيولة.

_النمو: تم قياسه من خلال النسب المئوية لتغير في المبيعات سنويا كوكيل للنمو.

_ الرافعة المالية: تم قياسها من خلال إجمالي الدين إلى إجمالي حقوق الملكية.

_حجم الشركة: يتم قياسه من خلال حجم الشركة على إجمالي مبيعات الشركات.

ولقد أظهرت نتائج الدراسة أن التوزيعات الأرباح المدفوعة في وقت المناسب لها تأثير ايجابي على سمعة الشركة، كما أظهرت نتائج الدراسة أن السيولة كان لها تأثير ايجابي ذو دلالة إحصائية على سياسة توزيع الأرباح أي أنه كلما زادت سيولة الشركة خلال وجود تدفق نقدي مستقر زادت قدرتها على دفع الأرباح، كما أظهرت نتائج الدراسة أيضا أن الرافعة المالية كان لها تأثير ايجابي على سياسة توزيع الأرباح لأن الرافعة المالية ترتبط بالمخاطر لذلك تدفع الشركات عالية الاستدانة أرباحا أقل لحماية الدائنين والحفاظ على التدفق النقدي الداخلي للوفاء بمسؤوليتهم بالإضافة إلى أن كل من الربحية والنمو عاملين غير مهمين لسياسة توزيع الأرباح.

¹ Fakhra Malik, **Factors Influencing Corporate Dividend Payuot Décisions of Financial and Non- Financial Firms**, Research journal of finance and accounting, vol 4, No 1, 2013.

3-دراسة¹ (2015) Marwan Abu Manneh & Kamal Nasser بعنوان: Determinants of Corporate Dividends Policy: Evidence From an Emrgin Economy

هدفت هذه الدراسة الى تحديد العلاقة بين سياسة توزيع الأرباح وخصائص شركات غير المالية المدرجة في سوق أبوظبي للأوراق المالية خلال الفترة 2010 الى 2012 ولتحقيق هدف الدراسة تم الاعتماد على تقارير السنوية لشركات المدرجة المنشورة على موقع سوق أبوظبي للأوراق المالية لضبط العوامل المستقلة الأكثر تأثيراً على سياسة توزيع الأرباح وقد تم قياس ساسة توزيع الأرباح (متغير تابع) من خلال توزيعات الأرباح النقدية السنوية اما المتغيرات المستقلة فقد تمثلت في:

الربحية: تم قياسها من خلال العائد على الأصول.

النمو: يقاس من خلال التغيرات في الأصول الثابتة .

الرافعة المالية: تقاس من خلال إجمالي المطلوبات على اجمالي الأصول.

التدفقات النقدية الحرة: تقاس من خلال صافي الدخل السنوي مطروح منه التغير في الأصول المتداولة والتغير في الأصول الثابتة .

المخاطر: يتم قياسها من خلال الانحراف المعياري لعائد الشركة الى عائد السوق.

وقد أظهرت نتائج الدراسة ان الرافعة المالية كان له ارتباط مهمما ولكنه سلبي مع سياسة توزيع الأرباح وهذا يعني ان التوزيعات الأرباح تتأثر بالأرباح المحتجزة، كما أظهرت نتائج الدراسة أيضا ان توزيع الأرباح يرتبط بشكل إيجابي بحجم الشركة أي ان الشركات الكبيرة تميل الى دفع أرباح أكثر من الشركات الصغيرة لان احتمالات النمو والتوسع في أنشطتها اقل من الشركات الصغيرة وبالتالي لا يحتاجون الى الاحتفاظ بجزء كبير من أرباحهم للتوسع والنمو في المستقبل بالإضافة الى ان توزيع الأرباح يرتبط بشكل إيجابي بربحية الشركة أي ان توزيعات الأرباح المدفوعة للمساهمين من أرباح الشركات، من المحتمل ان تتأثر التغيرات في توزيعات الأرباح بالتقلبات في مستويات الربح السنوي المحقق.

كما أظهرت نتائج الدراسة ان توزيعات الأرباح ترتبط بتوافر التدفقات النقدية المجانية أي ان مركز السيولة القوي يكمن الشركة من تعيين توزيعات أرباح عالية وبالتالي قد يؤدي وضع السيولة الضعيف الى دفع توزيعات الأرباح المنخفضة، كما أظهرت ان مخاطر الشركة يرتبط بشكل إيجابي بمخاطر الاعمال، أي انهم يحاولون تجنب تمويل الخارجي المكلف والمحفوف بالمخاطر عن طريق تقليل توزيعات الأرباح، كما أظهرت نتائج الدراسة ان توزيع الأرباح له تأثير إيجابي بنوع صناعة الشركة أي ان نوع الصناعة يؤثر على هيكل راس المال شركة وهذا يؤثر على توزيعات الأرباح، بالإضافة الى ان هيكل الملكية له تأثير إيجابي على توزيع الأرباح أي ان توزيع الأرباح مرتبط بهيكل ملكية الشركة.

¹ Abu Manneh, M, & Nasser Kamal, **Determinants of Corporate Dividends Policy, évidence From an Emrgin Economy**, International Journal of Economics and Finance, Vol 7, No 7, 2015.

4-دراسة¹ Habtamuberhanu (2017) بعنوان: Determinants of Dividend Policy: Evidence From Ethiopien Insurance companies

ركزت هذه الدراسة على فحص محددات سياسة توزيع الأرباح في شركات التأمين الأثيوبية، حيث تم اختيار عينة مكونة من 9 شركات تأمين خلال الفترة الممتدة من 2007_2008 إلى 2015/16 ومن أجل تحقيق أهداف الدراسة استخدم الباحث مؤشر انحدار المربعات الصغرى العادية (ols) لفحص محددات المستقلة الأكثر تأثير على سياسة توزيع الأرباح وقد تم قياس سياسة توزيع الأرباح (المتغير التابع) من خلال النسبة التالية:

نسبة سياسة توزيع الأرباح = توزيعات الأرباح ÷ صافي الربح

أما المتغيرات المستقلة فقد تمثلت في العناصر التالية:

__ الربحية: ويتم قياسها من خلال صافي الربح على حقوق الملكية.

__ السيولة: ويتم قياسها من خلال قسمة الأصول الجارية على المطلوبات المتداولة.

__ الرفع المالي: يتم قياسه من خلال قسمة إجمالي الديون على إجمالي الأصول.

__ فرص النمو: ويتم قياسها من خلال الإيرادات الحالية المطروح منها الإيرادات السابقة قسمة لإيرادات السابقة.

__ حجم الشركة: يتم قياسه من خلال اللوغاريتم الطبيعي لإجمالي الأصول.

كما أظهرت نتائج الدراسة أن فرص النمو كان له تأثير سلبى ذات دلالة إحصائية وهذا يعني كلما زادت فرصة النمو كلما انخفض توزيع الأرباح، كما أظهرت نتائج الدراسة أيضا وجود علاقة ذات دلالة إيجابية بين توزيعات الأرباح والسيولة مما يحل على أن وضع السيولة جيدة يزيد من قدرة شركات التأمين على دفع أرباح الأسهم، بينما وجد أن الرافعة المالية وحجم الشركة غير مهمين إيجابيا أو سلبيا على توالي فيما يتعلق ب: دفع توزيعات الأرباح.

كما أظهرت توزيعات الأرباح السنوية وهيكل الأصول له تأثير إيجابي كبير بدفع توزيعات الأرباح وهذا يعني انه كلما كان العامل المدرج أعلى كلما زاد توزيع الأرباح.

¹ Samuel Getachew, **Determinants of dividend policy: Evidence From Ethiopien insurance companies**, AThesis Submitted to The Department of Accounting and Finance college of business and Economics, Addis Ababa, Ethiopia, 2017.

II-3- ما يميز دراستنا عن الدراسات السابقة

من خلال عرض الدراسات التي تم التطرق إليها واستفادة من القيمة العلمية المكتسبة لكل منها لإثراء موضوع دراستنا بالنتائج المتوصل إليها، فقد حاولت كل دراسة معرفة العوامل المؤثرة على سياسة توزيع الأرباح بالاعتماد على متغيرات محددة ساهمة في تحليل ودراسة الموضوع والتوصل الى نتائج متعددة لنا موضوع بحثنا هذا.

ان اهم ما يميز دراستنا عن الدراسات السابقة مايلي:

- ✓ سعت دراستنا الى معرفة اهم العوامل المؤثرة على سياسة توزيع (الرفع المالي، السيولة، فرص النمو، ربحية الشركة، حجم الشركة) على عينة من الشركات المدرجة بسوق دبي للأوراق المالية.
- ✓ اختلاف عينة الدراسة حيث اشتملت على شركات تنشط في قطاعات مختلفة.
- ✓ اختلاف النتائج المتوصل إليها وذلك راجع باختلاف الزمان والمكان.

خلاصة الفصل

حاولنا في هذا الفصل الإحاطة بأهم الجوانب النظرية والمفاهيم المرتبطة بسياسة توزيع الأرباح وقد تبين لنا أن السياسة توزيع الأرباح تعتبر النهج الذي تتبعه المؤسسة من حيث سياسة توزيع الأرباح أو احتجازها، ويمكن أن يكون توزيع نقدي أو عيني، ولقد اختلفت الآراء حول طبيعة هذه السياسة فهناك من يصنفها كقرار استثماري أو تمويلي وهناك من يصنفها كقرار قائم بحد ذاته.

كما أن لهذه السياسة اثر كبير على قيمة المؤسسة السوقية حيث نرى ذلك من خلال تعدد الكبير لأنواع سياستها و نماذجها، وكذلك نظريات التي قامت بتفسير هذه السياسة، كما تعرفنا على مجموعة من العوامل التي تؤثر على سياسة توزيع الأرباح التي تتميز بتغير وتداخل، وهو الأمر الذي يحتم على مسيري المؤسسة تحليل هذه العوامل بدقة للوصول إلى سياسة ترضي جميع الأطراف.

أما بالنسبة للجزء الثاني فقد عرضنا من خلاله أهم الدراسات السابقة التي تناولت سياسة توزيع الأرباح و العوامل المؤثرة فيها، وذلك من خلال التطرق إلى أهداف كل دراسة وكذلك أهم نتائج التي توصلت إليه، وعلى ضوء ما سبق سنحاول في الفصل التالي إجراء دراسة تطبيقية لمعرفة كيفية تأثير هذه العوامل على سياسة توزيع الأرباح.

الفصل الثاني: الدراسة التطبيقية

I: منهجية الدراسة التطبيقية

II: التحليل الوصفي لمتغيرات الدراسة

III: نتائج الدراسة القياسية

تمهيد

بعد التعرض في الجانب النظري لأهم الزوايا المتعلقة بالعوامل المؤثرة على قرار توزيع الأرباح و الاطلاع على الأدبيات التطبيقية لأجل الاستفادة من النتائج المستوحاة منها سنحاول من خلال هذا الفصل إعطاء دراسة بعدا تطبيقيا لأهيته البالغة لأحتبار صحة الفرضيات واستنتاج النتائج، وذلك من أجل اختبار العلاقة الموجودة بين المتغيرات الدراسة وسياسة توزيع الأرباح وأي المتغيرات أكثر تأثير من غيرها معتمدين بذلك على أدوات القياس الاقتصادي من تحليل الرياضي والاحصائي.

وفي هذا السياق سيتم صياغة نموذج قياسي يتم تقديره بما توفرت لدينا من معطيات وبيانات إحصائية ومالية مستخرجة من تقارير سنوية لحمسة عشر شركة مأخوذة من سوق دبي الأوراق المالية للفترة الممتدة ما بين 2020 الى 2022.

وقد اخترنا لصياغة النموذج أسلوب نماذج البائل كون هذه الدراسة تخص مجموعة من الشركات في الاعتبار أثر تغير الزمن وأثر تغير الاختلاف بين الوحدات المقطعية على حد سواء.

I- منهجية الدراسة التطبيقية

سنتطرق في هذا الجز لتقديم المتغيرات التي تركز عليها الدراسة بالإضافة الى صياغة نماذج القياسية التي تسمح لنا بقياس اهم العوامل المؤثرة على سياسة توزيع الأرباح محل الدراسة، ثم تقديم عينة دراسة وعرض نماذج دراسة والتي سنعتمد عليها في دراستنا تطبيقية.

I-1- عرض متغيرات الدراسة القياسية

يتناول هذا الجزء من الفصل تقديم المتغيرات التي تركز عليها الدراسة والتي سنعتمد من خلالها نموذج دراستنا، لاحظنا من خلال الدراسات السابقة ان هناك عدة متغيرات تؤثر على سياسة توزيع الأرباح، وعليه تفرعت متغيرات دراستنا الى قسمين متغيرات تابعة تمثلت في متغيرات سياسة توزيع الأرباح ومتغيرات مستقلة الرفع المالي، الربحية الشركة، نسبة السيولة، فرص النمو، حجم الشركة، مع ادراج قاعدة حسابية او صيغة الرياضية لكل متغير التي سنعتمد عليها في الدراسة التطبيقية لنماذج البانل.

I-1-1- سياسة توزيع الأرباح (المتغير التابع)

تحقق المؤسسة من خلال نشاطها الاقتصادي أرباح في نهاية السنة كل دورة وفي هذه الحالة تقوم المؤسسة أما بتوزيع الأرباح على المساهمين أو استخدامها كمصدر تمويلي داخلي لتمويل عملية التوسع والمساهمة في النمو.¹ تمثل سياسة توزيع لأرباح متغير الدراسة (Div) وقد اعتمدنا في قياس هذا المتغير من خلال قسمة الأرباح الموزعة على النتيجة الصافية حيث تحسب بالعلاقة التالية:

$$\text{سياسة توزيع الأرباح} = \frac{\text{الأرباح الموزعة}}{\text{النتيجة الصافية}}$$

I-1-2- المتغيرات المستقلة

1/ الرفع المالي (DEBT)

تعتبر متغيرا يستخدم في الدراسات لتوضيح سياسة توزيع الأرباح للشركات، حيث أن نسبة الرافعة المالية عالية لديها مدفوعات ثابتة عالية لاستخدام التمويل الخارجي، لذلك كلما ارتفعت نسبة الرافعة المالية انخفضت فرص توزيع الأرباح نتيجة الارتباط الرافعة المالية بشكل سلبي بالأرباح الأسهم². كالدراسة (حسام كفايفي، أسامة بوشريط (2021). أظهرت نتائج الدراسة (PHASSAWAN SUNTRAU, 2013) أن الرفع المالي كان له تأثير سلبي ذو دلالة إحصائية على سياسة توزيع الأرباح ما يعني في حالة ارتفاع الرفع المالي فان سياسة توزيع الأرباح تتجه نحو الانخفاض³. وقد تم التعبير عن الرفع المالي كما يلي:

$$\text{الرفع المالي} = \text{نسبة الديون المالية} \div \text{مجموع الأصول}$$

¹ موصو سراح، دراسة قياسية للأهمية تأثير سياسة توزيع الارباح على الاداء المالي للمؤسسات الاقتصادية المدرجة في مؤشر S&P 100، مجلة مجاميع المعرفة، العدد 03، المجلد08، جامعة الصديق بن يحي جيجل الجزائر، اكتوبر 2022، ص59.

² حسام كفايفي، اسامة بوشريط، محددات سياسة توزيع الارباح للشركات المدرجة في بورصة الجزائر دراسة قياسية للفترة (2013-2018)، مجلة التنويع الاقتصادي، العدد 02، المجلد02، جامعة بلحاج بوشعيب عين تيموشنت، الجزائر 2021، ص77.

³ Phassawan Suntrauk, Op.cite, p 225.

2/ حجم الشركة (SIWE)

يعتبر حجم الشركة مهم والذي تعاني منه الشركات الصغيرة والجديدة من القدرة على الاقتراض والتمويل بإصدار أسهم لأنها لا تكون معرفة جيدا، من قبل المصارف والمستثمرين ولذلك تتجه نحو احتجاز نسبة كبيرة من الأرباح مقارنة بالشركات الكبيرة والقديمة التي توزع نسب أرباح أكبر على المساهمين.¹

أظهرت نتائج الدراسة (جمال قدام، أحمد بوجميل، مُجَّد سعدوني 2022) إلى وجود علاقة عكسية ولكن ليس لها دلالة إحصائية بين حجم المؤسسة ونسبة الأرباح الموزعة وهذا يعني أن المؤسسات الكبيرة الحجم توزع أرباح أقل، كما أظهرت نتائج دراسة (جمال قدام، ترفاس جمال) أن هناك علاقة طردية ذات دلالة إحصائية بين حجم المؤسسة وقيمة أسهما السوقية، فنضج المؤسسة عادة ما تعطي قوة وتوزيعا أكبر للنشاط مع تحقيق أرباح وهو ما يرفع من قيمة الأسهم. كما أظهرت نتائج دراسة (سراح موصو، نور الدين محرز 2021) أن حجم الشركة يؤثر بشكل ايجابي على سياسة توزيع الأرباح.

حيث يتم قياسه من خلال اللوغاريتم الطبيعي لإجمالي الأصول وهذا ما تعبر عليه العلاقة التالية:

$$\text{حجم الشركة} = \log (\text{مجموع الأصول})$$

3/ السيولة (LIG)

تعد السيولة أمر أساسيا في كثير من القرارات توزيع الأرباح، حيث يتطلب توزيع الأرباح على المساهمين توفير سيولة نقدية لدى المؤسسة وقد تكون المؤسسة رابحة بالفعل وحققت أرباحا وفيرة على مر السنين، لكن هذه الأرباح قد احتجزت واستعملت لتمويل الموجودات المؤسسة، كما أن المؤسسات التي تنمو بمعدلات عالية وتستعمل كافة المصادر التمويلية المتاحة لها تمويل التوسع، إذ يعتبر توفير السيولة أكثر أهمية من توفير لأرباح لأنها تعكس حقا قدرة الشركة على دفع الأرباح نقدية.²

فقد أظهرت نتائج الدراسة (جمال قدام أحمد بوجميل، مُجَّد سعدوني 2022) توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين سيولة المؤسسة ونسبة الأرباح الموزعة وهذا يعني أن المؤسسات التي تملك سيولة كبيرة لها القدرة أكبر على توزيع الأرباح.

حيث يتم قياسه من خلال قسمة الأصول الجارية على الخصوم الجارية وهذا ما توضحه العلاقة التالية:

$$\text{Liq} = \text{AS/PC}$$

4/ الربحية (EVOL)

تقيس الربحية مدى قوة توليد الأرباح في شركة ما، وقد وجد الباحثون أن الربحية تعد أحد أهم محددات سياسة توزيع الأرباح، ومع ذلك فإن نتائج علاقة الربحية مع توزيعات الأرباح كانت مختلطة، فوفقا لنظرية أولوية التمويل لا تحتاج الشركات الأكثر ربحية إلى تمويل خارجي، حيث تفضل الاعتماد بشكل أكبر على الأموال الداخلية أو أرباح المحتجزة ونتيجة لذلك تميل الشركات إلى توزيعات الأرباح أقل ونت تم الاحتفاظ بالمزيد من لأرباح. حيث أظهرت نتائج

¹ نهاد نادر، ونام محمد حيدر، العوامل المؤثرة على سياسة توزيع الأرباح النقدية للشركات المدرجة في السوق دمشق للأوراق المالية، مجلة جامعة تشرين للبحوث والدراسات العلمية، العدد 3، المجلد 37، الكلية الاقتصادية، الجامعة تشرين، سورية، 2015.

² سراح موصو نور الدين محرز، اثر السلوك التمويلي على سياسة توزيع الأرباح للمؤسسات الاقتصادية المدرجة في مؤشر داوجونز الصناعي DJIA، مجلة العلوم الإنسانية، العدد 02، مجلد 08، جامعة ام بواقي، الجزائر، جوان 2021.

دراسة (Abu Manneh, and Nasser,2015) الى ان توزيع الأرباح يرتبط بشكل إيجابي بربحية الشركة أي ان توزيعات الأرباح المدفوعة للمساهمين من أرباح الشركات، من المحتمل ان تتأثر التغيرات في توزيعات الأرباح بالتقلبات في مستويات الربح السنوي المحقق.

حيث يتم قياسها من خلال العلاقة التالية:

$$\text{الربحية} = \text{النتيجة الصافية} / \text{مجموع الاصول}$$

5/ فرص النمو (GROWTH)

يعتبر مقدار النمو أحد أهم العوامل المحددة للاحتياجات المالية للمؤسسة، خاصة في ظل صعوبة وارتفاع تكلفة الحصول على المصادر الخارجية فالمؤسسات التي تكون في نمو تعاني بشكل كبير مما يحتم عليها دفع توزيعات ضئيلة والعمل على استغلال الأرباح المحتجزة في تمويل عمليات النمو.

حيث أظهرت نتائج دراسة (Fakhra Malik, 2013) ان النمو له تأثير غير مهم في سياسة توزيع الأرباح، ويتم حسابه من خلال العلاقة التالية:

$$\text{فرص النمو} = \frac{\text{أصول}(n) - \text{أصول}(n-1)}{\text{أصول}(n)}$$

I-2- عينة و نماذج الدراسة التطبيقية

الهدف من هذا الجزء من الدراسة هو استعراض عينة الدراسة المكونة من عدة شركات واستخدام بياناتها لبناء نموذج البائل الذي يسعى الى تقدير العلاقات الموجودة بين المتغيرات التابعة والمتغيرات المستقلة.

I-2-1- عينة الدراسة 2020_2022

تتكون عينة الدراسة من 15 مؤسسة مدرجة في سوق دبي للأوراق المالية خلال الفترة الممتدة بين 2020 الى 2022 المأخوذة من تقارير السنوية لهذه المؤسسات بحيث تتكون فترة الدراسة من سنتين الى ثلاث سنوات بلغت عدد المشاهدات 41 مشاهدة، وذلك بغية تحديد العوامل التي تؤثر على سياسة توزيع الأرباح كما هي موضحة في الجدول التالي :

جدول رقم:(2.I): الشركات عينة الدراسة

الرقم الشركة	اسم الشركة	الرمز الشركة	دولة الشركة
1	تعاونية الاتحاد	UNIONCOOP	دولة الامارات العربية المتحدة
2	اجيليتي للمخازن العمومية	AGLTY	دولة الكويت
3	هيئة كهرباء ومياه دبي	DEWA	دولة الامارات العربية المتحدة
4	العربية للطيران	AIRABIA	دولة الامارات العربية المتحدة
5	الاغدية المتحدة	UFC	دولة الامارات العربية المتحدة

دولة الكويت	AAN	ان ديجيتال سيرفس القابضة	6
دولة الامارات العربية	OIC	عمان للتأمين	7
دولة الامارات العربية المتحدة	DIN	دبي للتأمين	8
دولة الامارات العربية المتحدة	ORIENT	اورينت للتأمين مساهمة عامة	9
دولة امارات العربية المتحدة	AMANAT	امانات القابضة	10
دولة للإمارات العربية المتحدة	DFM	سوق دبي المالي	11
دولة الامارات العربية المتحدة	BHMCAPITAL	بي اتش كبيتال للخدمات المالية	12
دولة الامارات العربية المتحدة	ALLIANCE	الالانس للتأمين	13
دولة القاهرة	NAHO	النعيم القابضة للاستثمارات	14
دولة الامارات العربية المتحدة	NGI	الوطنية للتأمينات العامة	15

المصدر: من اعداد الطالبتين

I-2-2- نماذج الدراسة القياسية

سنعتمد في هذه الدراسة على نموذج الانحدار المتعدد باستخدام بيانات بانل (panel Dat) وبالتالي يمكن صياغة نموذج الدراسة كمايلي:

$$DIV = \beta_{oi} + \beta_1 DEBT_{it} + \beta_2 SIZE_{it} + \beta_3 GROWTH_{it} + \beta_4 EVOL_{it} + \beta_5 LIQ_{it} + \varepsilon_{it}$$

حيث:

Debt: الرفع المالي

Size: حجم المؤسسة

Growth: فرص النمو

Evol: ربحية المؤسسة

Liq: سيولة المؤسسة

ε_{it} : الخطاء

II- التحليل الوصفي لمتغيرات الدراسة

سنقوم في هذا المبحث بتقديم عرض وتحليل الوصفي لمتغيرات الدراسة لسياسة توزيع الأرباح محل الدراسة (المتغيرات التابعة) والعوامل المؤثرة على سياسة توزيع الأرباح (المتغيرات المستقلة) وذلك من خلال الفترة 2020-2022.

II-1- التحليل الوصفي للمتغيرات التابعة.

1- سياسة توزيع الأرباح

تعتبر الأرباح الموزعة التي يحصل عليها المساهمين من الشركة عندما تحقق الشركة ربحاً حيث يمكن لإدارتها اختيار إعادة الاستثمار الأرباح في الشركة أو توزيع أرباحهم على المستثمرين في شكل توزيعات أرباح. ويظهر الجدول والشكل التاليين تطور الأرباح الموزعة لشركات عينة الدراسة خلال الفترة 2022/2020.

جدول رقم (2.11): معدل سياسة توزيع الأرباح لشركات عينة الدراسة خلال الفترة 2022-2020

المتوسط	2022	2021	2020	
UNIONCOOP	1,086	1,42	1,051	
AGLTY	11,714	-0,863	1,653	
DEWA	7,414	0,609	0,726	
AIRABIA	-0,086	-1,269	-8,43	
UFC	-0,059	5,751	0,067	
AAN	15,996	0,052	-0,656	
OIC	0,001	0,576	0,784	
DIN	0,416	0,183	1,173	
ORIENT	0,457	0,61	0,582	
AMANAT	2,765	-1,029	-220,74	
DFM	1,118	0,744	0,662	
BHMCAPITAL	-0,344	-0,555		
ALLIANCE	0,907	0,8033		
NAHO	1,944	-0,074		
NGI	1,286	0,042		
المتوسط	44,615	7,0003	-223,13	

المصدر: من اعداد الطالبين بالاعتماد على تقارير السنوية لشركات عينة الدراسة

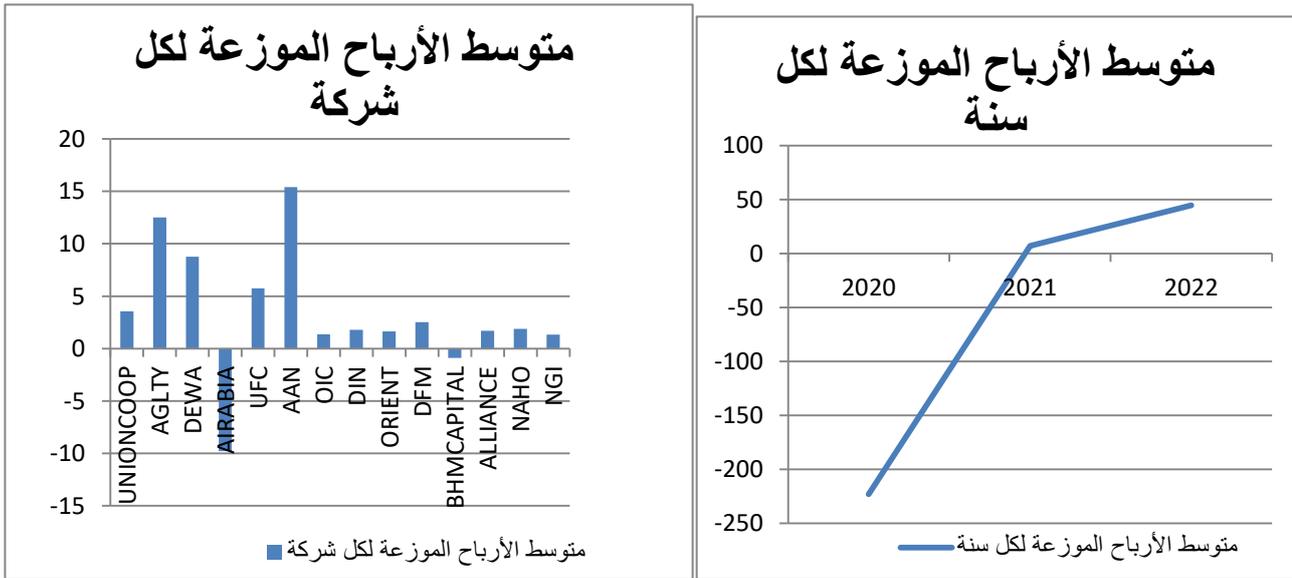
من خلال الجدول أعلاه نلاحظ ان القيم المعدلات الأرباح الموزعة لمجموعة من الشركات عينة الدراسة خلال الفترة بين 2020-2022 منها ما حققت أرباح موزعة موجبة ومنها ما سجلت أرباح موزعة سالبة، كان لشركة ان ديجيتال افضل توزيع للأرباح بقيمة 15,996 سنة 2022 على عكس شركة امانات القابضة الذي كانت نسبة الأرباح الموزعة سالبا خلال سنة 2020 بقيمة -220,74 والشركة العربية لطيران التي حققت معدلات سالبة خلال ثلاث سنوات 2021، 2020، 2022، ب-8,43، -1,269، -0,086، على التوالي، بالإضافة لشركة النعيم

القاطضة سنة 2021 بقيمة -0,074- بحيث يرجع سبب ظهور الأرباح الموزعة بالقيمة السالبة للخسائر الكبرى التي مست هذه الشركات.

الا ان تطور متوسط الأرباح الموزعة السنوي من السنة الى الأخرى، شهدت انخفاض وارتفاع خلال الفترة الممتدة من 2020 الى غاية 2022 كما يظهر الشكل (2.II) حيث كانت تتراوح القيمة بين 223,13- سنة 2020 و 44,615 سنة 2022 حيث شهد انخفاض وارتفاع في قيمة متوسط الأرباح الموزعة وقد حقق اعلى معدل سنة 2022 بمتوسط 44,615.

اما متوسط الأرباح الموزعة بنسبة لكل شركة تم تمثيله بالأعمدة بيانية من خلال الشكل رقم حيث نلاحظ ان شركة ان ديجتال قد حققت اعلى قيمة بلغة 15,392 في متوسط ثلاث سنوات خلال فترة الدراسة وذلك راجع للأرباح الكبيرة التي حققتها سنويا من سنة 2020 الى 2022. في حين شركة امانات القابضة سجلت اقل قيمة بمعدل 219,01- وذلك راجع للخسائر التي سجلتها سنتين 2020 الى 2021 مما اظهر متوسط بقيمة سالبة، اما باقي شركات كان متوسط الأرباح الموزعة متباعد من شركة الى أخرى.

شكل رقم(2.II): متوسط معدل الأرباح الموزعة لشركات عينة الدراسة



المصدر: من اعداد الطالبين بالاعتماد على الجدول السابق(2.II)

II-2- التحليل الوصفي للمتغيرات المستقلة

أولاً: الرفع المالي

تشير الرافعة المالية على ان شركات التي تعتمد في تمويل أصولها على مصادر ذات تكلفة الثابتة سواء قروض او سندات، بما يعكس على الأرباح التي يحصل عليها الملاك وبالتالي كلما ارتفعت نسبة الرافعة المالية كلما قلت فرص توزيع الأرباح كما يظهر الجدول والشكل التالي نسبة الرفع المالي لشركات عينة الدراسة للفترة 2020 الى 2022

جدول رقم (3.II): معدل تكلفة الرفع المالي لعينة الدراسة للفترة 2020-2022

	2020	2021	2022	المتوسط
UNIONCOOP	16,92%	18,32%	16,92%	17,39%
AGLTY	47,57%	29,13%	48,50%	41,73%
DEWA	43,12%	44,54%	48,84%	45,50%
AIRABIA	64,37%	54,35%	51,54%	56,75%
UFC	16,11%	19,17%	20,27%	18,52%
AAN	18,48%	52,48%	73,31%	48,09%
OIC	72,77%	70,54%	73,20%	72,17%
DIN	382,85%	70,09%	74,54%	175,83%
ORIENT	61,48%	63,96%	65,98%	63,81%
AMANAT	7,44%	21,88%	24,36%	17,89%
DFM	21,22%	19,87%	16,29%	19,12%
BHMCAPITAL		67,43%	74,48%	70,96%
ALLIANCE		60,81%	63,60%	62,20%
NAHO		18,20%	11,40%	14,80%
NGI		64,57%	65,19%	64,88%
المتوسط	68,39%	45,02%	48,56%	

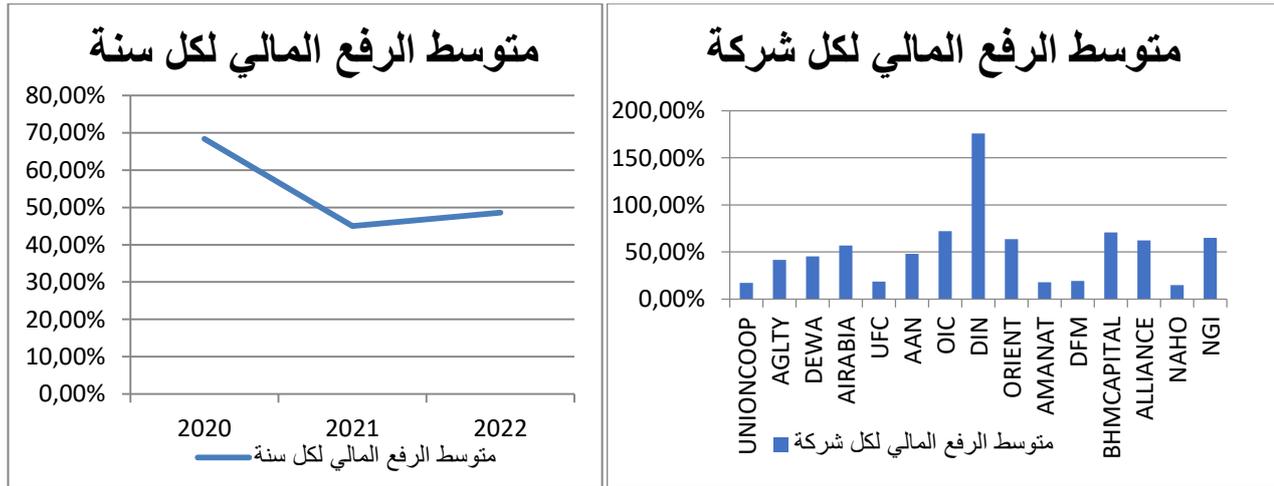
المصدر: من اعداد طالبتين بالاعتماد على تقارير السنوية لشركات عينة الدراسة

من خلال الجدول أعلاه نلاحظ أن أداء الشركات فيما يخص الرفع المالي كان متبايناً، حيث كانت أعلى نسبة محققة من قبل الشركة اورينت لتأمين بنسبة تجاوزت 382 أي أن الرفع المالي لديها تشكل 382.85% من إجمالي الاصولها وان الشركة تعتمد على التمويل من أنشطتها وتقليل من تكاليف الناشئة بين المديرين والمساهمين، أما صاحب أدنى نسبة الرفع المالي فهي شركة الأمانات القابضة بنسبة 7.44% وتليها شركة النعيم القابضة مسجلاً معدل 11.40%.

فيما يخص متوسط الرفع المالي حسب كل سنة لمجموعة الشركات عينة الدراسة تراوحت بين نسبي 45.02% كأدنى معدل و68.39% أعلى نسبة كما يوضحه (3.II) في المنحنى البياني نلاحظ فيه تراجع في المتوسطات حيث كانت أعلى نسبة محققة سنة 2020 وكان السبب في ذلك شركة امانات القابضة التي حققت نسبة 382.85% على غرار الشركات الأخرى، كما عرف المنحنى انخفاض محسوساً في متوسط نسبة الرفع المالي الى ان وصل الى المعدل 45.02% سنة 2021 لوحظ بعدها تزايد تدريجياً ذل ذلك على ان الشركة لها القدرة على التزام بدفع رسوم الفائدة مما يجعلها تقلل من توزيعات الأرباح على المساهمين.

بينما متوسط الرفع المالي حسب كل شركة ممثلة في شكل رقم (3.II) الملاحظ عليه تسجيل شركة اورينت لتأمين اعلى معدل قدره 175.83% في متوسط ثلاث سنوات حققت فيها نسبة عالية خلال سنة 2020 بمعدل قدره 382.85% وتليه شركة عمان لتأمين بمتوسط 72.17% كما حققت باقي الشركات معدلا مقبولة تراوحت ما بين 175.83% و 14.80% في حين كان متوسط شركة النعيم القابضة ذو ضعيفا بلغ 14.80% وذلك بسبب تسجيله لنسب 18.20% إلى 11.40% خلال فترة الدراسة، أما باقي الشركات فكانت متقاربة.

شكل رقم (3.II) : متوسط الرفع المالي لشركات عينة الدراسة



المصدر : من اعداد الطالبتين بالاعتماد على الجدول السابق (3.II)

ثانيا: حجم الشركة

يؤدي نمو الموجودات الخاصة بالشركة الى رفع قدرة الشركة على توفير موارد مالية يمكن استخدامها في تمويل الاحتياجات الاستثمارية وبغية التحسين من نوعية موجوداته وبهذا يكون له اثر إيجابي على مؤشرات الربحية. يظهر الجدول التالي تطور اجمالي الموجودات في الشركات عينة الدراسة خلال الفترة 2020 الى 2022 :

جدول رقم (4.II) : معدل تكلفة حجم الشركة لشركات عينة الدراسة للفترة 2020 الى 2022

تقدر الوحدة: مليون دولار.

	2020	2021	2022	المتوسط
UNIONCOOP	3753,37136	3619,55163	3624,367715	3665,76357
AGLTY	2,272114	2,905309	3,340849	2,839424
DEWA	159,924966	169,447434	180,748777	170,040392
AIRABIA	12,653001	13,306327	14,437063	13,4654637
UFC	371,521518	372,410986	388,958921	377,630475
AAN	29,04795	11,899978	8,488688	16,478872
OIC	7,60791	7,565115	9,17981	8,11761167
DIN	0,311183	2,108248	2,686957	1,70212933

ORIENT	8,882719	10,533331	11,753075	10,3897083
AMANAT	2,720723	3,54402	3,630933	3,29855867
DFM	9,901286	9,93765	9,493989	9,77764167
BHMCAPITAL		583,974739	757,182053	670,578396
ALLIANCE		1374,20208	1502,277027	1438,23955
NAHO		296,72107	253,495489	275,10828
NGI		1504,46157	1519,917091	1512,18933
المتوسط	4358,21473	532,171299	552,6638958	

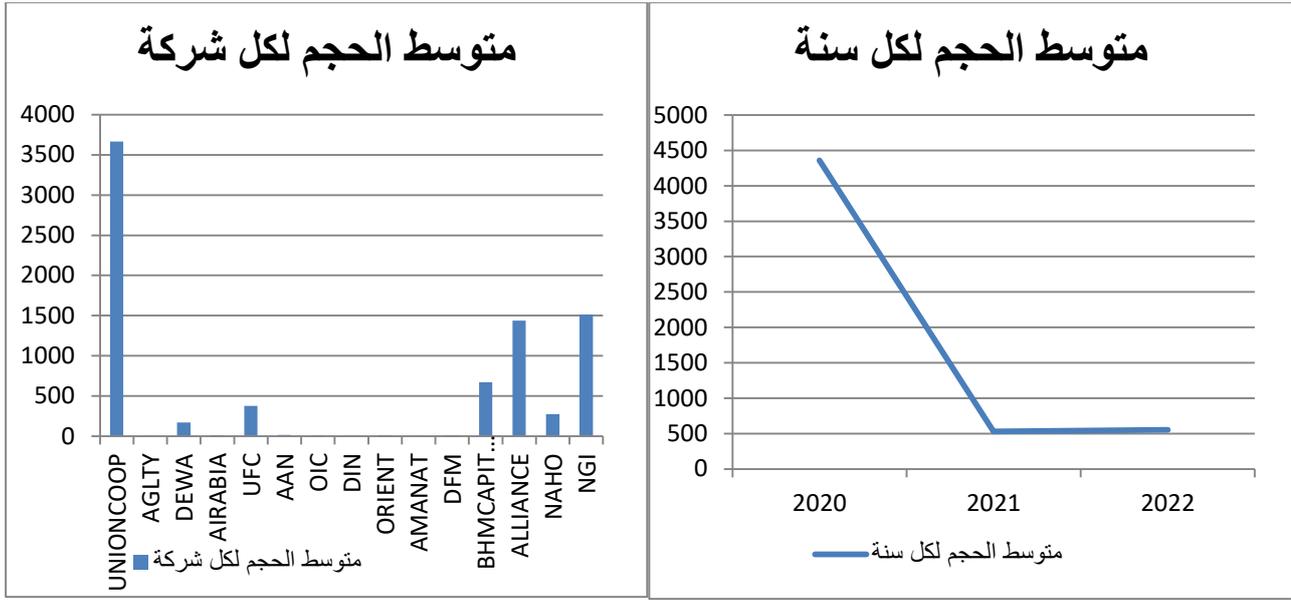
المصدر: من اعداد الطالبين بالاعتماد على تقارير السنوية لشركات عينة الدراسة

من خلال الجدول أعلاه نلاحظ أن أغلب الشركات استطاعت أن ترفع من إجمالي موجوداتها خلال فترة الدراسة حيث عرفت أغلب الشركات نمو متزايد كشركة تعاونية الاتحاد وشركة الوطنية لتأمينات في حين كانت الزيادة في حجم الشركة دبي للتأمين ذا نمو بطيء فكانت هي صاحبة أدنى حجم للموجودات بمبلغ 0.311183 دولار سنة 2020 على العكس شركة تعاونية الاتحاد والتي حققت أعلى إجمالي الموجودات من بين الشركات الأخرى والتي يقدر حجمها بـ 3753.37136 دولار سنة 2020 .

يمكن تمثيل متوسط حجم الموجودات السنوي بمنحنى بياني من خلال الشكل رقم (4.II) الذي يبين تطور متوسط الموجودات خلال فترة 2020_2022 أين كان المنحنى متزايد خلال فترة الدراسة وهذا مؤشر إيجابي يدل على قدرة الشركات على زيادة في إجمالي موجوداتها.

كما يوضح شكل رقم (4.II) متوسط الموجودات حسب كل شركة بواسطة أعمدة بيانية ألفت الانتباه هي شركة تعاونية الاتحاد التي حققت أعلى متوسط بمبلغ 3665.76357 دولار يعود ذلك لنمو المتزايد لحجم الموجودات خلال فترة الدراسة حيث سجل سنتي 2020_2022 حجم الموجودات بقيمة 3753.37136 دولار و 3624.367715 دولار على التوالي في حين كان لبقية الشركات حجم متقارب، حيث كانت أدنى شركة هي شركة النعيم القابضة التي كان لها متوسط الحجم 275.10828 مليون دولار فحجم موجوداتها خلال فترة الدراسة كانت ضعيفة برغم من نموها البطيء إلا أنها لم تكن ذات تأثير فعال.

شكل رقم (4.II) : متوسط معدل حجم الشركة لعينة الدراسة



المصدر: من اعداد الطالبتين بالاعتماد على الجدول السابق رقم (4.II)

ثالثا: السيولة

تشير نسب السيولة الى قدرة الشركة على دفع ارباح نقدية، وبالتالي كلما كانت هذه النسب مرتفعة نسبيا يدل ذلك على ان خطر السيولة منخفض، وتوفر السيولة سوف يزيد من ثقة المساهمين. ويظهر الجدول والشكل التاليين تطور نسبة السيولة لشركات عينة الدراسة خلال الفترة 2020 الى 2022:

جدول رقم (5.II) : معدل تكلفة السيولة لشركات عينة الدراسة للفترة 2020 الى 2022

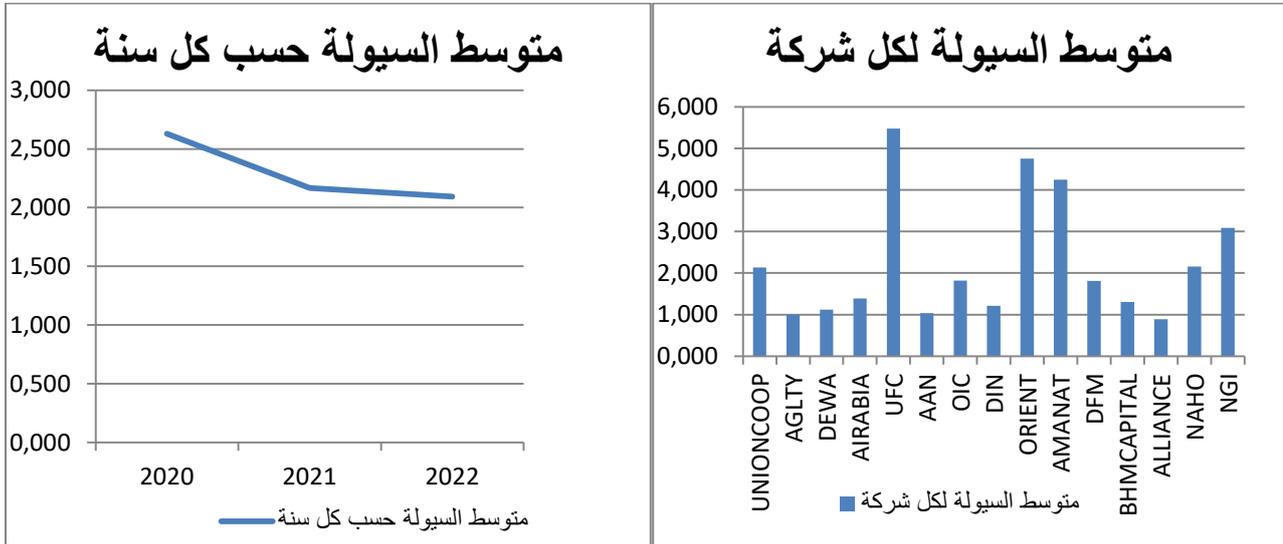
	2020	2021	2022	المتوسط
UNIONCOOP	2,561	2,082	1,761	2,134
AGLTY	1,207	0,854	0,933	0,998
DEWA	1,030	1,021	1,299	1,117
AIRABIA	1,182	1,472	1,519	1,391
UFC	6,470	5,076	4,873	5,473
AAN	1,000	1,023	1,090	1,038
OIC	1,899	1,863	1,693	1,818
DIN	1,258	1,294	1,079	1,210
ORIENT	5,044	4,697	4,507	4,749
AMANAT	5,583	4,268	2,894	4,248
DFM	1,691	1,785	1,963	1,813
BHMCAPITAL		1,350	1,260	1,305
ALLIANCE		0,927	0,848	0,887
NAHO		1,879	2,433	2,156

NGI		2,933	3,233	3,083
المتوسط	2,629	2,168	2,092	

المصدر: من اعداد الطالبين بالاعتماد على التقارير السنوية لشركات عينة الدراسة

من خلال الجدول رقم (5.II) نلاحظ أن المتوسط السنوي لنسبة السيولة في الشركات متدبب خلال ثلاث سنوات حيث تراوحت ما بين 2.629 سنة 2020 و 2.092 سنة 2022 لتبدأ في الانخفاض تدريجياً سنة 2021 حيث شهدت أدنى قيمة في سنة 2022 بنسبة 2.092، أما متوسط هذه النسبة لكل شركة فهو كذلك يعرف تدبب وانخفاض قيمة مقارنة بالمتوسط السنوي كانت أعلى نسبة حققتها شركة أغذية المتحدة بنسبة 5.473 تليها الشركة اورينت لتأمين بنسبة 4.749 أما الشركات الأخرى فكانت متقاربة محصورة بين 0.9 و 5.4 وهذا يدل على أن خطر السيولة منخفض في هاته الشركات .

شكل رقم (5.II) : متوسط السيولة لشركات عينة الدراسة



المصدر: من اعداد الطالبين بالاعتماد على الجدول رقم (5.II)

رابعاً: فرص النمو

ان حاجات الشركة للتمويل تتعلق مباشرة بتوقعاتها للنمو المستقبلي فشركات التي تتمتع بمعدلات نمو عالية تكون بحاجة مستمرة الى تمويل إضافي وهو الذي يحتم عليها تقويم وضعها المالي، من حيث الربحية والمخاطر قبل اللجوء الى مصادر تمويل الخارجي، كما تميل الى الاحتفاظ بجزء كبير من أرباحها لاستخدامها كمصدر تمويلي داخلي. ويظهر الجدول والشكل التاليين فرص النمو لشركات عينة الدراسة 2020 الى 2022:

جدول رقم(6.II) : معدل تكلفة فرص النمو لشركات عينة الدراسة للفترة 2020 الى 2022

	2020	2021	2022	المتوسط
UNIONCOOP	0,23%	-3,70%	-1,85%	-1,77%
AGLTY	8,36%	21,79%	13,04%	14,40%
DEWA	6,00%	5,62%	0,80%	4,14%

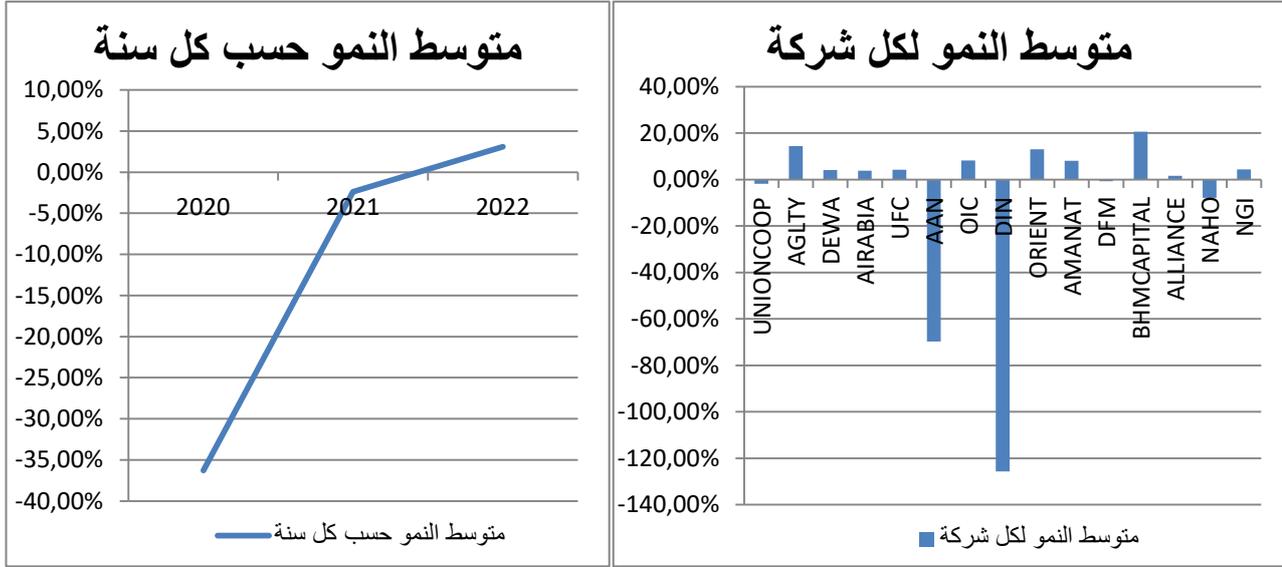
AIRABIA	-1,27%	4,91%	7,83%	3,82%
UFC	7,93%	0,24%	4,25%	4,14%
AAN	-24,86%	-144,10%	-40,19%	-69,72%
OIC	7,76%	-0,57%	17,59%	8,26%
DIN	-417,13%	18,73%	21,54%	-125,62%
ORIENT	13,11%	15,67%	10,38%	13,05%
AMANAT	-1,61%	23,31%	2,39%	8,03%
DFM	2,23%	0,37%	-4,67%	-0,69%
BHMCAPITAL		18,28%	22,88%	20,58%
ALLIANCE		-5,24%	8,53%	1,64%
NAHO		1,34%	-17,05%	-7,85%
NGI		7,79%	1,02%	4,40%
المتوسط	-36,30%	-2,37%	3,10%	

المصدر: من اعداد الطالبتين بالاعتماد على تقارير السنوية لشركات عينة الدراسة من خلال الجدول أعلاه نلاحظ أن فرص النمو كانت أعلى نسبة محققة من قبل الشركات أمانات القابضة بنسبة 23% لان فرص النمو لديها تشكل ب23.31% من إجمالي أصولها، أما صاحب أدنى شركة هي دبي لتأمين بنسبة 417.13% وتليه شركة أن دي ديجيتال مسجلة بمعدل 144.10%.

أما فيما يخص متوسط فرص النمو حسب كل سنة لمجموعة الشركات عينة الدراسة تراوحت بين نسبي 36.30% كأدنى معدل وأعلى قيمة 3.10% كما يوضحه الجدول رقم (6.II) في منحنى بياني نلاحظ فيه انخفاض مستمر لكل من شركة أن ديجيتال التي حققت نسبة 144.10% سنة 2021، وشركة دبي لتأمين والتي حققت نسبة 417.13% سنة 2020 ويعود سبب ذلك أن فرص الاستثمارية في هذه الشركات قليلة. كما نلاحظ ارتفاع من سنة 2021 إلى 2022 .

بينما متوسط النمو حسب كل شركة ممثلة في شكل رقم(6.II) نلاحظ عليه تسجيل شركة بي اتش كبيتال أعلى معدل قدره 20.58% في متوسط سنتين حققت فيها نسبة عالية خلال 2022 بمعدل قدره 22.88% وتليه شركة ايجيثلي بمتوسط 14.40% كما حققت باقي الشركات معدلات متفاوتة ، في حين كان متوسط شركة دبي لتأمين ذو ضعيفا بلغ 125.62% وذلك بسبب تسجيله لنسب 417.13% إلى 21.54% خلال فترة الدراسة أما باقي الشركات فكانت متباعدة.

شكل رقم(6.II) : متوسط معدل فرص النمو لشركات عينة الدراسة



المصدر: من اعداد الطالبتين بالاعتماد على الجدول رقم (6.II)

خامسا: الربحية

تظهر نسب الربحية الأرباح التي يتم دفعها للمساهمين من الأرباح التي حققتها المؤسسة، وبالتالي من المحتمل ان تتأثر التغيرات في التوزيع الأرباح بالتقلبات في مستويات الربح السنوي المحقق لذلك من المرجح ان تزيد المؤسسة من توزيع الأرباح في حالة ارتفاع الحجم السنوي للأرباح، كما تعطي الأرباح المرعة إشارة للمستثمرين عن الوضعية المالية للمؤسسة وإمكانية نموها مستقبلا. كما يظهر الجدول والشكل التليين نسبة الربحية للشركات عينة الدراسة خلال الفترة 2020 الى 2022.

جدول رقم (7.II) : معدل تكلفة الربحية لشركات عينة الدراسة للفترة 2020 الى 2022

	2020	2021	2022	المتوسط
UNIONCOOP	13,32%	11,42%	10,93%	11,89%
AGLTY	2,28%	34,30%	2,61%	13,06%
DEWA	3,32%	3,87%	4,45%	3,88%
AIRABIA	-1,52%	5,41%	8,47%	4,12%
UFC	10,43%	2,35%	4,48%	5,76%
AAN	-1,52%	-122,72%	-10,70%	-44,98%
OIC	2,58%	2,72%	2,44%	2,58%
DIN	17,68%	3,82%	3,43%	8,31%
ORIENT	4,85%	4,52%	4,44%	4,60%
AMANAT	-0,02%	7,71%	3,08%	3,59%
DFM	1,44%	1,00%	1,52%	1,32%
BHMCAPITAL		2,22%	2,62%	2,42%
ALLIANCE		2,99%	2,56%	2,77%

NAHO		1,58%	0,95%	1,27%
NGI		4,71%	3,53%	4,12%
المتوسط	4,80%	-2,27%	2,99%	

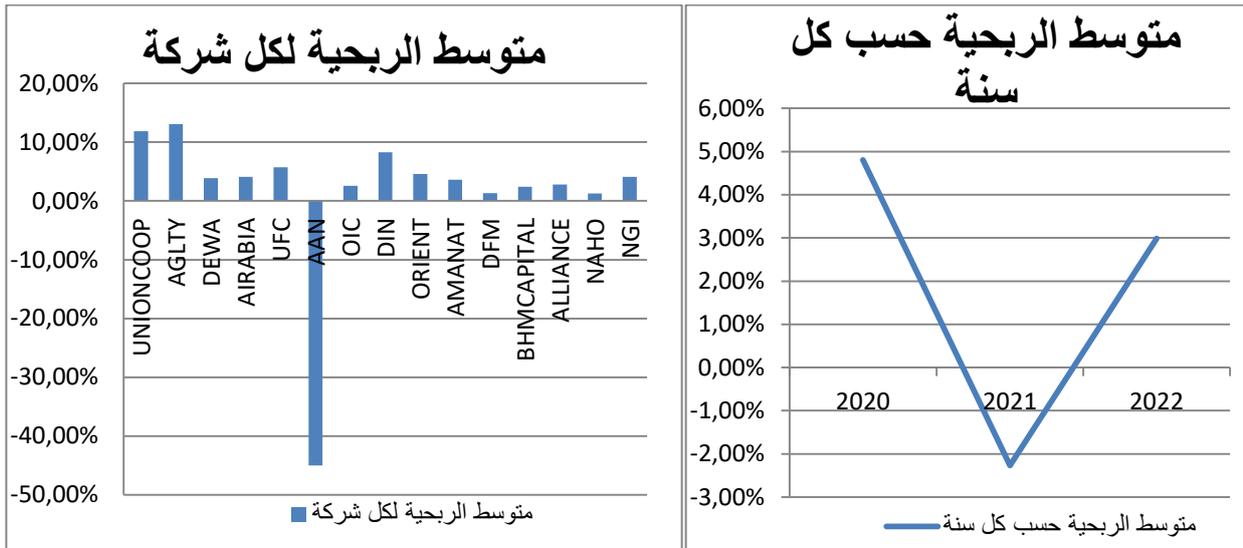
المصدر: من اعداد الطالبتين بالاعتماد على تقارير السنوية لشركات عينة الدراسة

من خلال الجدول نلاحظ أن نسب الربحية التي تخص الشركات شهدت تدبدا بين ارتفاع وانخفاض خلال الفترة الممتدة بين 2020 إلى 2022 حيث بلغت أعلى نسبة لديها من قبل الشركة دبي لتأمين بنسبة 17.68%، وأدنى نسبة -122.72% من قبل الشركة أن ديجيتال .

فيما يخص متوسط الربحية حسب كل سنة لمجموعة الشركات عينة الدراسة تراوحت بين نسبي 4.80% كأعلى نسبة و-2.27% كأدنى نسبة كما يوضحه رقم (7.II) في منحنى بياني نلاحظ انخفاض في متوسطات حيث كانت أعلى نسبة محقق سنة 2020 وكان السبب في ذلك شركة تعاونية الاتحاد التي حققت نسبة 13.32% على غرار الشركات الأخرى. كما عرف المنحنى تزايد تدريجيا دل ذلك على أن لهذه الشركات فرص استثمارية مريحة يمكن أن تستخدم هذه الأرباح في التمويل.

بينما متوسط الربحية حسب كل شركة متمثلة في شكل رقم (7.II) نلاحظ عليه تسجيل شركة أن ايجيثلي أعلى معدل قدره 13.06% في متوسط ثلاث سنوات حققت فيها نسب عالية خلال سنة 2021 بمعدل قدره 34.30% وتليها شركة تعاونية لاتحاد بمتوسط 11.89% كما حققت باقي الشركات معدلات منخفضة تراوحت ما بين 13.06% و -44.98% في حين كان متوسط أن ديجيتال ذو ضعيفا بلغ -44.98% وذلك بسبب تسجيله نسب -1.52% و -122.72% خلال فترة الدراسة أما باقي الشركات كانت منخفضة.

شكل رقم (7.II): متوسط الربحية لشركات عينة الدراسة



المصدر: من اعداد الطالبتين بالاعتماد على الجدول رقم (7.II)

III- نتائج الدراسة القياسية

يختص هذا العنصر بتحليل النتائج الإحصائية (و القياس الاقتصادي) الآتية من تقدير نموذج البانل وعليه سنقوم بعرض مصفوفة الارتباطات الثنائية ودراسة استقراره المتغيرات بالإضافة الى تقدير نماذج انحدار البانل بأنواعها الثلاث على كل متغيرات الدراسة وذلك باستخدام برنامج التحليل الاحصائي القياسي (EViews10)

III-1 مصفوفة الارتباطات الثنائية

مصفوفة الارتباط الارتباطات الخطية الثنائية تختبر لنا القوة العلاقة بين المتغير التابع والمتغيرات المستقلة وتسمح بانتقاء العوامل المفسرة التي لها علاقة قوية مع الظاهرة المدروسة وعادة ما تعتبر العلاقة قوية نسبيا اذا كان معامل الارتباط اكبر او يساوي 50%.

سنحاول فيما يلي تحليل الارتباطات الثنائية بين مختلف المتغيرات المستقلة و المتغيرات التابعة. تمكنا مصفوفة الارتباطات الثنائية من معرفة أي متغيرات المستقلة أكثر ارتباط بالمتغير التابع وكذا درجة استقلاليتها عن بعضها البعض اذ تعتبر استقلالية المتغيرات المستقلة عن بعضها البعض شرط ضروريا في بناء نموذج البانل، والجدول التالي بين مصفوفة الارتباطات الثنائية بين متغيرات الدراسة .

جدول رقم (8.II): مصفوفة الارتباطات الثنائية بين متغيرات الدراسة

	DIV	DEBT	SIZE	LIQ	EVOL	GROWTH
DIV	1	0.1256	0.1662	-0.3495	0.0083	-0.0230
DEBT		1	-0.3411	-0.2214	0.0631	-0.8404
SI3ZE			1	0.0711	0.0749	0.2861
LIQ				1	0.1272	0.1586
EVOL					1	0.2218
GROWTH						1

المصدر: من اعداد الطالبتين اعتمادا على مخرجات برنامج EViews 10

أولا: تحليل الارتباطات الثنائية بين المتغيرات المستقلة والمتغير التابع DIV

نلاحظ من خلال الجدول أعلاه ان هناك علاقة ارتباط موجبة ذات دلالة إحصائية بين الأرباح الموزعة DIV وحجم شركة SIZE تقدر بـ 16,62% يدل ذلك على قدرة SIZE في تفسير DIV حيث كلما ارتفع حجم الشركة ارتفع معه الأرباح الموزعة.

كما نلاحظ أيضا وجود علاقة عكسية ذات دلالة إحصائية بين السيولة LIQ والارباح الموزعة DIV تقدر 34,95% أي انه كلما ارتفع معدل السيولة انخفض معدل الأرباح الموزعة. من خلال الجدول نلاحظ ان علاقة الارتباط بين المتغيرات المستقلة والمتغير التابع DIV كانت ضعيفة وبتالي استقلالية المتغيرات عن بعضها البعض .

III-2- نتائج تقدير نموذج العوامل المحدد لسياسة توزيع الأرباح

III-2-1- تقدير نموذج البانل

بالاستناد مما سبق وباستخدام تحليل معطيات بانل للفترة الممتدة 2020 الى 2022 وعينة من الشركات تضم 15 شركة قد تم تحديد صياغة نموذج لانحدار الساكن وفق الصياغة التالية:

$$DIV = \beta_{oi} + \beta_1 DEBT_{it} + \beta_2 SIZE_{it} + \beta_3 GROWTH_{it} + \beta_4 EVOL_{it} + \beta_5 LIQ_{it} + \varepsilon_{it}$$

وقد قمنا بتقدير نموذج الأرباح الموزعة بثلاث طرق:

-النموذج التجمعي PRM

-النموذج الاثار ثابتة EFM

-النموذج الاثار العشوائية REM

أولا: النموذج التجمعي (PRM)

نتائج الموضحة في الجدول (9.II) عبارة نتائج تقدير الاحصائي لنموذج الانحدار التجمعي لمعرفة العوامل المحددة لسياسة توزيع الأرباح عينة الدراسة:

جدول رقم(9.II): تقدير المعاملات النموذج التجمعي PRM

النموذج	المعاملات	الخطاء المعياري	القيمة الاحصائية	الاحتمال
C	-0.9811	0.3486	-2.8139	0.0061
DEBT	0.1100	0.0343	3.2038	0.0019
SIZE	-0.0089	0.0697	-0.1281	0.8983
LIQ	1.7751	0.5839	3.04002	0.0032
EVOL	0.0555	0.1078	0.5153	0.6077
GROWTH	-0.2124	0.0644	-3.2977	0.0014
R ²	0.194741			
F	1.692856			
D.W	1.621889			
NO.OF.OBS	45			

المصدر: من اعداد الطالبتين اعتمادا على مخرجات برنامج EVIEWS 10

ثانيا: نموذج التأثيرات الثابتة (FEM)

النتائج الموضحة في الجدول رقم (10.II) عبارة عن نتائج التقدير الاحصائي لنموذج التأثيرات الثابتة لمعرفة العوامل المحددة لسياسة توزيع الأرباح لشركات عينة الدراسة

جدول رقم (10.II): تقدير معاملات النموذج التأثيرات الثابتة (FEM)

النموذج	المعاملات	الخطاء المعياري	القيمة الاحصائية	الاحتمال
C	-456.6070	664.6775	-0.686960	0.4996
DEBT	113.3490	65.63756	1.726892	0.0989
SIZE	64.04216	82.80162	0.773441	0.4479
LIQ	-39.44406	13.02038	-3.029410	0.0064
EVOL	-42.32599	42.39693	-0.998327	0.3295
GROWTH	65.16688	39.17796	1.663356	0.1111
R ²	0.667055			
F	2.214395			
D.W	2.79998			
NO.OF.OBS	45			

المصدر: من اعداد الطالبتين اعتمادا على مخرجات برنامج EVIEWS 10

ثالثا: نموذج الاثار العشوائية (REM)

النتائج الموضحة في الجدول رقم (11.II) عبارة عن نتائج التقدير الاحصائي لنموذج التأثيرات العشوائية لمعرفة العوامل المحددة لسياسة توزيع لأرباح عينة الدراسة .

جدول رقم(11.II): تقدير معاملات نموذج التأثيرات العشوائية (REM)

النموذج	المعاملات	الخطاء المعياري	القيمة الاحصائية	الاحتمال
C	-54.36338	44.50693	-1.221459	0.2301
DEBT	26.63649	20.29271	1.312614	0.1979
SIZE	7.470075	5.180974	1.441828	0.1582
LIQ	-8.552140	3.676739	-2.326012	0.0259
EVOL	-8.849080	27.31474	-0.323967	0.7479
GROWTH	17.43264	15.67058	1.112444	0.2735
R ²	0.188591			
F	0.178621			
D.W	1.784057			
NO.OF.OBS	45			

المصدر: من اعداد الطالبتين اعتمادا على مخرجات برنامج EVIEWS 10

III-2-2-المفاضلة بين النماذج البانل

من أجل المفاضلة بين النماذج الثلاثة واختيار أفضل نموذج لعوامل المحددة لسياسة توزيع الأرباح سوف نقوم بتطبيق ثلاث اختيارات كما يلي:

❖ اختبار فيشر (F-test) للمفاضلة بين نموذجين PRM و FEM

❖ اختبار هوسمان (H) للمفاضلة بين FEM و REM

وقد جاءت نتائج الاختبارات كالآتي:

أولاً: اختبار (F-test) للاختبار بين نموذج التجميعي ونموذج الاثار ثابتة

لغرض الاختبار بين نموذج (PRM) ونموذج (FEM) نستعين بإحصائية فيشر (F) وفق الصيغة التالية:

$$F = \frac{(R_{FE}^2 - R_{PR}^2)/(N-1)}{(1-R_{FE}^2)/(NT-N-K)}$$

وذلك وفق الصيغة التالية:

$$\left\{ \begin{array}{l} H_0: \text{نموذج PRM هو الأفضل} \\ H_1: \text{نموذج FEM هو الأفضل} \end{array} \right.$$

حيث:

✓ T: يمثل الزمن (03 سنوات)

✓ N: عدد العينة (15 شركة)

✓ K: عدد المتغيرات المستقلة (05 متغيرات)

✓ R_{FE}^2 : معامل تحديد لنموذج الاثار ثابتة

✓ R_{PR}^2 : معامل تحديد للنموذج التجميعي

في حالة ما اذا كانت إحصائية (قيمة) فيشر المحسوبة أكبر من الجدولية يتم رفض الفرضية الصفرية H_0 القائلة بان PRM هو الأفضل، وقبول الفرضية البديلة H_1 التي تنص على ان FEM هو الأفضل.

لدينا:

$$R_{FE}^2 = 0.667055 \quad R_{PR}^2 = 0.194741 \quad N.T = 45 \quad N = 15 \quad K = 05$$

بالتعويض في العلاقة نجد مايلي:

$$F = \frac{(0.667055 - 0.194741)/(15-1)}{(1-0.667055)/(45-15-5)} = 2.53$$

مما سبق وجدنا ان قيمة فيشر المحسوبة تساوي 2.53 وهي أكبر من قيمة فيشر الجدولية 2.13 بدرجة حرية (14 و 25) وهذا يعني اننا نرفض فرضية العدم H_0 ونقبل الفرضية البديلة H_1 التي تنص على ان النموذج التأثيرات الثابتة (FEM) هو الأفضل.

ثانياً: اختبار هوسمان للاختبار بين نموذج التأثيرات الثابتة ونموذج التأثيرات العشوائية

أخيراً نفاضل بين نموذج الاثار الثابتة ونموذج الاثار العشوائية لتحديد النموذج النهائي الأفضل الملائم لبيانات الدراسة وهذا من خلال تطبيق اختبار (Hausman test) حيث:

$$\left\{ \begin{array}{l} \text{نموذج REM هو الأفضل: } H_0 \\ \text{نموذج FEM هو الأفضل: } H_1 \end{array} \right.$$

والجدول التالي يوضح نتيجة المفاضلة

الجدول رقم (12.II): نتائج اختبار هوسمان

Correlated Random Effects - Hausman Test

Equation: Untitled

Test cross-section random effects

Test Summary	Chi-Sq. Statistic	Chi-Sq. d.f.	Prob.
Cross-section random	15.372329	5	0.0089

المصدر: من اعداد الطالبتين اعتمادا على مخرجات برنامج EVIEWS 10

من خلال الجدول أعلاه نلاحظ ان قيمة (H) المحسوبة والتي تساوي 0.0089 اقل من قيمة (H) الجدولية والتي تساوي 0.05 وبالتالي نقبل الفرضية H_1 التي تنص على ان نموذج التأثيرات الثابتة (FEM) هو الأفضل.

III-2-3- تحليل نتائج تقدير النموذج الأفضل DIV

كشفت نتائج الدراسة القياسية على ان النموذج الانحدار للبانل الذي يفسر الأرباح الموزعة في شركات الا وهو نموذج الاثار ثابتة FEM وقد كان شكل النهائي للنموذج على نحو التالي:

$$\begin{aligned} \text{DIV} = & -456.607 + 113.3490 \text{ DEBT} + 64.0422 \text{ SIZE} - 39.4441 \text{ LIQ} - 42.3260 \text{ EVOL} \\ & + 65.16689 \text{ GROWTH} \\ (0.4996) & \quad (0.0989) \quad (0.4479) \quad (0.0064) \quad (0.3295) \quad (0.1111) \end{aligned}$$

$$R^2=0.667055 \quad R^2_{\text{Adjusted}}=0.365819 \quad F=2.214395 \quad D.W=2.799998$$

يمكن تعبير على نتائج الدراسة كالتالي:

✓ اغلب المتغيرات المستقلة كانت لها دلالة إحصائية الرفع المالي، السيولة في حين لم يكن لمتغير نسبة النمو والربحية والحجم دلالة إحصائية؛

✓ يشير معامل تحديد R^2 الى القدرة تفسيرية للنموذج حيث انه يساوي 0.3658 اي 36.58% من تغير الإجمالي في المتغير تابع الأرباح الموزعة (DIV) مفسرة من قبل متغيرات مستقلة والباقي حوالي 63.42% مفسرة من طرف متغيرات أخرى لم يتم حصرها؛

✓ تكشف نتائج تقدير الموضحة في المعادلة عن وجود معنوية كلية لنموذج وهذا من خلال القيمة الاحتمالية الإحصائية فيشر (Prob- F=0.04006) فهي معنوية عند مستوى ثقة 10% أي ان الانحدار المعنوي او

المتغيرات المستقلة مجتمعة لها تأثير معنوي على الانحدار، او ان واحدة على الأقل من معالم الانحدار تختلف عن الصفر؛

✓ كشفت إحصائية ديرين واتسون عند مستوى المعنوية 10% لنموذج الأرباح الموزعة انها تقدر 2.79 وهي تشير الى عدم وجود مشكلة ارتباط ذاتي؛

✓ يشير نموذج المقدر ان اغلبية المعاملات للمتغيرات المستقلة ذات دلالة إحصائية حسب اختبار ستودنت t، حيث كانت القيمة الاحتمالية لكل من السيولة والرفع المالي 0.1% وهو ما يعني انها ذات دلالة إحصائية، اما المتغيرات الحجم، النمو، الربحية، فقد أظهرت انها غير معنوية عند المستوى كون القيمة الاحتمالية (0.44) و (0.32) و (0.11) على التوالي تفوق (0.1)؛

✓ يشير النموذج الى وجود تأثير موجب ذو دلالة إحصائية عند مستوى ثقة 90% بين كل من الرفع المالي (Debt)، الحجم الشركة (size)، فرص النمو (Growth) أي لهذه المتغيرات تأثير إيجابي على سياسة توزيع الأرباح؛

✓ أظهرت نتائج الدراسة أنه في حالة ارتفاع الرفع المالي بنسبة 1% فان ذلك سيؤدي الى زيادة الأرباح الموزعة ب 11.33% وهذا بافتراض ثباتا لمتغيرات المستقلة الأخرى وانه في حالة ارتفاع نسبة بوحدة وحدة فان ذلك سيؤدي الى زيادة الأرباح الموزعة في حجم الشركة ب 6.404%، بالإضافة الا انه ارتفع فرص النمو بوحدة واحدة بنسبة 1% تؤدي الى ارتفاع الأرباح الموزعة ب 6.51%؛

✓ اظهر النموذج القياسي ايضا على وجود تأثير عكسي ذو دلالة إحصائية عند مستوى 90% بين الأرباح الموزعة (DIV) مع ربحية، أي زاد نسبة الربحية بوحدة واحدة فان ذلك سوف يؤدي الى انخفاض الأرباح الموزعة ب 4232.6%؛

✓ أخيرا نلاحظ ان القيمة الثابتة تساوي 45660.7% وهذا يدل على معدل الأرباح الموزعة يساوي نفس هذه القيمة في حالة جميع المتغيرات المستقلة تكون مساوية الصفر.

III-3- مناقشة نتائج تقدير لمحددات سياسة توزيع الأرباح

بعد اختبار النموذج الأفضل لسياسة توزيع الأرباح، سنقوم فيما يلي بمناقشة وتحليل نتائج المتوصل اليه ومقارنتها مع نتائج الدراسات السابقة.

أولا: تأثير الرفع المالي على سياسة توزيع الأرباح

أظهرت نتائج الدراسة ان الرفع المالي تأثير إيجابي على سياسة توزيع الأرباح لشركات الاقتصادية. يدل هذا تأثير الإيجابي على ان الشركات الاقتصادية محل الدراسة لديها معدلات الرفع المالي منخفض مما يؤثر إيجابيا على سياسة توزيع الأرباح في شركات، وهذا راجع الى اعتمادها على مصادر تمويل ذات تكلفة ثابتة مما يخفض من نسبة الديون الخارجية في هيكلها المالي، وبالتالي فهي لا تحتاج الى المزيد من توفير السيولة لتسوية التزاماتها وهذا يؤدي الى زيادة دفع الأرباح للمساهمين.

كما اظهرت نتيجة الى ان الرافعة المالية ترتبط بالمخاطر لذلك تدفع الشركات عالية الاستدانة أرباح اقل لحماية دائنين الحفاظ على التدفق النقدي الداخلي للوفاء بمسؤوليتهم، وتتوافق هذه النتيجة مع دراسة FAKHRA .MALIK

ثانيا: تأثير حجم الشركة على سياسة توزيع الأرباح

أظهرت نتائج الدراسة أن لحجم الشركة تأثير إيجابي على سياسة توزيع الأرباح لحجم الشركة تأثير إيجابي على سياسة توزيع الأرباح يدل ذلك على ان شركات الكبرى هي اكثر قوة وتنوعا لنشاطاتها كما ان لها مكانة كبيرة داخل السوق ولها فرصة كبيرة للوصول الى الأسواق المالية الداخلية والخارجية وعادة ما تكون ناضجة وذات أرباح كبيرة كما تشير النتيجة الى ان شركات الكبرى تميل الى دفع أرباح اكثر من الشركات الصغيرة لان احتمالات النمو والتوسع في نشاطاتها اقل من شركات الصغيرة وبالتالي لا يحتاجون الى الاحتفاظ بجزء كبير من الربح للتوسع والنمو في المستقبل وتتوافق هذه النتيجة مع نتيجة دراسة Marwan Abu Manneh Kamal .Nasser &

ثالثا: تأثير الربحية الشركة على سياسة توزيع الأرباح

أظهرت نتائج الدراسة ان لربحية الشركة تأثير سلبي على سياسة توزيع الأرباح تدل هذه النتيجة على ان الشركات لا تقوم بتوزيع الأرباح لأنها تقوم بإعادة استثمارها أي انها تتبع سياسة توزيع مستقرة. تفسر هذه النتيجة ان الشركات تلجاء الى تحقيق أرباح معتبرة لتوزيع أرباح اقل وهذا لتكوين تمويل ذاتي كافي لتمويل الاحتياجات الاستثمارية والزيادة في الاحتياج في راس مال العامل، تتوافق هذه النتيجة مع دراسة جمال قدام، احمد بوجميل، مُجَّد سعدوني(2022).

رابعا: تأثير نسبة السيولة على سياسة توزيع الأرباح

أظهرت نتائج الدراسة ان لنسبة السيولة تأثير سلبي على سياسة توزيع الأرباح. تدل هذه نتيجة على ان الشركات بالرغم من انها مربحة وحققت أرباح وفيرة خلال السنوات السابقة الا احتجزت هذه الأرباح واستعملتها لتمويل وتوسع العملية تشغيلية للشركات أي انه لا توجد سيولة نقدية لدى شركات لدفع أرباح الموزعة للمساهمين وهذا ما يتعارض مع دراسة

خامسا: تأثير فرص النمو على سياسة توزيع الأرباح

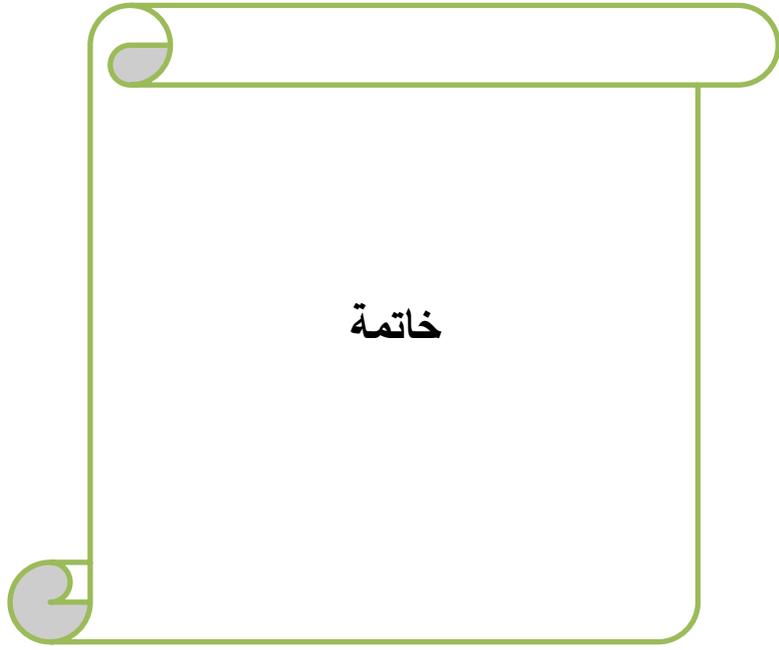
أظهرت نتائج الدراسة ان فرص النمو تأثير إيجابي على سياسة توزيع الأرباح. يمكن تفسير هذه النتيجة على ان الشركات التي تستغل فرص النمو المتاحة افضل استغلال بإمكانها تحقيق عوائد او أرباح صافية تمكنها من اجراء توزيعات على المساهمين، كما يمكن ان تشير هذه النتيجة الى ان الشركات عينة الدراسة تعتمد على مصادر التمويل الخارجية بشكل كبير في تمويل فرص النمو المتاحة وهو ما يجنبها احتجاز الأرباح. كما انه كلما كان معدل النمو بطيء كلما نقصت الحاجة الى التمويل والتوسع الأصول وبالتالي نقص احتمال الاحتجاز الشركة للأرباح، وهذا ما يعارض الدراسة PHASSAWAN SUNTRAU(2013) بالإضافة الى دراسة .HATAMUBERHANU(2017)

خلاصة الفصل

حاولنا من خلال هذا الفصل معرفة اهم العوامل المؤثرة على سياسة توزيع الأرباح في شركات محل دراسة باستخدام أسلوب السلاسل الزمنية المقطعية (panel) و ذلك من خلال توظيف التقنيات القياسية الحديثة باستخدام منهج سلاسل الزمنية المقطعية او منهج تحليل المعطيات البانل في دراسة موضوعنا، فقد تم استخدام النماذج الثلاث للبانل للمتغير التابع سياسة توزيع الأرباح، كما اعتمدنا على اختبار فيشر للمفاضلة ما بين النموذج التجميعي والاثار الثابتة واختبار احسن نموذج أجرينا اختبار هوسمان على نموذجي الاثار العشوائية والاثار الثابتة.

وعلى العموم أظهرت نتائج الدراسة القياسية من خلال هذا الفصل على وجود تاثير موجب بين المتغير التابع لسياسة توزيع الأرباح مع المتغيرات المستقلة الرفع المالي، حجم الشركة، فرص النمو، بمعاملات بلغت ب: 113.3490، 64.0422، 65.16689 على ترتيب، حيث ان الرفع المالي يتناسب طرديا مع سياسة توزيع الأرباح أي ان المؤسسات ذات الديون المنخفضة لا تحتاج الى المزيد من توفر السيولة لتسوية التزاماتها، وكذلك بالنسبة لحجم الشركة فان شركات الكبرى تميل الى دفع أرباح أكبر لأنها لا تحتاج الى الاحتفاظ بجزء من الأرباح لتوسع والنمو في المستقبل، اما بالنسبة لفرص النمو فان شركات تميل الى الاحتفاظ بجزء كبير من أرباحها لاستخدامها كمصدر داخلي للتمويل لهذا الفرص.

كما اسفرت نتائج الدراسة القياسية عن وجود علاقة عكسية بين سياسة توزيع الأرباح مع كل من الربحية، السيولة بمعاملات -39.4441، -42.3260 على الترتيب، حيث تتناسب الربحية عكسيا مع سياسة توزيع الأرباح وهو ما يدل على ان الشركات لا تقوم بتوزيع الأرباح لأنها تقوم بإعادة استثمارها وانها تتبع سياسة توزيع الأرباح المستقرة، في حين تتناسب السيولة عكسيا مع سياسة توزيع الأرباح وهذا ما يدل على الشركات بالرغم انها مربحة وحققت أرباح وفيرة الا انها احتجزت هذه الأرباح واستعملتها للتمويل التوسع.



بحثت هذه الدراسة في موضوع العوامل المحددة لسياسة توزيع الأرباح في مؤسسة اقتصادية حيث اهتمت بالوقوف على اهم الادبيات النظرية والتطبيقية ذات صلة حول الموضوع التي كانت شاملة بالمعلومات ومما اسفرت على الحصول على نتائج مفيدة وقيمة مكنتنا من ضبط المتغيرات المؤثرة على سياسة توزيع الأرباح المستخدمة في دراستنا وكذا نتائج المتوصل اليها. وقد تم تعرف في الادبيات النظرية على مختلف المفاهيم وعدة اشكال وأنواع لسياسة توزيع الأرباح واهم النظريات المفسرة لها وعرض مجموعة من العوامل المؤثرة والمحددة لسياسة توزيع الأرباح كالسيولة، الرفع المالي، حجم الشركة، الربحية، فرص النمو، اما الادبيات التطبيقية فقد تناولنا مجموعة من الدراسات التي تناولت موضوع دراستنا قمنا بتقسيمها الى دراسة باللغة العربية ودراسات باللغة الأجنبية.

تم الاعتماد في الجانب التطبيقي للدراسة على النماذج القياسية باستخدام بيانات البنابل بهدف الوصول الى نتيجة تكون مساهمة في توضيح العوامل المحددة لسياسة توزيع الأرباح في المؤسسة الاقتصادية وذلك من خلال تقدير ثلاث نماذج قياسية (النموذجي التجميعي، نموذج الاثار العشوائية ونموذج الاثار الثابتة) ثم اجراء مجموعة من الاختبارات (اختبار فيشر، اختبار هوسمان) وذلك لاختيار النموذج الأفضل الذي يوضح اهم العوامل المؤثرة على سياسة توزيع الأرباح في الشركات محل الدراسة.

وقد توصلنا من خلال هذه الدراسة الى مجموعة من النتائج نوجزها فيما يلي:

نتائج الدراسة النظرية

- ✓ تعبر سياسة توزيع الأرباح عاملا مهما للمؤسسة وهذا لكونها تعمل على توفير تمويل داخلي للمؤسسة من خلال الأرباح المحتجزة دون اللجوء الى اطراف خارجية؛
- ✓ تتمثل سياسة توزيع الأرباح في عملية الموازنة بين توزيع الأرباح على المساهمين واحتجاز الأرباح لاستغلالها وإعادة استثمارها بهدف التوسع وتمويل مختلف عمليات النمو؛
- ✓ تاخذ سياسة توزيع الأرباح شكلان التوزيعات في شكل اسهم والتوزيعات النقدية؛
- ✓ يتضح من خلال تعرض لمختلف النظريات المفسرة لسياسة توزيع الأرباح انها لم تلقى الاجماع عام بين الباحثين فكل طرف جاء بنظرية يفسر هذه سياسة حسب الزاوية التي ينظر اليها وتخدم مصالحه الخاصة ومن تم على المؤسسات ان تقوم بتحديد سياسة توزيعات التي تناسب ظروفها من شأنه تعظيم القيمة السوقية لها وبالتالي تعظيم ثروة المساهمين؛
- ✓ تحدد سياسة توزيع الأرباح بمجموعة من العوامل منها ما يرتبط بالقيود والتشريعات قانونية وتعاقدية ومنها ما يرتبط بالفرص الاستثمارية ومختلف التطورات التي تشهدها لذلك نجد سياسة توزيع الأرباح منها ما هو مستقر ومنها ما هو غير مستقر.

نتائج الدراسة التطبيقية

- من خلال الدراسة التطبيقية التي أجريتها لموضوع دراستنا توصلنا إلى جملة من النتائج تليخص في النقاط التالية:
- حققت شركة أن ديجيتال أفضل معدل للأرباح الموزعة في متوسط ثلاث سنوات خلال فترة الدراسة وذلك راجع للأرباح الكبيرة التي حققتها، على عكس شركة أمانات القابضة الذي سجل أدنى قيم للمتوسطات بسبب الخسائر التي سجلتها؛
 - شركة اورينت لتأمين حققت أعلى متوسط بالنسبة للرفع المالي في متوسط ثلاث سنوات وذلك بسبب أن الشركة تعتمد على التمويل من أنشطتها وتقليل من تكاليف الناشئة بين المديرين والمساهمين، إلا أن الأمر مختلف لشركة أمانات القابضة صاحبة أدنى قيمة متوسط وهذا راجع لتدبدب إجمالي لديون، انخفاض وارتفاعا خلال سنوات فترة الدراسة. أما بقية الشركات فقد كانت متقاربة بمعدل بسيط؛
 - حققت شركة تعاونية الاتحاد أعلى متوسط بالنسبة لحجم الشركة وذلك يعود إلى النمو المتزايد لحجم الموجودات على العكس شركة النعيم القابضة التي سجلت أدنى قيمة للمتوسطات بسبب النمو البطيء لحجم موجوداتها خلال فترة الدراسة. في حين كانت باقي الشركات متقاربة بمعدل متقارب؛
 - شركة أغذية المتحدة حققت أعلى متوسط لنسبة السيولة في متوسط ثلاث سنوات وذلك راجع أن خطر سيولة منخفض على العكس الشركات الأخرى فكانت متقاربة؛
 - حققت شركة أن ايجيثلتي أعلى متوسط بالنسبة لربحية في متوسط ثلاث سنوات وذلك يعود إلى أن الشركة تزيد من توزيع الأرباح في حالة ارتفاع الحجم السنوي للأرباح، إلا أن الأمر مختلف لشركة أن ديجيتال صاحبة أدنى قيمة متوسط وهذا راجع لانخفاض الأرباح الموزعة خلال سنوات فترة الدراسة. أما باقي شركات فكانت متقاربة بمعدل بسيط؛
 - حققت شركة بي أتش كبيتال أعلى متوسط بالنسبة لفرص النمو في متوسط ثلاث سنوات خلال فترة الدراسة وذلك بسبب أن الشركات التي تعاني من فرص النمو بطيء ولديها فرص استثمارية قليلة ق توزع نسبة كبيرة من عائداتها المعلقة كأرباح بحاجة مستمرة للتمويل الإضافي، أما شركة دبي للتأمين كانت أدنى متوسط وهذا راجع أن الشركات التي تتمتع بمعدلات النمو عالية تكون بالحاجة إلى التمويل الإضافي والاحتفاظ بجزء كبير من الأرباح لاستخدامها كمصدر تمويلي داخلي؛
 - كشفت نتائج النماذج القياسية أن العوامل الأكثر تأثيرا على سياسة توزيع الأرباح عينة الدراسة تمثلت في حجم الشركة، الرفع المالي، فرص النمو، في حين نسبة السيولة، الربحية لم يكن لها تأثير ذو دلالة إحصائية؛
 - بالنسبة لحجم الشركة فقد دلت النتائج عن وجود تأثير إيجابي ذو دلالة إحصائية على سياسة توزيع الأرباح، بحيث أن شركات الكبرى هي أكثر قوة وتنوعا لنشاطاتها كما لها مكانة كبيرة داخل السوق ولها فرص كبيرة للوصول إلى الأسواق الداخلية والخارجية، عادة ما تكون ناضجة وذات أرباح كبيرة؛

- كما أظهرت الدراسة أنه لمتغير الرفع المالي أثر موجب ذو دلالة إحصائية على سياسة توزيع الأرباح، يدل ذلك على اعتمادها على مصادر التمويل ذات تكلفة ثابتة مما يخفض من نسبة الديون الخارجية في هيكلها المالي، وبالتالي لا تحتاج إلى المزيد من توفر السيولة لتسوية التزاماتها؛
- كما أظهرت الدراسة أن فرص النمو أثر موجب على سياسة توزيع الأرباح ليس له دلالة إحصائية، ويفسر هذا الأثر كلما كان معدل النمو بطيء كلما نقصت الحاجة إلى التمويل والتوسع الأصول وبالتالي نقص احتمال احتجاز الشركة للأرباح؛
- أشارت نتائج الدراسة إلى أن السيولة تأثير عكسي ذو دلالة إحصائية على سياسة توزيع الأرباح ، وهو ما يدل على أن الشركات بالرغم من أنها مربحة وحققت أرباح وفيرة إلا أنها تقوم باحتجاز هذه الأرباح واستعمالها لتمويل والتوسع العملية التشغيلية للشركات؛
- أشارت نتائج الدراسة إلى أن الربحية الشركة تأثير عكسي ليس لها دلالة إحصائية ما يدل على أن الشركات التي لديها أرباح كبيرة فإن مقدار الأرباح التي توزعها على المساهمين أقل.

اختبار فرضيات الدراسة

على ضوء ما سبق أظهرت نتائج الدراسة وهو ما يثبت صحة أو نفي الفرضيات التالية:

- **الفرضية الأولى:** أن الرفع المالي له تأثير موجب ذو دلالة إحصائية على سياسة توزيع الأرباح، أظهرت نتائج التقدير أن الرفع المالي له تأثير موجب ذو دلالة إحصائية على سياسة توزيع الأرباح وهو ما يثبت صحة الفرضية الأولى؛
- **الفرضية الثانية:** تنص على أن حجم الشركة له تأثير موجب ذو دلالة إحصائية على سياسة توزيع الأرباح، أظهرت نتائج التقدير أن حجم الشركة تأثير موجب ذو دلالة إحصائية على سياسة توزيع الأرباح وهو ما يثبت صحة الفرضية الثانية؛
- **الفرضية الثالثة:** تنص على أن السيولة تأثير موجب ذو دلالة إحصائية على سياسة توزيع الأرباح، أظهرت نتائج التقدير أن نسبة السيولة تأثير عكسي على سياسة توزيع الأرباح وهو ما يعني عدم صحة الفرضية الثالثة؛
- **الفرضية الرابعة:** تنص على أن ربحية الشركة تأثير عكسي ذو دلالة إحصائية على سياسة توزيع الأرباح، أظهرت نتائج التقدير أن ربحية الشركة تأثير عكسي على سياسة توزيع الأرباح وهو ما يثبت صحة الفرضية الرابعة؛
- **الفرضية الخامسة:** تنص على أن نمو شركة تأثير موجب ذو دلالة إحصائية على سياسة توزيع الأرباح، أظهرت نتائج التقدير أن نمو الشركة تأثير موجب ذو دلالة إحصائية على سياسة توزيع الأرباح وهو ما يثبت صحة الفرضية الخامسة.

اقتراحات الدراسة

على ضوء ما توصلنا إليه من نتائج يمكن تقديم الاقتراحات التالية:

- ضرورة إيضاح العوامل أو المتغيرات الخاصة بسياسة توزيع الأرباح التي تتبعها الشركة ونشرها للمستثمرين؛
- ضرورة اهتمام الشركات بالأرباح الغير الموزعة لتقييم أدائها المالي ودراسة أهم العوامل المحددة لكفاءتها ونشاطاتها الاستثمارية؛
- زيادة اهتمام مديري الشركات في سوق دبي المالي بالدراسات والأبحاث التي تبين العوامل المؤثرة على سياسة توزيع الأرباح لهذه الشركات؛
- لابد لشركات من اعتماد سياسة توزيع الأرباح المثلى التي تخلق حالة توازن بين توزيع الأرباح والفرص الاستثمارية؛
- ضرورة اخذ الشركات السيولة كعامل بالغ الأهمية لتأثيره السلبي على سياسة توزيع لأرباح؛
- تشجيع إدارة شركات على زيادة فرص النمو لتأثيره السلبي على سياسة توزيع الأرباح.

أفاق الدراسة

بعد دراستنا لهذا الموضوع فإننا نقترح بعض من أفكار كأفاق الدراسة:

- إضافة بعض المتغيرات المالية أو الاقتصادية لهذه الدراسة لفهم أهم العوامل المؤثرة على سياسة توزيع الأرباح لشركات المدرجة في سوق دبي المال؛
- توسع الحد الزمني لإعطاء نظرة أوسع الأثر العوامل المؤثرة على قرار توزيع الأرباح؛
- بناء نموذج قياسي بعدد أكبر من المتغيرات التفسيرية لمقارنة مدى تأثير كل منهم على قرار توزيع الأرباح؛
- دراسة أثر العوامل غير المالية على سياسة توزيع الأرباح .

قائمة المراجع

➤ الكتب

- 1- احمد مُجَدُّ غنيم، إدارة مالية مدخل التحول من الفقر إلى الثراء، المكتبة العصرية المنصورية 2008.
- 2- اسعد حميد العلي، الإدارة المالية (الأسس العلمية وتطبيقية)، الطبعة الأولى، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان، 2010.
- 3- أسعد حميد العلي، الإدارة المالية، الطبعة الثانية، دار وائل لنشر عمان، 2012.
- 4- اسعد حميد العلي، الإدارة المالية الأسس العلمية والتطبيقية، دار وائل للنشر والتوزيع، الطبعة الثانية، الأردن - عمان.
- 5- دريد كمال آل شبيب، إدارة مالية الشركات المتقدمة، دار اليازوري، عمان 2010.
- 6- عاطف جابر عبد الرحيم، أساسيات التمويل والإدارة المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2008.
- 7- عبد الغفار حنفي، أساسيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2001.
- 8- عبد الغفار حنفي، أساسيات التمويل والإدارة المالية، دار الجامعية الإسكندرية، 2007.
- 9- عبد الغفار حنفي، رسمية زكي قريا قص، أساسيات الاستثمار الرأسمالي وتقييم الأداء، الدار الجامعية الإسكندرية، 2013.
- 10- عدنان تايه النعيمي، الإدارة المالية المتقدمة، دار اليازوري، عمان.
- 11- فايز تيم، مبادئ الإدارة المالية، إثراء للنشر والتوزيع، الطبعة الثالثة، عمان، 2013.
- 12- مُجَدُّ صالح الحناوي، جلال إبراهيم العبد، الإدارة المالية مدخل القيمة واتخاذ القرارات، الدار الجامعية الإسكندرية، 2002.
- 13- منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في مجال مصادر التمويل، المعارف الإسكندرية. 1998.

➤ المجالات

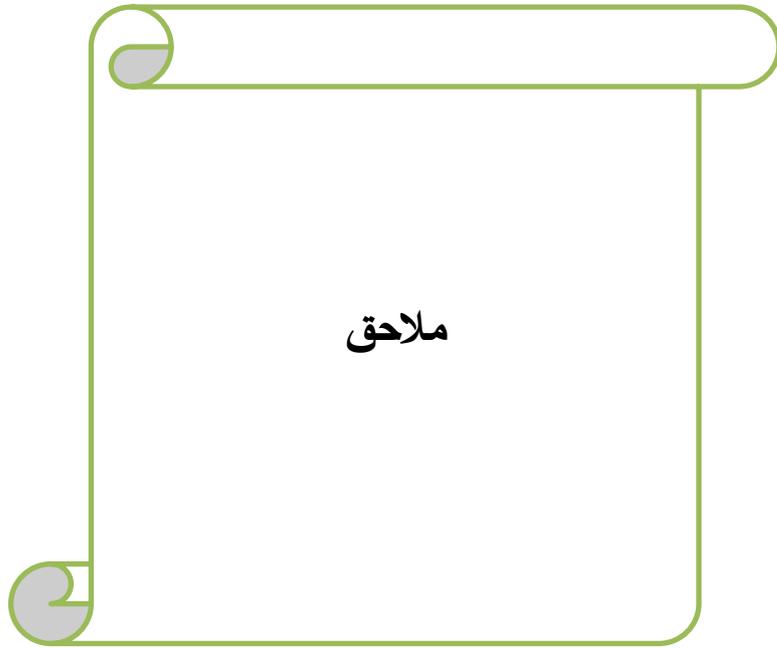
- 1- احمد لمين بوغنامة، رفيق يوسف، اثر سياسة توزيع الأرباح على القيمة السوقية للمؤسسات الاقتصادية - دراسة قياسية لعينة من المؤسسات المدرجة في مؤشر CA C 40 -، مجلة دراسات في لاقتصاد وإدارة الأعمال، العدد 2، مجلد 5، جامعة العربي التبسي، تبسة، ديسمبر 2022.
- 2- احمد لمين بوغنامة، رفيق يوسف، اثر سياسة توزيع الأرباح على القيمة السوقية للمؤسسات الاقتصادية - دراسة قياسية لعينة من المؤسسات المدرجة في مؤشر CA C 40 -، مجلة دراسات في لاقتصاد وإدارة الأعمال، العدد 2، مجلد 5، جامعة العربي التبسي، تبسة، ديسمبر 2022.

- 3- جمال قدام، احمد بوجميل وآخرون، محددات سياسة توزيع الأرباح دراسة قياسية العينة من المؤسسات المدرجة في مؤشر داوجونز، مجلة دفتر البحوث العلمية، المجلد 10، العدد(2)، 2022، ص204.
- 4- حسام كفايفي علي مكيد، العوامل المؤثرة على سياسة توزيع الارباح لعينة من المؤسسات الاقتصادية الجزائرية، مجلة مراجعة الاصلاحات الاقتصادية والتكامل في الاقتصاد العالمي، العدد03، المجلد14، جامعة مديّة، 2020.
- 5- حسام كفايفي، اسامة بوشريط، محددات سياسة توزيع الارباح للشركات المدرجة في بورصة الجزائر دراسة قياسية للفترة (2013-2018)، مجلة التنوع الاقتصادي، العدد02، المجلد02، جامعة بلحاج بوشعيب عين تموشنت ، الجزائر 2021.
- 6- حسام كفايفي، علي مكيد، قياس اثر المؤشرات المالية على سياسة توزيع الارباح للشركات الاقتصادية الجزائرية للفترة 2013_2018، مجلة إدارة الأعمال والدراسات الاقتصادية، العدد01، المجلد08، جامعة يحي فارس المديّة، الجزائر، ماي 2022.
- 7- رشيد حفصي، دراسة وتحليل تأثير سياسة توزيع الأرباح على أداء أسهم المؤسسات المدرجة في السوق المالي، حالة سوق دبي المالي في الفترة ما بين 2011،2014، المجلة الجزائرية للدراسات المحاسبية والمالية، عدد02ن جوان2016.
- 8- سايب عبد الله، سلاي بوبكر، اثر سياسة توزيع الارباح على قيمة المؤسسة وقرار المستثمر دراسة ميدانية للمؤسسات المسعرة في بورصة الجزائر، مجلة البشائر الاقتصادية، العدد01، المجلد الثامن، جامعة الجزائر، افريل 2022.
- 9- سراح موصو نورالدين محرز، اثر السلوك التمويلي على سياسة توزيع الأرباح للمؤسسات الاقتصادية المدرجة في مؤشر داوجونز الصناعي DJIA، مجلة العلوم الإنسانية، العدد02، مجلد08، جامعة ام بواقي، الجزائر، جوان2021.
- 10- سعود جايد مشكور، العلاقة بين سياسة توزيع الأرباح والقيمة السوقية للسهم وأثرها في تحديد قيمة الشركة، مجلة، مركز الدراسات الكوفة، العدد 50، جامعة المثنى 2018.
- 11- سعيد وصاف، سياسة توزيع الارباح في عينة من الشركات المدرجة في السوق الأسهم السعودي، مجلة لأبعاد الاقتصادية، العدد2، المجلد6، جامعة الملك فيصل، المملكة العربية السعودية، 2016.
- 12- سليم كرار عبد الزهرة وآخرون، قياس العادلة للأسهم العادية باستعمال نموذج مضاعف الربحية، دراسة تطبيقية في المصارف العراقية الخاصة المدرجة في السوق العراق للأوراق المالية، مجلة ألغزي للعلوم الاقتصادية والإدارية، العدد التسع والعشرون، مجلد التاسع، جامعة الكوفة.
- 13- طلعت عبد الحكيم، مصطفى أنوار حسن، تقييم الأسهم العادية باستخدام نموذج الخصم (نموذج جوردون)، مجلة الإدارة والاقتصاد، العدد الحادي والثمانون، جامعة المستنصرية 2010.

- 14- عبد الرحمن مرعى، اثر سياسة توزيع الأرباح على القيمة السوقية للسهم دراسة ميدانية، مجلة جامعة تشرين للبحوث والدراسات العلمية، المجلد(35)، العدد(5)، 2013.
- 15- عبد الرحمن مرعى، اثر سياسة توزيع الأرباح على القيمة السوقية للسهم دراسة ميدانية، مجلة جامعة تشرين للبحوث والدراسات العلمية، المجلد(35)، العدد(5)، 2013.
- 16- عبد القادر بريش، عيسى بذروني، محددات سياسة توزيع الأرباح في المؤسسات الخاصة الجزائرية، المجلة، الأكاديمية لدراسات الاجتماعية والإنسانية، العدد 10، جامعة شلف، 2013.
- 17- علام محمد موسى حمدان، العلاقة بين الحاكمية المؤسسية وتوزيعات الأرباح وتأثيرها بصعوبات التمويل الخارجي، المجلة الأردنية في إدارة الأعمال، المجلد 10، العدد 1، 2014.
- 18- قدام جمال، ترفاس جمال الدين، اثر سياسة توزيع الأرباح على قيمة السوقية للمؤسسة دراسة قياسية للمؤسسات المدرجة في مؤشر داوجونزDJIA، مجلة البشائر الاقتصادية، العدد02، المجلد الخامس، جامعة محمد الصديق بن يحيى جيجل وجامعة 20 أوت 1955 سكيكدة، الجزائر، أوت 2019.
- 19- متولي السيد متولي عيطة، اثر سياسة توزيع الأرباح وهيكلة رأس المال على القيمة السوقية للمعارف المدرجة في السوق المالية السعودية، مجلة الإسكندرية للبحوث المحاسبية، المجلد الرابع، العدد 03، 2020، السعودية.
- 20- محمد زرقون، اثر الاكتتاب العام على سياسة توزيع الأرباح في المؤسسة الاقتصادية المسعرة في البورصة، مجلة الباحث، جامعة قاصدي مرباح، ورقة العدد الثامن، 2010.
- 21- موصو سراح، دراسة قياسية لأهمية تأثير سياسة توزيع الأرباح على الأداء المالي للمؤسسات الاقتصادية المدرجة في مؤشر S&P100، مجلة مجاميع المعرفة، العدد03، المجلد08، جامعة الصديق بن يحيى جيجل، الجزائر، أكتوبر 2022.
- 22- نضال عمر زلوم، اسحق محمود الشعار، اثر التوزيعات الأرباح على القرار الاستثماري في ضوء جودة التقارير المالية، المجلة الأردنية للعلوم الاقتصادية، المجلد 2، العدد 1، 2015.
- 23- نهاد نادر، ونام محمد حيدر، العوامل المؤثرة في سياسة توزيع الأرباح النقدية للشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية، مجلة جامعة تشرين للبحوث والدراسات العلمية، العدد3، المجلد 37، الكلية الاقتصادية، الجامعة تشرين، سورية، 2015.
- الرسائل الجامعية
- 1- عبد الكريم بوحلارة، اثر اختيار الهيكل المالي على قيمة المؤسسة: دور سياسة توزيعات الأرباح في تحديد القيمة السوقية للسهم، مذكرة ماجستير، تخصص إدارة مالية، قسم علوم التسيير، جامعة منتوري، 2011/2012.
- 2- عدنان فائزة، سياسة توزيع الأرباح وأثرها على القيمة السوقية للأسهم المؤسسات الاقتصادية المدرجة في البورصة، مذكرة ماجستير، مالية المؤسسات، قسم علوم التسيير، 2016، 2017.

- 3- علي بكارية، مساهمة النظام المحاسبي المالي في ترشيد السياسة المالية للمؤسسة الاقتصادية، أطروحة الحصول على شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، قسم علوم التسيير، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، تخصص التدقيق ومراقبة التسيير، جامعة الجزائر 2019، 3_2018 .
- 4- كريمة بوكرومة، اثر قرارات الاستثمار وتوزيع الأرباح على الأداء المالي للشركات الصناعية المدرجة في السوق عمان للأوراق المالية، أطروحة نيل شهادة دكتوراه، قسم العلوم الاقتصادية، تخصص مالية، جامعة العربي بن مهيدي _ ام البواقي _، 2018_2019.
- 5- محمد إبراهيم احمد صباح، اثر مبادئ الحاكمية المؤسسية على سياسة توزيعات الأرباح (دراسة تطبيقية على شركات المدرجة في بورصة فلسطين)، رسالة ماجستير في المحاسبة، كلية الاقتصاد والعلوم الإدارية، جامعة الأزهر، 1438هـ_2017م.
- 6- وسيم سليمان مخلوف، اثر سياسة توزيع الأرباح على ربحية الشركات دراسة على المصارف في السوق عمان للأوراق المالية، مذكرة ماجستير، تخصص إدارة الأعمال، 2019.
- التقارير المالية
1. التقارير السنوية لشركة تعاونية الاتحاد للفترة 2020-2022.
 2. التقارير السنوية لشركة اجيلتي للمخازن العمومية للفترة 2020-2022.
 3. التقارير السنوية لشركة هيئة الكهرباء ومياه دبي للفترة 2020-2022.
 4. التقارير السنوية لشركة العربية للطيران للفترة 2020-2022.
 5. التقارير السنوية لشركة الاغدية المتحدة للفترة 2020-2022.
 6. التقارير السنوية لشركة ان ديجيتال سيرفيس القابضة للفترة 2020-2022.
 7. التقارير السنوية لشركة عمان للتأمين للفترة 2020-2022.
 8. التقارير السنوية لشركة دبي للتأمين للفترة 2020-2022.
 9. التقارير السنوية لشركة اورينت للتأمين مساهمة العامة للفترة 2020-2022.
 10. التقارير السنوية لشركة امانات القابضة للفترة 2020-2022.
 11. التقارير السنوية لشركة سوق دبي المالي للفترة 2020-2022.
 12. التقارير السنوية لشركة ابي اتش كبيتال للخدمات المالية للفترة 2021-2022.
 13. التقارير السنوية لشركة لاينس للتأمين للفترة 2021-2022.
 14. التقارير السنوية لشركة النعيم القابضة للاستثمارات للفترة 2021-2022.
 15. التقارير السنوية لشركة الوطنية للتأمينات العامة للفترة 2021-2022.

- 1- Abu Manneh, M, & Nasser Kamal, **Determinants Of Corporate Dividends Policy, Évidence From An Emrgin Economy**, International Journal Of Economics And Finance, Vol 7, No 7, 2015.
- 2- Fakhra Malik, **Factors Influencing Corporate Dividend Payuot Décisions Of Financial And Non- Financial Firms**, Research Journal Of Finance And Accounting, Vol 4, No 1, 2013.
- 3- Phassawan Suntrauk, **Factors Influencing Dividend Payuot In Thailand: A Tobit Regression Analysis**, International Of Accounting And Financail Reporting, Vol 3, No 2, Assumption University, 2013.
- 4- Samuel Getachew, **Determinants Of Dividend Policy: Evidence From Ethiopien Insurance Companies**, Athesis Submitted To The Department Of Accounting And Finance College Of Business And Economics, Addis Ababa, Ethiopie, 2017.



الملحق رقم (01): نتائج تقدير نموذج البانل

1: نموذج التجميعي PRM

Dependent Variable: DIV
Method: Panel Least Squares
Date: 05/21/23 Time: 14:12
Sample: 2020 2022
Periods included: 3
Cross-sections included: 15
Total panel (unbalanced) observations: 41

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-56.82501	43.73701	-1.299243	0.2024
DEBT	24.46631	20.34791	1.202399	0.2373
SIZE	7.567077	5.078945	1.489891	0.1452
LIQ	-7.230039	3.606651	-2.004640	0.0528
EVOL	-10.63076	30.20703	-0.351930	0.7270
GROWTH	15.44595	16.31873	0.946516	0.3504
R-squared	0.194741	Mean dependent var		-4.183176
Adjusted R-squared	0.079704	S.D. dependent var		34.85507
S.E. of regression	33.43718	Akaike info criterion		9.991673
Sum squared resid	39131.59	Schwarz criterion		10.24244
Log likelihood	-198.8293	Hannan-Quinn criter.		10.08299
F-statistic	1.692856	Durbin-Watson stat		1.621889
Prob(F-statistic)	0.162145			

: نموذج الاثار الثابتة FEM

Dependent Variable: DIV
Method: Panel Least Squares
Date: 05/21/23 Time: 14:13
Sample: 2020 2022
Periods included: 3
Cross-sections included: 15
Total panel (unbalanced) observations: 41

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-456.6070	664.6775	-0.686960	0.4996
DEBT	113.3490	65.63756	1.726892	0.0989
SIZE	64.04216	82.80162	0.773441	0.4479
LIQ	-39.44406	13.02038	-3.029410	0.0064
EVOL	-42.32599	42.39693	-0.998327	0.3295
GROWTH	65.16688	39.17796	1.663356	0.1111

Effects Specification

Cross-section fixed (dummy variables)

R-squared	0.667055	Mean dependent var		-4.183176
Adjusted R-squared	0.365819	S.D. dependent var		34.85507
S.E. of regression	27.75700	Akaike info criterion		9.791413
Sum squared resid	16179.47	Schwarz criterion		10.62730
Log likelihood	-180.7240	Hannan-Quinn criter.		10.09580
F-statistic	2.214395	Durbin-Watson stat		2.799998
Prob(F-statistic)	0.040062			

3: نموذج الاثار العشوائية REM

Dependent Variable: DIV
Method: Panel EGLS (Cross-section random effects)
Date: 05/28/23 Time: 14:36
Sample: 2020 2022
Periods included: 3
Cross-sections included: 15
Total panel (unbalanced) observations: 41
Swamy and Arora estimator of component variances

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-54.36338	44.50693	-1.221459	0.2301
DEBT	26.63649	20.29271	1.312614	0.1979
SIZE	7.470075	5.180974	1.441828	0.1582
LIQ	-8.552140	3.676739	-2.326012	0.0259
EVOL	-8.849080	27.31474	-0.323967	0.7479
GROWTH	17.43264	15.67058	1.112444	0.2735

Effects Specification		S.D.	Rho
Cross-section random		12.40154	0.1664
Idiosyncratic random		27.75700	0.8336

Weighted Statistics			
R-squared	0.188591	Mean dependent var	-3.302934
Adjusted R-squared	0.072675	S.D. dependent var	32.70984
S.E. of regression	31.50384	Sum squared resid	34737.22
F-statistic	1.626964	Durbin-Watson stat	1.784057
Prob(F-statistic)	0.178621		

Unweighted Statistics			
R-squared	0.190383	Mean dependent var	-4.183176
Sum squared resid	39343.39	Durbin-Watson stat	1.575186

4: المفاضلة باستخدام اختبار هوسمان

Correlated Random Effects - Hausman Test
Equation: Untitled
Test cross-section random effects

Test Summary	Chi-Sq. Statistic	Chi-Sq. d.f.
Cross-section random	15.372329	5

