



وزارة التعليم العالي والبحث العلمي

جامعة الشهيد الشيخ العربي التبسي - تبسة -

كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير

الرقم التسلسلي: 2024/.....

قسم المالية والمحاسبة

مذكرة مقدمة لإستكمال متطلبات شهادة ماجستير أكاديمي (ل و د)

دفعه : 2024

الفرع : المالية والمحاسبة

التخصص : مالية المؤسسة

أثر سياسة توزيع الأرباح على القيمة السوقية لأسهم المؤسسات
المدرجة في سوق الأوراق المالية
دراسة حالة عينة من المؤسسات المدرجة في سوق الأوراق
المالية السعودي خلال فترة 2019-2023

الأستاذ المشرف:

✓ دعاس مصعب

من إحداد الطلبة:

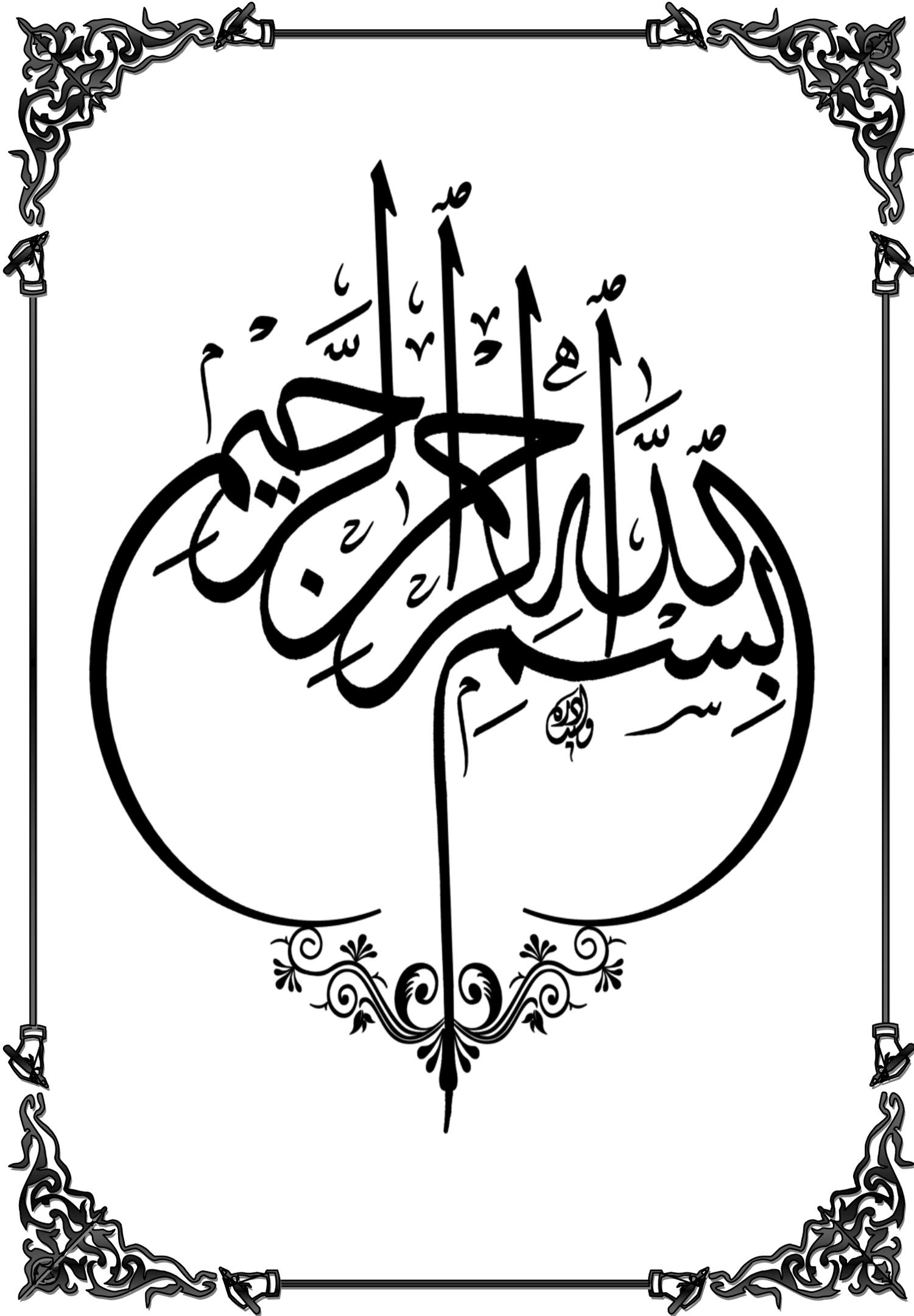
✓ تواتبي فايزة

✓ مناعي إيمن

أعضاء لجنة المناقشة:

الاسم واللقب	الدرجة العلمية	الصفة
عطية عز الدين	أستاذ محاضر أ	رئيسا
دعاس مصعب	أستاذ محاضر أ	مشرفا ومقررا
حمادية مروة	أستاذ مساعد ب	عضوا مناقشا

السنة الجامعية : 2024/2023



بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ

إهداء

أهدي هذا العمل إلى من ربّتي وأنارت دربي وأعانتني بالصلوات والدعوات إلى أعلى إنسان في هذا الوجود (أمي الحبيبة) أطال الله في عمرها.

إلى صاحب السيرة العطرة والفكر المنير فلقد كان له الفضل الأول في بلوغي هذه المرحلة (والدي الحبيب) أطال الله في عمره إلى من ساندتني وخطت معي خطواتي ويسرت لي الصعاب.

إلى أختي (كوثر) ووقوفني في هذا المكان ما كان ليحدث لولا تشجيعها المستمر لي إلى سندي ورفيق دربي الذي لم يذكره قلبي كان له الفضل الكبير في إتمام هذا العمل المتواضع أدامه الله لي

وإلى زهراتي أخواتي : نجوى ، أمال ، ريان ، لجين ، رتاج

ويبقى الأخ أمن لا يشوبه خوف وسند لا يميل وحب لا يخيب إلى إخوتي: وليد، شهر الزين، عيسى، محمد.

إلى صديقتي التي نالت فرحة التخرج ولبست وشاح التخرج وقبعته، أعلى الرفيقات على قلبي - أحلام غريب-

فايزة

إهداء

من قال أنا لها "نالها"

لم تكن رحلة قصيرة ولا ينبغي لها أن تكون لم يكن الحلم قريبا ولا الطريق كان محفوفا
بالتسهيلات لكنني فعلتها ونلتها

الحمد لله حبا وشكرا وامتنانا الذي بفضلته ما أنا اليوم أنظر إلى حلما طال انتظاره وقد أصبح
واقعا أفخر به

إلى ملاكي الطاهر وقوتي بعد الله داعمتي الأولى والأبدية أمي

إلى من دعمني بلا حدود وأعطاني بلا مقابل أبي

أهديكما هذا الانجاز الذي لولا تضحياتكما لما كان له وجود ممتدة لان الله اصطفاكما لي من
البشر والدين يا خير سند وعوض

إلى من قال فيهم (سنشد عضدك بأخيك) أخوتي (مروى . شهيناز . صفاء . هدير . رونق

الرحمان . عبد الغفور عبد الرحيم) إلى إخوة لم تلههم امي (خالد . زاوي . سيف الدين)

عائتي الكبيرة التي آمنت بقدراتي ودعمتني دون كلل ولا ملل وتذكرني بقوتي في وقت ضعفي

أدامكم الله لي

إلى صغير العائلة الى نور البيت وبهجتها محمد أسيد ابن أختي وحبیب قلبي حفظك الله لنا

وأخيرا لا أنسى من دعمني وعاملني كابنته خالي توفيق حفظه الله

إيمان

شكر وعرهان

الحمد لله حمدا طيبا مباركا كما يليق بجلال وجهه الكريم ولعظيم سلطانه، يقول سبحانه وتعالى
لأن شكرتم لأزيدنكم ، وليس ذلك على الله بعزير فالشكر والحمد على كل النعم ، وانطلاقا من
قوله صل الله عليه و سلم " من صنع إليك معروفا فكافئوه ، فإن لم تجدوا ما تكافئونه فادعوا له
حتى تروا أنكم ، قد كافأتموه "

كما نتقدم بأسمى عبارات الشكر وأنبل معاني التقدير إلى الأستاذ المشرف الذي تفضل
بالإشراف على هذا العمل والذي لم يبخل علينا بنصائحه القيمة وتوجيهاته السديدة ومعاملته
الراقية طيلة فترة إعداد البحث
الأستاذ:

دعاس مصعب جزاه الله عنا كل خير

كما لا يفوتنا تقديم كامل الامتنان والتقدير إلى كافة أساتذة قسم المالية والمحاسبة.

لهم جزيل الشكر وعظيم الامتنان

الملخص

المخلص:

تهدف هذه الدراسة الى بيان أثر سياسة توزيع الأرباح على القيمة السوقية للأسهم وذلك بتطبيقها على المؤسسات المدرجة ببورصة السعودية حيث تم أخذ عينة مكونة من 13 مؤسسة للفترة (2019-2023) وتم استخدام الأدوات الإحصائية لدراسة العلاقة بين محددات سياسة توزيع الأرباح كمتغيرات مستقلة والقيمة السوقية للسهم كمتغير تابع وذلك بالإعتماد على برنامج (spss) وكان من أهم النتائج المتوصل إليها من خلال الدراسة: وجود علاقة طردية بين القيمة السوقية والتوزيعات النقدية في حين لم يكن لباقي المتغيرات المفسرة للنموذج (ربحية السهم، الأرباح المحتجزة) دلالة إحصائية في تفسير التغير الحاصل للقيمة السوقية للسهم.

Abstrat:

This study aims to demonstrate the impact of dividend policy on the market value of stocks by applying it to companies listed on the Saudi Stock Exchange. A sample of 13 companies was taken for the period (2019-2023), and statistical tools were used to study the relationship between the determinants of dividend policy as independent variables and the market value of the stock as a dependent variable, relying on the SPSS program. One of the most significant findings of the study was the existence of a positive relationship between market value and cash distributions, while the other explanatory variables of the model (earnings per share, retained earnings) did not have statistical significance in explaining the variation in the market value of the stockstock.

قائمة المحتويات

	إهداء
	شكر
	الملخص
I	قائمة المحتويات
III	قائمة الجداول
IV	قائمة الملاحق
أ - هـ	مقدمة
06	الفصل الأول: الإطار الفكري لسياسة توزيع الأرباح والقيمة السوقية للسهم
07	تمهيد
08	المبحث الأول: الإطار المفاهيمي لسياسة توزيع الأرباح
08	المطلب الأول: ماهية سياسة توزيع الأرباح
13	المطلب الثاني: أساسيات حول سياسة توزيع الأرباح
18	المطلب الثالث: أولى النظريات التي عالجت سياسة توزيع الأرباح
21	المبحث الثاني: الأدبيات النظرية للقيمة السوقية للأسهم
21	المطلب الأول: عموميات حول الأسهم
28	المطلب الثاني: تحديد القيمة السوقية للأسهم
34	المطلب الثالث: تحليل أثر سياسة توزيع الأرباح على القيمة السوقية للأسهم
42	المبحث الثالث: الدراسات السابقة
42	المطلب الأول: الدراسات السابقة باللغة العربية
45	المطلب الثاني: الدراسات السابقة باللغة الأجنبية
48	المطلب الثالث: تعقيب عام حول الدراسات السابقة
51	خلاصة الفصل الأول
52	الفصل الثاني: دراسة تحليلية لأثر سياسة توزيع الأرباح على القيمة السوقية لأسهم المؤسسات المدرجة في سوق الأوراق المالية السعودية خلال الفترة (2019-2023)
53	تمهيد

54	المبحث الأول: التعريف بمجال الدراسة
54	المطلب الأول: نشأة وتطور السوق المالي السعودي
58	المطلب الثاني: خصائص وأهداف السوق المالي السعودي
60	المطلب الثالث: الأدوات المالية المستخدمة في السوق المالي السعودي
62	المبحث الثاني: منهجية الدراسة
62	المطلب الأول: طرق جمع البيانات والأسلوب الإحصائي المعتمد عليه
65	المطلب الثاني: وصف متغيرات الدراسة
74	المبحث الثالث: عرض نتائج الدراسة
75	المطلب الأول: إختبار صلاحية النموذج
78	المطلب الثاني: إختبار وتحليل نتائج الفرضيات
84	خلاصة الفصل الثاني
85	الخاتمة
89	قائمة المراجع
95	الملاحق

قائمة الجداول:

الصفحة	الجدول	الرقم
48	الدراسات السابقة	01
66	متوسط القيمة السوقية لأسهم المؤسسات المدروسة	02
68	متوسط ربحية السهم للمؤسسات المدروسة	03
70	متوسط نصيب السهم من التوزيعات النقدية للمؤسسة المدروسة	04
72	متوسط نصيب السهم من الأرباح المحتجزة للمؤسسات المدروسة	05
75	إختيار التوزيع الطبيعي	06
76	إختبار الإرتباط الخطي المتعدد	07
77	إختبار العلاقة بين المتغيرات المستقلة	08
78	الوصف الإحصائي لمتغيرات الدراسة	09
80	إختبار معامل التحديد	10
82	الإنحدار الخطي المتعدد	11

قائمة الملاحق:

الصفحة	الملاحق	الرقم
98	إختبار التوزيع الطبيعي	01
99	إختبار معامل تضخم التباين ومعامل السماحية	02
100	الإرتباط بين المتغيرات المستقلة وفق معامل بيرسون	03
101	الوصف الإحصائي لمتغيرات الدراسة	04
102	إختبار الإنحدار الخطي المتعدد	05

مقدمة

مقدمة:

خلال العقود الأخيرة من القرن العشرين ، شهدت الإدارة المالية تحولات جوهرية أثرت بشكل ملحوظ على القطاعين الإقتصادي والمالي، هذه التحولات أجبرت الشركات على إستكشاف إستراتيجيات جديدة للوصول إلى مستويات أداء مالي متميزة حيث فيما مضى كان الهدف الرئيسي للشركات قائم على تحقيق أكبر قدر من الأرباح، لكن الآن تحول الإهتمام نحو تعظيم القيمة السوقية لأسهم الشركة، وبالتالي زيادة ثروة المساهمين ، وتحقيق هذا الهدف يعتبر تحديا كبيرا نظر لإرتباطه بالعديد من المتغيرات ومن ضمنها سياسة توزيع الأرباح التي تلعب دورا هاما في هذا السياق.

تعد سياسة توزيع الأرباح واحد من القرارات المالية الرئيسية التي لها تأثير مباشر على قيمة أسهم المؤسسات ، لقد أثارت هذه السياسة نقاشا واسعا، حيث يشير البعض إلى تأثيراتها الإيجابية على أداء الشركة والقيمة السوقية لأسهمها بينما يشير آخرون إلى تأثيراتها السلبية، هذا التباين في الآراء يبرز أهمية سياسة توزيع الأرباح، ومن هذا المنطلق يركز البحث الحالي على دراسة تأثير هذه السياسة وأهميتها من خلال التجربة، بهدف الوصول إلى فهم علمي وعملي لكيفية تأثيرها على القيمة السوقية لأسهم الشركات.

1- الإشكالية:

بناء على ما سبق يمكن معالجة الموضوع ضمن الإشكالية التالية:

ما هو أثر سياسة توزيع الأرباح على القيمة السوقية لأسهم المؤسسات المدرجة في السوق المالي السعودي خلال الفترة (2019 - 2023) ؟

من خلال إشكالية الدراسة يمكن طرح الأسئلة الفرعية التالية:

- هل يوجد أثر ذو دلالة إحصائية لربحية السهم على القيمة السوقية لأسهم المؤسسات عينة الدراسة خلال الفترة (2019_2023) ؟

- هل يوجد أثر ذو دلالة إحصائية بين التوزيعات النقدية و القيمة السوقية لأسهم المؤسسات عينة الدراسة خلال الفترة (2019_2023) ؟

- هل يوجد أثر ذو دلالة إحصائية بين الأرباح المحتجزة و القيمة السوقية لأسهم المؤسسات عينة الدراسة خلال الفترة (2019_2023) ؟

2- فرضيات الدراسة:

من أجل تفسير الإشكالية ومحاولة الإجابة على التساؤلات الفرعية قمنا بصياغة الفرضيات التالية:

- من المتوقع أن تكون هناك دلالة إحصائية بين ربحية السهم و القيمة السوقية لأسهم المؤسسات عينة الدراسة.

- من المتوقع أن توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين التوزيعات النقدية و القيمة السوقية لأسهم المؤسسات عينة الدراسة.

- من المتوقع أن تكون هناك دلالة إحصائية بين الأرباح المحتجزة و القيمة السوقية لأسهم المؤسسات عينة الدراسة.

3-أهداف الدراسة:

تهدف هذه الدراسة إلى:

- تقديم تحليل نقدي لمختلف النظريات المتعلقة بسياسة توزيع الأرباح و إستكشاف كيفية تأثيرها على القيمة السوقية للأسهم.

- دراسة البيانات المالية للمؤسسات لتقييم تأثير إستراتيجيات توزيع الأرباح على القيمة السوقية لأسهمها خلال فترة الدراسة.

- تحديد اي من متغيرات سياسة توزيع الأرباح لها الأثر على القيمة السوقية لأسهم المؤسسات
عينة

4- أهمية الدراسة:

تتجلى أهمية الدراسة من خلال جملة من الإعتبارات التي يمكن حصرها في:

- تتمثل الأهمية العلمية في معرفة ما إذا كان التغير في إستقرار توزيع الأرباح سواء بالزيادة أو النقصان ، يسهم في تغيير القيمة السوقية للشركات.

- تكمن أهمية الدراسة النظرية في كونها تعد إضافة قيمة للأبحاث السابقة المتعلقة بتأثير توزيعات الأرباح على القيمة السوقية للأسهم.

- يستطيع المهتمين بأسواق رأس المال الحصول على النتائج التي تم التوصل إليها في هذا البحث نظرا لأن عملية توزيع الأرباح تعد من الخطوات الأساسية ضمن القرارات المالية لأي شركة.

5- حدود الدراسة:

تشمل حدود الدراسة على ما يلي:

- **الحدود الموضوعية:** اهتمت هذه الدراسة بالمواضيع المرتبطة بسياسة توزيع الأرباح ومدى تأثيرها على القيمة السوقية للأسهم.

- **الحدود الزمنية:** تغطي الدراسة فترة خمس سنوات من سنة 2019 إلى غاية 2023.

- **الحدود المكانية:** بنيت الدراسة النظرية على إستقصاء المعلومات من المكتبة الجامعية أما الدراسة التطبيقية شملت بورصة السعودية.

6- منهج الدراسة:

من أجل الوصول إلى الأهداف المسطرة في الدراسة و الإحاطة بمختلف جوانبه فإن المنهج الذي تم إتباعه في الدراسة يتمثل في:

في الجانب النظري تم إستخدام المنهج الوصفي من أجل تكوين المفاهيم الخاصة ب المتغيرين، و المنهج التحليلي فيما يخص الأدبيات التطبيقية في الجانب التطبيقي اعتمد المنهج التحليلي من خلال تفسير النتائج الموصل إليها و تحليل مخرجات spss للكشف عن طبيعة متغيرات الدراسة .

7- مبررات إختيار الموضوع :

تم إختيار الموضوع لعدة مبررات نذكر منها:

- ملائمة هذا الموضوع مع طبيعة التخصص.
- فهم كيفية إختبار السياسة المثلى لتوزيع الأرباح.
- دراسة التباين بين المفاهيم النظرية وتنفيذها على أرض الواقع في البيئة المؤسسية.

8- هيكل الدراسة:

لتحقيق أهداف الدراسة والإجابة على الإشكالية المطروحة قسمنا البحث لقسمين: القسم الأول يتعلق بالمبادئ النظرية ويتألف من فصل واحد بينما يتناول القسم الثاني العناصر التطبيقية ويحتوي كذلك على فصل واحد وعليه يمكن عرض هيكل البحث كما يلي الفصل الأول: تحت عنوان الإطار الفكري لسياسة توزيع الأرباح والقيمة السوقية للسهم

في المبحث الأول تم التعرف على ماهية سياسة توزيع الأرباح وأساسياتها وأهم العوامل المؤثرة عليها والتطرق لأولى النظريات التي عالجت القضية في حين خصص المبحث الثاني للأدبيات النظرية للقيمة السوقية للسهم حيث تناول عموميات حول الأسهم وتحديد قيمته

السوقية وتحليل أثر سياسة توزيع الأرباح على القيمة السوقية للأسهم، والمبحث الثالث تضمن الدراسات السابقة.

الفصل الثاني كان تحت عنوان دراسة تحليلية لتأثير سياسة توزيع الأرباح على القيمة السوقية لأسهم المؤسسات المدرجة في سوق الأوراق المالية السعودية، وقد تم تقسيم إلى ثلاثة مباحث، المبحث الأول خصص لتقديم عام للسوق المالي السعودي، أما المبحث الثاني فشمّل الأدوات المستخدمة في الدراسة و تحديد المتغيرات وكيفية قياسها ، أما المبحث الثالث تم فيه التطرق إلى إختبار صلاحية النموذج و تحليل نتائج الفرضيات

الفصل الأول

الإطار الفكري لسياسة توزيع

الأرباح والقيمة السوقية للسهم

تمهيد:

تعد القرارات المالية من بين أبرز الخطوات الإستراتيجية نظراً لأهميتها الكبيرة في ضمان الإستدامة، وتشكل سياسة توزيع الأرباح جزءاً لا يتجزأ من هذه القرارات المالية، إذ تملك القدرة على التأثير في القيمة السوقية للأسهم وكذلك التأثير بها حيث أسهمت العلاقة بين الأداء المالي للشركات وتطلعات المستثمرين في تعزيز أهمية الموضوع، مما أدى إلى بروز عدة نظريات تناولت هذه المسألة وسعت للتوصل إلى إستنتاجات محددة. ومع ذلك لا يزال النقاش مستمراً بشأن مدى تأثير إستراتيجية توزيع الأرباح على القيمة السوقية للأسهم.

ونظراً للجدل الواسع الذي يحيط بهذه السياسة والأثر الذي تخلفه على أسعار الأسهم، سنسعى في هذا الفصل إلى إستعراض المفاهيم الجوهرية المتعلقة بها ضمن المبحث الأول، أما في المبحث الثاني سنلقي الضوء على العناصر الرئيسية للقيمة السوقية للأسهم ، تليها في المبحث الثالث مراجعة لبعض الدراسات السابقة التي تناولت هذا الموضوع

المبحث الأول: الإطار المفاهيمي لسياسة توزيع الأرباح

تعد سياسة توزيع الأرباح أحد القرارات المالية العامة في المؤسسة لتحقيق أهداف المساهمين في تعظيم ثروتهم، حيث تأثر على إتجاهات المستثمرين لإنتهاج سياسة توزيع تلائم رغباتهم.

المطلب الأول ماهية سياسة توزيع الأرباح

تسعى المؤسسات دائما لتحقيق الأرباح أما ما يفرق بين مؤسسة وأخرى هو الكيفية التي توزع بها الأرباح ومن خلال هذا المطلب سنتطرق إلى مفهوم سياسة توزيع الأرباح وأنواعها بالإضافة إلى أشكالها.

1- تعريف سياسة توزيع الأرباح وخصائصها

تعددت تعريف سياسة توزيع الأرباح نذكر أهمها:

تعرف سياسة توزيع الأرباح على أنها " الحلقة المفقودة بين التوزيعات والنمو، بإعتبارها تؤثر في ذات الوقت على مستوى كل من التوزيعات ومعدل النمو، بحيث يعتبر النمو أحد مكونات نموذج التوزيعات، وبذلك ينظر إلى مسألة التوزيعات على أساس اختيار بين توزيعات نقدية حالية ومعدل النمو المستقبلي".¹

تعرف سياسة توزيع الأرباح على أنها " تعد أهم السياسات التي تؤثر على السياسة التمويلية في الشركة إضافة إلى إنعكاس هذه السياسة على العلاقة مع المالكين والمساهمين وعلى قيمة السهم في السوق المالي وتقوم سياسة توزيع أرباح على مبدأ تحديد مقدار الأرباح التي يتم إحتجازها (Retainedearning) والأرباح المقدر توزيعها (DiViDens) على المساهمين العاديين وتأتي أهمية سياسة توزيع الأرباح من كونها تؤثر على حجم الإستثمارات

¹ - علام محمد موسى حمدان، العلاقة بين الحاكمية للمؤسسة وتوزيعات الأرباح وتأثيرها بصعوبات التمويل الخارجي - دراسة ميدانية- ، مجلة الأردنية في إدارة الأعمال، المجلد 1 ، العدد 01 ،الأردن، 2014 ، ص 258.

التي تقوم بتنفيذها الشركة والتكلفة الحديثة للأموال وكذلك تؤثر على حجم الشركة وإرتباط المساهمين حملة الأسهم العادية بها من خلال التأثير على سعر السهم في السوق المالي وعائده أيضا".¹

وتعرف كذلك على "أنها كيفية التصرف في الأرباح التي حققتها المؤسسة وذلك إما بإحتجازها ومن ثم إعادة استثمارها في المؤسسة أو توزيعها على المساهمين بإتباع شكل من أشكال التوزيعات المختلفة وذلك إما في شكل نقدي أو عن طريق أسهم".²

وعلى ضوء ما سبق يمكننا تعريف سياسة توزيع الأرباح على أنها سياسة تتخذها المؤسسة للتصرف في الأرباح التي حققتها والتي يتم توزيعها على حملة الأسهم من أجل إتخاذ القرارات، كما تتصف سياسة توزيع الأرباح بخصائص متعددة نوجز بعضها في النقاط التالية:

- إختلاف سياسة التوزيعات عبر الدول: تختلف من دولة إلى أخرى كونها تتبع التغير في الأرباح ويرجع هذا الاختلاف إلى مستويات الضرائب المفروضة على التوزيعات و الأرباح الرأسمالية عبر الدول.

- تطور التوزيعات أكثر من الأرباح: ويحصل ذلك نظرا لمجهودات المؤسسة في العمل على الرفع من قيمة التوزيعات وإبقائها على مستواها وقد أكدت العديد من الدراسات أن التوزيعات أقل تغيرا من الأرباح المحققة كون أن المؤسسة تتحكم في التوزيعات.

- التوزيعات لها نفس ميل الأرباح: أي أن هناك علاقة تربط بين هذين المتغيرين ، حيث قام جون لنتر بدراسة الطريقة التي تحدد من خلالها المؤسسة مبلغا للتوزيعات التي يتم تحويلها

¹ - دريد كامل آل شبيب ، إدارة مالية الشركات المتقدمة ، دار المسيرة للنشر و التوزيع ، عمان، الأردن، 2016، ص 205 .

² - رشيد حفصي ، تأثير سياسة توزيع الأرباح النقدية على أسعار أسهم المؤسسات المدرجة في السوق المالي السعودي - دراسة عينة من المؤسسات المدرجة في السوق المالي السعودي ، المجلة الجزائرية للدراسات المحاسبية والمالية ، العدد 02 ، الجزائر ، 2016 ، ص40.

للمساهمين وتوصل إلى أن المؤسسة تحدد نسبة مستهدفة من التوزيعات بالاعتماد على مستوى الأرباح المحققة والتي قد تشهد تغيرات في قيمتها بفعل التغير في تطور مستوى الأرباح.

2- أنواع سياسة توزيع الأرباح :

توجد عدة أنواع لسياسة توزيع الأرباح منها . توزيع الأرباح المنتظمة وكذا سياسة توزيع الأرباح الثابتة والمتبقية.

2-1- سياسة توزيع الأرباح الثابتة:

تقوم هذه السياسة بتوزيع الأرباح التي هي عبارة عن نسبة مئوية من أرباح الشركة المحققة حيث تبقى ثابتة في كل مرة يتم فيها توزيع الأرباح، أما الإشكال الرئيسي لهذه السياسة يتمثل في أن الحصة التي يتم توزيعها للمستثمرين تكون قليلة جدا مقارنة بأي أرباح ستحققها الشركة ولن يتم الزيادة في مقسوم الأرباح الموزعة سابقا، أما إذا انخفضت نسبة الأرباح في إحدى الفترات قد لا توزع الأرباح إذا أن التقلب الذي يحصل للأرباح يجعل من الصعب التوقع أو التخطيط للحالة المستقبلية للشركة.

2-2- سياسة توزيع الأرباح المنتظمة:

تعتبر سياسة توزيع الأرباح المنتظمة الأكثر منطقية وشيوعا فهي تقوم على دفع أرباح ثابتة نسبيا في كل فترة زمنية معينة وهذا ما ينتظره أغلب المستثمرين حيث يحصلون على أرباحهم سواء ارتفعت أو انخفضت حيث تمنح هذه السياسة درجة عالية من الأمان المالي وانتظام الأرباح التي تتميز بعدم التقلب الذي ينعكس بالسلب على سعر السهم السوقي.

2-3- سياسة توزيع الأرباح المتبقية :

تعتبر سياسة توزيع الأرباح المتبقية من أهم السياسات المطبقة لدى العديد من الشركات فهي تعتمد على دفع أرباح ثابتة ولكن بمبالغ منخفضة بموجب هذه السياسة تقوم الشركة بتوزيع الأرباح الإضافية التي حققتها بعد دفع كل النفقات الرأسمالية وهذا ما يميزها عن غيرها من السياسات فهي تعتمد على دفع أرباح إستثنائية عدا المبالغ المنتظمة الموزعة وهذا ما يمنح المستثمرون الثقة بهذا المنهج المتبع من طرف الشركة.¹

3- أشكال سياسة توزيع الأرباح:

هناك العديد من الطرق لتوزيع الأرباح ومن جملتها تجد: ²

3-1- اشتقاق الأسهم:

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

3-2- إعادة شراء الأسهم:

هذه الطريقة من الطرق البديلة لتوزيع الأرباح حيث يقصد بعملية إعادة شراء المؤسسة لأسهمها هو أن تقوم بإستعمال فائض النقد لديها في شراء أسهمها المتداولة ومثل هذه

¹ - أسعد حميد العلي، الإدارة المالية الأسس العلمية والتطبيقية، دار وائل للنشر، عمان، الأردن، ص ص، 375،376، 377.

² - رشيد حفصي، دراسة تحليل تأثير سياسة توزيع الأرباح على أداء أسهم المؤسسات في السوق المالي -حالة سوق دبي المالي- ، المجلة الجزائرية للدراسات المحاسبية المالية، العدد 2، الجزائر، سنة 2016، ص41.

الإجراءات تؤدي إلى خلق ما يسمى بالأسهم النقدية وهي عبارة عن أسهم سبق إصدارها ثم أعيد شراءها بإحدى الطريقتين، فقد يشتري من السوق المفتوحة وهذا بعد الإعلان عند ذلك كأي مستثمر آخر، وقد يتم الشراء من خلال ما يسمى بعروض المناقصات للعديد من الأسهم وبسعر محدد، ويكون هذا السعر في الأغلب أكبر من السعر السائد في السوق خلال فترة محددة، كما توجد طريقة أخرى والتي تسمى بإعادة شراء الأسهم المستهدفة والتي من خلالها تدخل إدارة المؤسسة في عملية التعاون مع حاملي النسبة الكبيرة من أسهم المؤسسة لشراء حصصهم من خلال تحفيزهم بعرض مميز وفي العادة تقوم المؤسسة بهذا الإجراء لمواجهة سيطرة بعض المستثمرين على المؤسسة أو إذا كان مع سعر السهم السوقي أول من قيمته الحقيقية.

3-3- التوزيعات العينية للأرباح:

وتسمى أيضا بالتوزيعات النوعية بحيث تقوم إدارة المؤسسة بإجراء توزيعات بضاعة أو عقار أو استثمار وهذا عوضا عن التوزيعات النقدية بحيث تلجأ المؤسسة إلى هذا النوع من التوزيع في حالة العسر المالي وعدم توفر السيولة اللازمة ويكون هذا النوع من التوزيع غير مرغوب فيه لدى المساهمين بحيث أن التوزيع النقدي هو الذي قد يتيح قدرا أكبر من الحرية للمساهمين في إشباع رغباتهم.

المطلب الثاني: أساسيات حول سياسة توزيع الأرباح

سياسة توزيع الأرباح تتفرع منها عدة نقاط ولتسليط الضوء على جميع العناصر التي تدرسها سيتم التطرق إلى محددات وإجراءات هذه السياسة وما الغرض والعوامل المؤثرة عليها.

1- محددات سياسة توزيع الأرباح:

بالرغم من أن أغلب الأبحاث تشير بؤادر العمل بإستراتيجية تدني توزيع الأرباح إلا أن المدراء لا يركزون إلا العائد المطلوب لتحقيق رضا المساهمين. لذلك هناك محددات تحكم التغيير في توزيع الأرباح نوجزها في النقاط الآتية:¹

1-1- الأرباح المتوقعة:

من المعلوم أن هدف الشركات هو تعظيم الأرباح من أجل زيادة المقسوم الربحي الموزع، لذا تعتمد هذه الشركات على زيادة هذا المقسوم بشكل تدريجي كي لا يتضرر نمو الأرباح، وتعتبر ربحية السهم من أهم المؤشرات التي يعتمد عليها لمعرفة مخاطر الأعمال، توقعات الخسارة، الربح، معدلات النمو، وصحة هذا المؤشر يحقق أهداف المستثمرين في الحصول على ربح أكبر وبالتالي تحقيق هدف الشركة الذي يتمثل في تعظيم القيمة السوقية للسهم.

1-2- الأنماط المسابقة لتوزيعات الأرباح :

تكون أنماط توزيع الأرباح مختلفة حسب كل شركة حيث تقاس بربحية السهم الواحد، فهناك الأنماط المستقرة وأخرى منتظمة.

¹ - الزبيدي حمزة، الإدارة المالية المتقدمة ، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع ،عمان، الأردن، 2004 ، ص ص 885 ، 887.

1-3- القابلية التسويقية:

هي من أبرز ما يهتم به المستثمر وتعني وجود أسواق أهلية ومستمرة في تداول الأوراق المالية التي تكون قابلة للتحويل إلى نقد، ونظرا لوجود القابلية التسويقية بين الأوراق المالية والأسهم تتحدد بالأبعاد التالية:

- **البعد الزمني:** : إما قصير أجل كالحصول عليه نقدا أو طويل أجل كأرباح استثمار.

- **البعد الكمي:** يعد الكفاءة التي تعكس مدى إستجابة السوق بمحتوى المعلومات للتغير الذي يطرأ على توزيع الأرباح وتجدر الإشارة هنا إلى أن توزيع الأرباح الذي يكون على شكل أسهم يجعل الأسعار سهلة المناولة بين عموم المستثمرين.

1-4- النقد:

من أهم المحاور التي تهتم بها أي إدارة مالية وتأتي أهميته في الحفاظ على الإحتياجات الكافية وتقييم السيولة والاستفادة من فرص الإستثمار وبهذا فإن النقد من أهم الاعتبارات التي يحدد على أساسها توزيع الأرباح والمركز النقدي للشركة، وكلما ارتفعت نسبة سيولة الموجودات نسبة التوزيع النقدي .

1-5- نسبة سعر السهم إلى ربحية السهم الواحد:

من بين النسب المالية المتعامل بها في تقييم الشركة تستخدم في الأدوات التحليلية من أجل تحديد أسعار الأسهم ويتم حسابها بقسمة سعر السهم للشركة الحالي على الأرباح المحققة فالشركات التي يكون لها أرباح عالية في المستقبل سوف يكون لها نسبة سعر السهم إلى ربحية السهم الواحد عالية و هذا ما يفسر تسمية الأسهم ذات نسبة عالية بأسهم النمو أما في حالة كانت الأسهم ذات نسبة منخفضة فهذا يدل على أن سعر السهم منخفض.¹

¹ - الزبيدي حمزة ، نفس المرجع السابق ، ص ص 888 ، 889.

2- إجراء سياسة توزيع الأرباح:

من أهم الأمور التي تهتم بها الإدارة المالية عند توزيع الأرباح وهو شكل الإجراء المعتمد في توزيع الأرباح على المساهمين ويمكن أن نميز بين أربعة تواريخ مهمة.

أ- **موعد الإعلان عن توزيع الأرباح:** تقوم الجمعية العامة للمساهمين على مقترح إجراء التوزيعات ويتم فيما تحديد مقدار التوزيعات و تاريخ تسليمها وتاريخ التوزيعات و تاريخ التسجيل ويعد موعد الإعلان من أهم التواريخ لإجراءات التوزيعات كونه يتم فيه رفع أو الحفظ وإنخفاض من مقدار التوزيعات والتي تعتبر معلومة جديدة في السوق المالي تؤثر على القيمة السوقية لأسهم المؤسسات.

ب- **موعد إعلان أسماء المساهمين في السجلات:** في هذا الموعد يتم تجهيز الشركة لقائمة المساهمين الذين يحق لهم إستلام الأرباح المعلن عنها و كلمة حق هنا مهمة جدا في توزيع الأرباح حيث لن يدفع لمجموعة الأفراد الذين اشتروا الأسهم ولم ترد أسمائهم إلى الشركة بعد موعد الإعلان عن أسماء المساهمين.

ج - **حق المطالبة بالأسهم:** حيث تقوم أغلب البورصات بضمان الحصول على الأرباح لحملة الأسهم إذا سجلوا أسمائهم.¹

د- **موعد الدفع:** يتم أيضا تقريره من الجمعية العامة للمساهمين وهو اليوم الفعلي الذي تبدأ فيه المؤسسة بدفع توزيعات الأرباح للمساهمين المسجلين بتاريخ التسجيل ، ولا تتغير القيمة السوقية للسهم في هذا التاريخ مع إثبات العوامل الأخرى.²

1 - حمزة محمود الزبيدي ، مرجع سبق ذكره، ص ص 845 ، 876.

2 - عدمان فائزة، سياسة توزيع الأرباح وأثرها على القيمة السوقية لأسهم المؤسسات المدرجة في البورصة - دراسة قياسية لأسهم البنوك-، رسالة ماجستير، جامعة الجزائر، 2016، ص ص 7،8.

3- العوامل المؤثرة على سياسة توزيع الأرباح

توجد العديد من العوامل التي الضاغطة لسياسة توزيع الأرباح وتؤثر وتتأثر بها وتتمثل هاته العوامل في ما يلي:¹

3-1- القيود الداخلية:

عند القيام بعملية تقييم الإستثمارات طويلة الأجل المتطابقة مع هدف الشركة في تعظيم الأرباح يجب أن تحدد الشركة ما إذا كان هناك إمكانية الحصول على تمويل خارجي ، وذلك في طريق تحقيق الأرباح التي تمكنها من الإستمرارية وضمان الإستقرار كي تستطيع أن تحصل على تمويل خارجي بمبالغ كبيرة ، كما أن الشركات التي تمر بمرحلة نمو سريعة ستكون أكثر حاجة للإعتماد على جزء من أرباح الشركة التي موجهة لإعادة الإستثمار بدلا من توزيعها كأرباح وهذا ما يؤثر على حملة الأسهم.

3-2- القيود التعاقدية:

تتمثل في عقود دين تفرض فيها الشركة المقرضة مجموعة من القيود التي تحد من، قدرة المؤسسة على توزيع الأرباح حيث تشترط مستوى معين من الأرباح المقبول عندها التوزيع وهذا شيء طبيعي لحماية مصالحها وضمان سداد إلتزامات المؤسسة إتجاههم.

3-3- القيود القانونية:

بناءا على القيود التعاقدية التي تؤثر على سياسة توزيع الأرباح جاء القانون بوضع قيود على الشركة حيث سمح أن تكون توزيعات الأرباح أكبر من أرباح السنة لوحدتها أما إذا كانت المؤسسة في عسر مالي ولها إلتزامات مالية مطالبة بها فإن المؤسسات التشريعية تمنعها من توزيع الأرباح نهائيا.

1 - أسعد حميد العلي، مرجع سبق ذكره، ص ص 373.374.

3-4- معدلات التضخم وتوفير السيولة النقدية:

عند إرتفاع معدلات التضخم فإن نفقات الأصول الملموسة الموزعة غير كافية لإستبدال الأموال المستهلكة وهذا ما يستدعي إحتجاز الأرباح من أجل المحافظة على القدرة الإيرادية للمؤسسة، وكذلك الأمر بالنسبة لتوفير السيولة النقدية التي تعتبر أحد أهم الركائز التي تقوم عليها توزيع الأرباح حيث توجد بينهما علاقة طردية، وذلك من خلال إرتفاع السيولة الذي يرافقه الإرتفاع في توزيع الأرباح.¹

3-5- معدلات النمو وإستقرار الأرباح:

المؤسسات التي ينعلم فيها الإستقرار في أرباحها لا توزع الأرباح بشكل كبير وهذا تخوفا من عدم تسديد إلتزاماتها حيث تقوم بإحتجاز أرباح كبيرة عند تحقيق مستويات أرباح عالية، والنمو هو أحد المعايير التي يقاس بها نمو الشركات حيث هذا النوع من الشركات التي تواكب النمو مضطرة لدفع توزيعات قليلة للمساهمين وإستغلال الأرباح المحتجزة في تمويل عمليات النمو.²

¹ - دريد كمال آل شريت ، مرجع سبق ذكره ، ص 288.

² - los S، Redding firm Size and Dividend Payouts ،Journal of Fina Ermedution 6.1997 ، P224-248.

المطلب الثالث: أولى النظريات التي عالجت سياسة توزيع الأرباح

أهم النظريات التي تناولتها أدبيات الموضوع:

1- نظرية الإشارة:

نظرية الإشارة هي أحد الآليات التي يعتمد عليها المسيرين من أجل إتخاذ القرارات الصحيحة حيث تساهم في تخفيض حدة عدم تماثل المعلومات بين المسيرين والمستثمرين من خلال توفير المعلومات ولإعطاء القيمة السوقية للسهم يجب إرسال إشارات تساهم في تقييمه، تعرضت هذه النظرية لعراقيل كبيرة في إيجاد مبررات مقنعة لتوزيع الأرباح حيث كلما زادت نسبة الأرباح الموزعة وهو إشارة على مردودية المؤسسة المرتفعة والعكس صحيح.¹

قام ميرتون بإدخال تكلفة المعلومات حيث يأخذ نموذج ميرتون بتكلفة المعلومات كأنها مشابهة لمعدل الإستحداث المضاف في حالة عدم التأكد حيث يعطى النموذج كما يلي:

$$R_{S-M} = B_S [R_M - h] + h_s - B_S H_M \quad \text{حيث أن}$$

R_S : العائد في التوازن للأصل S

R : العائد في التوازن لمحفظة السوق

h : معدل الفائدة بدون مخاطرة

B_S : بيتا الأصل ويحسب كما يلي

$$B_S = \frac{\text{cov}(R_S - R_M)}{\text{var}(R_M)}$$

h_s : تكلفة المعلومة للأصل S

h_m : تكلفة المعلومة المتوسطة لكل الأموال في السوق

2- نظرية الوكالة: يرى (Rozeyy 1984) في توزيعات الأرباح أنها وسيلة لمراقبة أداء

الشركة والعمل على تخفيض تكاليف الوكالة، كما يجادل مؤيدو النظرية بأن تكاليفها تتكبدتها

¹ – Franck Buncel, *lagouvernance des entreprises economica pores*. France, 1937, PP. 33

المؤسسة عندما تقوم بخدمة مصالحها بدلا من مصالح المساهمين، ووفقا لهذه النظرية توزع الشركة الأرباح لتخفض من تكاليف الوكالة، وقد قام (easterlooh1984) بوضع آليات يمكن من خلالها معرفة ما يترتب عن الأرباح من زيادات وما يتحكم في تكاليف الوكالة كالتمويل، اللجوء إلى الإقراض ودخول سوق رأس المال الجديد أو إصدار أوراق مالية جديدة وبذلك يتدخل خبراء المصرفية الإستثمارية لدراسة الوضع ومراجعة القرارات المالية المتخذة من طرف المستثمرين وقد تحقق الخبراء من أن توزيعات الأرباح يمكن أن تكون إشارة غامضة إذ أنهم لا يستطيعون التمييز بين شركات النمو وشركات الاستثمار¹.

3- نظرية الفائض:

حجم التوزيعات من خلال نظرية الفائض يختلف من سنة إلى أخرى وذلك راجع إلى حجم الأرباح المحققة والفرص الإستثمارية المتاحة للمؤسسة أي أنها تقوم باحتجاز ما تحتاجه لتمويل إستثمارتها وما يتبقى يتم توزيعه يمكن أن نقول أن نظرية الفائض هي قرار تمويلي وتعد التوزيعات النقدية قرارا تابعا للإحتياجات التمويلية للمؤسسة، ووفقا لهذه النظرية فإن المؤسسات المنشأة حديثا التي لديها فرص إستثمارية ستتجه نحو عدم إجراء توزيعات أو تكون توزيعات ذات نسب ضئيلة على عكس المؤسسات الكبيرة التي تملك توزيعات نقدية مرتفعة، فإذا كان العائد المتوقع للإستثمارات أكبر من العائد المطلوب لحملة الأسهم فلن يعترض حاملوا الأسهم على قرار إحتجاز الأرباح لتمويل الإستثمارات وبعد تلبية الإحتياجات التمويلية للإستثمارات يتم توزيع الفائض على شكل توزيعات نقدية إذا كانت الأرباح المحتجزة محققة بالكامل للإستثمارات فلن يكون هناك توزيعات.

4- نظرية التفضيل الضريبي:

وضعت هذه النظرية من طرف ليزن بيرجي و راما سواني حيث تحاول نظريتهما تفسير أثر الضريبة على تفضيل المستثمر وقد رفضت نظرية عدم ملائمة التوزيعات وتدعي أن

¹ - نضال عمر زلوم، إسحاق محمد الشعار، أثر توزيعات الأرباح على قرار الإستثمار في ضوء جودة التقارير المالية - دراسة ميدانية-، المجلة الأردنية للعلوم الاقتصادية، العدد الأول، الأردن، 2015، ص ص 35، 36.

المستثمر خلال قيامه بعملية الإستثمار يفضل المؤسسة التي لا توزع الأرباح نقديا بل يفضل أن يحصل على نسبة قليلة من الأرباح مقابل أن ترتفع أرباحه المستقبلية المنتظرة من الإستثمار ظنا منه أن الضريبة على التوزيعات النقدية تكون أكبر من الضرائب التي تخضع لها الأرباح الرأسمالية ومن هنا تجد أن الضرائب و توزيع الأرباح بينهما علاقة طردية بحيث كلما ارتفعت الأرباح زادت نسبة الضرائب، ووفقا لهذه النظرية يجب على الشركات أن تخفض من نسبة التوزيعات النقدية لتعظيم قيمة السهم¹.

¹ - زرقون محمد، أثر الاكتتاب العام على سياسة توزيع الأرباح في المؤسسة الإقتصادية المسعرة في البورصة - دراسة حالة، مجلة البحث ، العدد 8، الجزائر، 2010 ص 85.

المبحث الثاني: الأدبيات النظرية للقيمة السوقية للأسهم

من الأهداف الرئيسية التي تطمح المؤسسة لتحقيقها هي زيادة الحصة السوقية للسهم حيث تأخذ هذه القيمة أشكال وأنواع متعددة من المفاهيم وتتأثر بعوامل مختلفة تتباين وفقا للظروف الداخلية والخارجية للمؤسسة.

المطلب الأول: عموميات حول الأسهم

سننظر في هذا المطلب إلى أهم الأوراق المالية المتداولة في أسواق الأوراق المالية وهي الأسهم ومن خلال هذا المطلب سيتم ذكر كل من مفهوم الأسهم وأنواعه وبالتحديد تم التركيز على الأسهم العادية وكذلك تم ذكر حقوق حاملي الأسهم.

أولاً: مفهوم الأسهم

1- تعريف الأسهم: هي صكوك متساوية القيمة وقابلة للتداول وتمثل مستند ملكية جزء من رأس مال الشركة المساهمة التي أصدرته، حيث يقسم رأس مالها عند تأسيسها إلى أجزاء متساوية يمثل كل جزء منها قيمة سهم وله صك ملكية يثبت للمساهم ملكيته للسهم وله عدة قيم منها : قيمة سوقية ، دفترية، إسمية، نصفوية.

تتصف أسهم رأس المال بالدوام ولكن من حق حملة الأسهم الحصول على صافي الدخل وكذلك المتبقي من أصل الشركة بعد سداد كافة الإلتزامات الأخرى ذات الأولوية في السداد وهذا يعني أنه من الممكن أن يتحصل حملة الأسهم العادية على عوائد أكبر من العوائد التي يتحصل عليها حاملي السندات ولكن تكون المخاطر التي يتعرض لها الملاك أكبر، طالما أن حقوقهم مرتبطة بالدخل المتبقي بعد سداد الإلتزامات ذات الأسبقية.¹

من خلال التعارف السابقة نستنتج أن السهم عبارة عن سند أو ورقة مالية تثبت ملكية جزء من رأس مال الشركة وتعتبر من أهم الأوراق المالية المكونة لرأس مال الشركات المساهمة

¹ - محمد عوض، عبد الجواد علي إبراهيم الشديقات، دار و مكتبة الحامد، عمان، الأردن، 2010، ص58.

ووسيلة التمويل تضمن حق المساهم في الحصول على جزء من الأرباح وكذلك حسب نسبة مساهمته، وتتميز بـ:

- قابلية الأسهم للمبادلة بكل مرونة وفي أي سوق مالي .
- عدم قابلية الأسهم للتجزئة حيث لا يمكن أن يكون للسهم أكثر من مالك حتى وإن حدثت تغييرات في الملكية.
- لمالك السهم الحق في التصويت في الأمور المتعلقة بإدارة الشركة وقراراتها.

ثانياً: أنواع الأسهم

تتنوع الأسهم بإعتبارات مختلفة لعدة أنواع نذكر منها:

1- أنواع الأسهم من حيث الشكل:

وتتشكل في أسهم إسمية، أسهم لحاملها وأسهم لأمر.

1-1- السهم الإسمي : يتم تسجيل إسم المالك بسجلات الشركة بالإضافة إلى أن الإصدار لهذا النوع يكون بإسم مالكة الذي يثبت الشهادة ، وحين انتقال ملكية السهم من مستثمر إلى آخر يتم تسجيل هذا الانتقال بسجل المساهمين لشركات المساهمة.¹

1-2- الأسهم لحاملها: في هذا النوع لا يتم ذكر إسم المالك لها، إنما يتم ذكر أنها لحاملها، في نظر الشركة يعتبر حامل السهم هو المالك لها والأسهم لحاملها ، لا يمكن أن تصدر إلا إذا دفعت قيمتها بالكامل، ويتم نقل ملكيتها إلى المشتري بمجرد تسليمها أو مناولتها من يد البائع إلى يد المشتري.²

1-3- أسهم لأمر: يتم ذكر صاحب السهم مسبقاً بكلمة لأمر وهو شرط يخول له الانتقال بطريقة التظهير دون الرجوع للشركة للحصول على موافقتها أو لإعلام الغير عن طريق

1 - دريد كامل آل شيب ، الإدارة المالية المعاصرة، دار المسيرة للنشر والتوزيع ، عمان ، الأردن، ط2، 2009، ص 394.

2 - أ. محمد عبد الحفيظي، كيفية تقييم الأوراق المالية المالية: الأسهم والسندات في سوق رأس المال، مجلة البديل

الاقتصادي، العدد 02، الجزائر، ص 216.

التسجيل في دفاترها ولا يكون اسم من أصدر السهم مدرجا في سجلات الشركة ويعتبر المظهر له الأخير هو صاحب الحق تجاه الشركة، وهذا النوع من الأسهم نادر الاستعمال.

2- أنواع الأسهم من حيث طبيعة الحصة المقدسة من طرف الشريك

نقسم الأسهم حسب طبيعة الحصة إلى أربعة أنواع وهي:

2-1- أسهم نقدية : تعطى هذه الأسهم للشريك الذي قدم حصته في رأس المال نقودا

قد تكون محررة أي تم دفع قيمتها كلها وقد تكون غير محررة أي دفعت بعض من قيمتها كالنصف مثلا، حيث لا يشترط أن يدفع المساهم قيمة السهم كاملة عند الإكتساب، بل يمكن دفع جزء منها ويكون مطالب بالباقي بحيث لو صفيت الشركة وعليها ديون مثلا، يطلب من المساهم بدفع المتبقي من قيمة السهم.¹

2-2- أسهم عينية: تمثل حصص عينية من رأس المال للمؤسسة المساهمة يتم

تصديرها مقابل أصول عينية تم المساهمة بها في رأس مال الشركة كالعقارات ، المصانع ، أو المخازن يتم المصادقة عليها من قبل الجمعية العامة التأسيسية.²

2-3- أسهم حصص التأسيس: وهي تمثل حصص مملوكة لأصحابها مقابل تقديم

شيء معنوي، وعادة ما تكون براءة الإختراع حيث يصبح لصاحبها الحق في نسبة الأرباح ولكن لا تعتبر من رأس المال ولا يمكن لأصحابها المداولات وهي قابلة للتداول.³

2-4- أسهم مختلطة: وهي الأسهم التي إمتلكها أصحابها بعد دفعهم لقيمتها نقدا

وعينا وذلك كمن يصبح مساهم بعقار ومبلغ مالي أي أن الأسهم المدفوعة قيمتها وتم إكتتابها هي أسهم مختلطة نقدا وعينا.⁴

1 - أ. أحمد عبد الحفيظي ، مرجع سبق ذكره، ص ص 214.215.

2 - عدمان فايزة، مرجع سبق ذكره، ص 70.

3 - أ. أحمد بن محمد الخليل ، الأسهم والسندات وأحكامها في الفقه الإسلامي، أطروحة دكتوراة منشورة، دار ابن الجوزي، السعودية، ط02، 1426، ص 89 .

4 - شعبان محمد السلام البراوي، بورصة الأوراق المالية من منظور إسلامي، دار الفكر، دمشق ، ط01، ص 129.

3- أنواع الأسهم من حيث الحقوق التي يتمتع بها أصحابها:

إستنادا من هذا المعيار يمكننا التميز بين نوعين من الأسهم وهي أسهم عادية وأسهم ممتازة لم يتم تبادلها.

3-1- الأسهم العادية:

3-1-1- تعريف: وثيقة مالية والأداة الأولى التي تصدرها الشركة المساهمة بقيمة إسمية ثابتة، حقوقها وواجباتها متساوية لمالكيها تمر بمرحلتين في التعامل وهي مرحلة الإكتتاب العام في الأسواق الأولية التي تعد إضافة حقيقية الى رأس مال الشركة المساهمة، أما المرحلة الثانية يتم قيما تداول هذه الأسهم كأى أداة إستثمارية تعرض في السوق الثانوي وتتأثر بقوى العرض والطلب ولا تمثل هذه المرحلة أي إضافة إلى رأس المال¹.

3-1-2- القيم المختلفة للأسهم العادية: يمثل السهم العادي مستند ملكية وله ثلاث

قيم وهي قيمة إسمية، سوقية، دفترية.

أ- القيمة الإسمية: تتمثل في القيمة الإسمية المدونة في قسيمة السهم التي تظهر بوضوح في عقد التأسيس وعادة ما تختلف قيمة السهم في البورصة عن القيمة الإسمية وذلك لأن القيمة الإسمية تعكس حقيقة ما تم التوصل له في الماضي أما قيمة السهم في البورصة تعبر على أداء الشركة في الحاضر والمستقبل.

ب- القيمة الدفترية : القيمة التراكمية والتاريخية التي تعكسها السجلات المحاسبية في الشركة تأثر بشكل كبير على سعر السهم وغالبا ما تكون هناك علاقة طردية بين القيمة الدفترية وسعر السهم للسوق وتتمثل في:²

1 - محمد عوض عبد الجواد ، أ. ملي إبراهيم ، مرجع سبق ذكره، ص 88.

2 - د. فيصل محمود الشواورة، مبادئ الإدارة المالية، دار المسيرة للنشر والتوزيع ، عمان، الأردن، ط01، 2013 ، ص106.

حقوق المالك أو المساهمين

عدد الأسهم العادية المصدرة

صافي الموجودات - الديون بمختلف أنواعها

عدد الأسهم المصدرة

ج - القيمة السوقية: تمثل سعر السهم خلال التداول في البورصة والتي تتخذ بموجب آلية العرض والطلب الذي كثيرا ما يتأثر بالبيئة الإقتصادية والإجتماعية والسياسية المحيطة وخاصة بالنسبة لظروف التبادلية الدولي والداخلي وهي غير مستقرة وفي حالة تبدل دائم كما أنها لا تساوي القيمة الدفترية بل تقاس بقيمة التداول للسهم.¹

3-1-3- مزايا وعيوب الأسهم العادية

أ/ المزايا:

- لا تشكل تكلفة ثابتة على المؤسسة، لا تستحق عليها عائدا إلا إذا تحقق الربح وتقرر توزيعه كله أو جزءا منه.
- أقل خطورة من غيرها، مصدر تمويليا للشركة وتتميز بأنها أكثر من تلك التي تقدمها الأوراق المالية الأخرى ثابتة التكلفة مثل السندات والأسهم الممتازة.
- تقادي فرض بعض القيود المالية التي قد ترد على مصادر التحويل الأخرى، كالحفاظ على مستوى محدد من المديونية ومستوى معين من رأس المال.
- مصدر تمويلي مناسب عندما تستخدم المؤسسة كامل قدرتها على الإفتراض.
- أكثر سهولة في التسويق من أدوات الدين الأخرى، خاصة إذا كان مستقبل المؤسسة المصدرة لها جيدا.

¹ - أ.بشبة محمد ، نموذج مقترح لدراسة تأثير القرارات المالية على القيمة السوقية لأسهم الشركات - دراسة حالة عينة من الشركات في الصناعات البتروكيماوية المدرجة في السعودية - ، مجلة الجزائرية للإقتصاد والمالية، العدد 07، الجزائر، ص 338.

- لا تتضمن تاريخ استحقاق محدد مثل الإسناد الأمر الذي لا يشكل عبأ على التدفقات النقدية.

ب/ العيوب: ¹

- يؤدي التوسع فيها إلى زيادة قاعدة المالكين الجدد وتضييق سلطة المالكين الحاليين.
- تدني العوائد نتيجة لتوسع قاعدة توزيع الأرباح.
- كثرة إجراءاتها وإرتفاع تكاليف إصدارها.
- خضوع أرباحها لضريبة الدخل.

الأسهم الممتازة:

تتمحور الأسهم الممتازة بين السندات والأسهم العادية ، فهي تجمع في خصائصها بين النوعين وهي تشبه السندات من حيث ثبات العائد والأولية في الحصول على هذا العائد قبل حملة الأسهم العادية وكذلك الحال عند التصفية و تشبه الأسهم في تواجدتها فهي دائمة رغم الإتجاه المالي لتكوين إحتياطات لإعادة شراء هذه الأسهم وتدفع التوزيعات بعد الضريبة كما يتم بالنسبة للأسهم العادية فهي لا تعتبر في حكم النفقات كالفوائد التي تعفى من الضريبة² .

ثالثاً: الحقوق الممنوحة لحاملي الأسهم

بما أن السهم هو إلتزام بين طرفين وهما المؤسسة المصدرة له والمستثمر فإن حقوق المستثمر هي إلتزامات على المؤسسة وتتمثل في حقوق فردية وحقوق جماعية:

1- الحقوق الجماعية: وهي مجموعة الحقوق التي تملكها هيئة المساهمين مثل

إنتخاب مجلس إدارة الشركة وتمارس من خلال الهيآت الثلاث:

1-1- الهيئة العامة التأسيسية: تقوم بتعيين مدققي حسابات الشركة، إنتخاب مجلس الإدارة

الأول ، وتتولى الإطلاع على تقرير المؤسسين ومناقشته.

¹ - د. فيصل محمود الشواورة، مرجع سبق ذكره، ص 109.

² - محمد عوض عبد الجواد ، أ.علي إبراهيم ، مرجع سبق ذكره، ص58.

1-2- الهيئة العامة العادية: من مسؤولياتها سماع تقرير مجلس الإدارة وتقرير مدققي الحسابات ومناقشة حسابات الإدارة و الأمور الخارجة عن صلاحيات مجلس الإدارة ، تجتمع هذه الهيئة على الأقل مرة واحدة في السنة.

1-3- الهيئة العامة غير العادية: تجتمع في الحالات الإضطرارية غير العادية، في مواعيد غير عادية للنظر في أمور غير عادية مثل تعديل نظام الشركة أو إنماجها أو تصفيتها.¹ يشرك حملة الأسهم العادية المؤسسة معينة في العديد من الحقوق وذلك حسب النسب التي يملكها كل مساهم و تتمثل في:²

- حق تعديل عقد التأسيس وذلك عند موافقة الجهة الحكومية المتحولة.

- الحق في وضع تعديل النظام الداخلي للمؤسسة.

- حق إنتخاب مجلس الإدارة.

- حق تغيير حجم الأسهم العادية المصرح بها.

- حق تفويض إدارة المؤسسة في بيع الأصول الثابتة.

- حق الموافقة على تفويض على إنماج المؤسسة مع مؤسسات أخرى.

2- الحقوق الفردية: وهي تلك الحقوق التي يتمتع بها المساهم كفرد ، مثل حقه في الحصول على شهادة بمساهمته:³

- حق المطالبة بالمتبقي في حالة التوزيعات أو التصفية ويكون حملة الأسهم هم آخر الحاصلين على حقوقهم سواء أكان من أرباح الشركات أو أصولها.

- حق الحضور في إجتماعات الجمعيات العمومية التي تتكون من كل المساهمين دون إستثناء وذلك للمشاركة في الأرباح المقرر توزيعها على أسس متساوية ودون تمييز.

1 - سليمان سالم الشحومي، مهارات الإدارة المالية الشخصية، دار الكتاب الجامعي، الإمارات العربية المتحدة، ط01،

2014، ص 448.

2 - عدمان فائزة، مرجع سبق ذكره، ص ص 76, 77.

3 - سليمان سالم الشحومي، مرجع سبق ذكره، ص 449.

- حق التصويت وإختيار ممثلهم في الإدارة لذلك يتم المشاركة في إنتخاب أعضاء مجلس إدارة الشركة وكذلك التصويت على أية تعديلات على نظامها وتساوى الأسهم بشكل عام حيث لكل حامل سهم واحد حق التصويت بصوت واحد.¹
- حق أولوية التملك في الإكتساب عند إصدار أسهم جديدة وكذلك حماية المساهمين من أجل حماية القدرة المالية للرقابة لدى المساهمين وكذلك حماية المساهمين من انخفاض قيمة السهم.
- تعادل نسبة الإكتساب من الإصدار نسبة ملكية المساهم قبل الإصدار فإذا كان المساهم يملك 10% من أسهم الشركة له أولوية شراء 10% من الأسهم المصدرة الجديدة وذلك راجع إلى الحفاظ على مركز المساهم النسبي في الشركة وعلى نصيبه من الإحتياطات والأرباح غير الموزعة في حالة بيع الأسهم الجديدة بسعر أقل من القيمة السوقية الجارية.²
- حق نقل ملكية السهم وهو السبيل الوحيد هو عرضه في سوق رأس المال للبيع وذلك أنه لا يحق له العودة للمؤسسة المصدرة له والمطالبة بقيمته لإسترجاعها.
- حق الحصول على شهادة بإسمه في الشركة.
- حق الإطلاع على حسابات الشركة ضمن حدود معينة.³

المطلب الثاني: تحديد القيمة السوقية للأسهم

من خلال هذا المطلب سنتطرق إلى معرفة القيمة السوقية للسهم وما من العوامل تؤثر عليها وأساليب قياسها

أولاً: تعريف القيمة السوقية للسهم

هي تلك القيمة التي يتم التعامل بها في السوق أي سعر السهم في السوق المالي و يتم تحديدها نتيجة لتداول الأسهم في السوق ويشارك العديد من الأطراف في التوصل إلى هذه

1 - سليمان سالم الشحومي، مرجع سبق ذكره، ص 450.

2 - مرجع نفسه، ص 450.

3 - مرجع نفسه، ص 77.

القيمة إذ تختلف من الأطراف في طبيعتها وأهدافها لذلك فإن سعر السهم في السوق يعبر عن مجموعة آراء مختلفة في الشركة محل التداول.¹

- تعتبر القيمة السوقية للسهم من أهم المؤشرات والمقاييس التي تستخدم للتعريف بقيمة الشركة حيث يعتمد عليها المستثمرين المسيرين في قياس نجاح أو فشل الشركة.²
القيمة السوقية هي القيمة التي يبيع السهم بها في سوق الأوراق المالية وقد تكون أكبر أو أقل من القيمة الدفترية.

هي السعر الحالي في السوق ويتحدد من خلال عمليات التداول بالسوق وهذه القيمة متغيرة باستمرار تبعاً لظروف السوق وقد تتغير عدة مرات في اليوم الواحد خلال جلسة التداول الواحدة.³

"من خلال ما سبق مع أن القيمة السوقية من القيمة الكلية لجميع الأسهم المتداولة ديم قياسها إستناداً إلى قوى العرض والطلب في السوق وهي تعد من أهم أدوات التقسيم الأساسية التي يتم إستخدامها والإعتماد عليها لتحديد قيمة الشركة في سوق المالية وتتميز بالتغير المستمر نتيجة عدة عوامل تؤثر على إستقرارها."⁴

ثانياً: العوامل المؤثرة على القيمة السوقية للسهم:

1- العوامل الخارجية:

أ/ التضخم: زيادة حدة التضخم النقدي الغير متوقع الذي ينجم عنه أثر عكسي على القيمة السوقية للسهم وذلك لسببين:

- الإرتفاع في معدل التضخم يؤدي إلى إرتفاع العائد المطلوب على الإستثمار الذي بدوره يسبب إنخفاض في مستوى أسعار السهم.

1 - دريد كامل آل شبيب، مرجع سبق ذكره، ص 393.

2- wild John J Financial Accainting ,Information for Irwin (2003) P470.

3 - سهيل عيسى محمد، كيف نستثمر سوق الأسهم-حالة سلطنة عمان- المكتبة الوطنية، 2012، ص 74.

4- حسين بني هاني، الأسواق المالية، دار الكندري للنشر، الأردن، ط01، 2002، ص 144.

- الإرتفاع في معدل التضخم يؤدي إنخفاض قيمة التدفقات النقدية مما يعكس ذلك سلبا على نسبة الطلب على المنتجات وهذا بالضرورة يؤدي إلى الإنخفاض في السعر السوقي للسهم¹.

ب/ قوى العرض والطلب: من المعلوم أن أسعار الأسهم تتغير يوميا وغير الثابتة وقد تتغير عدة مرات وذلك نتيجة لنشاط حركتها للطلب والعرض عليها ما يؤثر على أسعار الأسهم ارتقاعا وانخفاضا حيث كلما زادت التقلبات في حجم الطلب والعرض كلما إرتفع التذبذب في القيمة السوقية للسهم.

2- العوامل الداخلية:

أ/ الأرباح الموزعة والمحقة: الزيادة في الأرباح التي تم تحقيقها يكون لها أثر ايجابي على قيمة السهم في السوق وهذا ما يدل على أن عوائد السهم مرتفعة وهذا ما يجلب المستثمرين ، أما الأرباح الموزعة هي عبارة عن العوائد المنتظرة من الإستثمار في الأسهم فتؤثر على القيمة السوقية للأسهم طرديا إما بالإرتفاع أو الإنخفاض².

ب/ الأداء المالي للشركة: من أهم العوامل التي تؤثر على القيمة السوقية للسهم ، فتحسن نسبة المبيعات والطلب على المنتجات يزيد من الطلب على الأسهم وبالتالي إرتفاع سعر السهم في السوق أما تدهور المركز المالي يخفض من قيمة السهم³.

ج/ رأس المال: يعد المحرك الرئيسي لأي شركة وهو من أهم عناصر الإنتاج فيها، لضمان تمويل طويل الأجل حيث أنه معيار لكفاءة العمليات التي تقوم بها أي شركة، وله أثر كبير على ربحية الأسهم فكلما كان حجم رأس المال كبير كلما إرتفع معدل العائد المطلوب وبالتالي إرتفاع القيمة السوقية للسهم.

وهناك العديد من العوامل الأخرى توجزها في النقاط التالية:

1 - طارق عبد العال، التحليل الفني والأساسية لأوراق المالية ، دار الجامعية، الإسكندرية، مصر ، 2006 ، ص67.

2 - عبد الكريم بوحادرة، أثر إختيار الهيكل المالي على قيمة المؤسسة - دور سياسة توزيع الأرباح في تحديد القيمة السوقية-، مذكرة ماجستير غير منشورة، جامعة منتوري ، قسنطينة ، 2011 ، 2012 ، ص72.

3 - عبد القادر السيد متولي ، الأسواق المالية والنقدية في عالم متغير، دار الفكر ، ط 01 ، عمان، الأردن، 2010،

- سيولة الشركة وقدرتها على أداء جميع إلتزاماتها تجاه الغير.

- التشريعات القانونية والعمالية الخاصة بالشركة.

- ظروف المنافسة .

- السياسات النقدية والمالية.

د/ مجموع الناتج القومي: يمكن أن يؤثر حجم الناتج القومي بالإيجاب أو بالسلب على القيمة السوقية للسهم فالزيادة في النشاط الإقتصادي الحقيقي يصاحب زيادة حركة التعامل على الأسهم الذي بدون يعني أن أسعار الأسهم في إرتفاع والعكس صحيح في حالة الإنخفاض¹.

هـ/ المعلومات: الحصول على المعلومات وخاصة الصحيحة من شأنها أن تساعد في الإفصاح والشفافية عند تسعير الورقة المالية مما يعكس أهمية المعلومات في تعزيز ثقة المستثمرين في نجاعة إتخاذ القرارات، ونقص المعلومات يضعف من كفاءة السوق المالي من أبرز المعلومات التي تهم المحللون:

- **معلومات الشركة المصدرة للأسهم:** يتمثل دورها في التقدير الصحيح لقيمة السهم في السوق.

- **معلومات السوق المالي:** خاصة في الدول النامية التي تنتشر بها ظاهرة الشائعات في الأسواق المالية كإحتكار المعلومات وعدم وجود مناقشة في السوق.

ثالثا: أساليب قياس القيمة السوقية للسهم

1- تحديد القيمة السوقية عن طريق النماذج.

¹ - د. الجراوي حليلة خليل، دور التحليل المالي للمعلومات المالية المنشورة في القوائم المالية للتنبؤ بأسعار الأسهم - دراسة تطبيقية على المنشأة المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية- ، رسالة ماجستير في المحاسبة والتمويل كلية التجارة الجامعة الإسلامية، غزة، فلسطين، 2008 ، ص 53.

أ/ نموذج القيمة المالية لتدفقات أرباح الأسهم: ينقسم هذا النموذج إلى قسمين عوائد الأسهم الثابتة: من هذه الفرضية يمكن القول إذا كان عائد السهم المتوقع يكون ثابتا فالقيمة السوقية تكون كالاتي:

$$K = \frac{\text{Div}}{P_0} \quad \text{حيث} \quad K: \text{قيمة السهم}$$

العائد المتوقع للسهم: Div

سعر السهم: P_0

عوائد الأسهم المتزايدة: يتم تحديد قيمة السهم في جودة الحالة كما يلي:

$$K = \frac{\text{Div}}{P_0} = g \quad \text{حيث} \quad g: \text{معدل نمو العائد}$$

ب/ نموذج خصم الأرباح: هو طريقة تستخدم للتنبؤ بقيمة أسهم الشركة والغرض منه هو حساب القيمة العادلة للسهم بغض النظر عن السوق الحالي حيث يفترض نموا صفريا في

توزيعات الأرباح مقسومة على معدل العائد المتوقع

القيمة المقدرة للتوزيعات: الأرباح للعام المقبل

تكلفة حقوق رأس المال

إستناد التوزيعات الأرباح المتوقعة للسهم الواحد وصافي الخصم يتم تمثيل صيغة تقييم

السهم بإستخدام نموذج DDM رياضيا.

التدفقات النقدية في الفترة: CFT

معدل خصم التدفقات البداية: h حيث أن

قيمة الشركة تحسب وفقا للمعادلة التالية:

$$V = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{cft \text{ finw } t}{(1+wacc)^t} : \text{حيث أن } wacc \text{ المعدل الموزون لتكلفة رأس المال}$$

التدفقات النقدية المتوقعة للشركة في Cft Finwt

الفترة t

2- تحديد القيمة السوقية عن طريق النسب

عادة ما يخدم المحللون النسب للقيمة السوقية للأسهم لتحليل قيمة السهم

أ- مضاعف السعر السوقي على ربحية السهم الواحد:¹

$$\frac{\text{سعر السهم السوقي}}{\text{عائد النمو الواحد}} = \frac{P}{E}$$

فإذا كانت أرباح الشركة سالبة فإن نسب ربحية السهم الواحد ستكون سالبة وبالتالي يكون مضاعف السعر السوقي على ربحية النمو الواحد أيضا سالب وعندما تكون توزيعات أرباح الأسهم الواحد قريبة من الصفر فإن مضاعف السعر السوقي على ربحية السهم الواحد يكون بمقدار كبير وعموما لا يتم حسابه إذا كان نسبة عائد السهم الواحد سالب لأنها تكون عديمة فائدة في تلك الحالة.

نسبة السعر السوقي إلى السعر الدفترى للسهم:

$$\frac{\text{نسبة السعر السوقي إلى السعر الدفترى للسهم}}$$

$$\frac{\text{السعر السوقي للسهم}}{\text{القيمة الدفترية للسهم}}$$

فإذا كانت النسبة عالية فتعني إرتفاع السعر السوقي للسهم مقارنة بالقيمة الدفترية وهذا يعني أن المنشأة قد نجحت في رفع السعر السوقي للسهم.

¹ - أسعد أحمد العلي، مرجع سبق ذكره، ص 91.

المطلب الثالث: تحليل أثر سياسة توزيع الأرباح على القيمة السوقية للسهم.

يقوم هذا المطلب على عرض سياسة توزيع الأرباح في ظل الظروف التأكد وعدم التأكد وكذلك المقاربات المفسرة لأثر سياسة توزيع الأرباح على القيمة السوقية ، بإعتبارها متغير بالغ الأهمية.

أولا : النظريات المفسرة لسياسة توزيع الأرباح في ظل ظروف التأكد:

1- نظرية عدم ملائمة التوزيعات: وضعت هذه النظرية من طرف رائدي أحدث ثورة في عالم التمويل فرانكو موديجلياني ومارتون ميلر اللذان قاما بتوضيح أن قيمة المؤسسة تقاس بالإستخدام الأمثل للموارد المتاحة أي أنها تتوقف على الأرباح التي تحققها كما أكدوا أن سياسة توزيع الأرباح تؤثر على قيمة المؤسسة بحيث إذا قامت المؤسسة بتوزيع الأرباح على المستثمرين أو المساهمين فتنخفض القيمة السوقية لأسهم المؤسسة بنفس القيمة المحتجزة، و إعتقادا على موديجلياني و ميلر فإن فرضيات رأس المال الفعال بحسب نظرية عدم ملائمة التوزيعات كالتالي:¹

- تعمل الأسواق بشكل مثالي (أسواق كامل وفعالة في غياب أو حيادية الضرائب).

- لا توجد تكاليف لعمليات المتاجرة والمداولة بالأسهم.

والمشكل في هذه النظرية أنه فرضياتها لا يمكن أن تتوفر في الواقع الفعلي.

2- نظرية جوردن: يعتمد جوردن في تحديد سعر السهم على إستخدام التوزيعات النقدية، وقد

إختلف جوردن عن فكر موديجلياني وميلر إذ يعتمد أن سياسة توزيع الأرباح لها أثر على القيمة السوقية للسهم وقد قام جوردن بوضع فرضيات لنموذجه الذي يقوم على أثر التوزيعات على سعر السهم وقيمة الشركة وتتمثل في ما يلي:²

¹ – les theoremer. Miller l'effet de lever la vikur der actifs financiers et la relation covers de politique économique d M-vial Automne 2006, p 68.

² –John : D . Stow and others. **Analysis equity invertement** : Valuation , Minted, Boock Press, USA , 2002, p 07.

- لا يوجد تحويل خارجيا أي أن جميع إستثمارات المؤسسة يتم تحويلها عن طريق حقوق الملكية.
 - معدل العائد المتوقع على إستثمار المنشأة ثابت.
 - معدل العائد المطلوب على الإستثمار للمنشأة ثابت.
 - المؤسسة لا تخضع إلى الضريبة.
 - معدل النمو ثابت حيث يتم حسابه كما يلي : معدل النمو، نسبة الأرباح المحتجزة، معدل العائد على حق الملكية.
 - معدل العائد المطلوب على الإستثمارات أكبر من معدل النمو.
 - نسبة الأرباح التي توزع على حملة الأسهم العادية ثابتة لا تتغير:¹
- وقد انطلق برهان جوردن من نموذج خصم التوزيعات في حالة النمو كالاتي:

$$P = \frac{D_1}{k-g}$$

سعر السهم P: حيث أن

D_1 : التوزيعات في الزمن t

K : معدل المردودية

g : معدل النمو

وبما أن التوزيعات تمثل الربحية السهم مضروبة في النسبة المئوية للتوزيعات تصبح

كالاتي:

$$P = \frac{R (1 - TNDIV)}{K-g}$$

ربحية السهم R حيث أن

¹ - محمد صالح الحناوي، تحليل وتقييم الأسهم والسندات مدخل الهندسة المالية، الدار الجامعية للنشر والتوزيع، الإسكندرية، مصر، 1998، ص ص 217، 218.

نسبة المئوية للتوزيعات (1-TNDiv)

ولدينا أيضا معدل النمو : $g = TNDIV \times K$

$$P = \frac{R (1 - TNDIV)}{K - TNDIV \times k} \quad \text{ومنه}$$

$$K - TNDIV \times k$$

إذا عند تساوي معدل العائد المطلوب على الإستثمار مع معدل العائد المتوقع تصبح المعادلة

$$P = \frac{R (1 - TNDIV)}{K - TNDIV \times K} \quad P = \frac{R}{K}$$

ومنه نجد أن المتغير الذي يعكس سياسة توزيع الأرباح في المعادلة الأخيرة وهو TNDIV لم يظهر بل ظهر R الذي يمثل ربحية السهم و K الذي يمثل عائد المطلوب على الإستثمار. هذا يعني أن التوزيعات لا تؤثر على القيمة السوقية بل المؤثرات الرئيسية هي ربحية السهم ومعدل العائد المطلوب على الإستثمار وبعبارة أكثر تحديدا فإن القيمة السوقية للسهم محصلة لقرارات الإستثمار وليس لقرارات التمويل لكن هذا لا يكون إلا يساوي كل من معدل العائد المطلوب للإستثمار و معدل المتوقع على الإستثمار.

أما في حالة إختلافهما يمكن أن نميز بين حالتين وهما حين يكون معدل العائد المتوقع أقل من العائد المطلوب فإن المؤسسة لن تستطيع فيها إحتجاز الأرباح وذلك لأن الملاك غير راغبين وستفوت عليها فرصة إستثمارية خارج المؤسسة تعود بعوائد أفضل فهنا نكون أمام حتمية توزيع الأرباح كافة وهذه الحالة تميز المؤسسات الهابطة ، أما في حالة معدل العائد المتوقع أكبر من تكلفة التمويل والتي تميز المؤسسات ذات المستوى العالمي من نسب النمو إذ تزيد القيمة السوقية لأسهمها بزيادة الأرباح المحتجزة ويعود هذا بالفائدة لكل من المستثمر والمؤسسة نسب مغيرة من الأرباح المحتجزة لإعادة إستثمارها إلا المبالغة في إحتجاز الأرباح قد يؤثر سلبا على

القيمة السوقية للسهم ومعه قيمة السهم¹.

ثانياً: النظريات المفسرة لأثر سياسة توزيع الأرباح في ظل ظروف عدم التأكد

نظرية سياسة التوزيعات الشخصية، حتى في ظل عدم التأكد لا زال موديجلياني وميلر مصران على ما توصلا إليه من نتائج بخصوص إستقلالية سياسة توزيع الأرباح في قيمة السهم حيث أكد أن المستثمر لا يكثر بشكل توزيع الأرباح لأنه هو الذي يتحكم بالسياسة التي تناسبه ولا يؤثر توزيع الأرباح على ثروة المستثمرين وتقوم فكرتهما على أن ثروة الملاك قبل التوزيعات مضافاً إليها قيمة التوزيعات تنقص من القيمة السوقية بنفس نسبة الربح أما في حالة إحتجاز الأرباح فلا يطرأ تعديل على القيمة السوقية لأن الربح تحتفظ به الشركة.

2- نظرية عصفور في اليد:

تحمل هذه النظرية وجهة نظر كل من جوردن ولينتر وهي بمثابة إنتقاء لنظرية موديجلياني وميلر أكدت نظريتها عدم ملائمة التوزيعات والمقصود بها أن سياسة توزيع الأرباح لما تؤثر ولا تتأثر بمعدل العائد المطلوب على حقوق الملكية وهذا أثار جدل جوردن ولينتر اللذان أكدا وجود علاقة بين المتغيرين حيث أمر وأنه كلما إنخفض العائد المطلوب على حقوق الملكية إرتفعت نسبة الأرباح الموزعة وهذا ما يثير شكوك المستثمرين في الحصول على عوائدهم الناتجة عن إحتجاز الأرباح وهذا بإعتقادهم أن التوزيعات المتوقعة أكثر تأكداً من الأرباح الرأسمالية المستقبلية وهذا إما سيرفع قيمة السهم ولكن موديجلياني وميلر لم يوافقوا هذه النظرية كونهم يعتقدون أنه لا توجد علاقة بين معدل العائد المطلوب وسياسة توزيع الأرباح وأطلق على وجهة نظر جوردن ولينتر إسم عصفور في اليد ولكن أهم ما أشارت له نظرية جوردن ولينتر هو علاقة الزمن ودرجة التأكد في التوزيعات حيث ربط تاريخ إستحقاق التوزيعات بدرجة التأكد والعكس وتم مع هذه النظرية تحت هاته الفرضيات².

¹ - زيرام وليد، أثر سياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة دراسة مقارنة بين السوق المالية السعودية المغربية، مذكرة ماجستير غير منشورة ، سطيف، 2011- 2012، ص52.

² - منير إبراهيم هندي، مرجع سبق ذكره، ص 330.

- المستثمرون لا يملكون القدر الكافي من المعلومات في الوضع المالي للشركة.
- أرباح الأسهم تخضع لضرائب بمعدلات عالية عند تحقيق أرباح رأس مالية عند بيع الأسهم.

ثالثا : المقاربات المفسرة لأثر سياسة توزيع الأرباح على القيمة السوقية للأسهم

1- نظرية ميلر وشولز: ركزا كل من ميلر وشولز على إمكانية إستخدام الحيل الضريبية من طرف المستثمر تمكنه من تحقيق ميزة ضريبية على العائد. بإعتبار أن إحتجاز الأرباح يترتب عنه تأجيل سداد الضريبة إضافة إلى زيادة القيمة السوقية للسهم، أما إذا فضل المستثمر الحصول على الأرباح يمكنه إقتراض مبلغ من المال بحيث تكون فوائده المدفوعة تساوي التوزيعات المتوقعة الحصول عليها ، كما توجه هاته الأموال إلى الإستثمار ليتولد عنها عائد خالي من المخاطرة ، وهناك ميزة أخرى يحققها المستثمر وهي زيادة الأرباح الرأسمالية المحققة. ولكن هذه المقاربة يكمن المشكل في هاته المقاربة في المخاطر المصاحبة لهذا الأسلوب مما يفرض توخي الحذر من قبل المستثمر من خلال العمل على إستثمار أصل القرض.

2- مقارنة برنان: هي توسع لوجهة نظر فرار وسلوني لكن برنان سعى إلى تحديد كيفية تأثير سياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة حيث قام بالتركيز على الضريبة، وهو ما يهم المساهم بالدرجة الأولى ومن ضمن الإضافات التي قدمها برنان أنه عند تساوي المخاطر التي تتعرض لها مؤسستين فإن معدل العائد بعد الضريبة يجب أن يتساوى لدى كلا المؤسستين وفي حالة توزيع الأرباح بنسبة عالية فإن ذلك سينجم عنه بالتأكيد مدفوعات ضريبية عالية وبالتالي إنخفاض العائد بعد الضريبة منه سوف تنخفض قيمة المؤسسة عما كانت عليه لو انها تنبت سياسة توزيعات أقل ، يمكن القول أن للوفر الضريبي دور في رفع قيمة المؤسسة التي تجري توزيعات أقل فبعد ما كان الإشكال في طريقة التوزيع أصبح الإشكال في الطرف الذي يتم فيه التوزيع حيث كان للأثر الضريبي دور جعل تأثير سياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة واضحا.¹

¹ - عدمان فائزة، مرجع سبق ذكره، ص، ص 130، 131.

المبحث الثالث: الدراسات السابقة

بعد التطرق نظرياً للموضوع ، يتعين إستعراض أهم الدراسات السابقة ذات الصلة بالموضوع المدروس، وذلك من خلال عرض أهداف كل دراسة والنتائج المتوصل إليها فقد حظي موضوع سياسة توزيع الأرباح إهتماماً واسعاً على الدولي وعليه تم تحديد أهم الدراسات ذات العلاقة المباشرة بالدراسة الحالية، ومن أبرز هذه الدراسات نذكر منها:

المطلب الأول : الدراسات العربية السابقة

1- دراسة سعيدي وصاف بعنوان سياسة توزيع الأرباح في عينة من الشركات المدرجة في سوق الأسهم السعودي تهدف هذه الدراسة إلى دراسة سياسة توزيع الأرباح في عينة من الشركات المدرجة في سوق التداول السعودي خلال سنة 2015 بالتطرق إلى مفهوم سياسة توزيع الأرباح و النظريات المفسرة لها ومحاولة إسقاطها على الواقع العملي بتحليل سياسة توزيع الأرباح في 16 شركة موزعة على 5 قطاعات بإستخدام خمس مؤشرات) ربحية السهم، مكرر الربحية الأرباح الموزعة بالسهم، معدل توزيع الأرباح ، القيمة السوقية للسهم) وقد توصلت هذه الدراسة إلى وجود علاقة قوية بين ربحية السهم والقيمة السوقية في غالبية الشركات محل الدراسة، في مقابل ذلك تم ملاحظة عدم تأثير إرتفاع نسبة الأرباح الموزعة على القيمة السوقية للشركات في غالبية الشركات محل الدراسة خلال سنة 2015 أما بالنسبة لنصيب السهم من الأرباح الموزعة فلم يتجاوز في المتوسط بالنسبة للشركات محل الدراسة خلال السنة 2015 ريالين للسهم الواحد.

2- دراسة بلعشي عبد المالك ومزيان سعيد 2021 بعنوان، أثر سياسة توزيع الأرباح على القيمة السوقية للسهم في المؤسسة الإقتصادية يهدف الباحثان من خلال هذه الدراسة إلى محاولة معرفة أثر سياسة توزيع الأرباح على السعر السوقي السهمي المجتمعين ببوفارم وصيدال للصناعة الصيدلانية خلال الفترة 2015_ 2018 وذلك بإعتبار المجتمعين مسعران في بورصة الجزائر وينشطان في نفس المجال حيث يتبع مجتمع صيدال سياسة مستقرة لتوزيع الأرباح في حين ينتهج مجتمع ببوفارم سياسة الأفضل في التوزيع، ومن أهم النتائج التي تم

التوصل لها هو تأثير السعر السوقي للسهم خلال فترة توزيع الأرباح وهو الأمر الذي أكدته العديد من الدراسات بالإضافة إستنتاجهم أن المساهمين في الواقع العملي يحبذون سياسة توزيع الأرباح الثابتة لعدد الإعتبارات وهو الأمر الذي أظهره مؤشر PER لمجمع صيدال كما توصلوا كذلك إلى أن طبيعة سياسة توزيع الأرباح يمكن أن تؤثر على الأسعار السوقية المتوقعة لأسهم الشركات التي تنشط في سوق لف للأوراق المالية.

3- دراسة رشيد حفصي بعنوان دراسة وتحليل تأثير سياسة توزيع الأرباح على أداء

أسهم المؤسسات المدرجة في السوق المالي . حالة سوق دبي المالية في الفترة ما بين 2011 - 2014 يهدف مثل هذه الدراسة إلى تحليل تأثير سياسة توزيع الأرباح على القيمة السوقية لأسهم المؤسسات المدرجة في سوق دبي المالي ، حيث شملت العينة 30 من مؤسسة مدرجة في السوق خلال الفترة الممتدة من سنة 2011 - 2014 موزعة على كافة القطاعات في السوق ومن أجل معالجة الموضوع وإختبار فرضياته تم الإعتماد على نماذج الإنحدار الخطي المتعدد والبسيط.

4- دراسة أحمد لمين بوغنامة ورفيق يوسف تحت عنوان: أثر سياسة توزيع الأرباح على القيمة السوقية للمؤسسات الإقتصادية.

- دراسة قياسية لعينة من المؤسسات المدرجة في مؤشر CAC40 حيث تهدف هذه الدراسة إلى معرفة تأثير سياسة توزيع الأرباح على القيمة السوقية للمؤسسة، وتمت الدراسة على 18 شركة فرنسية خلال الفترة من 2010 إلى 2020 بإستخدام نموذج الإنحدار الخطي المتعدد لبيانات البانل وتوصلت الدراسة إلى وجود علاقة بين سياسة توزيع الأرباح وقيمة المؤسسة، ونشير النتائج إلى وجود أثر إيجابي لكل من الربح الموزع للسهم وربحيته للسهم على القيمة السوقية للسهم.

5- دراسة حاج شريف هشام، حريري عبد الغني تحت عنوان: تأثير توزيعات الأرباح على القيمة السوقية لأسهم شركة صيدال المدرجة في بورصة الجزائر خلال الفترة (1999 - 2019) باستخدام طريقة الإنحدار الذاتي للفجوات الزمنية الموزعة ARDL حيث تهدف هذه الدراسة إلى التعرف على مدى تأثير توزيعات أرباح شركة صيدال (المدرجة في بورصة الجزائر) على القيمة السوقية لأسهمها وذلك بالاعتماد على طريقة الإنحدار الذاتي للفجوات الزمنية الموزعة ARDL حيث توصلت الدراسة إلى وجود علاقة طردية و تم التو بين توزيعات الأرباح والقيمة السوقية للسهم وتم التوصل كذلك إلى وجود علاقة سببية أحادية الإتجاه من المتغير المستقل / توزيعات الأرباح إلى المتغير التابع (القيمة السوقية للسهم) في كل من الأجلين القصير والطويل والعكس غير صحيح أي أنه لا توجد علاقة سببية من القيمة السوقية للسهم تجاه توزيعات الأرباح ومن خلال نموذج تصحيح الخطأ وإختبار التكامل المشترك بإستعمال منهج الحدود، تم التوصل إلى وجود علاقة توازنية طويلة الأجل بين توزيعات الأرباح وقيمة السوقية للسهم.

المطلب الثاني: الدراسات الأجنبية السابقة

1/ دراسة Nickolaos Travlos. Lenos trigeorgis and Nikos Vafeas بعنوان

ثروة الملاك تؤثر على سياسة توزيع الأرباح في السوق المالي الناشئ لقبرص.

تم التطرق إلى أن أثر ثروة الملاك على سياسة توزيع الأرباح وذلك من خلال رد فعل السوق المالي على الإعلان عن زيادة في التوزيعات النقدية أو التوزيعات في شكل أسهم خصوصاً ما إذا كان السوق المالي ناشئ وذلك خلال الفترة ما بين 1985_ 1995. المجلة المالية المتعددة الدول. 2001.

2/ دراسة Imad Ziad Rammadan بعنوان سياسة توزيع الأرباح وتقلب الأسعار

أدلة أمبيركول من المجلة الأردنية الدولية للبحوث الأكاديمية في العلوم المالية والإدارية والمحاسبية.

هدفت هذه الدراسة على تبين أثر سياسة توزيع الأرباح على قيمة أسهم الشركات الصناعية من خلال دراسة عينة مكنة من 77 شركة صناعية مدرجة في سوق عمان - الأردن.

للأوراق المالية خلال الفترة 2000 - 2011 حيث إعتد الباحث على تحليل الارتباط بين المتغيرات وأسلوب بيانات السلاسل الزمنية المقطعية إضافة إلى تقديم نموذج باستخدام الإنحدال المتعدد، توصل الباحث إلى أن كل من ربحية السهم والتوزيعات النقدية على علاقة عكسية مع قيمة أسهم الشركات الصناعية وأن مديري الشركات الصناعية الأردنية لهم القدرة على التأثير على قيمة الأسهم من خلال تبني سياسة توزيع الأرباح التي تناسب المستثمرين، من خلال هذا نقول أن الدراسة إعتمدت على المتغيرات ربحية الأسهم والتوزيعات النقدية كمتغيرات مستقلة لتفسير تقلبات الأسهم إلا أن هذه الدراسة أغفلت دور إحتجاز الأرباح في تفسير هذه الظاهرة والذي سنعتمده في دراستنا ، إضافة إلى المتغيرات.

Zwria wati Zakari Jariah Mohamed Abdelhadi /3 دراسة

Zulikifli

هدفت الدراسة إلى إختبار أثر سياسية توزيع الأرباح على تقلبات أسهم الشركات العاملة بمجال البناء المدرجة بسوق ماليزيا للأوراق المالية خلال الفترة 2005 - 2011 باستخدام الإنحدار المتعدد لنموذج مفسر للظاهرة، وتوصلت الدراسة إلى أن هناك علاقة موجبة مع قيمة السهم وأن الرفع المالي له علاقة عكسية مع قيمة السهم وأن ربحية السهم، ومعدلات النمو و تقلبات الأرباح تفسر تقلبات الأسهم .

Khaled. Hi chijoke.O.M el Aromwo ,M,C,M /4 دراسة

Dividend policy and share price volatility. UK. Evidend

هدفت الدراسة إلى تحليل العلاقة بين سياسة توزيع الأرباح وتغيرات الأسهم في سوق الأسهم العينية بورصة لندن بالمملكة المتحدة، باستخدام تحليل الإنحدار المتعدد بطريقة المربعات الصغرى، وتوصلت الدراسة إلى أن ، في سوق الأسهم العينية بورصة لندن بالمملكة المتحدة، باستخدام تحليل الإنحدار المتعدد بطريقة المربعات الصغرى، وتوصلت الدراسة إلى وجود علاقة إيجابية بين نسبة توزيع الأرباح للسهم وتغيرات أسعار الأسهم، ووجود علاقة سلبية بين نسبة توزيعات الأرباح و تغيرات أسعار الأسهم، بالإضافة إلى معدل نمو الشركة ومستوى الدين و الأرباح تفسر تغيرات أسعار الأسهم.

/5 دراسة

,R,B, salteh ,H,M (2013) the effect Imundoost, R, Hassan zadeh
of dividend policy on stock Price volatility: UK evidendence

هدت هذه الدراسة إلى تقييم تأثير سياسة توزيع الأرباح على تقلب أسعار الأسهم وقرارات الإستثمار، وتمت الدراسة على 65 شركة في 3 سنوات من 2009 إلى 2012،

بإستخدام طريقة تحليل الإنحدار المتعدد لتحليل البيانات وإختيار الفرضيات وتوصلت نتائج الدراسة إلى أن س.ت.أ لها تأثير كبير على تقلب أسعار الأسهم ومع ذلك فإن س.ت.أ ليس لها تأثير كبير على تقلب أسعار الأسهم لفترة طويلة.

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

المطلب الثالث: تعقيب عام حول الدراسات السابقة

إستنادا إلى الأدبيات السابقة في مجال الدراسة، سيتم تقديم تلخيص منهجي لأهم ما جاء في الدراسات السابقة ومن ثم مقارنة تحليلية تبرز أوجه التشابه والاختلاف بين الدراسات السابقة والحالية.

الجدول رقم (01) : الدراسات السابقة

الدراسة	فترة الدراسة	عينة الدراسة	طريقة معالجة البيانات	نتائج الدراسة
أثر سياسة توزيع الأرباح على القيمة السوقية للمؤسسات الإقتصادية - دراسة قياسية لعينة من المؤسسات المدرجة في مؤشر CHCUO	من 2010 إلى غاية 2021	18 شركة فرنسية	نموذج الإنحدار الخطي المتعدد لبيانات البانال	وجود أثر إيجابي لكل من الربح الموزع للسهم وربحية السهم على القيمة السوقية للسهم
تأثير التوزيعات الأرباح على القيمة السوقية لأسهم شركة ميدال المدرجة في بورصة الجزائر	من 1999 إلى 2019	شركة ميدال المدرجة في بورصة الجزائر	نموذج طريقة الإنحدار الذاتي للفجوات الزمنية الموزعة ARDL	وجود علاقة طردية بين توزيعات الأرباح والقيمة السوقية للسهم وجود علاقة سببية أحادية الإتجاه من المتغير المستقل (توزيعات الأرباح) إلى المتغير التابع

القيمة السوقية للسهم.				
تأثير السعر السوقي للسهم خلال فترة توزيع الأرباح طبيعة سياسة توزيع الأرباح يمكن أن تؤثر على سعر السوقي المتوقع للشركات التي تنشط في سوق كفاء للأوراق المالية	مؤشر PER	شركة ميدال وبيوفارم بورصة الجزائر	من 2015 إلى 2018	أثر سياسة توزيع الأرباح على القيمة السوقية للسهم في المؤسسة الإقتصادية
- وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين سياسة توزيع الأرباح المتمثلة في نصيب السهم من التوزيعات النقدية. - ربحية السهم وقيمة الأسهم المدرجة في سوق دبي المالي. - عدم وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين الأرباح المحتجزة	نموذج الإنحدار	30 مؤسسة من سوق الأوراق المالية دبي	من 2011 إلى غاية 2014	دراسة وتحليل تأثير سياسة توزيع الأرباح على أداء أسهم المؤسسات المدرجة في السوق المالي

وقيمة السهم.				
وجود علاقة قوية بين ربحية السهم والقيمة السوقية. - عدم تأثير ارتفاع نسبة الأرباح الموزعة على القيمة السوقية . نصيب السهم من الأرباح الموزعة لم يتجاوز المتوسط للشركات خلال سنة 2015 ريالين للسهم الواحد	- ربحية السهم - مكرر الربحية - الأرباح الموزعة - معدل توزيع الأرباح - القيمة السوقية للسهم	16 شركة موزعة على 5 قطاعات سوق التداول السعودي	2015	دراسة وتحليل سياسة توزيع الأرباح على أداء الأسهم المدرجة في السوق المالي. المؤسسات
- وجود علاقة عكسية بين ربحية السهم والتوزيعات النقدية مع قيمة أسهم شركة الصناعية. - قدرة مدراء شركات الصناعية على التأثير على قيمة السهم من خلال تبني سياسة توزيع الأرباح.	الإنحدار المتعدد	17 شركة صناعية مدرجة في سوق عمان الأردن	من 2000 إلى غاية 2011	سياسة توزيع الأرباح وتقلب الأسعار أدلة أمبيركول

أغفلت دور احتجاز الأرباح في تغيير هذه الظاهرة.				
وجود تأثير إيجابي بين متغيرات توزيع الأرباح وقيمة الشركة. وجود علاقة إيجابية بين الرافعة المالية وحجم الشركة على قيمة المؤسسة.		63 شركات مدرجة بالمملكة المتحدة		تأثير سياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة
وجود علاقة إيجابية بين نسبة توزيع الأرباح للسهم وتغيرات أسعار السهم. وجود علاقة سلبية بين نسبة توزيعات الأرباح وتغيرات أسعار الأسهم	تحليل الإنحدار المتعدد بطريقة المربعات الصغرى	بورصة لندن بالمملكة المتحدة		تحليل العلاقة بين سياسة توزيع الأرباح وتغيرات الأسهم في سوق الأسهم العينية
وجود تأثير كبير على تقلب أسعار الأسهم كما أن لها تأثير بشكل كبير خلال الفترات الطويلة		05 شركات	من 2009 إلى غاية 2012	تقييم تأثير سياسة توزيع الأرباح على تقلبات أسعار الأسهم وقرارات الإستثمار

وجود علاقة ايجابية مع قيمة السهم وأن الرفع المالي له علاقة عكسية مع قيمة السهم.	الإنحدار المتعدد	المالي	سوق	من 2005	إختبار أثر سياسة توزيع الأرباح على تقلبات أسهم الشركات العاملة
		مجال	ماليزيا	إلى غاية 2011	
			البناء		

المصدر: من إعداد الطلبة بالاعتماد على معلومات الدراسة السابقة

➤ أوجه الاختلاف

معظم الدراسات اعتمدت على دراسات مختلفة وهذا ينطبق أيضا على المكان والعينة حيث اختلف هذين الأخيرين خلال الدراسة.

من الملاحظ أن معظم الدراسات ركزت على سياسة توزيع الأرباح كدراسة سعيدي وصاف، رشيد حفصي، لكن دراستنا تطرقت إلى سياسة توزيع الأرباح وربحية السهم وكذلك الأرباح المحتجزة أيضا في دراسة بلعشب عبد المالك ومزيان سعيد اعتمد والله الباحثين على مؤشر PER لمجمع صيدال وكذلك دراسة سعيدي وصاف الذي توصل إلى أن إرتفاع نسبة الأرباح ليس له أثر على القيمة السوقية للأسهم في بعض الشركات ، دراسة Imad Ziad Rammdan أهملت دور إحتجاز الأرباح في تفسير هذه الظاهرة وهذا ما تم التطرق له في دراستنا.

الإضافة المقدمة في دراستنا ما يميز دراستنا هو الفترة الممتدة ما بين 2019 و 2023 وأنها طبقت في بورصة السعودية وهي فترة تأثرت بجائحة كورونا والفترة ما بعد الجائحة وتم الإعتماد على الأرباح الموزعة والمحتجزة وربحية السهم لمعرفة مدى تأثيرها على القيمة السوقية للسهم.

➤ أوجه التشابه

تشابه الدراسات السابقة مع الدراسة الحالية في كونها يسعيان إلى نفس الهدف وهو معرفة مدى تأثير سياسة توزيع الأرباح على القيمة السوقية للأسهم وقد أثبتت معظم الدراسات

على المنهج الوصفي في الجانب النظري والمنهج التحليلي في الجانب التطبيقي وهذا ما تم الإعتماد عليه في هذه الدراسة .

و تعتبر دراسة أحمد لمين و بوغنامة ويوسفي رفيق هي الموافقة دراستنا من حيث المعالجة والهدف من الدراسة حيث تهدف إلى معرفة تأثير توزيع الأرباح على القيمة السوقية للأسهم وتم الإعتماد في الدراستين على نموذج الإنحدار المتعدد في تحليل النتائج.

خلاصة الفصل

تمثل سياسة توزيع الأرباح قرارا إستراتيجيا في عمليات الشركة، و هي نتيجة لتفاعلات متعددة بين نظريات مختلفة التي أدت إلى تشكيل مجموعة متنوعة من وجهات النظر. حيث يعتبر الاختيار بين الاحتفاظ بالأرباح أو توزيعها من القرارات المعقدة التي تقف أمام الإدارة ومع إستمرار الجدل حول ما إذا كانت سياسة توزيع الأرباح لها تأثير على القيمة السوقية للأسهم إلا أن هذا يعود للعوامل المختلفة التي تميز كل مقارنة والأسس التي تقوم عليها.

وعلى الرغم من تعدد السياسات النظرية لتوزيع الأرباح إلا أنه على الإدارة إختيار السياسة التي تضمن تحقيق أهدافها والتمثلة في إستقرار القيمة السوقية للأسهم وضمان عائد نقدي مستقر كحد أدنى على شكل توزيعات نقدية.

الفصل الثاني

دراسة تحليلية لتأثير سياسة توزيع الأرباح على القيمة
السوقية لأسهم المؤسسات المدرجة في سوق الأوراق
المالية السعودي

الفصل الثاني: دراسة تحليلية لتأثير سياسة توزيع الأرباح على القيمة السوقية لأسهم المؤسسات المدرجة في سوق الأوراق المالية السعودي.

تمهيد:

يتناول هذا الفصل الإجراءات المنهجية التي تم إعتماؤها في تنفيذ الدراسة الميدانية لإختبار تأثير سياسة الأرباح الموزعة على القيمة السوقية للسهم تم فيها تحديد مجتمع الدراسة وعينته مرور بالأساليب الإحصائية المستخدمة لتحليل البيانات للوصول إلى النتائج التي تساهم في تحقيق أهداف الدراسة، حيث تم تقييم هذا الفصل إلى ثلاث مباحث التالية:

المبحث الأول : التعريف بمجال الدراسة.

المبحث الثاني: منهجية الدراسة.

المبحث الثالث: عرض وتحليل النتائج.

المبحث الأول : التعريف بمجال الدراسة

إن سوق الأوراق المالية في السعودية يعد من أبرز الأسواق المالية كونه يشهد تطوراً مستمراً و يعكس النمو الإقتصادي للمملكة مع تنوع الفرص الإستثمارية التي تجذب المستثمرين من مختلف أنحاء العالم.

المطلب الأول: نشأة وتطور السوق المالي السعودي

تعود البدايات التاريخية لسوق الأسهم السعودي إلى عام 1932م حيث تم إنشاء أول شركة مساهمة في المملكة العربية السعودية وهي الشركة العربية للسيارات، وفيما بعد توالى إنشاء شركات أخرى خصوصاً في السبعينات حيث وصل عدد الشركات في عام 1975م إلى 14 شركة مساهمة.

في أوائل الثمانينيات نشأ سوق غير رسمي للأسهم إثر تطور عدد شركات المساهمة، حيث إستمر السوق في العمل بشكل غير رسمي إلى غاية 1984. إلى أن تم إصدار الأمر السامي رقم (123d8) عام 1984 بتنظيم التداول وتم توكيل مهمة الإشراف على نشاط السوق وتنفيذ القواعد المنظمة لعملية التداول إلى مؤسسة النقد العربي السعودي ، حيث عهد إليه بمهمة التنظيم اليومي للسوق، وقد تم حصر الوساطة في تداول الأسهم عن طريق البنوك التجارية بهدف تحسين الإطار التنظيمي للتداول وتم تأسيس الشركة السعودية لتسجيل الأسهم عن طريق البنوك التجارية سنة 1984 التي بدورها قدمت تسهيلات للتسجيل المركزي لشركات المساهمة وتقوم بتسوية الآلية و تقاص جميع عمليات الأسهم و قد أدخل نظام التسوية الآلية و التقاص في عام 1989م وتم تطوير النظام الآلي لمعلومات الأسهم وتشغيله من قبل المؤسسة في عام 1990م. كما قد تم تشغيل نظام تداول ابتداء من أكتوبر 2001 وهو النظام الجديد لتداول الأوراق المالية والتقاص والتسوية وفي سنة 2003 تم تأسيس هيئة السوق المالية بموجب نظام السوق المالية الصادر بالمرسوم الملكي رقم (م /30) وتمثل الجهاز الحكومي

الفصل الثاني: دراسة تحليلية لتأثير سياسة توزيع الأرباح على القيمة السوقية لأسهم المؤسسات المدرجة في سوق الأوراق المالية السعودي

المسؤول عن إدارة وتنظيم السوق المالية السعودية وترتبط مباشرة برئيس مجلس الوزراء وتتمتع الهيئة بالشخصية الاعتبارية والإستقلال المالي و الإداري و تهدف الهيئة لتنظيم وتطوير السوق المالية في المملكة ولها وضع وفرض اللوائح والقواعد الهادفة إلى حماية المستثمرين وضمان العدالة والكفاءة في السوق الأوراق المالية.

يتم ضبط السوق المالي السعودي بمجموعة من القواعد والأنظمة التي تتمثل في:

أ / الإطار التشريعي للسوق المالي السعودي: الإطار التشريعي للسوق المالية في المملكة العربية السعودية يشتمل مجموعة من القوانين والتعليمات التي تسعى لضبط وتحسين أداء السوق ،المالي بما يكفل الشفافية والوضوح ويشمل هذا الإطار على نظام السوق في المالية الصادر بناءا على المرسوم الملكي رقم (م / 30) وتاريخه 2 يونيو 1421 هـ الموافق لـ 31 يوليو 2003، ويشمل من عدة مؤسسات نوجزها في مايلي:

1/ هيئة السوق المالية : نشأت السوق المالية في السعودية ببدايات غير في رسمية في الخمسينات، وإستمر الوضع كذلك إلى أن وضعت الحكومة التنظيمات الأساسية للسوق في الثمانينات، تتولى الهيئة الإشراف على تنظيم و تطوير السوق المالية، وإصدار اللوائح والقواعد والتعليمات اللازمة لتطبيق أحكام نظام السوق المالية بهدف توفير المناخ الملائم للإستثمار في السوق والتأكد من الإفصاح الملائم و الشفافية للشركات المساهمة المدرجة في السوق، كما تتمتع الهيئة بالعديد من الصلاحيات نوجزها في النقاط الآتية¹:

- تنظيم وتطوير السوق المالية وتنمية وتطوير أساليب الأجهزة والجهات العاملة في تداول الأوراق المالية.

¹- الموقع الرسمي لهيئة السوق المالية السعودية، <https://cma/Aboutcma/Pages/default.ASP> ، بتاريخ الإطلاع

الفصل الثاني: دراسة تحليلية لتأثير سياسة توزيع الأرباح على القيمة السوقية لأسهم المؤسسات المدرجة في سوق الأوراق المالية السعودي

- تنظيم ومراقبة الإفصاح في المعلومات المتعلقة بالأوراق المالية والجهات المصدرة لها.
- تنظيم ومراقبة أنشطة الجهات الخاضعة لإشراف هيئة السوق المالية.
- تطوير الضوابط التي تحد من المخاطر المرتبطة بتعاملات الأوراق المالية.

2/ شركة السوق المالية السعودية: شركة تداول هي شركة مساهمة سعودية تم تأسيسها وفقا لنظام السوق المالية ونظام الشركات وهي الجهة الوحيدة المصرح لها بمزاولة العمل في إدراج الأوراق المالية في المملكة وتداولها وتعتبر السوق هي المصدر الرسمي لجميع المعلومات المتعلقة بالصفقات المنفذة للأوراق المالية المتداولة في السوق كما أنها عضو منتسب في المنظمة الدولية لهيئات أسواق المال وعضو في إتحاد البورصات العالمي وإتحاد البورصات العربية.¹

3/مركز إيداع الأوراق المالية: تأسست في عام 2016 بموجب نظام الشركات السعودي الصادر بالمرسوم الملكي رقم م/3 بتاريخ 28/01/1437هـ حيث تعمل "إيداع" على تطوير البنى التحتية والإجراءات لتنفيذ المعاملات طبقا لأفضل الممارسات الدولية كما تهدف الشركة إلى تعزيز كفاءة خدمات وتسجيل الأوراق المالية بما يتماشى مع رؤية المملكة العربية السعودية 2030 من خلال خلق بيئة تعزز التمييز في مختلف قطاعات السوق المالية من بين الخدمات المقدمة من طرف إيداع:

- تشغيل وصيانة نظام الإيداع والتسوية.
- تقديم خدمات عديدة ذات قيمة مضافة مثل إدارة الجمعيات العمومية للمصدرين وخدمات التمويل عن بعد، وإعداد التقارير والإخطارات، وصيانة البيانات الأساسية الهامة.

¹ - الموقع الرسمي لشركة تداول السعودي ، <https://www.saudiexchange.com/wps/saudiexchange> ، بتاريخ

- تسهيل إيداع عمليات حفظ حقوق الملكية والديون والصكوك والسندات و صناديق الإستثمار المتداولة وغيرها من الأدوات المالية في السوق المالية السعودية.

4/ لجنة الفصل في منازعات الأوراق المالية: هي لجنة منشأة من قبل هيئة السوق

المالية، شكلت بتاريخ 01/02/2005 تتكون من مستشارين قانونيين. مختصين يتمتعون بالخبرة في القضايا المالية والأوراق المالية، وتختص لجنة الفصل في المنازعات بالنظر في المنازعات التي تقع في نطاق أحكام السوق المالية ولوائحه التنفيذية ولوائح الهيئة والسوق وقواعدهما.

5/ لجنة الإستئناف: نص نظام السوق المالية على إنشاء لجنة الاستئناف يشكلها

مجلس الوزراء للنظر في القرارات التي تصدرها لجنة الفصل في المنازعات الأوراق المالية ، حيث لها صلاحية ورفض النظر في القرارات التي تصدرها لجنة الفصل في منازعات الأوراق المالية أو تأكيد قراراتها أو إعادة النظر في الشكوى أو الدعوى من جديد إستنادا على المعلومات الثابتة في ملف الدعوى وإصدار القرارات التي تراه مناسبا في موضوع الشكوى.

ب/الإطار التنظيمي للسوق المالي السعودي:

يشمل مجموعة من الأنظمة واللوائح التي تضمن تنظيم السوق بكفاءة يتكون من:

1- البنك المركزي السعودي (ساما) : ينظم البنك المركزي السعودي أعمال المصارف

التجارية والمشتغلين بأعمال مبادلة العملات، ومراقبة أعمال شركات التأمين ومراقبة شركات التمويل ، ومراقبة شركات المعلومات الإئتمانية وهو المصرف المركزي للمملكة العربية السعودية وعضو في بنك التسويات الدولي وعضو في لجنة المدفوعات والتسويات ولجنة بازل للرقابة البنكية .

2- وزارة التجارة: تعمل وزارة التجارة على تعزيز قدرات قطاعي التجارة والاستثمار، وحماية مصالح المستثمرين عبر تطوير ووضع سياسات وآليات تنفيذ فعالة ، تسهم في تحقيق تنمية إقتصادية مستدامة.

3- وزارة الإستثمار: تقوم وزارة الإستثمار بمتابعة وتقييم الأداء وتذليل الصعاب أمام المستثمرين ووضع الدراسات والبحوث وإقتراح الخطط التنفيذية لتعزيز الإستثمارات داخل المملكة.

4- الهيئة السعودية للمراجعين والمحاسبين: تعمل الهيئة السعودية للمراجعين والمحاسبين تحت مظلة وزارة التجارة من خلال مراجعة وتطوير معايير المحاسبة والمراجعة وجميع الأمور التي تؤدي إلى تطوير هذه المهن.

5- هيئة الزكاة والضريبة والجمارك: هيئة الزكاة والضريبة والجمارك هي الجهة الحكومية التابعة لوزارة المالية والمسؤولة عن تحقيق وجباية الزكاة الشرعية، وتحقيق وجباية الضريبة من الخاضعين لها وفقا لما تعني الأنظمة والتعليمات.

المطلب الثاني : خصائص وأهداف السوق المالي.

يتميز السوق المالي السعودي بعدة خصائص رئيسية نذكر أهمها:

1/ خصائص السوق المالي السعودي:

يتميز سوق الأسهم السعودي بحدثة النشأة مقارنة بأسواق الدول المتقدمة يتصف بقلّة عدد الشركات المدرجة أسهمها في السوق المالي بالنظر إلى حجم الإقتصاد السعودي الكبير ويعد حجم المعاملات في السوق محدودا نسبيا مقارنة بعدد الأسهم المصدرة وهو ما يعبر عنه بضيق السوق، الذي يؤدي إلى تقلبات كبيرة في أسعار الأسهم، وتتوزع الشركات المدرجة في سوق الأسهم السعودي على القطاعات الخمسة عشر التالية: المصارف والخدمات المالية،

الفصل الثاني: دراسة تحليلية لتأثير سياسة توزيع الأرباح على القيمة السوقية لأسهم المؤسسات المدرجة في سوق الأوراق المالية السعودي

الصناعات البيتروكيميائية، الإستثمار الصناعي، الإتصالات وتقنية المعلومات، الطاقة والمرافق الخدمية، الزراعة والصناعات الغذائية، التجزئة، التأمين، الإستثمار المتعدد، الإسمنت، التشييد والبناء، التطوير العقاري، النقل، الإعلام والنشر، الفنادق والسياحة، حيث لكل قطاع من هذه القطاعات مؤشر يقيس أداءه من خلال رصد أسعار الأسهم الخاصة بالشركات التابعة للقطاع كما يستخدم المؤشر العام الذي يعرف بـ "تاسي" لقياس الأداء العام للسوق أجمع وهو متوسط مرجح لأسعار أسهم الشركات العاملة في السوق.

2/ أهداف السوق المالي السعودي:

يهدف سوق السعودية المالي إلى تحقيق جملة من الأهداف منها:

- العمل على تحقيق التنمية الاقتصادية من خلال تشجيع الإدخار، و التنمية والوعي الاستثماري وحماية المدخرات.
- تأهيل السوق عن طريقة تطوير أساليب وإجراءات التعامل في الأوراق المالية من خلال إستقطاب الخبرات والابتكارات في هذا المجال.
- توفير وإيصال المعلومة الدقيقة المطلوبة للمستثمر ليتسنى له إتخاذ القرار المناسب.
- خلق فضاء استثماري جاذب وآمن.
- الشفافية والمصداقية في تعاملات البورصة.

المطلب الثالث : الأدوات المالية المستخدمة في السوق المالي السعودي:

الأدوات المالية المستخدمة في السوق المالي السعودي تشمل:

1/ الأسهم : الأسهم هي إستثمارات تمنح حاملها ملكية في شركة معينة ويصبح المستثمرون الأفراد المساهمين في الشركة بمجرد إمتلاكهم أسهما فيها، وعادة ما يختار المستثمرون الإستثمار في أسهم شركة معينة عند التنبؤ بزيادة في الأسعار المستقبلية أو عند توقع توزيع أرباح على المساهمين حيث تعتبر الأسهم من الأوراق المالية الأكثر تداولاً في المملكة العربية السعودية ويغلب تداولها في السوق عبر منصة تداول، كما يمكن للمستثمرين الإستثمار في الأسهم في كل من السوق الرئيسية والسوق الموازية نمو وإنتاج الإستثمار في السوق الرئيسية لجميع أنواع المستثمرين بينما يقتصر الإستثمار في "نمو" على المستثمرين المؤهلين، وتستغرق المدة الزمنية لتسوية الأسهم المتداولة في البورصة يومين عمل ويكون التداول بأكثر من سهم واحد.

2/صناديق المؤشرات المتداولة: صناديق المؤشرات المتداولة هي صناديق إستثمارية تتبع المؤشر و تتداول هذه الصناديق في البورصة تماماً مثل الأسهم خلال ساعات التداول، وتتميز صناديق المؤشرات المتداولة مجملاً بشفافيتها حيث تتبع هذه الصناديق حركة المؤشرات و تتطابق إستثماراتها مع مكونات تلك المؤشرات، لذلك يسهل المالكين معرفة أداء هذه الصناديق من خلال أداء المؤشرات التي تتبعها على أو تحاكيها.

3/صناديق الإستثمار العقارية المتداولة: هي أدوات مالية تسمح لجميع أنواع المستثمرين بالحصول على الإستثمار في سوق العقارات، ويتحقق ذلك من خلال الملكية الجماعية للعقارات المبنية أو المطورة المؤهلة لكسب الدخل الدوري وإيرادات الإيجار، و تتكون صناديق الإستثمار العقارية المتداولة من وحدات حيث تمثل كل وحدة الملكية في العقارات

الفصل الثاني: دراسة تحليلية لتأثير سياسة توزيع الأرباح على القيمة السوقية لأسهم المؤسسات المدرجة في سوق الأوراق المالية السعودي

الأساسية وتشبه وحدات الأسهم تماما وتتداول في السوق الرئيسية لمنصة تداول خلال ساعات محددة.

4/الصكوك والسندات: تعتبر الصكوك وبعض أدوات الدين الحكومية في سوق الدين السعودية أوراقا مالية رئيسية مدرجة ومتاحة للتداول منصة تداول والمدة الزمنية لتسوية سوق السندات هي يومي عمل . وبداية الصكوك والسندات هي أدوات تمويل تستخدمها الحكومات والشركات والمؤسسات لتوفير السيولة اللازمة لتمويل مشاريعها بتكلفة منخفضة نسبيا، كما تحمي محافظ المستثمرين لأنها توفر أدوات إستثمارية منخفضة المخاطر وتحقق عوائد دورية آمنة إلى حد ما.

5/صناديق الإستثمار المشترك: وهي محافظ إستثمارية يديرها مدير صندوق وتهدف إلى توفير فرصة للمستثمرين للمشاركة الجماعية في أرباح الصندوق مقابل رسوم محددة.

6/المشتقات: يعد سوق إطلاق المشتقات إحدى المبادرات الرئيسية لبرنامج تطوير القطاع المالي في إطار رؤية المملكة 2030 والمشتقات هي عقود مالية تعتمد قيمتها على أصل أساسي أو مجموعة أصول.

الأصول الأساسية الأكثر شيوعا للمشتقات هي الأسهم والسندات والسلع والعملات ومؤشرات الأسهم لمؤشر فهي توفر للمستثمرين معيارا أكيد للأوراق المالية وأكثرها سيولة.

المبحث الثاني : منهجية الدراسة

لإختبار معلمات الدراسة سنتطرق في هذا المبحث إلى شرح مختلف الخطوات المنتهجة، إضافة إلى النموذج المعتمد عليه في تبيان العلاقة بين مختلف المتغيرات قيد الدراسة. **المطلب الأول: طرق جمع البيانات والأسلوب الإحصائي المعتمد عليه**

أولاً : طرق جمع البيانات:

يتكون مجتمع الدراسة من الشركات المدرجة في سوق الأسهم السعودي بالتحديد قطاع المواد الأساسية حيث تم إختبار عينة مكونة من 13 شركة التي يتم تداولها في بورصة السعودية بشكل مستمر خلال الخمس سنوات الأخيرة وهذا أخذاً بعين الإعتبار للمعطيات المتوفرة في المؤسسات المعنية بالدراسة، بغية القيام بدراسة تحليلية للنتائج المحصل عليها ومحاولة معرفة أثر سياسة توزيع الأرباح على القيمة السوقية لأسهم المؤسسات، وهذا بالإعتماد على البيانات المالية للمؤسسات المعنية وذلك فيما يخص نصيب السهم من التوزيعات النقدية، ونصيب السهم من الأرباح المحتجزة، والأرباح المحققة لكل سهم وقد تم جمع المعلومات وتصنيفها بما تتوافق وأهداف الدراسة وهذا بناء على جملة من الإعتبارات منها:

- أن تكون المؤسسات مدرجة في سوق السعودية المالي.
 - عدم توقف تداول أسهم المؤسسات خلال فترة الدراسة.
 - ألا تكون المؤسسات قد قامت بعملية الإندماج خلال فترة الدراسة.
 - أن تكون جميع موجودة البيانات المالية المطلوبة خلال فترة الدراسة موجودة.
- وقد تم جمع البيانات المطلوبة خلال لإتمام الدراسة بالإعتماد على المصادر التالية:
- التقارير الإحصائية والسنوية الصادرة عن البورصة محل الدراسة.
 - زيارة مواقع كل من المؤسسات محل الدراسة.

ثانيا : الأسلوب الإحصائي المعتمد عليه

يستخدم الأسلوب الإحصائي في دراسة العلاقة بين متغيرات الدراسة ويعرف هذا الأسلوب بنموذج الإنحدار الخطي المتعدد وهو عبارة عن علاقة متعددة ما بين متغير تابع واحد وعدة متغيرات مستقلة وبهذا يكون نموذج الإنحدار المتعدد على النحو التالي¹:

$$Y_i = B_0 + B_1X_{1i} + B_2X_{2i} + \dots + B_{ki} X_{ki} + u_i \dots \dots (1-3)$$

حيث : Y_i المتغير التابع

X_i : المتغيرات المستقلة

u_i : المتغير العشوائي وهو يتضمن المتغيرات الأخرى وخطأ التقدير

B_0 : ثابت المعادلة

B_k : معاملات الانحدار الجزئي

k : عدد المتغيرات المستقلة

ويتم إختبار قبول الخطي المتعدد أو رفضه بإستعمال مجموعة من الإختبارات وتشمل ما يلي :

1/ إختبار معنوية المعالم (T) Student:

تستخدم إختبار لتقييم معنوية تأثير المتغيرات المستقلة X_1, X_2, \dots, X_k ، في المتغير التابع

Y_i في نموذج الإنحدار المتعدد، وإختبار معنوية (T) تعتمد على فرضيتين:

$$H_0 \text{ * فرضية العدم } B_0 \dots \dots 3B = 2B = 1B = 0_k$$

$$H_1 \text{ * فرضية البديلة } B_1 \neq B_2 \neq B_3 B_k = 0$$

ويعد حساب قيمة تقارن مع قيمتها الجدولية المعطاة في الجداول الخاصة بها عند درجة

الحرية $(h-k)$ ومستوى المعنوية المطلوب $(1\%_5\%)$ لتحديد قبول أو رفض فرضية العدم

¹- حسام علي داود، خالد محمد السواعي، الإقتصاد القياسي بين النظرية والتطبيق بإستخدام **Eviews**، الطبعة الأولى، دار المسيرة للنش والتوزيع، عمان ، 2013 من 156 .

فإذا كانت (T) المحسوبة أكبر من القيمة الجدولية ترفض فرضية العدم وتقبل الفرضية البديلة بمعنى أن المعلمة ذات معنوية إحصائية.¹

2/ معامل التحديد المتعدد (R^2)

هو مقياس إحصائي يستخدم لتقديم قوة العلاقة بين المتغير التابع ومجموعة من المتغيرات المستقلة في نموذج الانحدار الخطي المتعدد وهو يعبر عن نسبة التباين في المتغير التابع الذي يمكن تغييره بواسطة المتغيرات المستقلة وتكون قيمة (R^2) محصورة بين 0 و 1 فإذا كان:²

$R^2=1$ توجد علاقة معنوية تامة بين المتغير التابع والمستقل .

$R^2=0$ لا توجد علاقة بين المتغير التابع والمستقل.

$0 < R^2 < 1$ وجود علاقة معنوية غير تامة بين المتغير التابع والمستقل.

3/ إختبار إحصائية فيشر (F.Satisic) :

يستهدف هذا الإختبار معرفة مدة معنوية العلاقة الخطية بين المتغيرات المستقلة

(X_1, X_2, \dots, X_k) والمتغير التابع (y) و يقوم هذا الإختبار على فرضيتين:

* فرضية العدم H_0 : وتنص على إنعدام العلاقة الخطية بين المتغيرات المستقلة والمتغير

التابع أي: $B_1 = B_2 = \dots = B_k = 0$

* فرضية البديلة H_1 : وتنص على وجود علاقة معنوية بين المتغيرات المستقلة والمتغير التابع

أي: $B_1 \neq B_2 \neq \dots \neq B_k \neq 0$

¹- حسين علي بخيت، سحر فتح الله، الإقتصاد القياسي ، الطبعة العربية، دار اليازوري للنشر والتوزيع، عمان ، 2007، ص 167_169 .

²- جيلالي جيلاطو، الإحصائي التطبيقي، الطبعة الأولى، دار الخلدونية للنشر والتوزيع، الجزائر 2009 ، ص 77.

يتم إختبار المعنوية الكلية للإنحدار بحساب قيمة الإنحدار بحساب القيمة الإحصائية (F) ثم تقارن القيمة المحسوبة مع القيمة الجدولية عند مستوى ثقة معين فإذا كانت القيمة المحسوبة أكبر من القيمة الجدولية (H_1) أما إذا كانت أقل فتقبل فرضية العدم (H_0)

4/الإرتباط الذاتي للأخطاء :

يستخدم إختبار (Durbin Watson) للكشف عن وجود أو عدم وجود إرتباط ذاتي للأخطاء من الدرجة الأولى ويتم حساب الإحصائية (D_W) و التي تمثل النسبة بين مجموع فروق الأخطاء و مجموع مربع هذه الأخطاء ومقارنتها مع القيمتين الجدوليتين D_U و D_2 بهدف حصر قيمة (D_W) لإتخاذ القرار المناسب حول وجود إرتباط ذاتي من الأخطاء.

المطلب الثاني : وصف متغيرات الدراسة

بناء على فرضيات الدراسة فهي تتمحور حول أربعة متغيرات تتمثل في القيمة السوقية للسهم، ربحية السهم نصيب السهم من التوزيعات النقدية، نصيب السهم من الأرباح المحتجزة حيث تم الإعتماد على هاته المتغيرات من أجل معرفة ما إذا كان هناك أثر لسياسة توزيع الأرباح على القيمة السوقية لأسهم المؤسسات محل الدراسة.

1/المتغير التابع :

يتمثل في القيمة السوقية للسهم والحصول على أحسن تمثيل لهذا المتغير سيتم الإعتماد على المتوسط الحسابي للقيمة السوقية للسهم لكل سنة.

الفصل الثاني: دراسة تحليلية لتأثير سياسة توزيع الأرباح على القيمة السوقية لأسهم المؤسسات المدرجة في سوق الأوراق المالية السعودي

وفي ما يلي جدول يوضح مؤشرات القيمة السوقية للمؤسسات محل الدراسة

جدول رقم (2): متوسط القيمة السوقية لأسهم المؤسسات المدروسة

رمز المؤسسة	إسم المؤسسة	ربحية السهم					المتوسط
		2023	2022	2021	2020	2019	
2010	الشركة السعودية للصناعات الأساسية	83.50	98.40	116.00	101.40	93.90	98.64
2250	المجموعة السعودية للإستثمار الصناعي	22.20	21.98	31.15	27.40	24.00	25.34
2290	شركة ينبع الوطنية للبيتروكيماويات	38.05	41.60	68.70	63.90	55.90	53.63
2310	شركة الصحراء العالمية للبيتروكيماويات	34.05	33.95	42.00	17.32	17.96	29.05
3001	شركة أسمنت حائل	12.14	10.98	13.28	16.72	12.20	13.06
3007	شركة زهرة الواحة للتجارة	36.95	31.30	85.40	79.20	47.00	55.97
3004	شركة أسمنت المنطقة الشمالية	10.54	10.78	13.42	12.16	11.84	11.74
3010	شركة الأسمنت العربية	34.45	33.55	37.80	36.85	36.80	35.89
3030	شركة الأسمنت السعودية	52.60	51.00	54.80	61.50	70.10	58
3040	شركة أسمنت القصيم	63.70	61.00	75.70	81.00	66.10	69.52
3050	شركة أسمنت المنطقة الجنوبية	42.55	51.00	70.10	84.30	64.40	62.47
3060	شركة أسمنت ينبع	34.45	35.70	36.20	40.55	38.15	37.01
3080	شركة أسمنت المنطقة الشرقية	38.10	40.25	43.95	41.55	36.00	33.97

المصدر: من إعداد الطالبتين بناء على التقارير المالية المستخرجة من موقع السوق المالي السعودي

الفصل الثاني: دراسة تحليلية لتأثير سياسة توزيع الأرباح على القيمة السوقية لأسهم المؤسسات المدرجة في سوق الأوراق المالية السعودي

يبين الجدول متوسط القيمة السوقية لأسهم المؤسسات عينة الدراسة في سوق الأوراق المالية السعودية (تداول) ، حيث نلاحظ أن أكبر متوسط للقيمة السوقية للأسهم خلال فترة الدراسة قد سجلته شركة سابك بمتوسط 98.64 ريال، ثم تليه شركة اسمنت القصيم حيث سجلت متوسط خلال الفترة 2023، بمقدار 69,52 ثم شركة اسمنت الجنوب بقيمة 62,47 كما كانت متوسط باقي الشركات يتراوح ما بين 58 و 11,74 الذي سجلته شركة اسمنت الشرقية، نلاحظ أيضا أن كل ما إرتفعت القيمة السوقية للسهم كان ذلك راجعا إلى نقص عرض الأسهم للتداول وكثرة الطلب عليها ، أما إذا إنخفض القيمة السوقية للسهم فهو يدل على كثرة العرض ونقص الطلب.

2/ المتغيرات المستقلة: على ضوء تحليل الدراسة النظرية تم الإعتماد مجموعة من

المتغيرات التي تعكس سياسة توزيع الأرباح وتتمثل في :

1-2- ربحية السهم: هي مقياس للكفاءة الشركة في تحقيق الأرباح وتعبر عن نسبة

الأرباح التي تحققها الشركة إلى عدد الأسهم المتداولة ويتم حساب ربحية السهم عادة عن

طريق:

$$\text{ربحية السهم} = \frac{\text{النتيجة المالية}}{\text{إجمالي الأسهم المتداولة}}$$

الفصل الثاني: دراسة تحليلية لتأثير سياسة توزيع الأرباح على القيمة السوقية لأسهم المؤسسات المدرجة في سوق الأوراق المالية السعودي

وفي ما يلي جدول يوضع مؤشرات ربحية السهم للمؤسسات محل الدراسة

جدول رقم (3): متوسط ربحية السهم للمؤسسات المدروسة

رمز المؤسسة	إسم المؤسسة	ربحية السهم					المتوسط
		2023	2022	2021	2020	2019	
2010	الشركة السعودية للصناعات الأساسية	(0.92)	5.51	7.69	0.02	1.73	2.98
2250	المجموعة السعودية للإستثمار الصناعي	0.15	0.41	2.53	0.20	1.35	0.92
2290	شركة ينبع الوطنية للبتروكيماويات	(0.86)	0.74	2.72	1.20	1.94	1.24
2310	شركة الصحراء العالمية للبتروكيماويات	1.60	4.90	4.90	0.24	0.47	2.42
3001	شركة أسمنت حائل	0.25	0.17	0.43	1.09	0.60	0.50
3007	شركة زهرة الواحة للتجارة	1.51	0.70	2.87	1.80	2.52	1.88
3004	شركة أسمنت المنطقة الشمالية	0.32	0.62	0.59	0.60	0.51	1.46
3010	شركة الأسمنت العربية	1.40	1.81	1.62	1.85	2.09	1.75
3030	شركة الأسمنت السعودية	2.49	2.61	2.17	2.98	2.95	2.64
3040	شركة أسمنت القصيم	1.58	1.45	3.24	4.66	4.01	2.98
3050	شركة أسمنت المنطقة الجنوبية	1.40	2.15	3.07	4.35	3.31	2.85
3060	شركة أسمنت ينبع	0.76	1.37	1.01	1.78	1.64	1.31
3080	شركة أسمنت المنطقة الشرقية	2.30	1.67	2.24	2.53	2.10	2.16

المصدر: من إعداد الطالبتين بناء على التقارير المالية المستخرجة من موقع السوق المالي السعودي

الفصل الثاني: دراسة تحليلية لتأثير سياسة توزيع الأرباح على القيمة السوقية لأسهم المؤسسات المدرجة في سوق الأوراق المالية السعودي

يوضح الجدول أعلاه نتائج حساب متوسط ربحية السهم الواحد للمؤسسات المدروسة فإذا كان الهدف الرئيسي للشركات هو تعظيم حقوق المساهمين على المدى الطويل فلا بد عليها السعي لتحقيق هذا الهدف من خلال الإستثمار في مشاريع ذات عوائد عالية ومن هذا المنطلق نلاحظ من خلال الجدول أن أعلى قيمة لربحية السهم حققتها الشركات المدروسة هي (2,98 ريال) لتعبر بذلك عن مقدار المبالغ التي حققتها الشركتين مقابل كل سهم لتقدير قيمتهما مقارنة بباقي الشركات أما أضعف قيمة لربحية السهم بلغت نحو (0,50 ريال) لتعكس بذلك إنحصار كبير في صافي الدخل، وإذ قدرنا معدل المتوسط العام بعده (1,93 ريال) لذا على المؤسسات التي حققت ربحية السهم أقل من (1,93 ريال) أن تعيد النظر في المصاريف التي تؤثر حتما على صافي الدخل أو التقليل من عدد الأسهم القائمة لتحقيق ربحية سهم أعلى.

2-2- نصيب السهم من التوزيعات النقدية: يتمثل في نصيب السهم العادي من

الأرباح الصافية للمؤسسة التي يحصل عليها المستثمر في المستقبل ويتم حسابه كما يلي:

$$\text{نصيب السهم من التوزيعات النقدية : مجموع الأرباح الموزعة} \\ \text{عدد الأسهم المتداولة}$$

الفصل الثاني: دراسة تحليلية لتأثير سياسة توزيع الأرباح على القيمة السوقية لأسهم المؤسسات المدرجة في سوق الأوراق المالية السعودي

* وفي ما يلي جدول يوضح مؤشرات نصيب السهم من التوزيعات النقدية للمؤسسات

محل الدراسة.

جدول رقم (4): متوسط نصيب السهم من التوزيعات النقدية للمؤسسات المدروسة:

رمز المؤسسة	إسم المؤسسة	ربحية السهم					المتوسط
		2023	2022	2021	2020	2019	
2010	الشركة السعودية للصناعات الأساسية	3.40	4.25	4.00	3.00	4.40	3.81
2250	المجموعة السعودية للإستثمار الصناعي	1.00	1.50	1.25	1.00	1.50	1.25
2290	شركة ينبع الوطنية للبيetroكيماويات	1.75	2.75	3.00	2.50	3.50	2.7
2310	شركة الصحراء العالمية للبيetroكيماويات	2.00	3.25	2.24	0.50	0.60	1.71
3001	شركة أسمنت حائل	0.25	0.50	0.50	0.50	-	0.54
3007	شركة زهرة الواحة للتجارة	1.35	0.60	1.00	0.67	1.00	0.92
3004	شركة أسمنت المنطقة الشمالية	0.25	0.50	0.50	0.50	-	0.35
3010	شركة الأسمنت العربية	1.50	2.20	2.75	2.25	1.75	2.09
3030	شركة الأسمنت السعودية	2.50	3.25	3.50	3.50	3.50	2.55
3040	شركة أسمنت القصيم	2.60	2.20	.	4.45	3.45	3.24
3050	شركة أسمنت المنطقة الجنوبية	1.00	1.25	2.50	4.75	3.50	2.6
3060	شركة أسمنت ينبع	1.50	1.50	2.25	2.25	12.00	3.9
3080	شركة أسمنت المنطقة الشرقية	1.60	2.00	2.50	2.50	1.50	2.02

المصدر: من إعداد الطالبتين بناء على التقارير المالية المستخرجة من موقع السوق المالي السعودي

الفصل الثاني: دراسة تحليلية لتأثير سياسة توزيع الأرباح على القيمة السوقية لأسهم المؤسسات المدرجة في سوق الأوراق المالية السعودي

نلاحظ الجدول التالي توزيعات الأرباح لأسهم المؤسسات عينة الدراسة في سوق الأوراق المالية (تداول) خلال فترة الدراسة 2019 - 2023 حيث نلاحظ أن المتوسط للفترة المدروسة للشركات يتراوح ما بين 3,97 و 0,35 ريال سعودي للسهم الواحد ، حيث سجلت شركة اسمنت يتبع أكبر متوسط من التوزيعات النقدية خلال فترة الدراسة بقيمة متوسطة 3.97 وذلك راجع إلى قوة مركز الشركة. في حين سجلت شركة اسمنت الشركة أقل متوسط يقدر بـ 0,35 وهذا يعكس تراجع أرباح الشركة و حاجتها إلى السيولة النقدية لتمويل إستثماراتها.

2-3- نصيب السهم من الأرباح المحتجزة : تعبر عن نسبة صافي الأرباح التي لم

توزعها الشركة على مساهميها في صورة توزيعات أسهم أو غيره ويتم حسابه عن طريق:

$$\text{نصيب السهم من الأرباح المحتجزة} = \text{ربح السهم} - \text{نصيب السهم من التوزيعات النقدية}$$

الفصل الثاني: دراسة تحليلية لتأثير سياسة توزيع الأرباح على القيمة السوقية لأسهم المؤسسات المدرجة في سوق الأوراق المالية السعودي

وفي ما يلي جدول يوضح مؤشرات نصيب السهم من الأرباح المحتجزة للمؤسسات محل

الدراسة

جدول رقم (5): متوسط نصيب السهم من الأرباح المحتجزة

رمز المؤسسة	إسم المؤسسة	ربحية السهم					المتوسط
		2023	2022	2021	2020	2019	
2010	الشركة السعودية للصناعات الأساسية	-	1.26	3.69	-	-	0.99
2250	المجموعة السعودية للإستثمار الصناعي	-	-	1.28	-	-	0.25
2290	شركة ينبع الوطنية للبتروكيماويات	-	-	-	-	-	-
2310	شركة الصحراء العالمية للبتروكيماويات	-	1.65	2.66	-	-	0.86
3001	شركة أسمنت حائل	-	-	-	0.59	0.60	0.25
3007	شركة زهرة الواحة للتجارة	0.16	0.60	1.87	1.30	1.52	0.99
3004	شركة أسمنت المنطقة الشمالية	0.06	-	-	0.10	0.51	0.13
3010	شركة الأسمنت العربية	-	-	-	-	0.34	0.06
3030	شركة الأسمنت السعودية	-	-	-	-	-	-
3040	شركة أسمنت القصيم	-	-	-	0.21	0.56	0.15
3050	شركة أسمنت المنطقة الجنوبية	0.4	0.9	0.57	-	-	0.37
3060	شركة أسمنت ينبع	-	-	-	-	-	-
3080	شركة أسمنت المنطقة الشرقية	0.7	-	-	0.03	0.60	0.26

المصدر: من إعداد الطالبتين بناء على التقارير المالية المستخرجة من موقع السوق المالي السعودي

الفصل الثاني: دراسة تحليلية لتأثير سياسة توزيع الأرباح على القيمة السوقية لأسهم المؤسسات المدرجة في سوق الأوراق المالية السعودي

يظهر الجدول نتائج السهم من الأرباح المحتجزة (13 شركة لمدة 5 سنوات ويتبين أن قيم الإحتجاز يتراوح بين (0 ريال و 0.99 ريال) للسهم حيث بلغت أعلى قيمة كمتوسط (0,99 ريال) للسهم للشركة السعودية للصناعات الأساسية وشركة زهرة الواحة للتجارة وهذا ما يعبر عن القيمة الإيرادية للشركتين وهذا مؤشر على استقرار موقعها المالي ، أما أقل قيمة إحتجاز قد بلغت (0 ريال للسهم) لبعض الشركات التي لا تقوم بإحتجاز الأرباح وهذا ما يعكس ضعف وضعها المالي وهو مؤشر على خسائر ذات قيمة تتجاوز ما تحققه الشركات من الأرباح بحيث تلجأ لعدم إحتجاز الأرباح من أجل وضع حد أمان لمواجهة التقلبات الغير متوقعة.

المبحث الثالث: عرض نتائج الدراسة

يتناول هذا المبحث تقييم أدوات القياس للتحقق من مدى ملائمتها وذلك عن طريق استعراض الأساليب الإحصائية المستخدمة لتغير البيانات والتحقق من صحة فرضيات الدراسة.

*** تحليل بيانات عينة الدراسة**

تركز الدراسة بناءً على نموذجها و فرضياتها على أربعة متغيرات رئيسية المتغير الأول هو القيمة السوقية للسهم والذي يعتبر المتغير التابع في الدراسة أما المتغيرات المستقلة فتشمل ربحية السهم، نصيب السهم من من التوزيعات النقدية، نصيب السهم من الأرباح المحتجزة يتطلب عرض هذه المتغيرات وشرح كيفية حسابها لتحليل النتائج وتفسير الفرضيات التي تهدف الدراسة إلى إثباتها.

المطلب الأول : اختبار صلاحية النموذج :

تم التحقق من صحة النموذج عبر تحليل بياناته للتأكد من مطابقته للنموذج الخطي العام.

أولاً: تحديد نوع توزيع المجتمع

جدول رقم (6): التوزيع الطبيعي

Tests of Normality

	Kolmogorov-Smirnov ^a			Shapiro-Wilk		
	Statistic	df	Sig.	Statistic	df	Sig.
Y	,127	13	,200*	,957	13	,707
X1	,115	13	,200*	,947	13	,548
X2	,104	13	,200*	,960	13	,751
X3	,263	13	,014	,799	13	,007

*. This is a lower bound of the true significance.

a. Lilliefors Significance Correction

المصدر: مخرجات ونتائج ال spss

إستناداً إلى البيانات المقدمة يمكن إستنتاج ما يلي:

- 1- النتيجة الموضحة في الجدول السابق تبين أن $\text{sig} = 0,014$ الأرباح المحتجزة وهي أقل من مستوى الدلالة $0,05$ وبالتالي نرفض الفرضية الصفرية التي تقول أن نصيب السهم من التوزيعات النقدية لا تتبع التوزيع الطبيعي.
- 2- بالنسبة لباقي المتغيرات نجد أن قيمة الدلالة sig أكبر من $0,05$ وبالتالي نقبل الفرضية

الفصل الثاني: دراسة تحليلية لتأثير سياسة توزيع الأرباح على القيمة السوقية لأسهم المؤسسات المدرجة في سوق الأوراق المالية السعودي

الصفريّة القائلة أن (القيمة السوقية للسهم، ربحية السهم، نصيب السهم من الأرباح المحتجزة) تتبع التوزيع الطبيعي.

ثانياً: إختبار الإرتباط الخطي المتعدد :

تم إستخدام معامل إرتباط بيرسون ومعامل تضخم التباين ومعامل السماحية Tolerance لمعرفة معاملات الإرتباط بين المتغيرات المستقلة والتي من خلالها يمكن الكشف عن مشكلة الإرتباط الخطي المتعدد بين متغيرات الدراسة.

جدول رقم (7): إختبار الإرتباط بين المتغيرات المستقلة وفق معامل بيرسون

Coefficients^a

Statistiques de colinéarité

Modèle		Tolérance	VIF
1	(Constante)		
	X1	,553	1,807
	X2	,624	1,602
	X3	,760	1,315

الصدر: مخرجات ونتائج ال spss

1- تشير البيانات المقدمة في الجدول إلى أن جميع القيم تتراوح بين 0,10 و 1 مما يعكس عدم وجود دلائل تشير إلى مشكلة الارتباط الخطي المتعدد ، أي أن القيم المستقلة لا تظهر إرتباطاً خطياً قوياً فيما بينها، مما يسمح بتحليل البيانات دون التأثير بالتعددية الخطية.

2- تظهر قيم Vif لأقل من 10 جميعاً أن النموذج لا يعاني من مشكلة الارتباط الخطي المتعدد مما يعني أن المتغيرات المستقلة في النموذج لا ترتبط ارتباطاً وثيقاً ببعضها البعض بشكل يؤثر سلباً على دقة التنبؤات.

ويظهر الجدول التالي الارتباط وفقاً لمعامل بيرسون

الجدول رقم (8): إختبار العلاقة بين المتغيرات المستقلة

Corrélations

		Y	X1	X2	X3
Corrélacion de Pearson	Y	1,000	,753	,722	,347
	X1	,753	1,000	,529	,351
	X2	,722	,529	1,000	-,104
	X3	,347	,351	-,104	1,000
Sig. (unilatéral)	Y	.	,001	,003	,123
	X1	,001	.	,031	,120
	X2	,003	,031	.	,368
	X3	,123	,120	,368	.
N	Y	13	13	13	13
	X1	13	13	13	13
	X2	13	13	13	13
	X3	13	13	13	13

المصدر: مخرجات ونتائج ال spss

يتضح من الجدول المذكور أعلاه بخصوص علاقة المتغيرات أن هناك ارتباط قوي ومعنوي عند مستوى معنوية قدره 0,05 بين متغيرات الدراسة، حيث يشير معامل الارتباط بين ربحية السهم ونصيب السهم من التوزيعات النقدية الذي بلغ 0,031 إلى وجود علاقة قوية

الفصل الثاني: دراسة تحليلية لتأثير سياسة توزيع الأرباح على القيمة السوقية لأسهم المؤسسات المدرجة في سوق الأوراق المالية السعودي

ومعنونة بين هذين المتغيرين ، أما معامل الارتباط لنصيب السهم من التوزيعات التوزيعات النقدية ونصيب السهم من الأرباح المحتجزة فقد بلغ 0.36 وهو أكبر من 0,05 وهو دلالة على عدم وجود ارتباط معنوي بين المتغيرين وهو الأمر الذي ينطبق على نصيب السهم من الأرباح المحتجزة مع ربحية السهم الذي قدر الارتباط فيها بـ 0,123.

المطلب الثاني : إختبار وتحليل نتائج الفرضيات

سيتم في هذا المطلب تقديم نتائج فحص فرضيات الدراسة وتحليلها بناء على النتائج

المستخرجة من البرنامج الإحصائي SPSS

أولاً : الوصف الإحصائي لمتغيرات الدراسة

جدول رقم (9): الإحصاءات الوصفية لمتغيرات الدراسة

Statistiques des résidus^a

	Minimum	Maximum	Moyenne	Ecart type	N
Valeur prédite	9,6614	87,6394	45,4069	21,3527	13
de Student	-26,70549	14,9321	,00000	11,5957	13
Valeur prédite standard	-1,674	1,978	,000	1,000	13
Résidus standard	-1,994	1,115	,000	,866	13

المصدر: مخرجات ونتائج ال spss

الإحصاءات الوصفية لمتغيرات الدراسة:

نلاحظ من خلال الحول أن أعلى قيمة لسعر السهم للمؤسسة عينة الدراسة قدر بلغ 87.6394 ريال سعودي بمتوسط حسابي قدر بـ 45,4069 ريال بإنحراف معياري بلغ

الفصل الثاني: دراسة تحليلية لتأثير سياسة توزيع الأرباح على القيمة السوقية لأسهم المؤسسات المدرجة في سوق الأوراق المالية السعودي

21,35272 وهو ما يعني أن هناك تشتت كبير بين سعر الأسهم في بورصة السعودية عن وسطها الحسابي وبالتالي فالمستثمر فرد كان أو شركة يمكنه أن يفاضل بين هذه الأسهم من خلال أدائها

- نجد أن مستوى الربحية منخفض من حيث بلغت القيمة الوسطية للربحية 00 ريال بإنحراف معياري قدره 11,59571 بمدى يتراوح بين -26,70549 إلى 14,39211.

- كما نلاحظ أن القيمة الوسطية لنصيب السهم من التوزيعات النقدية ونصيب السهم من الأرباح المحتجزة كانت معدومة بإنحراف معياري قدر بـ 1,00 و 0,866 على التوالي بينما حصرت قيمة نصيب السهم من التوزيعات النقدية بين (1,674_-1,978) ، فيما كانت أدنى قيمة لنصيب السهم من الأرباح المحتجزة تبلغ -1,994، و أعلى قيمة قدرت بـ 1,115.

مما سبق تحليله نجد أن مؤسسات عينة الدراسة تختلف توزيعاتها النقدية وأرباحها المحتجزة باختلاف ربح السهم لكل شركة السياسة المتبعة فيها.

ثانياً: اختبار معنوية النموذج

في مرحلة تحليل البيانات نقوم بتقييم تأثير سياسة توزيع الأرباح على القيمة السوقية لأسهم المؤسسات عينة الدراسة ونستخدم لهذا الغرض معادلة الانحدار الخطي المتعدد، ونعتمد في تقديراتنا على طريقة المربعات الصغرى العادية التي تعرض نتائجها في هذه الجدول:

جدول رقم (10): اختبار معامل التحديد

Récapitulatif des modèles^b

Modèle	R	R-deux	R-deux ajusté	Erreur standard de l'estimation	Modifier les statistiques	
					Variation de R-deux	Variation de F
1	,879 ^a	,772	,696	13,38957	,772	10,173

المصدر: مخرجات ونتائج ال spss

في سياق تقييم دقة النموذج ، يشير إختبار معامل التحديد إلى أن النموذج مقبول، إذ تقدر قيمة معامل التحديد بـ 0,772 مما يعني أن المتغيرات المفسرة المعتمدة في هذا النموذج قد تمكن من تفسير 77,2% من التغيرات في المتغير التابع الذي يتمثل في توزيع الأرباح وإحتجاز الأرباح وربحية السهم مقارنة بالقيمة السوقية لأسهم الشركات المدروسة أما النسبة المتبقية والتي تقدر بـ 22,8% فتعود للخطأ العشوائي.

ANOVA^a

Modèle		Somme des carrés	ddl	Carré moyen	F	Sig.
1	Régression	5471,262	3	1823,754	10,173	,003 ^b
	de Student	1613,526	9	179,281		
	Total	7084,788	12			

المصدر: مخرجات ونتائج ال spss

بالنسبة للمعنوية الكلية للنموذج والتي يمكن إختيارها من خلال إختبار فيشر فقد جاءت مقبولة حيث أن قيمة فيشر قدرت بـ 179.281 وهي معنوية إحصائياً عند مستوى معنوية قدره

الفصل الثاني: دراسة تحليلية لتأثير سياسة توزيع الأرباح على القيمة السوقية لأسهم المؤسسات المدرجة في سوق الأوراق المالية السعودي

50% وذلك ما يتضح من خلال مستوى معنوية الإختبار المقدر بـ 0,03% وبالتالي نرفض الفرضية الصفرية ونقبل الفرضية البديلة .

ثالثاً: إختبار فرضيات الدراسة .

تتبنى هذه الدراسة على فرضيات تتضمن :

- يوجد أثر ذو دلالة إحصائية بين كل المتغيرات المستقلة والمتغير التابع في المؤسسات محل الدراسة.
- لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية بين كل المتغيرات المستقلة والمتغير التابع في المؤسسات محل الدراسة.

التحليل بواسطة الإنحدار الخطي المتعدد:

من خلال إستخدام برنامج ال spss وتطبيق طريقة الإنحدار الخطي المتعدد يتم تحليل هذه الفرضيات كالاتي:

الفصل الثاني: دراسة تحليلية لتأثير سياسة توزيع الأرباح على القيمة السوقية لأسهم المؤسسات المدرجة في سوق الأوراق المالية السعودي

جدول رقم (11): إختبار الإنحدار الخطي المتعدد:

y	$-6.365+10.623x_1 +11.811x_2 +18.856 x_3$		
R	0.879		
Sig	0.03		
Sig	0.129	0.021	0.160
T	1.672	2.721	1.533
F	10.173		
B	0.358	0.562	0.280

المصدر: من إعداد الطلبة بناء على نتائج ال spss

- لا توجد دلالة إحصائية بين ربحية السهم و القيمة السوقية للسهم لأن $t = 1.672$ وهي أقل من 2 بالإضافة إلى أن قيمة المعلمة بيتا بلغت 10.623 و هو غير معنوي إحصائيا حيث قدرت مستوى المعنوية له ب 0.129 و التي هي أكبر من مستوى معنوية الإختبار 0.05 حيث يؤثر بنسبة 35.8% في المتغير التابع و بهذا ننفى الفرضية الأولى.

- توجد دلالة إحصائية بين التوزيعات النقدية و القيمة السوقية للسهم لأن $t = 2.791$ وهي أكبر من 2 و قدرت قيمة بيتا التوزيعات النقدية ب 11.811 و هي معنوية إحصائية حيث قدرت مستوى المعنوية لها ب 0.02 و التي هي أقل من مستوى معنوية الاختيار المقدر ب 0.05 مما يعني أن هناك علاقة طردية وقوية بين التوزيعات النقدية والمتغير التابع بنسبة تأثير إيجابية قدرت ب 56.2% و ونؤكد صحة الفرضية الثانية.

الفصل الثاني: دراسة تحليلية لتأثير سياسة توزيع الأرباح على القيمة السوقية لأسهم المؤسسات المدرجة في سوق الأوراق المالية السعودي

- لا توجد دلالة إحصائية بين الأرباح المحتجزة و القيمة السوقية للسهم لأن $t = 1.533$ و هي أقل من 2 مما قدرت قيمة بيتا ب 18.856 و هي غير معنوية إحصائية حيث قدرت مستوى المعنوية لها ب 0.160 وتؤثر بنسبة 28% في المتغير التابع و منه و ننفى الفرضية الثالثة.

خلاصة الفصل:

تعد هذه الدراسة بمثابة الفاصل لما تم التوصل إليه في الجانب النظري حيث تبرز الدور الحاسم لسياسة توزيع الأرباح في تعزيز القيمة السوقية للأسهم ، من خلال تحليل إحصائي لتأثير سياسة توزيع الأرباح على قيمة الأسهم في الشركات المدرجة بالبورصة السعودية حيث تم الإعتماد على مؤشرات مالية محددة كالقيمة السوقية للسهم كمتغير تابع ومؤشرات الربحية للسهم، التوزيعات النقدية، والأرباح المحتجزة كمتغيرات مستقلة .

النتائج تشير إلى أن سياسة توزيع الأرباح تمثل 722% من تقلبات القيمة السوقية للأسهم في حين ترجع النسبة المتبقية - البالغة 22,80% إلى عوامل أخرى غير مرتبطة بتوزيع الأرباح ويظهر التحليل أن النسبة الكبيرة من التوزيعات النقدية للسهم لها تأثير إيجابي ملحوظ على القيمة السوقية مما يعكس تفضيل المستثمرين في السوق السعودي للربحية العالية للسهم وميلهم للإحتفاظ بالأرباح ويمكن يغير هذا السلوك الإستثماري بأن الشركات المدرجة توزع أرباحا بمعدلات مرتفعة مما يسمى تعزيز أسعار أسهمها في السوق وهو ما ينطبق على الأرباح المحتجزة وربحية السهم ولكن بدرجة أقل

خاتمة

تعد سياسة توزيع الأرباح أداة رئيسة لإدارة الثروات بين المستثمرين، إذ تمكن الشركات من تأمين التمويل الذاتي عبر الاحتفاظ بالأرباح، مما يغنيها عن الإعتماد على مصادر خارجية، تتطلب هذه السياسة تقييما دقيقا للخيارات بين توزيع الأرباح لإظهار الوضعية المالية الجيدة للشركة وبين الاحتفاظ بها لضمان تمويل كاف للإستثمارات المستقبلية، فإذا كان المستثمرون يتوقعون عوائد عالية من إستثماراتهم في الشركة عبر التوزيعات الدورية، فإن الشركة تستفيد من الأرباح المحتجزة لتعزيز نموها وزيادة القيمة السوقية لأسهمها، وقد أثار هذا النهج جدلا واسعا حول تأثير سياسة توزيع الأرباح على قيمة السهم السوقية حيث يرى بعض الخبراء أنه لا تأثير لها، بينما يعتقد آخرون أن لها تأثير ملحوظا خاصة عندما يختلف معدل العائد المتوقع عن المعدل المطلوب، ويثير هؤلاء، إلى أن الإفراط في الإحتفاظ بالأرباح قد يؤدي إلى تقليل القيمة السوقية للسهم.

1- نتائج الدراسة:

يمكن تلخيص أهم النتائج المتوصل إليها في النقاط التالية:

- سياسات توزيع الأرباح قد تختلف من مؤسسة إلى أخرى وهذا راجع إلى عدم وجود قاعدة موحدة حيث تتأثر بالسياسات المالية، الظروف الإقتصادية وأهداف الشركة، مما يستلزم تقييما مستمرا لتحديد السياسة المناسبة.
- النتائج تؤكد على أن المستثمرين يفضلون الحصول على التوزيعات النقدية فورا وفقا لنموذج جوردن ولينتر ويرجع هذا التفصيل للقيمة الزمنية للمال وإمكانية تحقيق عوائد الحصول على التوزيعات المادية إضافية من خلال الإستثمار الفوري لهذه التوزيعات.
- توجد علاقة طردية بين التوزيعات النقدية و القيمة السوقية لأسهم المؤسسات عينة الدراسة حيث تؤثر بشكل كبير على قيمة السهم في السوق و ذلك إستنادا إلى تحليل العينة المختارة

خلال الفترة الزمنية للدراسة مما يؤكد أن المستثمرين في هذه السوق يولون إهتماما كبيرا للتوزيعات النقدية كأولوية رئيسية.

- لا توجد علاقة إحصائية لكل من ربحية السهم و الأرباح المحتجزة مع القيمة السوقية لأسهم المؤسسات عينة الدراسة حيث لا يأتزان على المتغير التابع.

- خلال فترة الدراسة 2019 - 2023 لم يتخطى متوسط توزيع الأرباح للسهم الواحد في الشركات المدروسة حاجز ال 3 ريالات للسهم مما يعكس قيمة توزيعية متدنية للأرباح .

_العائد النقدي الموزع يؤثر بشكل كبير على تقييم الأسهم، بينما يكون تأثير ربحية السهم أقل نسبيا .

2- التوصيات:

في إطار النتائج المتحصل عليها من التحليل النظري والتطبيقي لهذه الدراسة نوصي بمايلي:

- ضرورة الإفصاح الكامل والدقيق عن المعلومات المالية للشركات المدرجة في أسواق الأوراق المالية من تقييم أداء الشركات المعلومات المالية لتعزيز شفافية السوق وتمكين المستثمرين من تقييم أداء الشركات.

- توظيف إستراتيجية توزيع الأرباح لتعزيز القيمة السوقية لأسهم الشركة بدلا من مجرد إعتبارها آلية منتظمة لتقاسم الأرباح المتبقية.

- ضرورة سعي الشركات لتحليل وبحث المعطيات المؤثرة في القيمة السوقية لأسهمها، مع التركيز بشكل خاص على إستراتيجية توزيع الأرباح لتطوير نهج مثالي يساهم في رفع قيمة الأسهم إلى أقصى حد ممكن.

3- آفاق الدراسة:

في ختام هذه الدراسة يمكن أن نقترح بعض المواضيع التي تبينت من خلال النتائج أنها جديرة بالدراسة و الاهتمام نذكر منها:

- دراسة تأثيرات السياسة المالية على قرارات المستثمرين: تحليل كيفية تأثير إعلانات توزيع الأرباح على سلوك المستثمرين و قراراتهم الإستثمارية.

- دراسة التأثير على السلوك التمويلي للشركات: تحليل كيف تؤثر سياسة توزيع الأرباح على خيارات التمويل التي تتخذها الشركات مثل الإقراض مقابل إصدار أسهم جديدة .

- دراسة التأثير على إستراتيجيات النمو: تحليل كيف يمكن لسياسة توزيع الأرباح أن تؤثر على إستراتيجيات النمو و التوسع للشركة و على قدرتها على الإستثمار في فرص جديدة.

قائمة المصادر

والمراجع

قائمة المراجع:

أولا : المراجع باللغة العربية

1/الكتب :

- 1- دريد كامل آل شبيب. إدارة مالية الشركات المتقدمة ، دار المسيرة للنشر و التوزيع عمان، الأردن ، 2010.
- 2- أسعد حميد العلي، الإدارة المالية - الأسس العلمية والتطبيقية، دار وائل للنشر، عمان، الأردن ، ط1، 2010.
- 3- الزبيدي حمزة الإدارة المالية المتقدمة مؤسسة الوراق ، للنشر والتوزيع عمان، الأردن ، 2004.
- 4- براق محمد ، عزيزي حمزة، مدخل إلى السياسة المالية للمؤسسة دار النشر، المكتب الجامعي الحديث ، مصر 2015.
- 5- فيصل محمود الثراوة، مبادئ الإدارة المالية - (الايطار النظري ومعني عملي - التمويل ، الاستثمار ، التخطيط، التحليل المالي) ، دار المسيرة للنشر و التوزيع، عمان الأردن، ط1، 2013.
- 6- ثعبان محمد إسلام البراوي، بورصة الأوراق المالية من منظور إسلامي، دار الفكر المعاصر للنشر ط1، دمشق 2002.
- 7- هين بني هاني، الأسواق المالية، دار الكندي للنشر، عمان، الأردن ، 2002، 2013.
- 8- طارق عبد العال، التحليل الفني والأساسي للأوراق المالية ، دار الجامعة للنشر الإسكندرية، مصر 2006.
- 9- عبد القادر السيد متولى، الأسواق المالية والنقدية في عالم متغير دار الفكر للنشر، ط1، عمان، الأردن، 2010.
- 10- محمد صلاح الحناوي، ، تحليل وتقييم الأسهم والسندات، مدخل الهندسة المالية ، الدار الجامعية للنشر والتوزيع، الإسكندرية ،مصر 1998.
- 11- محمد عوض عبد الجواد أ.علي إبراهيم، الإستثمار في البورصة، (أسهم، سندات، أوراق

- مالية) ، دار الحامد للنشر و التوزيع ، ط1، عمان، الأردن 2017,2018.
- 12- حسين علي بخيت، سحر فتح الله الاقتصاد القياسي، الطبعة العربية، دار اليازوري، للنشر و التوزيع، عمان 2007.
- 13- جيلالي جيلاطو، الإحصائي التطبيقي ، ط1، دار الخلدونية للنشر والتوزيع، الجزائر 2009.
- 2- المجلات والملتقيات:**
- 1- علام محمد موسى حمدان، العلاقة بين الحاكمة للمؤسسة وتوزيعات الأرباح وتأثيرها بصعوبات التمويل الخارجي، دراسة ميدانية ، مجلة الأردنية في إدارة الأعمال، المجلد 10، العدد 01، الأردن 2014.
- 2- رشيد حفصي ، دراسة تحليل أثر سياسة توزيع الأرباح على أداء الأسهم المؤسسات في السوق المالي لدبي 2011_2014، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، الجزائر، مجلة الجزائرية للدراسات المحاسبية والمالية، العدد 02 ، جوان 2016.
- 3- نضال عمر زلوم ، إسحاق محمد الشعار، (أثر التوزيعات على قرار الاستثمار في ضوء جودة التقارير المالية - دراسة ميدانية) ، المجلة الأردنية للعلوم الإقتصادية، العدد الأول 2015.
- 4- زرقون محمد ، أثر الإكتتاب العام على سياسة توزيع الأرباح في المؤسسة الإقتصادية المسعرة في البورصة - دراسة مقارنة المؤسسة تسيير فندق الأوراسي، الجزائر، مجلة البحث جامعة ورقلة، العدد الثامن 2010.
- 5- محمد عبد الحفيظي، كيفية تقييم الأوراق المالية - الأسهم والسندات في سوق رأس المال، مجلة البديل الإقتصادي العدد الثاني، الجزائر.
- 6- سهيل عبيسي محمد، كيف تستثمر بسوق الأسهم حالة سلطنة عمان، الأردن المكتب، الوطنية 2012.
- 7- أ. بثينة محمد ، نموذج مقدم ح لدراسة تأثير القرارات المالية على القيمة السوقية لأسهم

الشركات - دراسة حالة عينة من الشركات في الصناعات البيتروكيماوية المدرجة في سوق السعودية للأوراق المالية للفترة المحددة (2010_2014) ، مجلة الجزائرية للاقتصاد والمالية ، العدد 7، أبريل 2017 ، المولد الثاني.

3- الرسائل الجامعية:

1- العباسي حسين صبحي حسن، دور الهندسة المالية في إدارة الموجودات والمطلوبات دراسة تطبيقية لعينة من شركات مساهمة عراقية، رسالة ماجستير /غير منشورة () ، كلية الإدارة والإقتصاد ، جامعة الموصل، 1999.

2- عدمان فائزة، سياسة توزيع الأرباح وأثرها ، على القيمة السوقية لأسهم المؤسسات الإقتصادية المدرجة في البورصة، دراسة قياسية لأسهم البنوك المدرجة في بورصة عمال خلال الفترة 2005-2013، رسالة ماجستير مقدمة إلى جامعة الجزائر 3 - سنة 2016، 2017.

3- أحمد بن محمد الخليل : الأسهم والسندات وأحكامها في الفقه الإسلامي ، أروحة دكتوراه، منشورة، ط2، السعودية، 1426.

4- عبد الكريم بوحادرة، أثر إختيار الهيكل المالي على قيمة المؤسسة_ دور سياسة توزيع الأرباح في تحديد القيمة السوقية، مذكرة ماجستير غ منشورة، تخصص إدارة مالية قسم علوم التسيير، جامعة منتوري، قسنطينة 2012.

5- شراب صباح، أسامة علي، أثر الإعلان عن التوزيعات الأرباح على أسعار الأسهم، الشركات المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية - دراسة تطبيقية رسالة ماجستير .

6- زيرام وليد، أثر سياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة، دراسة مقارنة بين السوق المالية السعودية والمغربية خلال (2003 - 2011) ، مذكرة ماجستير غ منشورة، سطيف 2011-2012.

7- الجرصاوي حليلة خليل ، دور التحليل المالي للمعلومات المالية المنشورة في القوائم المالية التبو بأسعار الأسهم، دراسة تطبيقية على المنشأة المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية، رسالة ماجستير في المحاسبة والتمويل، كلية التجارة، الجامعة الإسلامية، غزة فلسطين.

ثانيا: المراجع باللغة الأجنبية

- 1- Franck Bancl, layou verranc edes entreprises economica Paris, France 1997.
- 2- les S. Redding Firm Size and Dividend Pagouts- Journal cof financial intr meditation 6.1997.
- 3- Aswath Damodaran, Finance D'entreprise theoricet pratique-de boesk Bruxelles, rève echtican – 2006.
- 4- John. D. Stow and cather Analysis equity woortement. Voluation.
- 5- Wild John J. Financial Accounting. Information for Irwin 2003.
- 6- les théorèmes Miller I effet de livier la valeur des actifs financiers et la relation cours de politique économique d'M.vial Automme 2006.

رابعاً: المواقع الإلكترونية.

- الموقع الرسمي لهيئة السوق المالية السعودية : <https://cma/About>
cma/pages/default.Asp

- الموقع الرسمي لشركة تداول السعودي / <https://www.saudie> xxhangess/
wps/saudie xchange.

الملاحق

Régression

Remarques

Sortie obtenue		11-MAY-2024 00:19:34
Commentaires		
Entrée	Jeu de données actif	Jeu_de_données0
	Filtre	<sans>
	Pondération	<sans>
	Scinder un fichier	<sans>
	N de lignes dans le fichier de travail	13
Gestion des valeurs manquantes	Définition de la valeur manquante	Les valeurs manquantes définies par l'utilisateur sont traitées comme étant manquantes.
	Observations utilisées	Les statistiques sont basées sur des observations dépourvues de valeurs manquantes dans les variables utilisées.

Syntaxe		<pre> REGRESSION /DESCRIPTIVES MEAN STDDEV CORR SIG N /MISSING LISTWISE /STATISTICS COEFF OUTS CI(95) BCOV R ANOVA COLLIN TOL CHANGE ZPP SELECTION /CRITERIA=PIN(.05) POUT(.10) TOLERANCE(.0001) /NOORIGIN /DEPENDENT Y /METHOD=ENTER X1 X2 X3 /SCATTERPLOT=(*ZR ESID ,*ZPRED) /RESIDUALS PRESS DURBIN NORMPROB(ZRESID) /CASEWISE PLOT(ZRESID) ALL. </pre>
Ressources	Temps de processeur	00:00:03,86
	Temps écoulé	00:00:01,26
	Mémoire requise	3472 octets
	Mémoire supplémentaire obligatoire pour les tracés résiduels	520 octets

[Jeu_de_données0]

Statistiques descriptives

	Moyenne	Ecart type	N
Y	45,4069	24,29813	13
X1	1,9300	,81802	13
X2	2,1292	1,15595	13
X3	,3246	,36045	13

Corrélations

		Y	X1	X2	X3
Corrélation de Pearson	Y	1,000	,753	,722	,347
	X1	,753	1,000	,529	,351
	X2	,722	,529	1,000	-,104
	X3	,347	,351	-,104	1,000
Sig. (unilatéral)	Y	.	,001	,003	,123
	X1	,001	.	,031	,120
	X2	,003	,031	.	,368
	X3	,123	,120	,368	.
N	Y	13	13	13	13
	X1	13	13	13	13
	X2	13	13	13	13
	X3	13	13	13	13

Variables introduites/éliminées^a

Modèle	Variables introduites	Variables éliminées	Méthode
1	X3, X2, X1 ^b	.	Introduire

a. Variable dépendante : Y

b. Toutes les variables demandées ont été introduites.

Récapitulatif des modèles^b

Modèle	R	R-deux	R-deux ajusté	Erreur standard de l'estimation	Modifier les statistiques	
					Variation de R-deux	Variation de F
1	,879 ^a	,772	,696	13,38957	,772	10,173

Récapitulatif des modèles^b

Modèle	Modifier les statistiques			Critères de sélection		
	ddl1	ddl2	Sig. Variation de F	Critère d'information d'Akaike	Critère de prévision d'Amemiya	Critère de prévision de Mallows
1	3	9	,003	70,676	,430	4,000

Récapitulatif des modèles^b

Modèle	Critères de sélection		
	Critère bayésien de Schwarz	PRESS	Durbin-Watson
1	72,936	4435,532	2,330

a. Prédicteurs : (Constante), X3, X2, X1

b. Variable dépendante : Y

Coefficients^a

Modèle		Intervalle de confiance à 95,0% pour B		Corrélations		
		Borne inférieure	Borne supérieure	Corrélation simple	Partielle	Partielle
1	(Constante)	-29,673	16,943			
	X1	-3,746	24,992	,753	,487	,266
	X2	2,239	21,384	,722	,681	,444
	X3	-8,963	46,674	,347	,455	,244

Coefficients^a

Modèle		Statistiques de colinéarité	
		Tolérance	VIF
1	(Constante)		
	X1	,553	1,807
	X2	,624	1,602
	X3	,760	1,315

a. Variable dépendante : Y

Corrélations du coefficient^a

Modèle			X3	X2	X1
1	Corrélations	X3	1,000	,364	-,481
		X2	,364	1,000	-,607
		X1	-,481	-,607	1,000
	Covariances	X3	151,222	18,956	-37,572
		X2	18,956	17,907	-16,324
		X1	-37,572	-16,324	40,348

a. Variable dépendante : Y

Diagnostics de colinéarité^a

Modèle	Dimension	Valeur propre	Index de condition	Proportions de la variance		
				(Constante)	X1	X2
1	1	3,373	1,000	,01	,01	,01
	2	,471	2,675	,01	,00	,06
	3	,100	5,805	,80	,01	,47
	4	,056	7,781	,18	,99	,47

Diagnostics de colinéarité^a

Modèle	Dimension	Proportions de la variance	
		X3	
1	1		,02
	2		,65
	3		,09
	4		,23

a. Variable dépendante : Y

Diagnostics des observations^a

Numéro de l'observation	Résidus standard	Y	Valeur prédite	de Student
1	,822	98,64	87,6394	11,00063
2	,183	25,34	22,8861	2,45388
3	1,115	53,63	38,6979	14,93211
4	-1,994	29,05	55,7555	-26,70549
5	,254	13,06	9,6614	3,39860
6	,958	55,97	43,1395	12,83051
7	-,298	11,74	15,7295	-3,98952
8	-,161	35,89	38,0419	-2,15193
9	,463	58,00	51,7981	6,20194
10	,234	69,52	66,3880	3,13202
11	,065	62,47	61,5960	,87396
12	-1,240	37,01	53,6151	-16,60508
13	-,401	39,97	45,3416	-5,37163

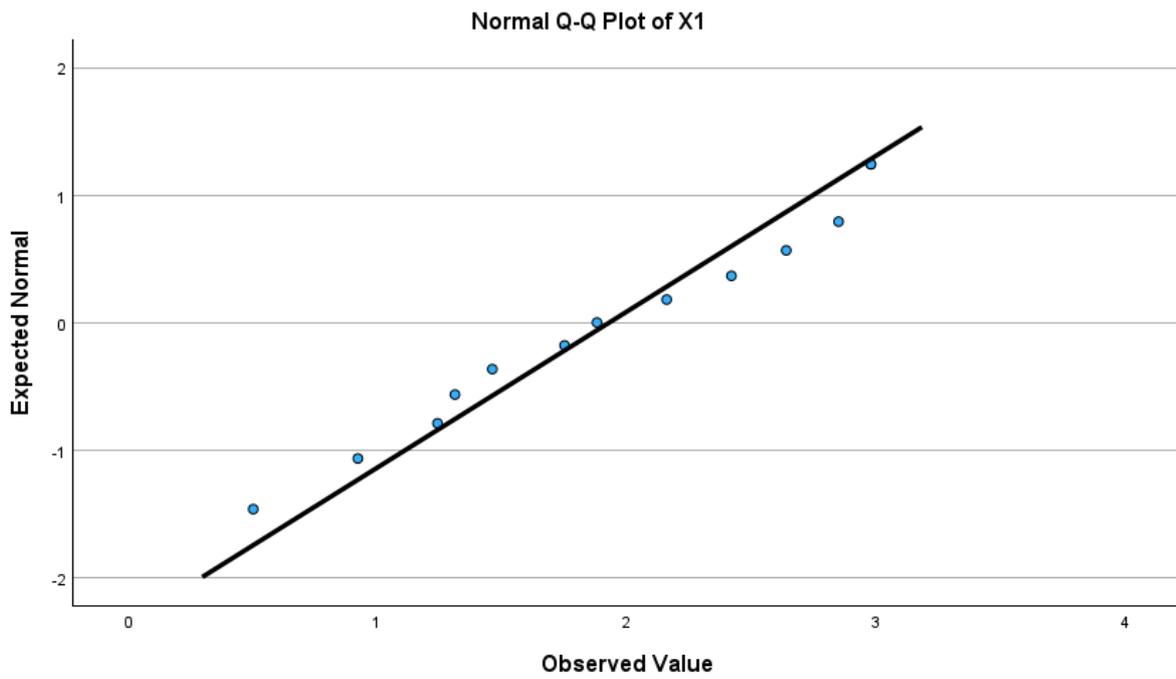
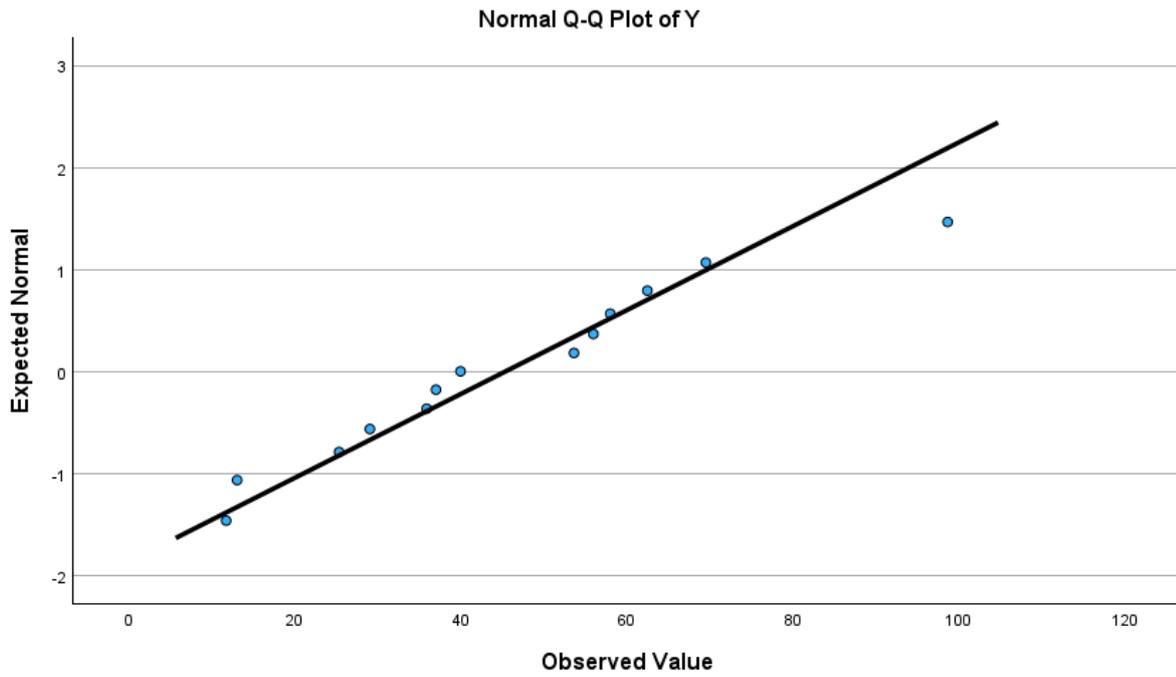
a. Variable dépendante : Y

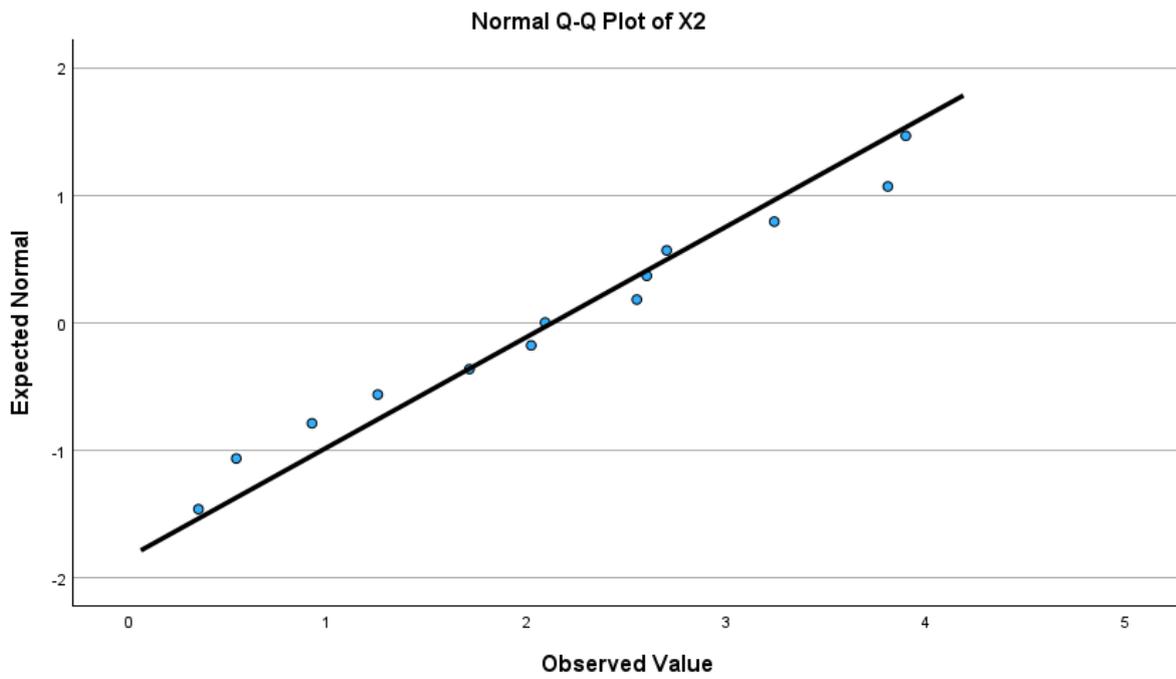
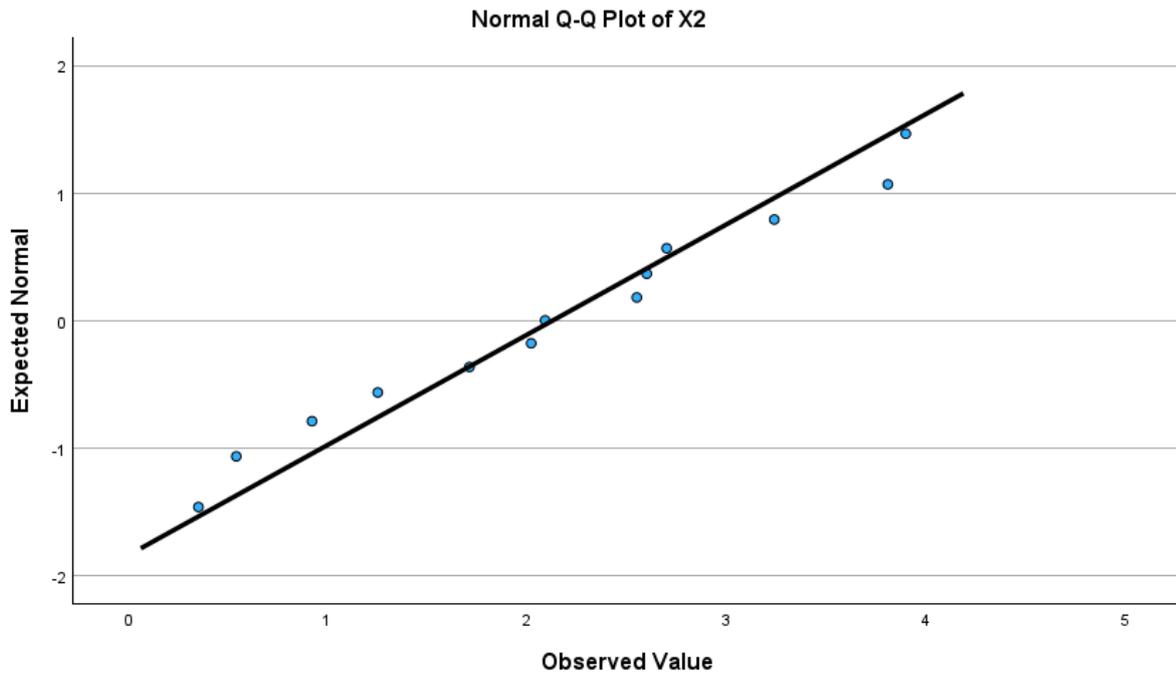
Statistiques des résidus^a

	Minimum	Maximum	Moyenne	Ecart type	N
Valeur prédite	9,6614	87,6394	45,4069	21,3527 2	13
de Student	- 26,70549	14,9321 1	,00000	11,5957 1	13
Valeur prédite standard	-1,674	1,978	,000	1,000	13
Résidus standard	-1,994	1,115	,000	,866	13

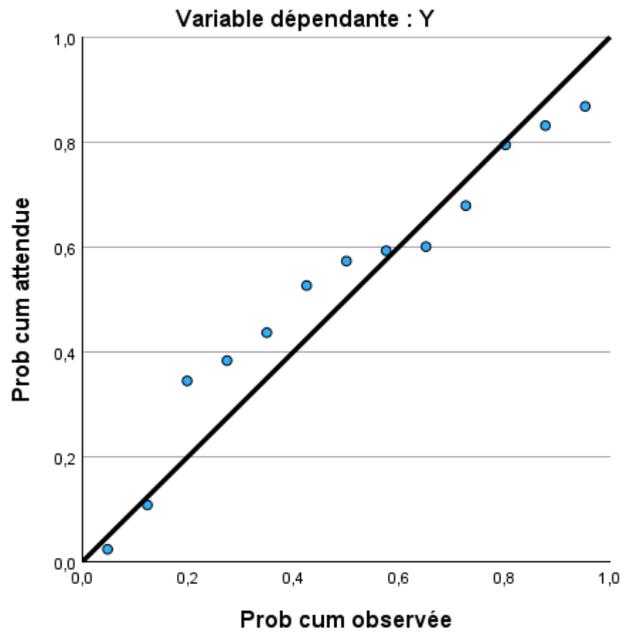
a. Variable dépendante : Y

Graphiques



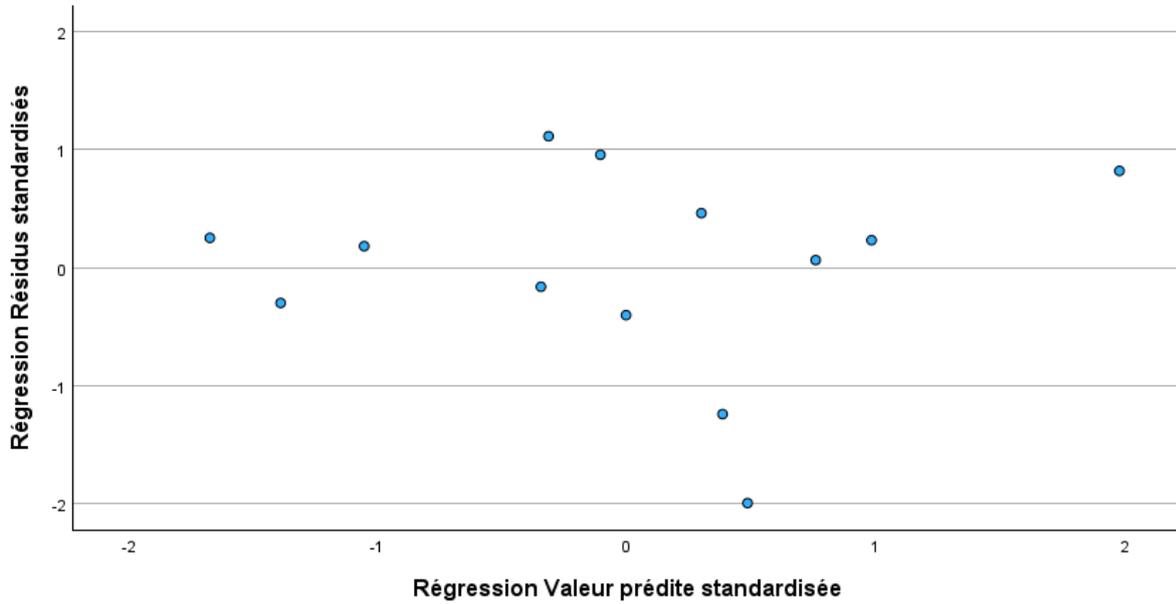


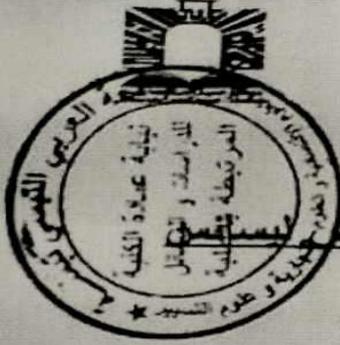
Tracé P-P normal de régression Résidus standardisés



Nuage de points

Variable dépendante : Y





إذن بالطبع لمذكرة التخرج ماستر / تقارير التريص ليسانس

أنا المعضي أسفله الاستاذ (ة) :

المشرف على مذكرة التخرج ماستر / تقرير تريص ليسانس للسنة الجامعية : 2024/2023

فئة ليسانس

عنوان التقرير بالتفصيل	الاختصاص	فريق العمل
		-1*
		-2*
		-3*
		-4*
		-5*

فئة الماستر

عنوان التقرير بالتفصيل	الاختصاص	فريق العمل
أثر سياسة توزيع الأرباح على القيمة الموقفة في سوق المؤسعات المدرجة في سوق الأوراق المالية - دراسة حالة عينه من المؤسعات المدرجة في سوق الأوراق المالية السعودي.	مالية حتى ستة	-1* تواتي فايزة
		-2* مناعي إيمان

أوفق على تقديم المذكرة أو تقرير التريص وهذا بعد المراجعة الكاملة .

تاريخ الامضاء

2024/05/23

الادارة

الامضاء

اللقب والاسم

ديباس مصعب