



جامعة عين تموشنت بلحاج بوشعيب  
Ain Témouchent University Belhadj Bouchaib

كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير

قسم العلوم المالية والمحاسبة

التخصص: مالية مؤسسة

مذكرة مقدمة للحصول على شهادة ماستر أكاديمي

بعنوان:

اثر سياسة توزيع الارباح على القيمة السوقية

–دراسة قياسية لسياسة توزيع الارباح على القيمة السوقية لسهم شركة ناكي

إعداد الطلبة :

مختاري نجيب

زرزال انس عبد الصمد

مقدمة أمام لجنة المناقشة المكونة من:

رئيسا	ميسوط هوارية	الأستاذ (ة):
مشرفا	باغلي احمد	الأستاذ (ة):
ممتحنا	حبشي فادية	الأستاذ (ة):

السنة الجامعية: 2022-2023



## كلمة شكر

الحمد لله فانه لا يسعنا الا ان نحمد الله سبحانه و تعالى اولا و اخيرا الذي اعاننا و وفقنا لاتمام هذا

### العمل

ونتقدم بالشكر والتقدير الى من لم يبخل علينا بنصائحه القيمة و ارشاداته الوجيهة و ساعدنا في

اتمام هذا العمل الى الأستاذ بأغلى أحمد

### كما نشكر

رئيس لجنة المناقشة و اعضاؤها الكرام لقبولهم مناقشة هذه الدراسة، زادهم الله علما و قدرا و

جزاهم كل خير.

## إهداء

اقدم عملي المتواضع الى

ملاكي في الحياة.... الى معنى الحب و الوفاء و العطاء.... الى بسملة الحياة وسر الوجود

أمي الحبيبة

الى من احمل اسمه بكل افتخار

ابي الحبيب

الى أخي و اختي الحبيبة و اصدقائي و كل من كان عوننا و سندنا لي من قريب او من بعيد.

## الإهداء

إذا من أفضلهما على نفسي،

ولما لا فلقد ضحت من أجلي ولم تدخر جهدا في

سبيل إسعاد على الدوام (أمي الحبيبة).

نسير في دروب الحياة، ويبقى من يسيطر على أذهاننا

وفي كل مسلك نسلكه صاحب الوجه الطيب،

والأفعال الحسنة فلم يبخل علي طيلة حياتي

(والدي العزيز)

إلى أصدقائي وجميع من وقف بجواري

وساعدوني بكل ما يملكون

في أصعدة كثيرة وقدم لكم هذا البحث،

وأتمنى أن يحوز على رضاكم.

## فهرس المحتويات :

العنوان	الصفحة
المقدمة	من 1 إلى 2
الفصل الأول : الإطار النظري لسياسة توزيع الأرباح	من 3 إلى 17
تمهيد	3
المبحث الأول : مفاهيم، أنواع والإجراءات اللازمة لتوزيعات الأرباح	من 4 إلى 10
المطلب الأول: مفاهيم توزيعات الأرباح	من 4 إلى 5
المطلب الثاني: أنواع توزيعات الأرباح	من 5 إلى 9
المطلب الثالث: إجراءات سياسة توزيع الأرباح	من 9 إلى 10
المبحث الثاني :مدخل لسياسة توزيع الأرباح	من 10 إلى 16
المطلب الأول: النظريات المختلفة لسياسة توزيع الأرباح	من 10 إلى 11
المطلب الثاني: العوامل المؤثرة على سياسة توزيع الأرباح	من 11 إلى 15
المطلب الثالث :طبيعة سياسة توزيع الأرباح	من 15 إلى 16
خاتمة	17
الفصل الثاني: الدراسات السابقة لتأثير سياسة توزيع الأرباح على القيمة السوقية	من 18 إلى 26
تمهيد	18
المبحث الأول: الدراسات السابقة	من 18 إلى 22
المطلب الأول: الدراسات السابقة للأسواق العالمية	من 18 إلى 20
المطلب الثاني: الدراسات السابقة للأسواق العربية	من 20 إلى 22
المبحث الثاني: إدارة الأرباح واستعراض نتائج الدراسات السابقة	من 22 إلى 25
المطلب الأول: إدارة الأرباح	من 22 إلى 23
المطلب الثاني: استعراض نتائج الدراسات السابقة	من 23 إلى 25
خاتمة	26
الفصل الثالث: دراسة قياسية	من 27 إلى 37
تمهيد	27
تأثير سياسة توزيع الأرباح على القيمة السوقية لسهم شركة نايكي	من 28 إلى 36
خاتمة	37
الملاحق	من 38 إلى 44
الخاتمة	45
الخلاصة	46
قائمة المراجع	من 47 إلى 48

## فهرس الجداول :

الصفحة	الجدول
25-23	جدول رقم(1): استعراض نتائج الدراسات السابقة
30	جدول رقم(2) : نتائج اختبار جذر الوحدة
31	جدول رقم(3) : الاختبارات الاحصائية لجودة النموذج
31	جدول رقم(4) : الاختبارات التشخيصية لنموذج ARDL
33	جدول رقم(5) : نتائج اختبار سببية غرانجر
34	جدول رقم(6) : اختبار التكامل المشترك باستعمال منهج الحدود
34	جدول رقم(7) : اختبار سببية Toda yamamoto

## فهرس الاشكال :

الصفحة	الاشكال
29	شكل رقم (1) :متغيرات الدراسة
32	شكل رقم (2): نتائج اختبار cusum test و اختبار cusum of suares
33	شكل رقم (3) :القيم الفعلية و المقدرة للقيمة السوقية للسهم

## فهرس الملاحق :

الصفحة	الملحق
38	ملحق المتغيرات
39	ملحق رقم (1): استقرارية السلاسل الزمنية
من 40الى 42	ملحق رقم(2):الختبارات التشخيصية
43	ملحق رقم(3):اختبار التكامل المشترك bounds test
من 44الى 45	ملحق رقم(4): تقدير نموذج تصحيح الخطا المقيد ECM و غير المقيد UECM

## المقدمة العامة

توزيعات الأرباح تشير إلى الجزء من أرباح الشركة التي يتم توزيعها على المساهمين أو الملاك في شكل أرباح نقدية أو أسهم. تعد هذه التوزيعات جزءًا هامًا من السياسة المالية للشركات وتؤثر بشكل كبير على القيمة السوقية للشركة، أحد التأثيرات الرئيسية لتوزيعات الأرباح على القيمة السوقية هو تغير هيكل رأس المال للشركة. عندما توزع الشركة أرباحًا على المساهمين، يحدث تدفق نقدي من الشركة إلى المساهمين.

هذا التدفق النقدي يؤدي إلى تقليل رأس المال المتاح للشركة، مما ينعكس سلبًا على القيمة السوقية. وبالتالي، قد يؤدي توزيع أرباح كبيرة إلى انخفاض القيمة السوقية للشركة. ومع ذلك، يعتبر توزيع الأرباح أيضًا علامة على قوة وربحية الشركة. عندما توزع الشركة أرباحًا كبيرة، فإنها تظهر للمستثمرين أنها قادرة على تحقيق أرباح جيدة واستدامة أعمالها. وهذا يعزز ثقة المستثمرين وقدرتها على جذب استثمارات جديدة، مما يؤدي إلى زيادة الطلب على أسهم الشركة وبالتالي زيادة القيمة السوقية. تأثير توزيعات الأرباح على القيمة السوقية يعتمد أيضًا على ظروف السوق وتفضيلات المستثمرين. في بعض الأحيان، قد يرغب المستثمرون في تلقي أرباح نقدية فورية، في حين يفضل آخرون استثمار الأرباح في نمو الشركة وتوسيع أعمالها. وبالتالي قد يؤثر اختيار الشركة لتوزيعات الأرباح على وجهة نظر المستثمرين وقدرتها على الحفاظ على القيمة السوقية. في النهاية، يجب على الشركات إيجاد توازن مناسب بين توزيعات الأرباح واحتياجات النمو والاستثمار. يجب أن تقوم الشركات بتقييم الظروف الحالية وتوقعات المستقبل واحتياجاتها المالية لاتخاذ قرارات مناسبة بشأن توزيعات الأرباح، مع مراعاة تأثيرها المحتمل على القيمة السوقية وسعيها لتحقيق أهدافها الاستراتيجية على المدى الطويل. توزيعات الأرباح هي جزء أساسي من سياسة الشركات المالية، حيث تعكس قرارات توزيع الأرباح قوة واستدامة الشركة.

تعد الأرباح المحققة من قبل الشركة نتيجة لنجاحها في إدارة أعمالها وتحقيق أرباح مالية. وباعتبارها المكافأة المادية للمساهمين والملاك، تلعب توزيعات الأرباح دورًا حاسمًا في تحقيق القيمة السوقية للشركة. عندما تقوم الشركة بتوزيع أرباحها على المساهمين، يتم تحويل الثروة من الشركة إلى المساهمين الذين يملكون حصصهم في الشركة. هذا التحويل النقدي يؤدي إلى تقليل رأس المال المتاح للشركة، وهو عامل يؤثر على القيمة السوقية للشركة. وبالتالي، يمكن اعتبار توزيعات الأرباح عاملاً سلبياً يقلل من القيمة السوقية للشركة. ومع ذلك، يتعين علينا أيضًا النظر إلى الجانب الآخر من القضية. فعندما توزع الشركة أرباحًا كبيرة ومستدامة، فإنها تعكس استقرارها وقدرتها على تحقيق أرباح متكررة.

تعد توزيعات الأرباح السخية إشارة إيجابية للمستثمرين، حيث تعزز الثقة في الشركة وتؤكد قدرتها على تحقيق العوائد المالية المستدامة. بالإضافة إلى ذلك، يعكس توزيع الأرباح قدرة الشركة على تحقيق التوازن المثلى بين تلبية متطلبات المساهمين الحالية واستثمار الأرباح في نمو وتوسع الشركة في المستقبل. وهكذا، يمكن أن تساهم توزيعات الأرباح السليمة في زيادة الطلب على أسهم الشركة وبالتالي زيادة القيمة السوقية للشركة. لذا، يتعين على الشركات اتخاذ قرارات مستنيرة بشأن توزيعات



الأرباح، بناءً على تحليل شامل للظروف الحالية وتوقعات المستقبل وأهدافها الاستراتيجية. يجب أن يسعى القادة والمديرين في الشركات إلى العثور على التوازن الأمثل بين تلبية متطلبات المساهمين واستدامة الأعمال وتحقيق النمو، بهدف تحقيق القيمة السوقية المستدامة وتحقيق رضا جميع أصحاب المصلحة .

**إشكالية الدراسة :**

ما هو أثر توزيع الأرباح على القيمة السوقية ؟

**فرضيات الدراسة :**

1- فرضية العلاقة الإيجابية :

- توزيع الأرباح المرتفعة يؤدي إلى زيادة القيمة السوقية لسهم شركة نايكي.

2- فرضية العلاقة السلبية:

- توزيع الأرباح المرتفع يؤدي إلى تقليل القيمة السوقية لسهم شركة نايكي

## الفصل الأول : الإطار النظري لسياسة توزيعات الأرباح

### تمهيد :

تتخذ المؤسسات والشركات العديد من القرارات المالية خلال فترة وجودها التي قد تؤثر عليها فيما بعد سواء تأثيرا إيجابيا أو سلبيا، ومن بين هذه القرارات نجد قرار توزيع الأرباح والذي أصبح قضية جدلية ومحل اهتمام العديد من الدراسات الأكاديمية، لكونه قرار مفصلي يؤثر على مستقبل المؤسسة وهنا يتحتم على المؤسسة إرضاء مساهميها من جهة وتدعيم مركزها المالي وقيمة أسهمها من جهة أخرى، وتتمثل صعوبة هذا القرار في كون التوزيعات النقدية الناتجة عن الأرباح التي توزع على المساهمين هي الضمان الفعلي على المردودية والأداء المالي للمؤسسة وكذلك تعد الأرباح بمثابة تدفقات نقدية داخلية تساعد على تمويل الاستثمارات دون الحاجة لمصادر تمويل خارجية مثل (القروض وإصدار أسهم) ، والذي قد يؤثر عليها إيجابا ويعظم ثروتها ويساهم بارتفاع قيمتها السوقية.

لذلك سنحاول التطرق في هذا الفصل إلى الإطار المفاهيمي لسياسة توزيع الأرباح الذي قد قسمناه إلى مبحثين، المبحث الأول تمثل في المفاهيم، الأنواع والإجراءات اللازمة لسياسة توزيع الأرباح، أما المبحث الثاني فتمثل في النظريات المختلفة، المحددات الرئيسية وطبيعة سياسة توزيع الأرباح.

## المبحث الأول: مفاهيم ، أنواع و الإجراءات اللازمة للتوزيعات الأرباح

## المطلب الأول: مفاهيم توزيعات الأرباح

تقوم المؤسسة بعدة نشاطات تسعى من خلالها لتحقيق الأرباح، ففي حال تحقيق ربح تجد المؤسسة نفسها أمام خيارين لتصرف هذه الأموال التي حصلت عليها، إما توزيع جزء منها على المستثمرين أو احتجاز جزء من تلك الأرباح لإعادة استثمارها فيما بعد لغايات التوسع والنمو، وباعتبار قرار توزيع الأرباح مهم جدا للملاك فقد أخذت حيزا كبيرا من اهتمامات الباحثين والدارسين لهذا الموضوع، ومن جملة التعاريف المقدمة نجد التعريف الذي قدمه الباحث (عاطف جابر) لسياسة توزيع الأرباح على أنها: "كيفية التصرف في الأرباح التي حققتها المؤسسة، وذلك إما باحتجازها 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"<sup>1</sup>.

وتُعرف كذلك على أنها "تلك الدفعات المقرر توزيعها على حملة الأسهم العادية وفقا لربحية المؤسسة التي تحققها من أنشطتها المختلفة وسيولتها"<sup>2</sup> وأيضا يمكن أن تعرف سياسة توزيع الأرباح على أنها "الحلقة المفقودة بين التوزيعات والنمو، باعتبارها 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"<sup>3</sup>، ومن خلال هذه التعاريف نجد أن سياسة توزيع الأرباح هي تلك السياسة التي تضعها المؤسسة، والمرتبطة بطبيعتها والمتوافقة مع قراراتها الحالية، بخصوص توزيع الأرباح على حملة الأسهم في شكل نقدي أو عيني (أسهم)، أو احتجاز جزء من الأرباح لضرورة قراراتها المستقبلية المرتبطة بالتوسع وفرص النمو والاستثمار.

يعد قرار إجراء توزيعات الأرباح من صلاحيات مجلس إدارة المؤسسة كما هو معلوم ، وذلك من خلال جمع المعلومات المتوفرة عن القدرة المالية للمؤسسة إضافة إلى الطموحات التي تتطلع لتحقيقها مستقبلا، ناهيك عن رغبات المستثمرين المختلفة حول التوزيعات باعتبارها من أهم العوامل المتحكمة في تحديد نسبة التوزيعات، وبذلك تتحدد في ظلها أليا الأرباح المحتجزة والتي قد يعاد استثمارها، فمقدار التوزيعات يعد أمرا ذا أهمية سواء بالنسبة للمؤسسة أو المستثمر، إضافة إلى العارفين والمتابعين للأمر المالية الخاصة بالمؤسسات .

تؤثر سياسة توزيع الأرباح عن طريق الكيفية التي تتبعها المؤسسة لإدارة أرباحها فالمستثمرون من جهة يفضلون الحصول على أكبر قيمة ممكنة من التوزيعات في الوقت الحالي ومن جهة أخرى ترغب المؤسسة باحتجاز نسبة من الأرباح بغرض إعادة استثمارها وبالتالي التركيز على معدل النمو المستقبلي ويرى *Pascal François* أن هناك مجموعة من العوامل التي يمكن أن تؤثر في سياسة توزيعات الأرباح لخصها فيما يلي:

المجلة الجزائرية للدراسات المحاسبية والمالية-عدد02/جوان2016

- 1- عاطف جابر طه عبد الرحيم، أساسيات التمويل والإدارة المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2010، ص390 .
- 2- عدنان تايه النعيمي، أرشد فؤاد التميمي، الإدارة المالية المتقدمة، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2009، ص457 .
- 3- علام محمد موسى حمدان، العلاقة بين الحاكمية المؤسسية وتوزيعات الأرباح وتأثيرها بصعوبات التمويل الخارجي، دراسة ميدانية، مجلة الأردنية في إدارة الأعمال، المجلد العاشر، العدد واحد، الأردن، 2014، ص258

- توافر السيولة النقدية :

وتعتبر مؤشر هام لأن الأرباح الموزعة مثل التدفقات النقدية الخارجية وبالتالي فإنه كلما كانت المؤسسة ذات موقف جيد من حيث السيولة كلما زادت قدرتها على الدفع و توزيع الأرباح<sup>1</sup>.

- النمو و التوسع :

حيث إذا كانت المؤسسة تمر بمرحلة نمو فإنها سوف تحتاج إلى موارد مالية متاحة لتمويل عملية التوسع والنمو ومن ثم الاعتماد على مصادر التمويل الذاتي قد يكون أفضل من اللجوء إلى مصادر تمويل خارجية (الاستدانة) وهذا ما يدعو المؤسسة إلى القيام باحتجاز الأرباح بدلا من توزيعها ما يعفيها من المصاريف التي تنجم عن الاستدانة<sup>2</sup>.

**-تفضيلات المساهمين الحاليين:** تعتبر تفضيلات المساهمين الحالية للمؤسسة من أهم محددات سياسة توزيع الأرباح ففي مؤسسة التي تنحصر ملكيتها في مجموعة صغيرة من الأفراد المستثمرين، يكون هناك اتجاه واضح نحو احتجاز نسبة عالية من الأرباح وتوزيع نسبة صغيرة على المساهمين، حيث أن المساهمين الحاليين يفضلون تأمين احتياجات التمويل بالملكية وعن طريق الأرباح المحتجزة بدلا من إصدار أسهم جديدة حيث لا يخسرون سيطرتهم على المؤسسة بدخول مساهمين جدد وعدم الاقتراض حتى لا يتحملوا مصاريف (الفوائد) و القروض.

**- التشريعات القانونية:** تختلف القواعد والتشريعات القانونية التي تؤثر على سياسة توزيع الأرباح من بلد إلى آخر ومن زمن إلى آخر وعادة ما تركز هذه القوانين على أربع قواعد أساسية وهي قاعدة الأرباح الصافية، قاعدة إضعاف لرأس المال، قاعدة الإعسار، قاعدة العقوبة الضريبية ، وتعتبر هذه القواعد قيودا ملزمة للمؤسسات عندما تضع الإطار العام لسياسة توزيع الأرباح التي تتبناها .

**- الفرص الاستثمارية المربحة أمام المؤسسات :** إذا لم تتوفر للمؤسسة أي فرصة استثمارية مربحة تقوم بتوزيع الأرباح التي تحققت على المساهمين أما إذا توفرت الفرص الاستثمارية المربحة للمؤسسة فإنها تلجأ إلى استخدام الأرباح المحققة لتمويل هذه الفرص .

**المطلب الثاني : أنواع توزيعات أرباح**

تمتلك الإدارة المالية في المؤسسات الاقتصادية الحق في اختيار السياسة الخاصة بتوزيع الأرباح وفق ما يتناسب وخططها وعلاقتها بالمساهمين، لذلك تختلف سياسة توزيع الأرباح من مؤسسة إلى أخرى ويمكن عرض أهم أنواع سياسة توزيع الأرباح والتي يمكن تقسيمها إلى السياسة النقدية وأخرى غير نقدية.

**أولا. السياسات النقدية لتوزيع الأرباح:** حيث تحتوي على مختلف السياسات التالية:

مجلة دراسات المحاسبة والمالية المتقدمة « دراسة تحليلية لأنني مدرس توزيع الأرباح» -عمار خيري

المجلة الجزائرية الدراسات المحاسبية والمالية-عدد02،/جوان 2016

1-Othman al omari, deteminats of dividend-th case of jordanain companies- master of banking , yarmok university ,jordan 2005, p .36 عماد زياد رمضان.

2-اثر سياسات توزيعات الارباح على القيمة السوقية للشركات الاردنية ، أطروحة دكتورة غير منشورة كلية الدراسات الادارية والمالية العليا ,جامعة عمان العربية،الاردن،2014ص258 .

**1-سياسة توزيع مجمل الربح (Rubner :1998)** باقتراح توزيع إجمالي لأرباح الأسهم، حيث أنه يستند في اقتراحه على فكرة مفادها أن المساهمين يفضلون الحصول على أكبر قدر ممكن من أرباح الأسهم، لكن عمليا المؤسسات التي تعتمد على هذه الاستراتيجية لأنها غير مشجعة لا جباثيا ولا من طرف المساهمين، كونها تؤثر بشكل سلبي على التمويل الذاتي من جهة، ومن جهة أخرى كون الضرائب المفروضة على الأرباح الموزعة للأسهم غالبا ما تكون أكبر من تلك المفروضة على الأرباح الرأسمالية للأسهم.<sup>1</sup>

**2-سياسة غياب التوزيعات :** تعتبر هذه السياسة الوجه المقابل للسياسة الأولى حيث يرى كل من (Clarkson et Elliot) بأن التوزيعات تعتبر ترف (Luxe) بالنسبة للمؤسسات والمساهمين ولذلك يروا أنه لا يوجد داع لإجراء هذه التوزيعات، لكن في الواقع العلمي مهما كانت مزايا هذه السياسة فإنه من النادر أن توجد مؤسسات تقوم بالاحتفاظ بجميع أرباحها في احتياطات دون القيام بإجراء أي توزيعات<sup>2</sup>. وعادة ما يتم إتباع هذه السياسة في الحالات التالية :

-عندما يكون الاقتراض صعبا أو تكاليفه عالية.

-عندما يفضل المساهمون الأرباح الرأسمالية على الأرباح الحالية.

-عندما تكون المؤسسة حديثة النشأة ونموها سريع<sup>3</sup>.

-المؤسسات الجديدة حتى تعزز مركزها المالي.

-المؤسسات التي تعمل في نشاط يتصف بالنمو والتقنيات العالية، كمؤسسات من نوع (Start Up) وفي مقدمتها (Microsoft) والتي ظلت لسنوات عديدة لا توزع أرباح على مساهميها رغم تحقيقها لأرباح مرتفعة ، فالربح الذي يجنيه المساهمين في هذا النوع هو ربح رأسمالي ينمو مع مرور الوقت بشكل مغري.

-المؤسسة التي تواجه منافسة شديدة<sup>4</sup>.

**3-سياسة توزيع المتبقي من الأرباح :** تعتمد المؤسسة في ظل هذه السياسة على التدفق النقدي المتولد داخليا لتمويل مشاريع استثمارية جديدة وتوزيعات الأرباح يمكن دفعها مما تبقى، يسمى هذا المتبقي بالفائض ومثل هذه السياسة تسمى بسياسة توزيع الفائض (Residual dividend policy)، وتعتمد هذه السياسة إذا أرادت المؤسسة تفادي بيوع جديدة لأسهم الملكية ، وفي مثل هذه الحالة يمكن اعتبار إن قرار توزيع الأرباح قرار تابع لقرار الاستثمار<sup>5</sup>.

إن هذه السياسة مبنية على حقيقة ان المستثمرين يفضلون الأرباح المحتجزة شرط أن يعاد استثمارها

1-Mondher bellalah: Réflexion sur la politique optimale de dividendes en présence de couts d'information

2-ibid,p:5

3-صباح اسامة علي شراب : أثر الاعلان عن توزيعات الارباح على أسهم الشركات المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية دراسة تطبيقية مذكرة ماجستير كلية التجارة ،الجامعة الاسلامية غزة فلسطين 2006ص70

4-محسن نمر :توزيع الأرباح وسياسة التوزيعات,مجلة المساهم العدد :03 عمان مارس1997 ص11-12

5-منير ابراهيم هندي :الفكر الحديث في هيكل تمويل الشركات ,المكتب العربي الحديث ,الاسكندرية,مصر,2011ص307

بمعدل فائدة يفوق ذلك المعدل الذي يستطيع المستثمر نفسه الحصول عليه من خلال استثمارات بديلة ذات مخاطر مماثلة . وهذا ممكن جدا لأن توزيع الأرباح يتضمن دفع الضرائب على الأرباح الموزعة، وكذلك عمولات وسطاء مما يجعل عائد الأرباح المحتجزة أعلى من العائد الذي يستطيع المستثمر تحقيقه على استثمارات بديلة.

**4- سياسة التوزيعات المستقرة :** رغم أن الإدارة المالية في المؤسسات الاقتصادية تمتلك الحق في اختيار السياسة الخاصة بتوزيع الأرباح وفق ما يتناسب وخططها وعلاقتها بالمساهمين إلا أن أكثر شركات الأعمال يتركون سياسة تتسم بنوع من الشيوخ أكدتها العديد من الدراسات الاختبارية، وهي رغبتها في سياسة توزيع أرباح مستقرة (stable dividend policy) و تتمثل هذه سياسة باللجوء إلى أحد الإجراءات الثلاثة الشائعة<sup>1</sup> وهي:

**أ. توزيع أرباح مستقرة للسهم الواحد:** تلجأ الكثير من المؤسسات الاقتصادية إلى اعتماد سياسة توزيع أرباح بمقدار ثابت لكل سهم، ولذلك فإن التغيرات في مقدار الأرباح سواء بارتفاع أو انخفاض لن يؤثر على مقدار الربح الموزع لكل سهم، ويلاحظ وفق هذا الإجراء فإن الإدارة المالية للمؤسسة لن تكون راغبة في زيادة مقدار التوزيع من الأرباح إذا تأكدت من أن الأرباح المتوقعة في المستقبل سوف تزداد وفق مستوى جديد من الأداء يضمن استمرارية تحقيق تلك الأرباح، وعموما فإن هذا الإجراء عند تطبيقه يضمن توزيع أرباح بنمط منتظم ومستقر.

**ب. توزيع الأرباح بنسبة ثابتة :** وفق هذا الإجراء فإن الإدارة المالية تسعى إلى تحديد نسبة نقدية ثابتة يتم توزيعها سنويا من الأرباح المحققة، وكما يلاحظ من هذا الإجراء فإن الربح الموزع سوف يختلف وفق التغير في مقدار الأرباح المحققة.

**ج. النمط المستقر مع علاوة إضافية :** من الإجراءات الشائعة لكثير من المؤسسات هو لجوؤها إلى توزيع الأرباح بنمط مستقر مع علاوة إضافية للتوزيع، وعادة ما تلجأ المؤسسة إلى هذا الإجراء عندما تكون أرباحها السنوية متقلبة فهي تعطيها مرونة في إجراءات توزيع الأرباح، وفي مثل هذه الحالة تقوم الإدارة المالية في المؤسسة بتوزيع أرباح مستقرة لكنها منخفضة، من أجل التصريح على علاوة إضافية في نهاية السنة إذا ما تحسنت الأرباح، وبذلك تقوم بإلغاء تلك العلاوة والاستمرار بالإجراء المستقل المنخفض، ومثل هذا الإجراء يضيف صفات الاستمرارية بتوزيع أرباح نقدية ينعكس إيجابيا على سعر السهم في السوق بتوزيع أرباح نقدية ينعكس إيجابا على سعر السهم في السوق.

ولا بد من ذكر أنه لذلك عدة أسباب لتفضيل سياسة توزيع الأرباح المستقرة وهي:

-يفضل المساهمون والمستثمرون اعتماد سياسة توزيع الأرباح المستقرة بشكل أفضل من سياسة توزيع متقلبة فإنهم يرضون بعائد أقل ضمن سياسة توزيع مستقرة .

-إن عدم استقرار سياسة توزيع الأرباح سوف يؤثر على سمعة الشركة وعلى سعر السهم في السوق وهذا يؤدي إلى خسارة رأسمالية تلحق بملك الأسهم الناجمة عن انخفاض سعر السهم بالسوق<sup>2</sup>.

1-حمزة محمود الزبيدي ، مرجع سبق ذكره ص 611-613

المجلة الجزائرية للدراسات المحاسبية والمالية عدد02/جوان 2016

2-مرجع سبق ذكره ص349

يجسد فكرة وجود محتوى المعلومات أو ما يعرف بفرضية التأثير، إذ أن تقلبات التوزيع المستمرة تؤدي إلى زيادة عدم التأكد وبالتالي ترتفع تكلفة التمويل المرجحة (WACC) وتنخفض أسعار الأسهم في السوق قياساً بالنمط المستقر.

- يستخدم العديد من المستثمرين وحملت الأسهم العادية الأرباح الموزعة في تغطية الاستهلاك، فالتقلب المستمر يعرضهم بمشاكل ونفقات تصفية جزء من الأسهم، ناهيك عن القلق بمستقبل أسعار السوق والتوزيع المتوقع، وإزاء قاعدة الاستقرار فإن تكلفة الأموال المرجحة سوف تنخفض وترتفع القيمة السوقية للمؤسسة، وبالتالي القيمة السوقية للسهم الواحد كان نتيجة لذلك.

### ثانياً. سياسات غير نقدية لتوزيع الأرباح:

بالرغم من أن الشائع في توزيع الأرباح هو الشكل النقدي إلا أن المؤسسة تستطيع أن توزع أرباحها في شكل أسهم أو أنها تلجأ إلى عملية تجزئة الأسهم كوسيلة من وسائل توزيع الأرباح.

**1- الأسهم المجانية:** (stock dividend) تعتمد العديد من المؤسسات على توزيع أسهم جديدة على المساهمين بدلاً من دفع توزيعات نقدية فهذا الإجراء يتطلب أن تملك المؤسسة احتياطات وأرباح بشكل كبير وترغب في احتجاز المزيد من الأرباح على شكل احتياطات في المستقبل كأن يكون لها فرص استثمارية واعدة ومن بين الآثار الجوهرية لهذه السياسة وانخفاض القيمة السوقية للسهم لذلك تلجأ إليها المؤسسة عند ارتفاع القيمة السوقية للسهم بدرجة كبيرة ويخشى معها تناقص عدد المستثمرين الراغبين في شراء أسهمها وكذلك فإن هذا النوع من التوزيع يتميز بعدم خضوعه للضريبة وأن هذه العملية تقوم بتعديل ملكية المساهمين بحيث يكون لكل مساهم نسبة أكبر من السابق وبدون إحداث أي تغيير على ثروة المساهم<sup>1</sup>.

**2- اشتقاق الأسهم:** يعتبر اشتقاق الأسهم بديل آخر لتوزيع الأرباح النقدية فعند قيام المؤسسة بهذا الإجراء ينتج عن كل سهم أسهم إضافية، الأمر الذي يؤدي إلى زيادة عدد أسهم المؤسسة من خلال تخفيض القيمة الاسمية للسهم ويتم استخدام هذا البديل عادة لإعطاء الأسهم مرونة في التداول ولخلق الزيادة في الطلب على الأسهم وذلك من خلال زيادة عدد الأسهم في رأس المال المؤسسة من خلال تلك العملية يؤدي إلى تخفيض توزيعات السهم الواحد عند إتباع مبلغ توزيعات أو إتباع توزيعات السهم مع زيادة مبلغ التوزيعات الإجمالية وتجدر الإشارة إلى أن هناك تشابه بين اشتراك الأسهم وبين توزيعات الأسهم من الناحية المالية ولكن من وجهة نظر محاسبية هناك اختلاف حيث أن المبادئ المحاسبية تعالج توجيه الأسهم بنسبة 25% من الحصص على أنها درجة السهم في حين أن هناك توزيعات أقل يمكن تصنيفها على أنها توزيع أرباح على شكل أسهم<sup>2</sup>.

**3- معكوس الاشتقاق:** تتلخص فكرة معكوس الاشتقاق في قيام المؤسسة بعملية تخفيض عدد أسهمها وهو كما يظهر من اسمه إي انه من نفس مبدأ عملية اشتقاق الأسهم لكن بطريقة عكسية الأمر الذي يؤدي إلى رفع القيمة الاسمية للسهم وبالتالي لا يحدث أي تغيير على مستوى الهيكلية المالية للمؤسسة و عدد الأسهم التي تنخفض لذلك تعتبر طريقة اشتغال عكسية سليمة و انخفاض سعر السهم إلى مستويات متدنية جدا<sup>3</sup>.

1- مرجع سبق ذكره ص 349

2- مرجع سبق ذكره ص 462

**4-إعادة شراء الأسهم:** تعتبر هذا الطريقة من الطرق البديلة لتوزيع الأرباح حيث يقصد بهذه العملية إعادة شراء المؤسسة لأسهمها و هو أن تقوم باستعمال الفائض النقدي لديها في شراء أسهمها المتداولة ومثل هذه الإجراءات تؤدي إلى خلق ما يسمى بالأسهم النقدية (treasury stock) وهي عبارة عن أسهم سبق إصدارها ثم أعيد شرائها بأحد الطريقتين فقد يشتري من السوق المفتوحة open market وقد يتم الشراء من خلال ما يسمى بعروض المناقصات Tender offer لعدد من الأسهم بسعر 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 أو التي من خلالها تدخل إدارة المؤسسة في عمل تفاوض مع حاملي نسبة كبيرة لأسهم المؤسسة لشراء حصصهم من خلال تحفيزهم بعرض مميز وفي العادة تقوم المؤسسات بهذا الإجراء لمواجهة سيطرة بعض المستثمرين على المؤسسة أو إذا كان سعر الاسهم السوقية أقل من القيمة الحقيقية ولقد شهدت سياسة إعادة شراء الأسهم نموا مذهلا في الولايات المتحدة الأمريكية وفي أوروبا ويرى لي (LEE Et SUH2009) أنه يوجد ميول واضح في الولايات المتحدة لعملية إعادة شراء الأسهم والتي تعتبر بديلا لعملية التوزيعات النقدية وهذا الميول بلغ أعلى قيمة له في سنة 2002 و قدرت نسبته ب50% من توزيعات المساهمين تم انخفضت هذه النسبة إلى 36% في سنة 2006 كما لوحظ أن معدل إعادة الأسهم أي قيمة إعادة شراء الأسهم المقسومة على النتيجة الإجمالية وصل إلى 41.8% سنة 2000 .

**التوزيعات العينية للأرباح:** وتسمى أيضا بتوزيعات نوعية بحيث تقوم إدارة المؤسسة بإجراء توزيعات بضاعة أو عقار أو استثمار وهذا عوض التوزيعات النقدية بحيث تلجأ المؤسسة إلى هذا النوع من التوزيعات في حالة العسر المالي وعدم توفر السيولة اللازمة ولكن هذا النوع من التوزيع غير مرغوب فيه لدى المساهمين بحيث أن التوزيع النقدي هو الذي يتيح قدرا أكبر من الحرية للمساهمين في إشباع رغباتهم .

### المطلب الثالث: إجراءات سياسة توزيع الأرباح

إن توزيعات الأرباح النقدية المتوقعة هي العمل الرئيسي الذي يعتمد عليه المساهمون والمستثمرون من أجل تقييم سعر سهم المؤسسة في السوق. وهذه التوزيعات تمثل أحد مصادر التدفقات النقدية للمساهمين وتزودهم بالمعلومات عن أداء المؤسسة الحالي والمستقبلي. ومن خلال هذا سنتطرق في هذا المطلب إلى دراسة إجراءات سياسة توزيع الأرباح:

**1.تاريخ الإعلان عن التوزيعات:** هو تاريخ الذي يقوم فيه مجلس الإدارة بالتعريف بقيمة توزيعات الأرباح التي ستدفع ويكون معني للمساهمين والسوق ككل عن هذا القرار، ولهذا الإعلان تأثير على سعر السهم في السوق سلبي أو إيجابيا حسب جودة هذه التوزيعات.

**2.تاريخ الإعلان عن موعد انعقاد الجمعية العامة:** هو التاريخ الذي يتم فيه الإعلان عن موعد انعقاد الجمعية العامة للمؤسسة للموافقة على التوزيعات المقترحة من قبل مجلس الإدارة، وعادة ما يبدأ السوق بالتفاعل مع اقتراب موعد الجمعية ويلجأ المستثمرون في بعض الأحيان إلى دفع سعر السهم إلى مستويات معينة تحقق أهدافهم الاستثمارية بالأخذ بعين الاعتبار السعر الذي يكون عليه السهم بعد انعقاد الجمعية العامة.

**3اليوم التالي لانعقاد الجمعية العامة:** وهو أول يوم يتم فيه تداول السهم في السوق بعد انعقاد الجمعية العامة للمؤسسة ويتم إدراج السهم في سوق الأوراق المالية كسهم جديد أي غير محملا بالأرباح



(EX-DIV) ليبدأ السهم دورته الجديدة ويبدأ بالتفاعل من جديد ويبدأ مع عوامل العرض والطلب في السوق مدفوعاً بالأداء الفعلي للمؤسسة خلال السنة.

#### 4. تاريخ دفع الأرباح:

وهو التاريخ الذي يتم فيه بالفعل البدء بتوزيع الأرباح للمساهمين المسجلين في سجلات مساهمي المؤسسة بتاريخ انعقاد الجمعية العامة.

#### المبحث الثاني : مدخل لسياسة توزيع الأرباح

##### المطلب الأول : النظريات المختلفة لسياسة توزيع الأرباح

يعد موضوع توزيعات الأرباح من أكثر المواضيع جدلية في مجال الإدارة المالية فهناك من وجد أسباب عديدة توضح أهمية توزيع الأرباح إلى أن هناك العديد من العلماء وجدوا أن هذه السياسة غير منطقية اقتصادياً .

هناك العديد من النظريات لسياسة توزيع الأرباح حيث تتناول كل منها العلاقة بين مقدار الربح الموزع من جهة وبين سعر السهم ومعدل الفائدة على الاستثمار من جهة أخرى ومن أهم هذه النظريات :

##### أولاً : نظرية عدم ملائمة التوزيعات

وضعت من قبل موديليانى وميلر عام 1961 حيث وفق هذه النظرية فإن قيمة الشركة تحدد بالأرباح التي تقوم الشركة بتحقيقها وكذلك مخاطر الاستثمارات ووفقاً لي موديليانى وميلر إن قيمة الشركة لا تؤثر على أسلوب أو قرار توزيع الأرباح والتي تكون بشكل نقدي أو على شكل أرباح محتجزة يعاد استثمارها مرة أخرى.

ويمكن اختصار افتراضات هذه النظرية بالشكل الآتي:

- 1- لا توجد ضرائب وكذلك فإن معدل الضريبة على التوزيعات النقدية يكون متساوي .
- 2- لا توجد تكاليف لعمليات المتاجرة والتداول بالأسهم مثل عمولات الوسطاء .
- 3- إن جميع المشاركين بالسوق تكون لديهم إمكانية الحصول على كافة المعلومات .
- 4- ليس هناك تضارب بالمصالح بين المدراء وحملة الأسهم .
- 5- يستطيع كافة المشاركين في السوق أن يحصلوا على السعر نفسه .

يمكن القول أن نظرية عدم ملائمة التوزيعات لا يمكن قبولها خاصة في الواقع العملي الحديث بوجود الضرائب وتفضيل كثير من المستثمرين للحصول على الدخل في شكل أرباح رأسمالية.

##### ثانياً : نظرية التفضيل الضريبي

إن الافتراض الذي قامت عليه هذه النظرية الذي تبناها ليزن بيرجي وراما سواني والتي توضح أثر الضريبة على تفضيل المستثمر أي أنها توجه الشركات للاحتفاظ بأكثر كمية ممكنة من الأرباح ، أي أن المستثمر يفضل احتجاز الأرباح بدلاً من التوزيعات بالصورة النقدية.

إن افتراضات موديلاني وميلر لسوق رأس المال الكفو تستبعد أي تأثير ممكن للضرائب، حيث تم الافتراض أنه لا يوجد اختلاف في حساب الضرائب بين التوزيعات النقدية والأرباح الرأسمالية، لأن أغلب المستثمرين يهتمون بالعوائد بعد الضريبة فإن الضرائب يمكن أن تؤثر في الطلب على التوزيعات، أو قد يصل التأثير على عرض التوزيعات وذلك من خلال استجابة مدراء الشركة للتفضيل الضريبي لتعظيم ثروة المساهمين من خلال زيادة معدل الاحتفاظ بالأرباح.

نستنتج من هذه النظرية أن الأرباح المحتجزة تؤدي إلى زيادة القيمة السوقية وذلك لأن الأرباح الرأسمالية الناتجة عن بيع الأسهم تخضع لمعدلات ضريبة أقل من معدلات ضريبة على توزيعات الأرباح النقدية.

### المطلب الثاني : العوامل المؤثرة على سياسة توزيع الأرباح

توجد العديد من العوامل الفاصلة عند اتخاذ مجلس إدارة الشركة لقرار توزيع الأرباح وهذا نظرا لأنه قرار ذو صلة بالقرارات المالية الأخرى وتتمثل العوامل التي تؤثر على سياسة توزيع الأرباح فيما يلي :

#### أولا : العوامل الخارجية

وتتمثل في مجموعة من القيود التي تعمل على تغيير معالم هذه السياسة وتتمحور هذه القيود حول :

#### 1 - القيود القانونية :

تخضع كل المؤسسات لقوانين وأنظمة الدولة التي تعمل فيها وتختلف هذه القيود من دولة إلى أخرى ومن أهم هذه القيود نذكر ما يلي :

#### 1-1 قيد إضعاف رأس المال :

هذه القاعدة تمنع توزيع أرباح من رأس المال القانوني للمؤسسة، والذي يقاس بالقيمة الاسمية للأسهم العادية، وفي بعض الدول يضاف إلى القيمة الاسمية للأسهم العادية علاوة إصدار الأسهم العادية<sup>1</sup>.

#### 1-2 قيد تكوين احتياطات :

يتوجب على المؤسسات تكوين احتياطات من الأرباح لتدعيم رأس المال ومقابلة احتياجات السيولة<sup>2</sup>.

#### 1-3 قيد صافي الأرباح :

تقضي هذه القاعدة أنه يجب أن توزع الأرباح من الربح الصافي الحالي ومن الأرباح المحتجزة، والهدف من هذه القاعدة منع المساهمين من سحب استثماراتهم من رأس مال المؤسسة<sup>3</sup>.

1 عدمان فائزة، سياسة توزيع الأرباح أثرها على القيمة السوقية لأسهم المؤسسات الاقتصادية المدرجة في البورصة، شهادة ماجستير ص 25.

2 المرجع أعلاه نفس الصفحة .

3 هاشم حسن حسين، العوامل المؤثرة على سياسة توزيع الأرباح في شركات المساهمة، مجلة كلية بغداد للعلوم الاقتصادية، العدد 17 ، 2008 .

### 4-1 قيد الإعسار المالي :

الغرض من هذا القيد هو عدم المساس برأس المال والذي يعتبر بمثابة ضمان للدائنين باسترجاع أموالهم ويقصد بهذا القيد عدم كفاية الأصول لتغطية الخصوم.<sup>1</sup>

### 5-1 قيد العقوبة الضريبية :

تقوم مصلحة الضرائب بفرض ضريبة خاصة إضافية كعقوبة إذا وجدت أن نسبة التوزيعات منخفضة بهدف تحويل التوزيعات إلى أرباح رأسمالية.<sup>2</sup>

### 2- القيود التعاقدية :

وهي الاتفاقيات والعقود المبرمة بين المؤسسة والدائنين أو بين المؤسسة وأصحاب الأسهم الممتازة ، قد تتضمن بعض الشروط التي تحد من حرية تصرف المؤسسة، فمثلا تتضمن عقود القروض قيد يقضي بأن تتم التوزيعات من الأرباح المتولدة بعد تاريخ إبرام العقد ولا تتم من أرباح سبق احتجازها من قبل إبرام العقد، كما ينص العقد على منع إجراء توزيعات ما لم تكن نسبة التداول و معدل تغطية الفوائد ورأس المال العامل أو أي مؤشرات أخرى عند مستوى معين، وذلك بهدف ضمان توفير موارد يسهل تحويلها إلى نفود لخدمة الدين.<sup>3</sup>

يتبين لنا مما سبق أن اتباع سياسة توزيع قد تتعارض مع هذه القيود يحد من حرية المؤسسة في اتباع سياسة توزيع تناسبها.

### 3- الضرائب :

وهناك ثلاث أنواع تؤثر على سياسة توزيع الأرباح :

#### 1-3 الضرائب الشخصية :

يخضع المساهم لضريبة شخصية على الدخل الذي يحصل عليه سواء في شكل توزيعات للأرباح أو من المكاسب الرأسمالية التي تتحقق من بيع أصول يحتفظ بها لفترة أطول من الزمن، إذا كان أغلبية المساهمين يخضعون لشريحة ضريبة عالية فقد يكون من الجيد لهم اتباع المؤسسة لسياسة ضريبية يحتجز فيها أكبر قدر من الأرباح، بشرط أن تكون لديها فرص استثمارية ملائمة توجه إليها الأرباح المحتجزة حتى لا تنثير الشك لدى مصلحة الضرائب. أما إذا كان أغلبية المساهمين ممن تخضع دخولهم لشريحة ضريبية منخفضة، حينئذ قد تكون سياسة التوزيع السخية هي المفضلة.<sup>4</sup>

#### 2-3 الضريبة على المبالغة في حجز الأرباح :

قد تلجأ المؤسسة إلى احتجاز الأرباح وشراء أصول إنتاجية مثل الأسهم والسندات ومن خلالها يحصل المساهم على الأرباح الرأسمالية، لذلك تلجأ بعض الأنظمة لفرض ضريبة إضافية إذا تراكم لدى المؤسسة

1 المرجع أعلاه، نفس الصفحة .

2 عدمان فائزة، نفس الصفحة .

3 المرجع أعلاه، ص 26 .

4 المرجع أعلاه، نفس الصفحة .

استثمارات شبة سائلة نتيجة حجز الأرباح وتجاوزها المستوى المقبول.<sup>1</sup>

### 3-3 الضرائب على أرباح المؤسسات :

تشجيع الميزة الضريبية للدين بسبب خصم الفائدة من القاعدة الضريبية على استخدام الدين في التمويل، مما يعني أن المؤسسة مستعدة لاستخدام قدر معين من الرافعة المالية لتمويل استثمارات معينة من خلال ديونها، ونتيجة لذلك فإنه على المدى الطويل قد يزداد الاعتماد على الأموال المقترضة، مما يؤدي إلى ارتفاع نسبة الدين في الهيكل المالي أكثر من الأموال الخاصة.<sup>2</sup>

### 4-3 الفرص الاستثمارية المتاحة :

إذا رأت المؤسسة فرص استثمارية مربحة في إنه يمكن أن تستخدم أرباحها في تمويل هذه الاستثمارات ولكن يترتب على هذه العملية عدم استقرار في نصيب السهم من التوزيعات. من الشائع بالنسبة للمؤسسات النامية الدخول في استثمارات عن طريق أرباحها إذا رأت فرص استثمارية مربحة وكما نلاحظ أن معظم المساهمين يفضلون الأرباح الرأسمالية على التوزيعات النقدية.<sup>3</sup>

### 5-3 السياسات التي تتبعها المؤسسات المثيلة :

تحاول المؤسسات تحديد النسبة المئوية للتوزيع التي تتبعها المؤسسات في نفس القطاع أو المؤسسات التي تستفيد من نفس معدل النمو، بحيث يمكن تبرير اتباع سياسة توزيع سائدة.<sup>4</sup>

### 6-3 الوضع الاقتصادي العام :

تميل المؤسسات النامية إلى الاحتفاظ بجزء كبير من الأرباح للتكيف مع تقلبات الأوضاع الاقتصادية.

### 7-3 استطاعة المؤسسة الدخول إلى الأسواق العالمية :

تعاني المؤسسات الصغيرة والجديدة من التمويل بإصدار أسهم أو بالاقتراض من البنوك والسبب أنه لا تكون معروفة من قبل البنوك والمستثمرين في الأسواق العالمية وهذا ما يجبرها على الاعتماد على الأرباح المحتجزة كمصدر رئيسي للتمويل.<sup>5</sup>

### ثانيا : العوامل الداخلية

هناك مجموعة من العوامل الداخلية التي تعتبر المحدد الرئيسي لهذه السياسة ونذكر منها :

1 أمجد إبراهيم البراجنة، اختبار العلاقة بين توزيع الأرباح و كل من القيمة السوقية و الدفترية للأسهم المتداولة في سوق فلسطين للأوراق المالية، مذكرة ماجستير غير منشور، تخصص محاسبة و تمويل، قسم التجارة، الجامعة الإسلامية بغزة، فلسطين، 2009 ، ص 20.

2 عدمان فائزة، ص 27.

3 حورية بديدة، تأثير سياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة المسعرة في السوق المالي، مذكرة ماجستير، تخصص : أسواق، غير منشورة، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، 2011، ص 40.

4 عدمان فائزة، ص 28.

5 المرجع أعلاه، ص 30.

### 1- حجم الأرباح :

تتأثر سياسة توزيع الأرباح بحجم الأرباح، فكلما كانت المؤسسة تعاني من عدم استقرار في الأرباح عادة ما تميل إلى وضع سياسة توزيع غير سخية، لهذا تقرر المؤسسات الصغيرة والجديدة منذ البداية وضوح سياسة توزيع بنسبة صغيرة من الأرباح لكي يمكن أن تبقى تلك النسبة حتى لو انخفضت الأرباح<sup>1</sup>.

### 2- توفر السيولة :

تتطلب التوزيعات توفر السيولة النقدية فإن عدم توفرها قد يؤدي بالمؤسسة إلى الاقتراض لتعويض العجز في الرصيد النقدي، فلا يمكن الاعتماد على الأرباح وحدها لتوزيعها على المساهمين بدون توفر سيولة نقدية فقد تنتج الأرباح عن عمليات بيع آجلة وهو ما يعني أن رصيد السيولة النقدية المتوفر لدى المؤسسة لا يساوي رقم الربح المحقق. أي أن التوزيعات النقدية للمساهمين لا يتوقف على الربح وحده بل كذلك على السيولة النقدية. ومع ذلك حتى لو توفرت السيولة النقدية الفائضة عادة ما تكون لغرض الحيلة<sup>2</sup>. وفي هذا الصدد حدد الاقتصادي جون كينيز ثلاثة دوافع رئيسية للاحتفاظ بالنقد وهي<sup>3</sup> :

- دوافع العمليات : يعني احتفاظ المؤسسة بسيولة نقدية كافية لتسديد الالتزامات الناشئة عن عمليات المؤسسة مثل شراء مواد أولية أو دفع رواتب .

- دوافع الاحتياط : يعني الاحتفاظ بقدر معين من السيولة النقدية لمواجهة التدفق النقدي غير المتوقع.

- دوافع المضاربة : يشير دافع المضاربة إلى قدرة المؤسسة على الاحتفاظ بقدر معين من النقد يمكنها من خلاله اغتنام فرص الربح الممكنة إذا ما حدثت في وقت مفاجئ.

### 3- الإشارات المالية أو المحتوى المعلوماتي للإشارات :

تحتوي سياسة التوزيعات على مجموعة من الإشارات فإن الزيادة في التوزيعات هو إشارة على مستقبل مبشر أما التخفيض هو مؤشر على مستقبل غير مطمئن ، وبناء عليه فإن التغير الذي يطرأ على القيمة السوقية للسهم هو رد فعل عن التوقعات المستقبلية لربحية المؤسسة، أو ما يسمى بالمحتوى المعلوماتي لسياسة التوزيعات<sup>4</sup>.

### 4- متطلبات النمو :

تميل المؤسسات التي لديها فرص نمو سريعة إلى الاعتماد على مصادر تمويل ذاتية أكثر من الاعتماد على مصادر تمويل خارجية الذي قد ينطوي عليه أعراض مكلفة لهذا تلجأ إلى احتجاز الأرباح خاصة إذا كانت الأرباح المحتجزة كافية<sup>5</sup>.

1 المرجع أعلاه، نفس الصفحة .

2 المرجع أعلاه، ص 31.

3 بن الضب علي، دراسة تأثير الهيكل المالي و سياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة المدرجة بالبورصة، مذكرة ماجستير، تخصص : مالية المؤسسة، غير منشورة، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، 2009، ص 125.

4 عدمان فائزة، ص 34 .

5 حورية بديدة، ص 40 .

### 5- طبيعة نشاط المؤسسة :

هناك مؤسسات يتمثل نشاطها في إنتاج سلع ضرورية يتم استهلاكها سواء في حالة الرخاء أو الأزمات الاقتصادية، فهذه المؤسسات عادة ما تتوقع عوائد مستقرة وبناء عليه فتتبع سياسة توزيع مستقرة، أما إذا كانت المؤسسة تعمل في نشاط صناعي سوق غير مستقر مثل الصناعات الكيماوية فاتباع سياسة توزيع مستقرة يعد أمرا صعبا لذلك يكون من الأفضل أن تحتجز الأرباح في حالة الرخاء حتى تستطيع توزيع جزء من هذه الأرباح خلال فترات الأزمات الاقتصادية.<sup>1</sup>

### المطلب الثالث : طبيعة سياسة توزيع الأرباح

غالبا ما يسأل عما إذا كانت سياسة توزيع الأرباح في الشركة هي قرار استثماري أو تمويلي أو قائم بحد ذاته ولماذا، ويلاحظ أن قرار سياسة توزيع الأرباح ليس سهلا فهو يحوي في طياته مشكلة معقدة وبالتالي فإن حل هذه المشكلة يجب أن يتم من خلال تعظيم القيمة السوقية للمؤسسة .

### أولا : سياسة توزيع الأرباح كقرار استثماري

تشير قرارات الاستثمار إلى قرارات المؤسسة بشأن المشاريع التي يجب استكمالها لضمان الاستمرارية والبقاء، ويتضمن قرار الاستثمار جميع القرارات التي لها تأثير فعلي على التدفقات النقدية المستقبلية، ومن منظور مالي يعني قرار الاستثمار التضحية بالسيولة الحالية من أجل تحقيق العوائد المستقبلية.

تشير سياسة توزيع الأرباح إلى أنه عندما تستند القرارات الخاصة بها على النقد المتولد من العمل فإنه قرار استثماري ويمكن أن تكون آثار تلك القرارات أوسع على فرص الاستثمار المتاحة للمؤسسة، لذلك فإن قرار توزيع الأرباح قد يحدث مسألة استثمارية يجب أن تتخذ المؤسسة قرارا حازما بشأنها. لذلك فإن إيجاد حلول لسياسة توزيع الأرباح كمشكلة استثمارية قد يجبر المؤسسة على الانتظار حتى تتبين أفضل استثمار واستخدام الجزء المتبقي من النقد الناتج عن عملية توزيع الأرباح بعد تحقيق كل شروط الاستثمار في المؤسسة.<sup>2</sup>

### ثانيا : سياسة توزيع الأرباح سياسة كقرار تمويلي

في بعض الحالات تعتمد المؤسسة على المصادر الخارجية في توزيعات الأرباح من أجل عدم الوقوع في المشاكل الاستثمارية المترتبة عن استخدام النقدية الناجمة عن عمليات التشغيل الداخلية، وفي هذه الحالات قرار توزيع الأرباح عن طريق استخدام الأموال الخارجية قد يشير إلى مشكلة تمويلية، خاصة إذا أثر على الهيكل التمويلي للمؤسسة أي أنه إذا قضت الحاجة للاعتماد على المصدر الخارجي لتمويل توزيع الأرباح فلا بد من دراسة تتناسب مع الهيكل التمويلي للمؤسسة.<sup>3</sup>

ويمكن توضيح العلاقة بين سياسة توزيع الأرباح وقرارات الاستثمار والتمويل كالاتي<sup>4</sup> :

توزيعات الأرباح = (النقدية الناتجة عن التشغيل + مصدر تمويل خارجي) - الأموال المطلوبة للاستثمار.

1 عدمان فائزة، ص 36.

2 حورية بديدة، ص 31.

3 عدمان فائزة، ص 13.

4 المرجع أعلاه ص 13.

نستنتج من خلال هذه العلاقة أن توزيعات الأرباح ما هي إلا فرق بين ما هو متوفر للمؤسسة من سيولة نقدية وأموال مطلوبة لتمويل عملياتها الاستثمارية.

### ثالثا : سياسة توزيع الأرباح كقرار قائم بحد ذاته

يعتبر الكثير من المختصين الماليين أن قرار توزيع الأرباح هو قرار مستقل بحد ذاته ويؤثر على قيمة المؤسسة شأنه شأن القرارات الاستثمارية والتمويلية وله دوره وأهميته في المؤسسة.

يتم التطرق لهذه القرارات في الدراسات الأكاديمية للإدارة المالية كل على حدة أي بصفة مستقلة ومنفصلة عن بعضهم إلى أنه يجب معرفة أن هذه القرارات تجمعهم علاقة طردية وهناك تأثير متبادل بينهم فمثلا الاستثمارات التي تقوم بها المؤسسة تحدد التوزيعات المستقبلية فإذا كانت استثمارات ناجحة فإن التوزيعات المستقبلية ستكون سخية. كما أن هيكل التمويل في المؤسسة يؤثر في تكلفة التمويل الذي يحدد الفرص الاستثمارية للمؤسسة.

**الخاتمة :**

تمثل سياسة توزيع الأرباح قرار أن تمويلها مهمة في المؤسسة وقد اختلفت الآراء حول هذا القرار فهناك من يعتبره قرار استثماري أو قرار تمويلي بحث أو قرار قائم في حد ذاته فهو يربط بين العلاقة مع المساهمين وبين سعر السهم في السوق ذلك إما بالقيام بتوزيعات نقدية على المساهمين أو باحتجاز الأرباح وإعادة استثمارها.

تحكم سياسة توزيع الأرباح مجموعة من العوامل التي قد تحد من حرية مؤسسة حيال التصرف عند اتخاذ هذا القرار لذلك يتوجب على المؤسسة تحليل جميع العوامل لإرضاء المساهمين وعدم فقدان فرص استثمارية لدعم نمو المؤسسة.

تعد سياسة التوزيعات النقدية المستقرة الأفضل من بين البدائل النقدية لأنها تعتبر مؤشر إيجابي عن أرباح المؤسسة المستقبلية ومنه يؤثر إيجاباً على القيمة السوقية للمؤسسة، أما فيما يخص البدائل غير النقدية نرى أن عملية إعادة شراء الأسهم وتوحيد الأسهم لها تأثير إيجابي على القيمة السوقية للأسهم، في حين أن عملية توزيع الأسهم المجانية وتجزئة الأسهم لها تأثير معاكس وهذا راجع إلى تأثير عدد الأسهم على القيمة السوقية.

بعد أن رأينا أهمية سياسة توزيع الأرباح في المؤسسة، سنتطرق إلى أهم الدراسات على مدى تأثير هذه السياسة على القيمة السوقية للمؤسسة في مختلف البورصات العالمية والبورصة والبنوك الجزائرية، والذي سنركز عليه في الفصل الموالي.



## الفصل الثاني : الدراسات السابقة لتأثير سياسة توزيع الأرباح على القيمة السوقية

### تمهيد :

لقد تعددت الدراسات التي ناقشت أثر توزيع الأرباح على القيمة السوقية ، وقد شغلت نسبة الأرباح الواجب توزيعها على المساهمين عقول الباحثين ، وعليه قرار توزيع الأرباح يعتبر معقدا جدا لأن له علاقة بقرار الاستثمار من جهة وقرار التمويل من جهة أخرى ، لذلك يجب معرفة تأثير إلى هذه القرارات على بعضها البعض وتأثيرها على القيمة السوقية لأسهم المؤسسة لذلك سنتطرق في هذا الفصل إلى دراسات عربية وأجنبية لمحاولة معرفة أثر هذه السياسة على القيمة السوقية للمؤسسة.

### المبحث الأول : الدراسات السابقة

#### المطلب الأول : الدراسات السابقة للأسواق العالمية

##### دراسة (نوال غربي ، محرز نور الدين 2010) :

تهدف هذه الدراسة إلى معرفة طبيعة العلاقة بين سياسة توزيعات الأرباح وقرار الاستثمار باعتبارهما من أهم القرارات المالية ولتحقيق الهدف تم بناء عينة تتكون من 55 شركة في مؤشر NASDAQ 100 خلال فترة 2010-2019 وذلك بالاعتماد على نموذج الانحدار الخطي المتعدد لبيانات البائل لو باستخدام طريقة المربعات صغري العادية OLS . وكذلك معرفة كيف تؤثر التوزيعات النقدية على نمو أصول شركة المدرجة في المؤشر وأثر التوزيعات المالية الأخرى. (الرفع المالي ، حجم الشريك أو السيولة) على قرارات الشركة المدرجة في المؤشر NASDAQ100 وأهمية سياسة توزيعات الأرباح كقرار مالي. توصلت نتائج الدراسة إلى أن سياسة توزيع الأرباح لها أثر سلبي على قرار الاستثمار بالإضافة إلى وجود تأثير معنوي لجميع المتغيرات الضابطة على قرار الاستثمار لعينة دراسة.

##### دراسة (Khaled, Chijoke, & Aruoriwo,2011) :

الغرض من هذه الدراسة هو فحص العلاقة بين سياسة توزيع الأرباح وتغيرات أسعار الأسهم في سوق الأوراق المالية في المملكة المتحدة، وقد تم استخدام تحليل الانحدار المتعدد بطريقة المربعات الصغرى لاكتشاف العلاقة بين تغيرات أسعار الأسهم وكلا من نسبة توزيع الأرباح للسهم ونسبة توزيعات الأرباح وقد وجد الباحثون علاقة إيجابية بين عائد توزيعات الأرباح وتغيرات أسعار الأسهم، ووجدوا كذلك علاقة سلبية بين نسبة توزيعات الأرباح وتغيرات أسعار الأسهم وبالإضافة إلى ذلك تظهر النتائج أن معدل نمو الشركة ومستوى الدين والحجم والأرباح تفسر تغيرات أسعار الأسهم وقد بينت هذه الدراسة أن سياسة توزيع الأرباح ذات صلة بتحديد تغيرات أسعار الأسهم.

##### دراسة (دادن عبد الوهاب ، بديدة حورية 2011) :

تهدف هذه الدراسة إلى التعرف على مدى تأثير سياسة توزيع الأرباح على قيمة مؤسسات المؤشر CAC40 وذلك في ظل وجود قرارات مالية أخرى . وفي هذا الإطار ، تناولت الدراسة محورين أساسيان: دراسة تأثير سياسة توزيع الأرباح (التوزيعات النقدية ، إعادة شراء الأسهم ، ربحية السهم) على قيمة المؤسسة ، عن طريق الدراسة الاختبارية ، وكذلك دراسة تأثير المحتوى الإعلامي لهذه السياسة على القيمة ، من خلال دراسة الحدث. وقد خلصت الدراسة إلى أن هناك تأثير لسياسة التوزيعات النقدية على قيمة المؤسسة، بينما لا توجد علاقة خطية بين كل من إعادة شراء الأسهم وربحية السهم

على القيمة . هذا بالإضافة إلى عدم وجود تأثير للمحتوى الإعلامي لهذه السياسة على قيمة مؤسسات المؤشر CAC40.

#### دراسة (Irandoost, Hassanzadeh, & Salteh, 2013) :

يعتبر تخصيص جزء من الربح كأرباح الأسهم أحد المواضيع الهامة في الإدارة المالية، الغرض الرئيسي لهذه السياسة هو تعظيم رأس مال المساهمين من خلال تلقي توزيع الأرباح بشأن تقلب أسعار الأسهم وقرارات الاستثمار، وقد شملت هذه الدراسة 65 شركة من بورصة طهران خلال الفترة 2007 2012 وقد استغرقت هذه الدراسة ثلاث سنوات. وقد تم استخدام طريقة تحليل الارتباط والانحدار المتعدد بتحليل البيانات واختبار الفرضيات. حيث تشير نتائج هذه الدراسة إلى أن سياسة توزيع الأرباح لها تأثير على تقلب أسعار الأسهم في وقت قصير، لكن ليس لسياسة توزيع الأرباح تأثير كبير على تقلبات أسعار الأسهم لفترة طويلة، علاوة على ذلك فإن سياسة توزيع الأرباح ليس لها تأثير كبير على قرارات الاستثمار.

#### دراسة (Memon, Channa, & Khaso, 2017) :

هدفت هذه الدراسة إلى تحديد أثر سياسة توزيع الأرباح على ثروة المساهمين والشركات غير القطاعات المالية بباكستان خلال الفترة من السنة 2006 إلى سنة 2015، وقد تضمنت عينة من 67 شركة مدرجة في بورصة كراتشي، وقد استخدمت هذه الدراسة نموذج انحدار الأثر الثابت، أما المتغيرات الخاصة بهذه الدراسة فهي سياسة توزيع الأرباح وثروة المساهمين وأداء الشركة، حيث توصلت هذه الدراسة إلى وجود تأثير سلبي لسياسة توزيع الأرباح للسهم وإلى تأثير إيجابي لسياسة توزيع الأرباح على السعر السوقي للسهم وأظهرت نتائج متغيرات التحكم المتمثل في نمو الأصول، نمو الأرباح ونمو المبيعات وحجم الشركات أن لها تأثير إيجابي كبير على السعر السوقي للسهم في حين أن كل من السيولة والرافعة المالية والأرباح بعد الضريبة ليس لها تأثير كبير على السعر السوقي للسهم.

#### دراسة (حورية بديدة، لعروسي العربي 2018) :

تهدف هذه الدراسة إلى دراسات المحتوى الإعلامي لسياسة توزيع الأرباح، وذلك للتعرف على مدى تأثير الإعلان عن التغيير في توزيع الأرباح النقدية على رد فعل السوق المالي الفرنسي . من خلال الاستعانة بأسلوب دراسة الحدث ومنهج بيانات البائل، والتي أجريت على عينة تشمل 153 حدث ل 39 شركة مدرجة في مؤشر CAC40، في فترة ممتدة من 2010 إلى غاية 2015. خلصت الدراسة إلى أن السوق الفرنسي يتفاعل مع إعلانات توزيعات الأرباح ويتفاعل أكثر مع الزيادات في التوزيعات أما التخفيض في التوزيعات لم يكن هناك أي ردة فعل . ولا تتماشى هذه النتيجة مع فرضية المحتوى الإعلامي . علاوة على ذلك، فإن نتائجها تشير إلى أنه عندما تقوم الشركات بزيادة توزيعات الأرباح عندما يكون أداء السوق سيء، فإنها إشارة توضح أنها لا تعاني من مشاكل، إلا أنه لا يوجد أي دليل على الاستجابات غير المتماثلة في الأسواق صعودا ونزولا . كما توصلت نتائج الباحثان إلى أن التخفيض له أثر أقوى من الزيادة في التوزيعات وأن حركة السوق غير المتوازية مع العوائد غير العادية التراكمية، كما أن الزيادة في التوزيعات في ظل السوق النازل تكون أقوى تأثيرا من الزيادة في التوزيعات في السوق الصاعد، أما في حال الانخفاض في التوزيعات المعلنة يحدث العكس.

**دراسة (قدام جمال ، ترفاس جمال الدين 2018) :**

هدفت الدراسة لاختبار أثر سياسة توزيع الأرباح على القيمة السوقية للأسهم بالإضافة إلى اختبار بعض محددات هذه الأخيرة ، وللوصول إلى الهدف تم إجراء دراسة قياسية بالاعتماد على نموذج خط الانحدار المتعدد لبيانات البائل، حيث تمت الدراسة على المؤسسات المدرجة في مؤشر داوجونز DJIA الأمريكي الذي يضم 30 مؤسسة على فترة زمنية ممتدة من 2007 إلى 2017 وبالتالي تكون أمام بيانات البائل ذات بعدين، كما تم الإجراء اختبارات اللازمة التي أعطتنا نموذج الآثار الثابتة (fixed effect model) و الذي تم تقديره استخدام طريقة المربعات صغرى (LSDV).

**دراسة (موصو سراح 2022) :**

هدفت هذه الدراسة إلى اختبار وقياس تأثير سياسة توزيعات الأرباح على الأداء المالي للمؤسسات الاقتصادية المدرجة في مؤشر S&P100 ، طبقا لدراسة على عينة مكونة من 51 مؤسسة اقتصادية خلال الفترة الممتدة من 2014 إلى 2015 ومن خلال إجابة الإشكالية المطروحة واختبار الفرضيات تم الاعتماد على بيانات البائل و باستخدام نموذج التأثيرات الثابتة. توصلت الدراسة إلى عدم وجود تأثير ذو دلالة إحصائية لسياسة توزيعات الأرباح الممثلة في نسبة الأرباح الموزعة للسهم الواحد على الأداء المالي معبرا عنه بالعائد على إجمالي الأصول للمؤسسات الاقتصادية المدرجة في المؤشر S&P100 بينما توصلت الدراسة إلى وجود تأثير موجب و ذو دلالة إحصائية للأرباح المحتجزة على إجمالي الأصول للمؤسسات محل دراسة ، كما أشارت نتائج الدراسة إلى وجود تأثير سلبي للرفع المالي علي أداء المؤسسات محل الدراسة.

**المطلب الثاني : الدراسات السابقة للأسواق العربية**

**دراسة (هند، 2015) :**

تناولت الدراسة اختبار العلاقة بين توزيعات الأرباح والقيمة السوقية للأسهم ومدى تأثيره بالقدرة على الربحية والتدفق النقدي الحر والرافعة المالية، حيث تكونت عينة الدراسة من 42 شركة مساهمة مدرجة في سوق العراق للأوراق المالية موزعة على قطاعات المصارف والمالية والخدمات و الصناعية خلال الفترة 2010-2014، وقد تم فحص واختبار العلاقة باستخدام أسلوب تحليل الانحدار المتعدد، حيث توصلت الدراسة إلى وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين توزيعات الأرباح والقيمة السوقية للأسهم في قطاعات العينة كما توصلت هذه الدراسة إلى تأثير هذه العلاقة بكل من القدرة على الربحية و التدفق النقدي الحر وإلى عدم وجود آثار للرافعة المالية على العلاقة بين توزيعات الأرباح والقيمة السوقية للأسهم.

**دراسة(رشيد حفطي 2016) :**

تحاول هذه الدراسة تحليل تأثير سياسة توزيع الأرباح على القيمة السوقية لأسهم المؤسسات المدرجة في سوق دبي المالي. حيث شملت الدراسة عينة من 30 مؤسسة مدرجة في السوق خلال الفترة الممتدة من 2011-2014 موزعة على كافة القطاعات في السوق ، ومن أجل معالجة هذا الموضوع واختبار فرضياته تم الاعتماد على نماذج الانحدار الخطي المتعدد والبسيط .

وتبين من خلال الدراسة أن هناك علاقة ذات دلالة إحصائية بين سياسة توزيع الأرباح الممثلة في (نسب الأسهم من التوزيعات النقدية، ربحية السهم) و قيمة أسهم المؤسسات المدرجة في سوق دبي. بينما لا

توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين الأرباح المحتجزة وقيمة السهم.

#### دراسة (موراد تهتان ، زين الدين شروقي 2017) :

هدفت هذه الدراسة إلى تحليل سياسة توزيع الأرباح المنتهجة من طرف البنوك الجزائرية الخاصة والعمومية ، و لتحقيق ذلك تم الاعتماد على عينة مكونة 10 بنوك جزائرية عمومية وخاصة من خلال فترة 2009 إلى غاية 2013 ، وقد توصلت دراسة في الأخير إلى أن البنوك الجزائرية الخاصة أكثر كفاءة في تحقيق الأرباح مقارنة بالبنوك العمومية على الرغم من افتقارها للموارد المالية التي تتمتع بها البنوك العمومية. تتبع البنوك العمومية الجزائرية والخاصة أنماط مختلفة لسياسة توزيع الأرباح، فالبعض منها يفضل غياب توزيع الأرباح في فترات زمنية معينة ، الهدف منها هو مواجهة التحديات المستقبلية التي تواجه البنك كتوسع من خلال إنشاء فروع جديدة والبعض الآخر يفضل سياسة التوزيع باقي الأرباح بعد احتجاز بعضها لتغطية احتياجاتها من أموال ، فيما قد بلغ متوسط الأرباح الموزعة من طرف البنوك الخاصة 45.30% و 27% بالنسبة للبنوك العمومية.

#### دراسة (عبد الحق قنون، عبد الغني دادن 2019) :

تهدف هذه الدراسة إلى تبيان تأثير سياسة توزيع الأرباح على القيمة البورصية للمؤسسة الاقتصادية المدرجة في سوق قطر للأوراق المالية ، إضافة إلى تبيان أي أشكال سياسة توزيع الأرباح الأكثر تأثيراً على القيمة البورصية للمؤسسة، تم الاعتماد على عينة مكونة من 26 مؤسسة مدرجة في بورصة قطر موزعة على عدة قطاعات باستثناء القطاع المالي خلال الفترة من 2013 إلى 2016 ، بالاعتماد على الانحدار الخطي المتعدد والبسيط للكشف عن هذا التأثير ، خلصت الدراسة إلى وجود علاقة دلالة إحصائية بين سياسة توزيع الأرباح وقيمة المؤسسة، كما توصلت كذلك أن التوزيعات النقدية تعتبر من أكثر أشكال توزيعات الأرباح تأثيراً على قيمة المؤسسة في البورصة، وهذا ما يدعم النظريات ملائمة توزيعات الأرباح .

#### دراسة (وسيم سليمان مخلوف 2019) :

هدفت هذه الدراسة إلى معرفة آثار سياسة توزيع الأرباح على ربحية المصارف المدرجة في سوق عمان المالي، تكونت عينة الدراسة من ثمانية مصارف مدرجة في سوق عمان المالي خلال الفترة الممتدة بين عامي 2005 و 2017، وتمت هذه الدراسة باستخدام طريقة مربعات الانحدار الصغرى ومعامل الاختلاف، من أجل معرفة مدى تأثير المتغير المستقل (نسبة توزيعات الأرباح) على المتغيرات التابعة (معدل العائد على حقوق الملكية والأصول). وقد توصلت هذه الدراسة إلى أن هناك أثر سلبي معنوي متوسط لنسبة توزيع الأرباح في معدل العائد على حقوق الملكية والأصول في معظم مصارف العينة. ما يعني أن توزيع الأرباح يقلل من حجم الأموال الموجهة إلى الاستثمار وبالتالي انخفاض الربحية، وأن سياسة توزيع الأرباح لا تتمتع بالاستقرار في مصارف العينة. كما أن سياسة توزيع الأرباح الحالية كانت انكماشية في معظم مصارف العينة. كما ينصح الباحث في هذه الدراسة المستثمرين بالاستثمار في المصارف ذات سياسة توزيع مستقرة، وذلك سواء كانت هذه السياسة المتبعة لتوزيع الأرباح انكماشية أو توسعية.

#### دراسة (حاج شريف هشام ، حريري عبد الغني ، 2020) :

هدفت هذه الدراسة إلى تبيان تأثير توزيع الأرباح على القيمة السوقية، تكونت عينة الدراسة من شركة

صيدال المدرجة في البورصة الجزائرية خلال الفترة 1999 ، 2019 ، حيث تم استخدام أسلوب التحليل القياسي للبيانات المالية السنوية بالاعتماد على طريقة الانحدار الذاتي للفجوات الزمنية الموزعة ARDL توصلت الدراسة إلى وجود علاقة طردية بين توزيعات الأرباح والقيمة السوقية للأسهم ، كما أن الدراسة أشارت إلى وجود علاقة سببية أحادية الاتجاه 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 اتجاه توزيع الأرباح ، ومن خلال نتائج اختبار تكامل المشترك باستعمال منهج الحدود تم التوصل إلى وجود علاقة مستقرة طويلة الأجل بين القيمة السوقية لسهم صيدال وتوزيع الأرباح.

#### دراسة (براني مختارية ، حسيني إسحاق 2020) :

تهدف هذه الدراسة إلى معرفة العلاقة بين سياسة توزيع الأرباح وتقلبات سعر السهم في عينة من الشركات المدرجة في السوق السعودي خلال 2008 إلى 2018 ، حيث شمل الدراسة 20 شركة . تم استخدام سعر السهم كمتغير تابع، نصيب السهم من التوزيعات النقدية كمتغير مستقل ، متغير حقوق المساهمين ، مجموع الديون و ربحية السهم كمتغيرات تحكمية .وقد توصلت الدراسة إلى وجود علاقة إيجابية بين سياسة توزيع الأرباح وسعر السهم ، أو وجود علاقة إيجابية بين ربحية السهم ، مجموع الديون وسعر السهم ، كما توصلت أيضا إلى وجود علاقة سلبية بين حقوق المساهمين وسعر السهم .

#### دراسة (د. بلعشي عبد المالك ، د. مزيان سعيد 2020) :

تعتبر سياسة توزيع الأرباح قرار استراتيجي للمؤسسة الاقتصادية، ذلك لأنها تهم جمهور المستثمرين والمؤسسة على حد سواء. هذه الأخيرة تكون في مواجهة رغبات مستثمريها وحاجتها من جهة أخرى، استهدفت هذه الدراسة مجعبي بيوفارم و صيدال الخاصان بالقطاع الصيدلاني، وقد توصلت هذه الدراسة إلى أن مجمع صيدال يتبع سياسة توزيع للأرباح مستقرة نوعا ما وهذا من أجل الحفاظ على الدخل العادي للمساهمين والشركاء ودعم الأسعار والقيمة السوقية للمجمع. أما مجمع بيوفارم فقط فضلوا سياسة توزيع الأرباح غير المستقرة، إذ تتحكم الأرباح المحققة في معدل التوزيعات بالزيادة أو النقصان. وهو أمر من شأنه أن يشكل دافعا قويا للمسيرين والمساهمين على بذل جهود إضافية لتحقيق أرباح معتبرة من سنة مالية إلى أخرى وبالتالي زيادة معدلات الأرباح الموزعة، وقد توصلت هذه الدراسة إلى وجود تأثير لسياسة توزيع الأرباح على القيمة السوقية لأسهم الشركات المسعرة في بورصة الأوراق المالية تحت شرط الكفاءة في التسعير والشفافية والمصادقية في الإفصاح المالي.

#### دراسة (سايب عبد الله ، سلاي أبو بكر 2022) :

تهدف الدراسة لإبراز أهمية تفعيل سياسة مثلى لتوزيع الأرباح داخل المؤسسات المدرجة في بورصة الجزائر، تمثلت الإشكالية في معرفة أثر سياسة توزيعات الأرباح على قيمة المؤسسة و قرار المستثمر ، من خلال استخدام المنهج الوصفي التحليلي ، ولتحقيق هدف الدراسة قمنا بإجراء استبيان وتوزيعه على عينة من المهنيين والمستثمرين الذين لهم علاقة بالمؤسسات المدرجة في بورصة الجزائر حيث بلغ عدد أفراد العينة 71 فرد ، وتوصلت الدراسة للعديد من النتائج من بينها سياسة توزيع الأرباح تؤثر بدرجة عالية على قرار المستثمر ، وسياسة توزيع الأرباح تؤثر بدرجة عالية على قيمة المؤسسة .

المبحث الثاني :إدارة الأرباح و استعراض نتائج الدراسات السابقة

المطلب الأول : إدارة الأرباح

دراسة (أ.عمار زكريا عبد الله سالم ، د. بهاء صبحي عبد اللطيف عواد 2019) :

استهدفت الدراسة البحث في ظاهرة إدارة الأرباح، واستكشاف مدى ممارستها من قبل الشركات الصناعية المساهمة العامة الأردنية المدرجة في بورصة عمان. وأثارها على سياسة توزيع الأرباح وانعكاسها على القيمة السوقية للشركة خلال الفترة الممتدة من عام 2012 إلى عام 2017. وقد أجريت هذه الدراسة على عينة مكونة من 32 شركة مساهمة عامة صناعية. بينت الدراسة أن شركات المساهمة العامة الأردنية قد قامت بممارسة إدارة الأرباح حيث بلغت نسبة الممارسة خلال فترة الدراسة 44%، كما توصلت الدراسة إلى عدم وجود أثر لإدارة الأرباح على سياسة توزيع الأرباح في حين توصلت الدراسة إلى وجود آثار دو دلالة إحصائية لإدارة الأرباح على القيمة السوقية وكذلك لإدارة الأرباح على القيمة السوقية في ظل سياسة توزيع الأرباح.

دراسة (صديقي أحمد ، بن يحيى 2020) :

هدفت هذه الدراسة إلى فحص أثر ممارسة إدارة الأرباح بالمستحقات والأنشطة الحقيقية على عوائد الأسهم في شركات المساهمة التكنولوجية والخدماتية المدرجة ببورصة باريس ضمن مؤشر (CAC ALL-Tradable). وهذا بأخذ بيانات نصف سنوية خلال الفترة الممتدة من 2017 إلى 2019، تم استخدام نموذج (Kothari et al,2005) للتعبير عن ممارسات إدارة الأرباح بالمستحقات ونموذجي (Roychowdhury, 2006) و (Zang, 2012) للتعبير عن ممارسات إدارة الأرباح بالأنشطة الحقيقية. توصلت الدراسة إلى وجود علاقة معنوية موجبة بين إدارة الأرباح بالأنشطة الحقيقية من خلال أسلوب التلاعب بالمبيعات وأسلوب تخفيض النفقات الاختيارية وبين إلى وجود أي تأثير معنوي لكل من إدارة الأرباح بالمستحقات وإدارة الأرباح بالأنشطة الحقيقية من خلال أسلوب الإنتاج الزائد وبين عوائد الأسهم.

المطلب الثاني : استعراض نتائج الدراسات السابقة

جدول رقم(1)

الباحث والسنة	عينة وفترة الدراسة	متغيرات الدراسة	الطرق القياسية	النتائج المتحصل عليها
دراسة ( Irandoost, Hassanzadeh, & Salteh, 2013)	65 شركة من بورصة طهران من 2007 إلى 2012	- توزيع الأرباح  - أسعار الأسهم	تحليل الارتباط والانحدار المتعدد بتحليل البيانات واختبار الفرضيات	تأثير على تقلبات أسعار الأسهم في الفترة القصيرة على عكس الفترة الطويلة لا تؤثر على قرارات الاستثمار

- تأتي السلبية لسياسة توزيع الأرباح للسهم	انحدار الأثر الثابت	-توزيع الأرباح	67 شركة من بورصة كراتشي من 2006 إلى 2015	دراسة ( Memon, Channa, & (Khaso, 2017
-تأثير إيجابي لسياسة توزيع الأرباح على السعر السوقي للسهم		- ثروة المساهمين وأداء الشركة		
علاقة إيجابية بين عائد توزيعات الأرباح وتغيرات أسعار الأسهم	تحليل الانحدار المتعدد بطريقة المربعات الصغرى	- توزيع الأرباح - أسعار الأسهم	سوق الأوراق المالية في المملكة المتحدة	دراسة ( Khaled, Chijoke, & (Aruoriwo,2011
وجود علاقة دلالة إحصائية بين توزيع الأرباح القيمة السوقية للأسهم	تحليل الانحدار المتعدد	- توزيع الأرباح - القيمة السوقية للأسهم	42 شركة مساهمة مدرجة في سوق العراق من 2010 إلى 2014	دراسة (هند، 2015)
وجود علاقة طردية بين المتغيرين	ARDL	- توزيعات الأرباح - القيمة السوقية للأسهم	شركة صيدال من 1999 إلى 2019	دراسة (حاج شريف هشام ، حريري عبد الغني ، 2020)
أثر سلبي	مربعات الانحدار الصغرى ومعامل الاختلاف	- نسبة توزيعات الأرباح - معدل العائد على حقوق الملكية والأصول	ثمانية مصارف مدرجة في سوق عمان المالي من عام 2005 إلى 2017	دراسة (وسيم سليمان مخلوف 2019)
أثر سلبي	طريقة المربعات الصغرى العادية OLS	- توزيع الأرباح - قرار الاستثمار	55 شركة في مؤشر NASDAQ	دراسة (نوال غربي، محرز نور الدين 2010)

			من سنة 100 2010 إلى 2019	
لا يوجد تأثير	نموذج التأثيرات الثابتة	- توزيع الأرباح - الأداء المالي للمؤسسة	51 مؤسسة اقتصادية مدرجة S&P100 في خلال الفترة الممتدة من 2014 إلى 2015	دراسة (موصو سراح 2022)
تأثير إيجابي		- التوزيعات النقدية - سعر السهم	20 شركة مدرجة في السوق السعودي من 2008 إلى 2018	دراسة (براني مختارية ، حسيني إسحاق 2020 )
تأثير إيجابي		- توزيعات الأرباح - قيمة المؤسسة	بورصة الجزائر	دراسة (سايب عبد الله ، سلالي أبو بكر 2022)
تأثير إيجابي	الانحدار الخطي المتعدد والبسيط	- توزيع الأرباح - القيمة السوقية للمؤسسة	30 عينة من المؤسسات المدرجة في سوق دبي من 2011 إلى 2014	دراسة (رشيد حفزي 2016)
تأثير إيجابي	خط الانحدار المتعدد لبيانات البانل	- توزيع الأرباح - القيمة السوقية للأسهم	مؤشر داو جونز من 2007 إلى 2017	دراسة (قدام جمال ، ترفاس جمال الدين 2018)
تأثير إيجابي	الدراسة الاختبارية	- توزيع الأرباح - القيمة السوقية للأسهم	مؤشر CAC40	دراسة (دادن عبد الوهاب ، بديدة حورية 2011)
علاقة دلالة إحصائية بين سياسة توزيع الأرباح وقيمة المؤسسة	الانحدار الخطي المتعدد والبسيط	- توزيع الأرباح - القيمة السوقية للأسهم	26 مؤسسة مدرجة في بورصة قطر من 2013 إلى 2016	دراسة (عبد الحق قنون، عبد الغني دادن 2019)



## الخاتمة :

لقد تطرقنا في هذا الفصل إلى عدة دراسات سابقة على الأسواق المحلية والعالمية وقد تطرقنا كذلك إلى موضوع جانبي وهو إدارة الأرباح وكما رأينا في هذه الدراسات أن لي سياسة توزيع الأرباح أثر كبير على القيمة السوقية للأسهم فهناك باحثون وجدوا تأثيرا سلبيا للدراسات التي درست مؤشر ناسداك. والمصارف المدرجة في سوق عمان، أما الدراسات التي وجدت تأثير إيجابي فقد تمثلت في الدراسة التي درست السوق السعودي، بورصة الجزائر، سوق دبي، مؤشر داو جونز و مؤشر CAC40 أما الدراسات المتبقية فقد وجدت مفارقات. وبهذا نختم الفصل الثاني ونشرع في الفصل الثالث والأخير والذي سيتم التطرق فيه لدراسة قياسية.

## الفصل الثالث: دراسة قياسية عن تأثير سياسة توزيع الأرباح على القيمة السوقية لسهم شركة نايكي

### تمهيد :

تحتل سياسة توزيع الأرباح بأهمية كبيرة في عالم الأعمال ، حيث تعكس إستراتيجية الشركة وقدرتها على تحقيق العائد المرجو من استثمارات المساهمين. تتأثر القيمة السوقية لسهم الشركة بشكل كبير بقرارات توزيع الأرباح، وتحديد المقدار الذي يخصص للمساهمين بالشكل المناسب يعتبر أمراً حاسماً. سوف نركز في هذه الدراسة القياسية على تحليل تأثير سياسة توزيع الأرباح على القيمة السوقية لسهم شركة نايكي، وهي إحدى الشركات العالمية الرائدة في صناعة الملابس والأحذية الرياضية. سنقوم بدراسة مجموعة من العوامل المتعلقة بسياسة توزيع الأرباح ، مثل نسبة التوزيع والتوقيت. سنتطرق في هذه الدراسة إلى معرفة التأثير المحتمل لعوامل التوزيع والتوقيت هل القيمة السوقية لسهم شركة نايكي. سوف نجري تحليلات إحصائية للبيانات المالية السابقة للشركة لفهم كيفية تغير القيمة السوقية في ما بعد توزيع الأرباح. قد نكتشف أن هناك زيادة في الثقة بين المستثمرين وتوقعاتهم للشركة عندما تتبنى الشركة سياسة توزيع أرباح ملائمة مما يؤدي إلى زيادة القيمة السوقية لسهم الشركة. وعليه سوف نطرحه الإشكالية التالية :

ما مدى تأثير سياسة توزيع الأرباح على القيمة السوقية لسهم شركة نايكي .

## الدراسة القياسية

### تأثير سياسة توزيع الأرباح على القيمة السوقية لسهم شركة نايكي

#### 1- منهجية الدراسة :

من أجل تحليل تأثير توزيعات الأرباح على القيمة السوقية لشركة مدرجة في مؤشر الداو جونز و هي نايكي خلال فترة ممتدة من 2014 إلى 2022 في هذه الدراسة، فقد تم استخدام أسلوب التحليل القياسي للبيانات المالية السنوية، ويتضمن هذا الجزء اختيار الشركة محل الدراسة ومصادر جمع البيانات، تحديد متغيرات الدراسة وكيفية قياسها ووصفها، دراسة استقرارية السلاسل الزمنية، أسلوب الدراسة والاختبارات القياسية، وتقدير الأثر في الأجلين القصير والطويل.

#### 1-1 عينة الدراسة :

تتكون عينة الدراسة من شركة نايكي المدرجة في مؤشر الداو جونز الصناعي . جاء اختيار هذه الشركة لأنها تعد من أبرز الشركات في العالم ولها تأثير كبير على أسواق الأسهم . تغطي فترة الدراسة تسعة سنوات بمعطيات فصلية بدءاً من عام 2014 وحتى عام 2022 سنتحصل هكذا على 36 مشاهدة .  
نهدف في هذه الدراسة إلى دراسة تأثير توزيع الأرباح على القيمة السوقية لهذه الشركة خلال الفترة المحددة. سيتم تحليل البيانات المتاحة لأسعار الأسهم عند تاريخ الإعلان عن توزيع الأرباح لهذه الشركة من أجل تحقيق هذا الهدف وسيتم استخدام أدوات إحصائية وتحليلية لتقييم العلاقة بين توزيعات الأرباح والقيمة السوقية للشركة.  
من خلال دراسة هذه العينة يمكننا أن نتوصل إلى استنتاجات حول أثر توزيعات الأرباح على القيمة السوقية للسهم لشركة نايكي المدرجة في مؤشر الداو جونز.

#### 2-1 متغيرات الدراسة :

تتمثل متغيرات الدراسة في نوعين من المتغيرات ، المتغير التابع والذي يقيس الظاهرة المراد دراستها وهي القيمة السوقية للسهم لهذه المؤسسة، المتغير المستقل الذي يقيس سياسة توزيع الأرباح ، وقد تم قياس هذه المتغيرات استناداً إلى الدراسات السابقة التي عالجت إشكالية تأثير سياسة توزيع الأرباح على السعر السوقي للسهم.

#### المتغير التابع :

يتمثل المتغير التابع للدراسة في السعر السوقي للسهم (SHARE) أثناء الإعلان عن توزيعات الأرباح و التي توزع عادة أربع مرات في السنة .

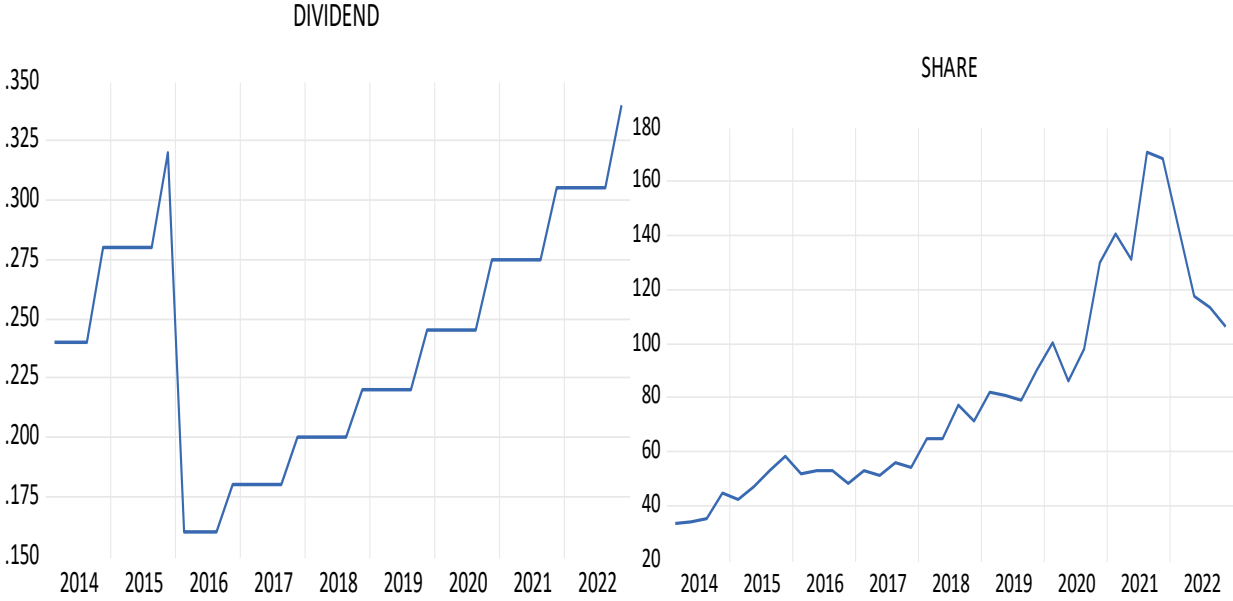
#### المتغير المستقل:

وهو توزيعات الأرباح على مساهمين شركة نايكي ويعبر عنه بتوزيعات الأرباح لكل سهم التي توزعها الشركة على المساهمين.

#### 3-1 وصف متغيرات الدراسة :

سنستعرض أهم الإحصاءات الوصفية لمتغيرات الدراسة عن طريق الجداول التالية وبالاعتماد على برنامج 13 eviews ، والمنحنيات التالية تظهر تطور سلاسل زمنية لمتغيرات الدراسة خلال الفترة من 2014 إلى 2022.

## الشكل رقم (1)



## أدراسة وصفية لبيانات السلسلة (Share) :

تمثل السلسلة (Share) القيمة السوقية للسهم خلال الإعلان عن توزيع الأرباح الفصلية، حيث تتكون من 36 مشاهدة ممتدة من 2014 إلى غاية 2022 ، ولقد شهدت هذه القيم تذبذبا على طول فترة الدراسة بمستوى متوسط قدره 102.135 وقيمة عظمى 170.92 سجلت في الربع الثالث من سنة 2021، وقيمة صغرى قدرت بـ 33.53 سجلت في الربع الأول من سنة 2014. بحيث تعكس لنا هاتين القيمتين أكبر قيمة عرفتها القيمة السوقية للسهم لشركة نايكي الأمريكية وأدناها خلال فترة الدراسة.

## ب- دراسة وصفية لبيانات السلسلة (Dividend) :

( تطور توزيعات الأرباح الفصلية لكل سهم حيث تتكون من 36 مشاهدة ممتدة Dividend تمثل السلسلة ) ومن 2014 إلى غاية 2022 ولقد شهدت تذبذبا على طول فترة الدراسة بمستوى متوسط بلغ 0.25 ، وقيم عظمى قدرت بـ 0.34 سجلت في الربع الرابع من سنة 2022، وقيمها الصغرى قدرت بـ 0.16 سجلت في الـ 4/3 الأولى من سنة 2016، بحيث تعكس لنا هاتين القيمتين أكبر قيمة عرفتها توزيعات الأرباح الفصلية لكل سهم وأدناها .

**4-1 دراسة استقرارية السلاسل الزمنية لمتغيرات الدراسة :**

الكاشف عن إستقرارية السلاسل الزمنية لمتغيرات الدراسة ، سوف نعتمد على كل من اختبار ديكي فولر (ADF) واختبار فيليبس بيرون (PP) وذلك باستخدام برنامج (EViews 13) والتي تظهر نتائجها في الجدول التالي:

**جدول رقم (2): نتائج اختبار جذر الوحدة**

DIVIDEND		SHARE		المتغيرات الرتبية	النموذج	الاختبار
عند الفرق الأول	عند المستوى	عند الفرق الأول	عند المستوى			
-6.841936	-1.364667	-5.195832	-1.232131		مع الحد الثابت	اختبار ديكي فولر (ADF)
0.0000	0.5881	0.0001	0.6494		الاحتمال	
-6.882473	0.269697	-5.143907	0.3520		بدون الحد الثابت	
0.0000	0.7585	0.0000	0.781116		الاحتمال	
-6.917855	-1.236132	-5.199599	-6.882473		مع الحد الثابت	اختبار فيليبس بيرون (PP)
0.0000	0.6475	0.0001	0.6420		الاحتمال	
-6.949114	0.609249	-5.120901	0.328341		بدون الحد الثابت	
0.0000	0.843265	0.0000	0.774757		الاحتمال	

**المصدر:** من إعداد الباحثين بالاعتماد على Eviews13

تشير النتائج في الجدول رقم أربعة إلى أن السلاسل الزمنية لجميع متغيرات الدراسة لم تكن ساكنة عند المستوى أما عند أخذ الفرق الأول لهذه المتغيرات فقد أصبحت ساكنة، أي أنها متكاملة من الدرجة (1) I(1).

**5-1 أسلوب الدراسة :**

بعده دراسة استقرارية السلاسل الزمنية توصلنا إلى أن السلاسل متكاملة من نفس الدرجة (1) I، لهذا سوف نقوم باستخدام طريقة الانحدار الذاتي للفجوات الزمنية الموزعة ARDL، كما يعتبر نموذج ARDL أكثر النماذج ملائمة مع حجم العينة المستخدمة في هذا البحث البالغة 36 مشاهدة الممتدة من 2014 إلى 2022.

**أ-تحديد فترات الإبطاء المثلى للمتغيرات محل الدراسة :**

من خلال الملحق رقم 1 يتضح أن أفضل نموذج ذو أقل قيمة لمعيار Akaike (AIC) هو ARDL(1,0)، من بين أفضل 20 توصيف للنموذج .

**ب-تقدير النموذج الأساسي لمنهجية (ARDL) :**

تنطوي هذه الطريقة على صياغة نموذج الانحدار الذاتي للفجوات الزمنية الموزعة، بالاعتماد على فترات

الدراسة القياسية  
تأثير سياسة توزيع الأرباح على القيمة السوقية لسهم شركة ناكي  
الإبطاء المثلى (1,0) ARDL ومن خلال الملحق رقم (1) نعرض نتائج التقدير الموضحة في المعادلة  
التالية :

$$SH=4,285552+0,918993 SH_{(t-1)}+17,46369 DN_{(t)}$$

ت-الاختبار الإحصائي للنموذج القياسي :  
تشير الاختبارات الإحصائية إلى الدلالة على جودة النموذج المقدر من خلال القيم الإحصائية التي نلخصها  
في الجدول التالي :

جدول رقم (3) : الاختبارات الإحصائية لجودة النموذج

الاختبارات الإحصائية		
معامل التحديد	إحصائية F	إحتمال (إحصائية F)
0.667489	32.11870	0.0000

المصدر: من إعداد الباحثين بالاعتماد على الملحق رقم 2 وبرنامج Eviews13

ومن الجدول الأعلى نلاحظ القيمة العالية لمعامل التحديد  $R^2$  حيث بلغت 0.667489 والذي يعبر عن جودة  
توفيق النموذج ويعني هذا أن المتغير المستقل للنموذج تفسر 66.74 % من تغيرات المتغير التابع ونلاحظ  
كذلك أن قيمة إحصائية F والبالغة 32.11870 التي تدل على معنوية النموذج المقدر ككل بمستوى معنوية  
إحصائية عنده 1%.

ث-تفسير مقدرات النموذج:

تشير مقدره الحد الثابت إلى قيمة 4.285552 والتي تدل على أن المتغير التابع SH (القيمة السوقية للسهم)  
ستساوي مقدره الحد الثابت لما يكون المتغير المستقل الداخل في النموذج مساوي للصفر حيث قدر احتمال  
إحصائية t 0.6907 أما من الناحية المالية فتدل هذه المقدره على قيمة السهم بتأثيرات قيمه السابقة  
وبتأثيرات ناتجة عن توزيعات الأرباح الفصلية، وما يزيد من جودة مقدره الحد الثابت في هذا النموذج من  
الناحية المالية هي ابتعاده من القيمة الاسمية للسهم (المتوسطة) والتي تساوي 102.135.  
يدل معامل المتغير  $DI_t$  على أنه عندما تتغير توزيعات الأرباح بوحدة نقدية وحيدة يتغير المتغير التابع  
(القيمة السوقية للسهم) ب 17.46369 وهو غير معنوي حيث تقدر قيمة احتمال إحصائيته t ب 0.7365،  
يمكن استبعاد تفسيره من الناحية المالية نظرا لضعف التأثير وعدم معنويته.

1-6 الاختبارات القياسية لنموذج الدراسة :

من أجل الحكم على مدى اجتياز النموذج للمشاكل القياسية يتعين التأكد من جودة أداء النموذج من خلال  
إجراء الاختبارات القياسية التالية :

أ-الاختبارات التشخيصية :

تتمثل الاختبارات التشخيصية في اختبار توزيع الطبيعي للبواقي ، اختبار مضاعف لاغرانج للارتباط  
التسلسلي بين البواقي، اختبار ARCH و اختبار Ramsey Reset، والتي نلخصها من خلال الجدول  
التالي:

جدول رقم (4) :الاختبارات التشخيصية لنموذج ARDL

الاختبارات التشخيصية	JB	LM	ARCH	RESET
الإحصائية	X2=23.41555	F(2,30)=0.382954	F(2,32)=3.832916	F(1,31)=3.458596
الاحتمال	0.00008	0.6851	0.0322	0.0724

المصدر: من إعداد الباحثين بالاعتماد على الملحق رقم 2 وبرنامج Eviews13

الاختبار التوزيعي الطبيعي للبواقي (Jarque-Bera): من أجل دراسة فرضية بواقي الانحدار تتبع التوزيع الطبيعي نلجأ إلى اختبار (Jarque-Bera)، حيث نلاحظ من الجدول أعلاه أن احتمال إحصائيات JB هو 0.00008 وهي أصغر من 0.05 و عليه نرفض الفرضية القائلة بأن بواقي معادلة الانحدار تتبع التوزيع الطبيعي في النموذج محل التقدير.

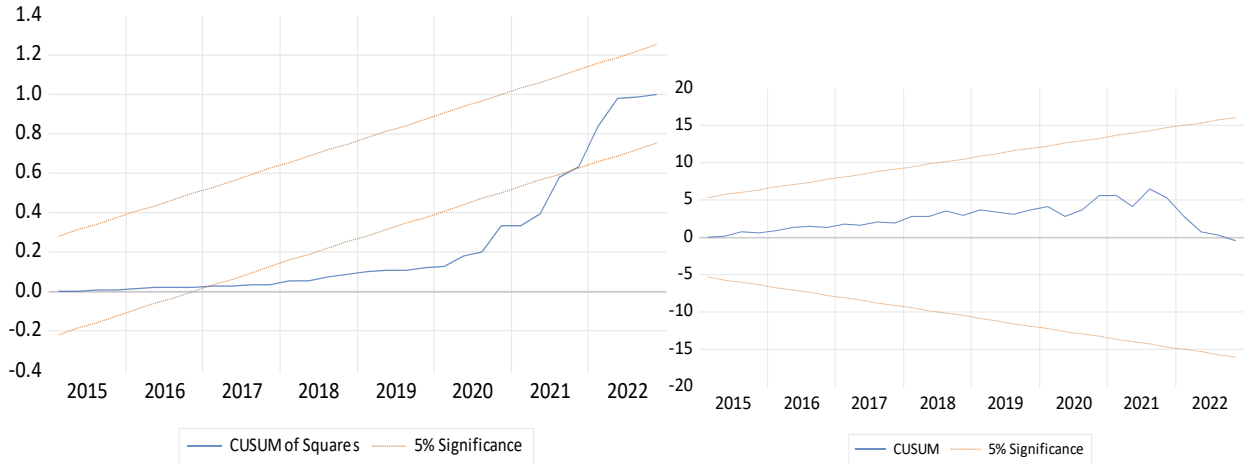
اختبار مضاعف لاغرانج للارتباط التسلسلي بين البواقي (Breush-Godfrey): يشير اختبار الارتباط التسلسلي بين الأخطاء العشوائية إلى أن احتمال  $F(2,30)$  تساوي 0.6851 وهي أكبر من 0.05، مما يجعلنا نقبل فرضية عدم وجود مشكلة ارتباط ذاتي تسلسلي لبواقي معادلة الانحدار. اختبار الانحدار الذاتي المشروط بعدم ثبات التباين (ARCH): يشير اختبار (ARCH) إلى أن احتمال إحصائيات  $F(2,32)$  تقدر ب 0.0322 وهي أصغر من 0.05 وبالتالي نرفض فرضية عدم القائلة بثبات تباين حد الخطأ العشوائي في النموذج المقدر.

اختبار (Ramsey Reset): الخاص بالتعرف على مدى ملائمة تحديد أو تصميم النموذج من حيث نوع الشكل الدالي، نلاحظ أن احتمال إحصائيات  $F(1,31)$  تساوي 0.0724 وهي أكبر من 0.05، ومنه النموذج لا يعاني من مشكلة عدم ملائمة الشكل الدالي، أي قبول الشكل الدالي للمتغير التابع وفق محدداته التفسيرية.

#### ب- اختبار استقرار النموذج (Stability Test):

من أجل التأكد من خلو البيانات المستخدمة في هذه الدراسة من وجود أي تغيرات هيكلية فيها، لا بد من استخدام الاختبارات المناسبة لذلك وهي اختبار المجموع التراكمي للبواقي CUSUM و اختبار المجموع التراكمي لمربعات البواقي CUSUMQ، وتكمن أهمية هذين الاختبارين في مدى وجود أي تغيير هيكل في البيانات، ومدى استقرار وانسجام المعلمات الطويلة الأجل مع معلمات قصيرة الأجل وهو ما يوضحه الشكل الموالي:

#### الشكل رقم (2): نتائج اختبار cusum test و اختبار cusum of squares

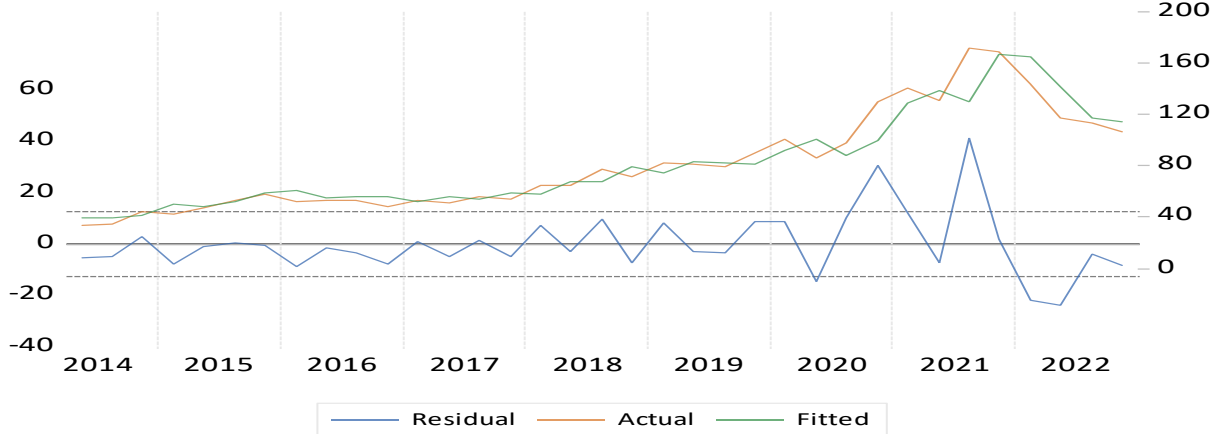


المصدر: من إعداد الباحثين بالاعتماد على Eviews13

استقرار بين متغيرات الدراسة وانسجام في النموذج بين نتائج تصحيح الخطأ في المدى القصير والطويل، حيث وقع الشكل البياني لإحصاء الاختبارين CUSUM و CUSUMQ لهذا النموذج والذي يبين أن منحني الأخطاء يقع داخل الحدود الحرجة عند مستوى معنوية 5%، و عليه فإنه لا يوجد حاجة إلى تقسيم الفترة من 2014 إلى 2022 إلى فترات جزئية وبالتالي يمكن التعامل مع كامل فترة الدراسة كفترة زمنية وحيدة.

ت- اختبار الأداء التنبؤي للنموذج المقدر :

نظرا لأن جودة النتائج المقدره تعتمد على جودة الأداء التنبؤي للنموذج ، فإنه من اللازم التأكد من أن هذا النموذج يتمتع بقدره جيدة على التنبؤ خلال الفترة الزمنية للتقدير ، هذا الأداء يمكن ملاحظته من خلال الشكل التالي الذي يوضح سلوك القيم الفعلية والمقدرة للقيم السوقية لسهم شركة ناكي خلال فترة الإعلان عن التوزيعات حيث نجدهما يكاد يتطابقان بشكل تقريبي ، ومن ثم يمكن الاعتماد على نتائج هذا النموذج لأغراض تقييم سهم ناكي من طرف المساهمين أو المستثمرين في البورصة فضلا عن تزويد الإدارة المالية للشركة بالتنبؤ من أجل إعداد السياسات المالية للمؤسسة لا سيما القرارات المتعلقة بتوزيع الأرباح.



الشكل رقم (3): القيم الفعلية و المقدره للقيمة السوقية للسهم

7-1 تقدير وتحليل الأثر في الأجلين القصير والطويل :

بعد التأكد من أداء النموذج إحصائيا وقياسيا، فإن المرحلة التالية تتضمن تقدير الأثر للأجل القصير والطويل.

أ- اختبار اتجاه السببية في المدى القصير :

للتعرف على اتجاه العلاقة السببية بين المتغيرين في الأجل القصير في إنه سيتم الاستعانة باختبار سببية غرانجر ، حيث يبين الجدول التالي نتائج اختبار العلاقة السببية قصيرة الأجل بين متغيرات النموذج.

جدول رقم(5): نتائج اختبار سببية غرانجر

Paiwise Granger Causality Tests Lags: 2			
Prob	F-Statistic	Obs	الفرضية الصفرية
0.9574	1.09891	34	SH لا تسبب في DI
0.3467	0.04357	34	SH لا تسبب في DI

المصدر: من إعداد الباحثين بالاعتماد على Eviews13

على حسب اختبار غرانجر، مع الأخذ بعين الاعتبار فجوتين زمنيتين فإنه يلاحظ من الجدول أن المتغير توزيعات الأرباح DI يسبب في المتغير القيمة السوقية للسهم SH عند مستوى معنوية 5% والعكس غير صحيح .

ب- اختبار تكامل المشترك باستعمال منهج الحدود Bounds Test :

للكشف عن وجود تكامل مشترك بين متغيرات الدراسة تم استخدام طريقة الانحدار الذاتي لفترات الإبطاء الموزعة ARDL من خلال استخدام أسلوب اختبار الحدود Bounds Test المقترحة من قبل Pesaran et al (2001) ويبين الجدول أدناه نتائج اختبار التكامل المشترك باستعمال منهجية اختبار الحدود Bounds Test ، وذلك بالاعتماد على الملحق رقم(3) من خلال الفروض التالية :  
الفرضية العدمية H0 : عدم وجود علاقة مستقرة طويلة الأجل بين المتغيرات



الفرضية البديلة H1: وجود علاقة مستقرة طويلة الأجل بين المتغيرات

جدول رقم (6): اختبار التكامل مشترك باستعمال منهج الحدود

الاختبار الإحصائي	القيمة	k
إحصائية F	0.846397	1
حدود القيمة الحرجة		
المعنوية	الحد الأدنى	الحد الأقصى
10%	3.02	3.51
5%	3.62	4.16
2.5%	4.18	4.79
1%	4.94	5.58

المصدر: من إعداد الباحثين بالاعتماد على الملحق رقم 3 وبرنامج Eviews13

وتشير نتائج الجدول رقم (7) أن قيمة إحصائية F المحسوبة جاءت أصغر من قيمة الحد الأقصى 5.58 عند مستوى المعنوية 1% وفقاً لذلك يتم قبول فرضية العدم 0 التي تنفي وجود علاقة تكامل مشتركة بين المتغيرات، ويعني ذلك هو عدم وجود علاقة مستقرة طويلة الأجل بين القيمة السوقية ل سهم ناكي وتوزيعات الأرباح وبالتالي عدم وجود علاقة تكامل مشتركة بين المتغيرات محل الدراسة.

ت- اختبار اتجاه السببية في المدى الطويل:

من أجل التأكد من اتجاه العلاقة السببية بين المتغيرات في الأجل الطويل فإنه سيتم الاعتماد على اختبار سببية Toda-Yamamoto. حيث يبين الجدول التالي نتائج اختبار العلاقة السببية طويلة الأجل بين متغيرات النموذج.

جدول رقم (7): اختبار سببية Toda-Yamamoto

VAR Granger Causality/Block Exogeneity Wald Tests			
SH			المتغير التابع
الاحتمال	Chi-sq	df	المتغير الداخل
0.9574	0.087148	2	DI
DI			المتغير التابع
الاحتمال	Chi-sq	df	المتغير الداخل
0.3332	2.197826	2	SH

المصدر: من إعداد الباحثين بالاعتماد على Eviews13

يلاحظ من الجدول أن المتغير توزيعات الأرباح DI يسبب في المتغير القيمة السوقية للسهم SH عند مستوى معنوية 5% والعكس غير صحيح .

ث- تقدير نموذج تصحيح الخطأ غير المقيد (UECM):

سوف نقوم بتقدير نموذج تصحيح الخطأ غير المقيد UECM، والذي يشمل على تقدير معالم النموذج على المدى القصير والطويل في معادلة واحدة، حيث تم صياغة نموذج UECM ضمن إطار نموذج الانحدار الذاتي للفجوة الزمنية الموزعة ARDL ومن خلال ملحق رقم (4) نعرض نتائج التقدير الموضحة في المعادلة التالية:

$$D(SH+1)=4.28552-0.081007(SH+1_{(t-1)})+17.46369d(DI)_t-0.081007(SH+1)_{(t-1)}$$

حيث :  $R^2=0.047$

نلاحظ من خلال المعطيات التقديرية والإحصائية أعلاه أن معامل التحديد بلغ 0.047 والذي يدل على عدم جودة توفيق النموذج بحيث أن المتغير المستقل للنموذج يفسر 4.7% من التغيرات الحاصلة للمتغير التابع.

### ج-تقدير معاملات العلاقة طويلة الأجل :

يبين الملحق رقم (4) في جزئه الأسفل على معاملات العلاقة طويلة الأجل والتي تظهر من خلال معادلة حد تصحيح الخطأ ECT التالية :

$$Cointeq=SH+1-(215.5828DI+52.90355)$$

يمكن تفسير معامل المتغير المستقل DI على أنه كل زيادة في المتغير المستقل توزيع الأرباح بوحدة نقدية واحدة سيتغير المتغير التابع القيمة السوقية للسهم ب 215.5828 على المدى الطويل .

$$SH+1=215.5828DI+52.90355$$

$$DI=(SH+1-52.90355)/215.5828$$

$$DI=0.54$$

معنى ذلك ولكي تستعيد القيمة السوقية للسهم قيمتها العظمى فإنه يتوجب أن تتمركز توزيعات الأرباح في المدى الطويل على قيمة 0.54.

### ح-تقدير نموذج تصحيح الخطأ ECM :

يمثل تقدير نموذج تصحيح الخطأ (ECM) التعبير عن المتغيرات المستعملة بصيغة الفرق الأول مع إضافة حد تصحيح الخطأ المتباطئ زمنياً لفترة واحدة كمتغير تفسيري، حيث تكمن أهمية تقدير حد تصحيح الخطأ في قياس سرعة تكييف الاختلال في الأجل القصير إلى التوازن في الأجل الطويل ومن خلال الملحق رقم(4) نعرض مقدرات معاملات الأجل القصير كما يلي :

$$D(SH+1)= -0.081007(SH+1_{(t-1)})+17.46369d(DI)_t-0.081007(SH+1)_{(t-1)}$$

يعد معامل حد تصحيح الخطأ أهم معامل في نتائج معاملات الأجل القصير في نموذج ARDL ، حيث يعبر هذا المقدر على سرعة تكييف النموذج للانتقال من اختلالات الأجل القصير إلى توازن طويل الأجل، حيث تشير قيمة معامل حد تصحيح الخطأ البالغة 0.081007 إلى أن القيمة السوقية لسهم ناكي يتعادل نحو قيمته التوازنية في كل فترة زمنية بنسبة من اختلال التوازن المتبقي من الفترة (t-1) والتي تعادل 8.1% وهو معدل منخفض نسبياً أي أنه عندما تنحرف القيمة السوقية للسهم خلال الفترة القصيرة (t-1) عن القيمة التوازنية في المدى البعيد، فإنه سيتم تصحيح ما يعادل 8.1% من هذا الانحراف في الفترة (t) إلى أن يصل التوازن في المدى الطويل بعد أقل من فصل واحد

**الخاتمة :**

حاولنا من خلال هذه الدراسة إلى التعرف على مدى تأثير توزيعات الأرباح لشركة ناكي على قيمة أسهمها في مؤشر داو جونز خلال الفترة الممتدة من 2014 إلى 2022، حيث تم استخدام أسلوب تحليل القياسي للبيانات المالية الفصلية بالاعتماد على طريقة، حيث يمكن أن نلخص أهم نتائج الدراسة والتوصيات كما يلي:

**نتائج الدراسة :**

بناء على نتائج التحليل القياسي التي تم التوصل إليها يمكن إدراج أهم نتائج الدراسة كما يلي :  
بعد دراسة استقرارية السلاسل الزمنية توصلنا إلى أن السلاسل متكاملة من نفس الدرجة (1)I، وقد أظهرت الدراسة من خلال النموذج الأساسي لطريقة أنا توزيعات الأرباح بدون إبطاءات ضعيفة التأثير على القيمة السوقية للسهم وغير معنوية إحصائيا، في حين عند كل من توزيعات الأرباح المبטئة لفترة زمنية واحدة لها تأثير كبير ومعنوي وهو ما يتوافق مع النظرية المالية والدراسات التطبيقية السابقة .  
عشرات نتائج اختبار السببية حسب كل من اختبار غرانجر واختبار سببية Toda-yamamoto، إلى وجود علاقة سببية أحادية الاتجاه من المتغير المستقل (توزيع 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 اتجاه توزيعات الأرباح .

من خلال نتائج اختبار التكامل المشترك باستعمال منهج الحدود Bounds Test تم التوصل إلى عدم وجود علاقة مستقرة طويلة الأجل بين القيمة السوقية لسهم شركة ناكي وتوزيعات الأرباح، وكما أكد ذلك معامل حد تصحيح الخطأ المبטئ لفترة زمنية وحيدة في نموذج تصحيح الخطأ (ECM) حيث جاء غير معنوي مع الإشارة السالبة حيث لا تدعم وجود علاقة تكامل مشترك بين متغيرات الدراسة.  
بلغت قيمة معامل حد تصحيح الخطأ 0.081007 هو يعبر هذا المقدر عن بطء تكييف النموذج للانتقال من اختلالات الأجل القصير إلى التوازن طويل الأجل، أي أنه عندما تتحرف القيمة السوقية للسهم خلال الفترة القصيرة (t-1) عن القيمة التوازنية في المدى البعيد، فإنه سيتم تصحيح ما يعادل 8.1% من هذا الانحراف في الفترة (t) إلى أن يصل إلى التوازن في المدى الطويل.

## الخاتمة

تتضمن هذه المذكرة دراسة مهمة حول تأثير توزيع الأرباح على القيمة السوقية لسهم شركة ناكي. تم تنظيم المذكرة إلى ثلاثة فصول رئيسية، يتناول كل واحد منها جانبا محددًا من الموضوع.

في الفصل الأول قدمنا إطارًا نظريًا شاملاً لفهم تأثير توزيع الأرباح على القيمة السوقية للسهم. تم استعراض النظريات المختلفة المتعلقة بعلاقة توزيع الأرباح و القيمة السوقية، بما في ذلك نظرية الإشارة ونظرية العصفور في اليد. كما تم استعراض العوامل المؤثرة في هذه العلاقة مثلًا سياسات التوزيع، النمو وعوائد سوق وما إلى ذلك.

في الفصل الثاني تمت مراجعة الدراسات السابقة التي أجريت حول هذا الموضوع. تم تحليل ومقارنة الأبحاث المختلفة التي تتعلق بتأثير توزيع الأرباح على القيمة السوقية للسهم، وتم استخلاص النتائج والاستنتاجات المشتركة بينها. تم تقديم مجموعة متنوعة من الدراسات التي أكدت وجود علاقة إيجابية أو سلبية بين توزيع الأرباح والقيمة السوقية مع الإشارة إلى العوامل الوسيطة التي قد تؤثر في هذه العلاقة.

أخيرًا وفي الفصل الثالث، قدمنا دراسة قياسية تتعلق بتأثير توزيع الأرباح على القيمة السوقية لسهم شركة ناكي. تم جمع البيانات المالية والمعلومات ذات صلة بالشركة، وتم تحليلها باستخدام الأدوات الإحصائية المناسبة والطريقة التي اعتمدها في دراستنا هي طريقة الانحدار الذاتي للفجوات الزمنية الموزعة. تم تقديم النتائج والتحليلات المفصلة للدراسة، بما في ذلك العلاقة بين توزيع الأرباح والقيمة السوقية لسهم شركة ناكي.

بناءً على الدراسة القياسية والأبحاث السابقة، يمكن استنتاج أن توزيع الأرباح له تأثير على القيمة السوقية للسهم. ومع ذلك تبقى هناك عوامل أخرى تؤثر في هذه العلاقة وتحتاج إلى مزيد من البحث والتحليل. يمكن للشركات استخدام هذه المعرفة لاتخاذ قرارات توزيع الأرباح التي تعكس الآثار المتوقعة على القيمة السوقية وتلبي أهداف المساهمين.

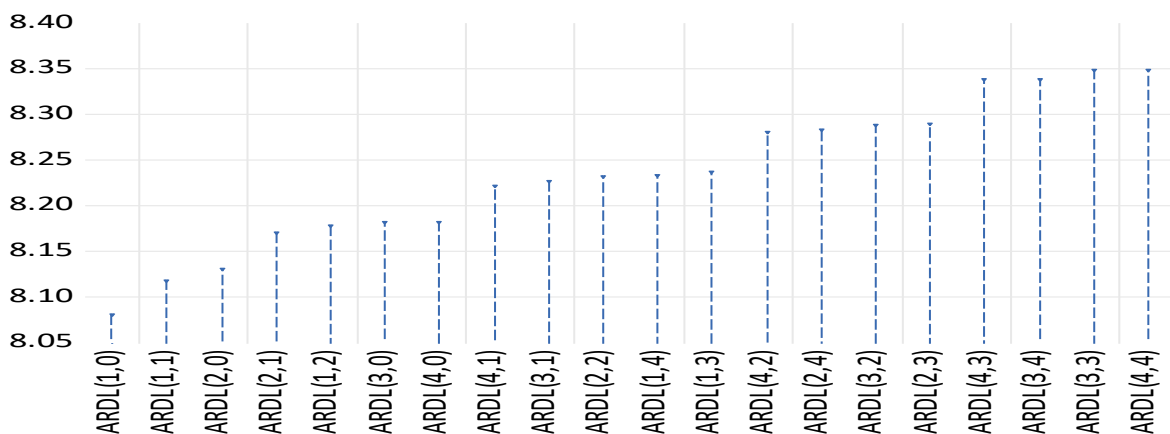
إن هذه المذكرة ساهم في إثراء المعرفة العلمية حول تأثير توزيع الأرباح على القيمة السوقية للسهم، وتعزيز فهمنا لهذه العلاقة المعقدة، كما توفر توجيهًا للبحوث المستقبلية في هذا المجال، مما يساهم في تطوير إدارة الأرباح واتخاذ القرارات المالية الاستراتيجية في الشركات.

ملاحق المتغيرات :

التاريخ	سعر السهم
2014Q1	33.53
2014Q2	33.86
2014Q3	34.93
2014Q4	44.42
2015Q1	42.13
2015Q2	47.01
2015Q3	53.12
2015Q4	58.06
2016Q1	51.83
2016Q2	53.18
2016Q3	52.79
2016Q4	48.14
2017Q1	52.72
2017Q2	50.96
2017Q3	55.68
2017Q4	54.14
2018Q1	64.81
2018Q2	64.66
2018Q3	77.06
2018Q4	71.52
2019Q1	81.95
2019Q2	80.78
2019Q3	79.11
2019Q4	90.01
2020Q1	100.26
2020Q2	86.14
2020Q3	97.95
2020Q4	129.95
2021Q1	140.55
2021Q2	130.98
2021Q3	170.92
2021Q4	168.74
2022Q1	142.87
2022Q2	117.3
2022Q3	113.48
2022Q4	106.08

التاريخ	ارباح السهم الواحد
2014Q1	0.24
2014Q2	0.24
2014Q3	0.24
2014Q4	0.28
2015Q1	0.28
2015Q2	0.28
2015Q3	0.28
2015Q4	0.32
2016Q1	0.16
2016Q2	0.16
2016Q3	0.16
2016Q4	0.18
2017Q1	0.18
2017Q2	0.18
2017Q3	0.18
2017Q4	0.2
2018Q1	0.2
2018Q2	0.2
2018Q3	0.2
2018Q4	0.22
2019Q1	0.22
2019Q2	0.22
2019Q3	0.22
2019Q4	0.245
2020Q1	0.245
2020Q2	0.245
2020Q3	0.245
2020Q4	0.275
2021Q1	0.275
2021Q2	0.275
2021Q3	0.275
2021Q4	0.305
2022Q1	0.305
2022Q2	0.305
2022Q3	0.305
2022Q4	0.34

Akaike Information Criteria



Dependent Variable: SHARE

Method: ARDL

Date: 05/17/23 Time: 15:47

Sample: 2014Q2 2022Q4

Included observations: 35

Dependent lags: 4 (Automatic)

Automatic-lag linear regressors (4 max. lags): DIVIDEND

Deterministics: Restricted constant and no trend (Case 2)

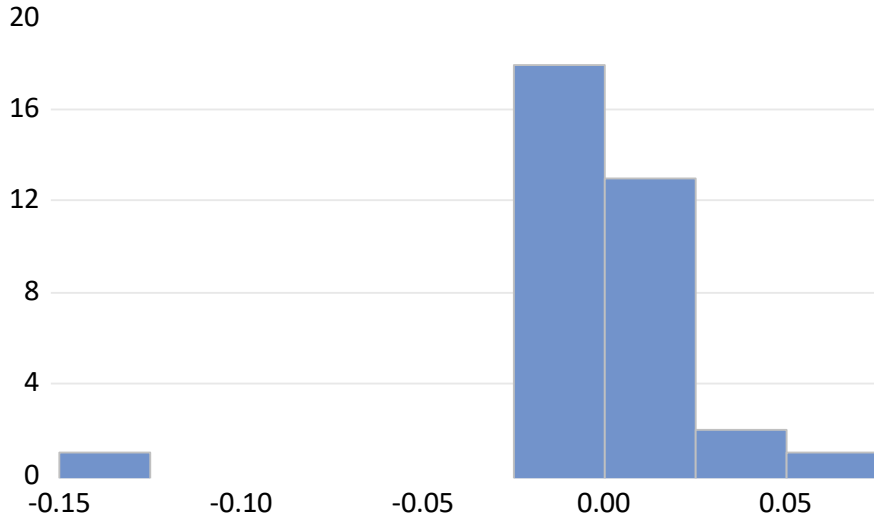
Model selection method: Akaike info criterion (AIC)

Number of models evaluated: 20

Selected model: ARDL(1,0)

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.*
SHARE(-1)	0.918993096	0.0674428637517	13.626246658082	7.1746384867
DIVIDEND	17.46369270	53	42	080222
C	4.285552389	21	182	941289
R-squared	0.89554140397	Mean dependent var		81.374000000
Adjusted R-squared	0.88901274172	S.D. dependent var		37.835304412
S.E. of regression	12.6047371630	Akaike info criterion		7.9878388963
Sum squared resid	5084.14076641	Schwarz criterion		8.1211544445
Log likelihood	136.787180686	Hannan-Quinn criter.		62614
F-statistic	137.170735669	Durbin-Watson stat		1.7697943765
Prob(F-statistic)	2.00958763779			17678

الملحق رقم (2):



Series: Residuals	
Sample 2014Q2 2022Q4	
Observations 35	
Mean	-3.91e-17
Median	-0.002709
Maximum	0.054349
Minimum	-0.133619
Std. Dev.	0.029044
Skewness	-2.474048
Kurtosis	14.32793
Jarque-Bera	222.8416
Probability	0.000000

Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test:  
Null hypothesis: No serial correlation at up to 2 lags

F-statistic	0.382953824820202	5	Prob. F(2,30)	0.6851297713232
Obs*R-squared	0.871314054592096	2	Prob. Chi-Square(2)	0.6468395362005
				76
				856

Test Equation:  
Dependent Variable: RESID  
Method: ARDL  
Date: 05/20/23 Time: 11:35  
Sample (adjusted): 2014Q2 2022Q4  
Included observations: 35 after adjustments  
Presample missing value lagged residuals set to zero.

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
SHARE(-1)	0.004108891281366 111	0.0794036596565220 4	0.0517468753850895 8	0.9590734155809 629
DIVIDEND	- 4.004631998509596 0.654799732868703	- 54.00810937158516	0.0741487166484024 1	0.9413842669073 078
C	5 0.116320497327035	10.91047194594056 0.0600157111546704	0.5528449977554 78	86
RESID(-1)	5 0.121673423666415	0.1937855968422568 0.6002535752010584	- 0.5458989286814	78 561
RESID(-2)	3 0.024894687274059	0.1991867447004065 -0.6108510074273382	- 1.7560556183785	561 33e-14
R-squared	86	Mean dependent var	-	12.228391225064
Adjusted R-squared	2	S.D. dependent var	-	71
S.E. of regression	12.85505435224224	Akaike info criterion	-	8.0769148099168
				06

Sum squared resid	4957.572671973064	Schwarz criterion	8.2991073901295
	-		8
Log likelihood	136.3460091735441	Hannan-Quinn criter.	8.1536156573609
	0.191476912410101		55
F-statistic	2	Durbin-Watson stat	1.9270567118161
Prob(F-statistic)	0.940971142311893		97

Heteroskedasticity Test: Breusch-Pagan-Godfrey  
Null hypothesis: Homoskedasticity

	3.8329156225		0.032191016
F-statistic	39502	Prob. F(2,32)	82398655
	6.7641112049		0.033977538
Obs*R-squared	31609	Prob. Chi-Square(2)	58721425
	14.516305832		0.000704407
Scaled explained SS	56519	Prob. Chi-Square(2)	9351526978

Test Equation:

Dependent Variable: RESID^2

Method: Least Squares

Date: 05/20/23 Time: 11:37

Sample (adjusted): 2014Q2 2022Q4

Included observations: 35 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
	-		-	
C	202.74762634	261.775863049	0.77450848209	0.444315462
	07363	9949	79649	4452652
SHARE(-1)	3.6310739948	1.65437219526	2.19483499856	0.035547493
	24746	9738	1321	36891996
DIVIDEND	249.06594463	1262.09811207	0.19734277569	0.844807480
	74448	0015	66867	8668394

R-squared	0.1932603201		145.2611647
	409031	Mean dependent var	545755
Adjusted R-squared	0.1428390901		333.9641390
	497095	S.D. dependent var	344712
S.E. of regression	309.19396851		14.38763109
	30645	Akaike info criterion	869531
Sum squared resid	3059229.1252		14.52094664
	75453	Schwarz criterion	682298
	-		
Log likelihood	248.78354422		14.43365160
	71679	Hannan-Quinn criter.	71618
F-statistic	3.8329156225		2.753581928
	39502	Durbin-Watson stat	186272
Prob(F-statistic)	0.0321910168		
	2398655		

Ramsey RESET Test

Equation: EQ01

Omitted Variables: Squares of fitted values

Specification: SHARE SHARE(-1) DIVIDEND C

	Value	df	Probability
t-statistic	1.8597301445	31	0.07243665803
	1893		28602



F-statistic	3.4585962104 32401	(1, 31)	0.07243665803 28602
Likelihood ratio	3.7019951150 39665	1	0.05434744645 444283

F-test summary:

	Sum of Sq.	df	Mean Squares
Test SSR	510.29327720 22623	1	510.293277202 2623
Restricted SSR	5084.1407664 10144	32	158.879398950 317
Unrestricted SSR	4573.8474892 07881	31	147.543467393 8026

LR test summary:

	Value
Restricted LogL	136.78718068 69322
Unrestricted LogL	134.93618312 94123

Unrestricted Test Equation:

Dependent Variable: SHARE

Method: Least Squares

Date: 05/20/23 Time: 11:38

Sample (adjusted): 2014Q2 2022Q4

Included observations: 35 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
SHARE(-1)	1.4792481432 36384	0.30818702325 99101	4.79983916126 4286	3.809119276 074306e-05
DIVIDEND	43.381943787 91959	51.5032092959 8849	0.84231535045 9113	0.406063247 5078342
C	21.394874893 64999	17.2173961850 1151	1.24263127035 8707	0.223321493 852644
FITTED^2	0.0031776020 91678212	0.00170863611 6397564	1.85973014451 8876	0.072436658 03286804
R-squared	0.9060258735 741279	Mean dependent var		81.37400000 000001
Adjusted R-squared	0.8969316032 7485	S.D. dependent var		37.83530441 267785
S.E. of regression	12.146747193 9529	Akaike info criterion		7.939210464 537849
Sum squared resid	4573.8474892 07881	Schwarz criterion		8.116964528 708068
Log likelihood	134.93618312 94123	Hannan-Quinn criter.		8.000571142 493169
F-statistic	99.626011077 11344	Durbin-Watson stat		1.762952856 835857
Prob(F-statistic)	5.2416160955 96722e-16			

ARDL Long Run Form and Bounds Test  
 Dependent Variable: D(SHARE)  
 Selected Model: ARDL(1, 0)  
 Case 2: Restricted Constant and No Trend  
 Date: 05/20/23 Time: 11:40  
 Sample: 2014Q1 2022Q4  
 Included observations: 35

Conditional Error Correction Regression				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	4.285552	10.67167	0.401582	0.6907
SHARE(-1)*	-0.081007	0.067443	-1.201119	0.2385
DIVIDEND**	17.46369	51.45125	0.339422	0.7365

\* p-value incompatible with t-Bounds distribution.

\*\* Variable interpreted as  $Z = Z(-1) + D(Z)$ .

Levels Equation Case 2: Restricted Constant and No Trend				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
DIVIDEND	215.5828	556.6672	0.387274	0.7011
C	52.90355	144.6378	0.365766	0.7169

$$EC = SHARE - (215.5828 * DIVIDEND + 52.9035)$$

F-Bounds Test		Null Hypothesis: No levels relationship		
Test Statistic	Value	Signif.	I(0)	I(1)
F-statistic k	0.846397 1	Asymptotic: n=1000		
		10%	3.02	3.51
		5%	3.62	4.16
		2.5%	4.18	4.79
		1%	4.94	5.58
Actual Sample Size	35	Finite Sample: n=35		
		10%	3.223	3.757
		5%	3.957	4.53
		1%	5.763	6.48

الملحق رقم (4):

Dependent Variable: D(SHARE)  
 Method: ARDL  
 Date: 05/19/23 Time: 17:31  
 Sample: 2014Q2 2022Q4  
 Included observations: 35  
 Dependent lags: 4 (Automatic)  
 Automatic-lag linear regressors (4 max. lags): DIVIDEND  
 Deterministics: Restricted constant and no trend (Case 2)  
 Model selection method: Akaike info criterion (AIC)  
 Number of models evaluated: 20  
 Selected model: ARDL(1,0)

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
	-		-	
SHARE(-1)*	0.081006903 1915133	0.0674428637 5172535	1.2011189721 97276	0.23852021 0.1562651
DIVIDEND**	17.46369270 679922	51.451246132 53645	0.3394221524 161615	0.73650935 13080851
C	4.285552389 67964	10.671669842 88719	0.4015821753 083953	0.69066098 88940766
R-squared	0.047410681 75650976	Mean dependent var		2.07285714 2857143
Adjusted R-squared	0.012126150 63370848	S.D. dependent var		12.5290017 8443142
S.E. of regression	12.60473716 307948	Akaike info criterion		7.98783889 6396125
Sum squared resid	5084.140766 410143	Schwarz criterion		8.12115444 4523789
Log likelihood	136.7871806 869322	Hannan-Quinn criter.		8.03385940 4862614
F-statistic	0.796325230 166247	Durbin-Watson stat		1.76979437 6517683
Prob(F-statistic)	0.459717796 7443543			

\* p-values are incompatible with t-bounds distribution.

\*\* Zero-lag variable.

ARDL Long Run Form and Bounds Test

Dependent Variable: D(SHARE)  
 Selected Model: ARDL(1, 0)  
 Case 2: Restricted Constant and No Trend  
 Date: 05/20/23 Time: 13:39  
 Sample: 2014Q1 2022Q4  
 Included observations: 35

Conditional Error Correction Regression				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	4.285552	10.67167	0.401582	0.6907
SHARE(-1)*	-0.081007	0.067443	-1.201119	0.2385

DIVIDEND**	17.46369	51.45125	0.339422	0.7365
------------	----------	----------	----------	--------

\* p-value incompatible with t-Bounds distribution.

\*\* Variable interpreted as  $Z = Z(-1) + D(Z)$ .

Levels Equation  
Case 2: Restricted Constant and No Trend

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
DIVIDEND	215.5828	556.6672	0.387274	0.7011
C	52.90355	144.6378	0.365766	0.7169

$$EC = SHARE - (215.5828 * DIVIDEND + 52.9035)$$

## المخلص :

تهدف هذه الدراسة إلى فهم تأثير توزيع الأرباح على القيمة السوقية لسهم شركة نايكي في الفترة الممتدة من 2014 إلى 2022 وتم استخدام طريقة الانحدار الذاتي للفجوات الزمنية الموزعة ARDL كأداة تحليلية في هذه الدراسة.

وجدت الدراسة علاقة إيجابية معنوية بين توزيع الأرباح والقيمة السوقية لسهم شركة نايكي. يعني ذلك أن زيادة قيمة السهم يرتبط بزيادة في توزيع الأرباح ويعكس ذلك ثقة المستثمرين في الشركة. يمكن تفسير هذه العلاقة الإيجابية بأن توزيع الأرباح يعزز العوائد المالية للمستثمرين ويعكس قوة استدامة الأداء المالي للشركة.

تعزز هذه الدراسة فهمنا لعلاقة توزيع الأرباح القيمة السوقية للسهم وتقدم معلومات قيمة لإدارة الأرباح و اتخاذ القرارات المالية الاستراتيجية في شركات مماثلة. يمكن استخدام النتائج لتحسين استراتيجيات توزيع الأرباح وتعزيز الثقة والقيمة للمساهمين والمستثمرين.

## Abstract :

This study aims to understand the impact of dividends on the market value of Nike stock from 2014 to 2022 and the ARDL self-regression method was used as an analytical tool in this study.

The study found a significant positive correlation between the dividend distribution and the market value of Nike's stock. This means that an increase in the value of a share is associated with an increase in the distribution of the four and reflects investors' confidence in the company. This positive relationship can be explained by the fact that dividend distribution enhances the financial returns of investors and reflects the strength of the sustainability of the company's financial performance.

This study enhances our understanding of the dividend relationship and market capitalization of a stock and provides valuable information for profit management and strategic financial decision-making in similar companies. The results can be used to improve dividend strategies and enhance confidence and value for shareholders and investors.

**قائمة المراجع :**  
**قائمة المراجع باللغة العربية :**  
**كتب :**

منير ابراهيم هندي: الفكر الحديث في هيكل تمويل الشركات, المكتب العربي الحديث  
الاسكندرية, مصر, 2011 ص 307  
عاطف جابر طه عبد الرحيم, أساسيات التمويل والإدارة المالية, الدار الجامعية, الإسكندرية, مصر,  
2010, ص 390 .  
عدنان تايه النعيمي, أرشد فؤاد التميمي, الإدارة المالية المتقدمة, دار اليازوري العلمية للنشر  
والتوزيع, عمان, الأردن, 2009, ص 457 .  
**مقالة :**

علام محمد موسى حمدان, العلاقة بين الحاكمية المؤسسية وتوزيعات الأرباح وتأثرها بصعوبات التمويل  
الخارجي, دراسة ميدانية, مجلة الأردنية في إدارة الأعمال, المجلد العاشر, العدد واحد, الأردن, 2014,  
ص 258

**الأطروحات و مذكرات الماجستير:**

أثر سياسات توزيعات الأرباح على القيمة السوقية للشركات الاردنية , أطروحة دكتوراة غير منشورة كلية  
الدراسات الادارية والمالية العليا , جامعة عمان العربية , الاردن, 2014 ص 258 .  
صباح اسامة علي شراب : أثر الاعلان عن توزيعات الأرباح على أسهم الشركات المدرجة في سوق  
فلسطين للأوراق المالية دراسة تطبيقية مذكرة ماجستير كلية التجارة , الجامعة الاسلامية غزة فلسطين  
2006 ص 70.

عدمان فائزة, سياسة توزيع الأرباح أثرها على القيمة السوقية لأسهم المؤسسات الاقتصادية المدرجة في  
البورصة, شهادة ماجستير ص 25.

أمجد إبراهيم البراجنة, اختبار العلاقة بين توزيع الأرباح و كل من القيمة السوقية و الدفترية للأسهم  
المتداولة في سوق فلسطين للأوراق المالية, مذكرة ماجستير غير منشور, تخصص محاسبة و تمويل,  
قسم التجارة, الجامعة الإسلامية بغزة, فلسطين, 2009, ص 20.

حورية بديدة, تأثير سياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة المسعرة في السوق المالي, مذكرة  
ماجستير, تخصص : أسواق, غير منشورة, جامعة قاصدي مرباح, ورقلة, 2011, ص 40.

بن الضب علي, دراسة تأثير الهيكل المالي و سياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة المدرجة  
بالبورصة, مذكرة ماجستير, تخصص : مالية المؤسسة, غير منشورة, جامعة قاصدي مرباح, ورقلة,  
2009, ص 125.

**مجلة :**

محسن نمر: توزيع الأرباح وسياسة التوزيعات, مجلة المساهم العدد: 03 عمان مارس 1997 ص 11-12  
سعود جايد مشكور , زهور عبد السلام الصادق , مجلة الدنانير , المجلد 1 , العدد 15 (31 مارس  
2019) , ص 379

هاشم حسن حسين, العوامل المؤثرة على سياسة توزيع الأرباح في شركات المساهمة, مجلة كلية بغداد  
للعلوم الاقتصادية, العدد 17 , 2008.

**الدراسات السابقة :**

دراسة (نوال غربي , محرز نور الدين 2010) أثر سياسة توزيعات الأرباح على قرار الاستثمار  
للشركات المدرجة في مؤشر NASDAQ100 .

15 دراسة (دادن عبد الوهاب , بديدة حورية 2011) تأثير سياسة توزيع الأرباح على قيمة مؤسسات  
المؤشر CAC40 .

دراسة (حورية بديدة, لعروسي العربي 2018) رد فعل السوق المالي إتجاه اعلانات التغير في توزيعات  
الأرباح النقدية , حالة السوق المالي الفرنسي .

دراسة (قدام جمال ، ترفاس جمال الدين 2018) أثر سياسة توزيع الأرباح على القيمة السوقية للشركات المدرجة في مؤشر داوجونز DJIA .

دراسة (موصو سراح 2022) تأثير سياسة توزيعات الأرباح على الأداء المالي للمؤسسات الاقتصادية المدرجة في مؤشر S&P100 .

دراسة (هند، 2015) اختبار العلاقة بين توزيعات الأرباح والقيمة السوقية للأسهم في سوق العراق للأوراق المالية

دراسة (رشيد حفطي 2016) تحليل تأثير سياسة توزيع الأرباح على القيمة السوقية لأسهم المؤسسات المدرجة في سوق دبي المالي.

دراسة (موراد تهتان ، زين الدين شروقي 2017) تحليل سياسة توزيع الأرباح المنتهجة من طرف البنوك الجزائرية الخاصة والعمومية.

دراسة (عبد الحق قنون، عبد الغني دادن 2019) سياسة توزيع الأرباح على القيمة البورصية للمؤسسة الاقتصادية المدرجة في سوق قطر للأوراق المالية.

دراسة (وسيم سليمان مخلوف 2019) آثار سياسة توزيع الأرباح على ربحية المصارف المدرجة في سوق عمان المالي.

دراسة (حاج شريف هشام ، حريري عبد الغني ، 2020) تأثير توزيع الأرباح على القيمة السوقية لشركة سيدال المدرجة في البورصة الجزائرية.

دراسة (براني مختارية ، حسيني إسحاق 2020 ) العلاقة بين سياسة توزيع الأرباح وتقلبات سعر السهم في عينة من الشركات المدرجة في السوق السعودي.

دراسة (د. بلعشي عبد المالك ، د. مزيان سعيد 2020 ) أثر سياسة توزيع الأرباح على القيمة السوقية للأسهم في المؤسسة الاقتصادية ، مقارنة لمجمعي بيوفارم و سيدال .

دراسة (سايب عبد الله ، سلال أبو بكر 2022) أهمية تفعيل سياسة مثلث لتوزيع الأرباح داخل المؤسسات المدرجة في بورصة الجزائر.

دراسة (أ.عمار زكريا عبد الله سالم ، د. بهاء صبحي عبد اللطيف عواد 2019) إدارة الأرباح واستكشاف مدى ممارستها من قبل الشركات الصناعية المساهمة العامة الأردنية المدرجة في بورصة عمان.

دراسة (صديقي أحمد ، بن يحيى 2020 ) أثر ممارسة إدارة الأرباح بالمستحقات والأنشطة الحقيقية على عوائد الأسهم في شركات المساهمة التكنولوجية والخدماتية المدرجة ببورصة باريس.

**مراجع باللغة الأجنبية :**

Othman al omari, deteminats of dividend-th case of jordanain companies-  
master of banking , yarmok university ,jordan 2005, p .36

Mondher bellalah: Réflexion sur la politique optimale de dividendes en  
présence de couts d'information  
ibid,p:5

raymondA,ezejiofor, et all''Revevance of corporate dividned policy Nigeria  
1(10), 2014

study (Khaled, Chijoke, & Aruoriwo,2011) dividend policy and share price  
changes in UK stock market .

study (Irandoost, Hassanzadeh, & Salteh, 2013) dividend policy and its impact  
on the market value of companies listed on the Tehran Stock Exchange .

study (Memon, Channa, & Khaso, 2017) dividend policy and its impact on the  
market value of companies listed on the Karachi Stock Exchange .