



جامعة عين تموشنت بلحاج بوشعيب
Ain Témouchent University Belhadj Bouchaib



كلية العلوم الاقتصادية، التجارية وعلوم التسيير

قسم علوم المالية والمحاسبة

التخصص: مالية المؤسسة

الموضوع

أثر سياسة توزيع الأرباح على القيمة السوقية للسهم
(دراسة قياسية لعينة من الشركات المدرجة في البورصة السعودية)

مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير أكاديمي في شعبة علوم المالية والمحاسبة تخصص مالية المؤسسة

تحت إشراف الأستاذ:

د. مسكينى أنس

إعداد الطلبة:

- بوبصلة فوزية

- بوجمعي رميساء

أعضاء لجنة المناقشة

الصفة	الرتبة	اسم ولقب الأستاذ
رئيساً	أستاذ محاضر قسم "بج"	د. مناد بولنوار إلياس زكرياء
مخبراً ومقرراً	أستاذ محاضر قسم "بج"	د. مسكينى أنس
ممتحناً	أستاذة محاضر قسم "أ"	د. بن حدو أمينة

السنة الجامعية: 2024-2025



جامعة عين تموشنت بلحاج بوشعيب
Ain Témouchent University Belhadj Bouchaib



كلية العلوم الاقتصادية، التجارية وعلوم التسيير

قسم علوم المالية والمحاسبة

التخصص: مالية مؤسسة

الموضوع

أثر سياسة توزيع الأرباح على القيمة السوقية للسهم
(دراسة قياسية لعينة من الشركات المدرجة في البورصة السعودية)

مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماستر أكاديمي في شعبة علوم المالية والمحاسبة تخصص مالية المؤسسة

تحت إشراف الأستاذ:

د. مسكيني أنس

إعداد الطلبة:

- بوبصلة فوزية

- بوجمعي رميساء

أعضاء لجنة المناقشة

الصفة	الرتبة	اسم ولقب الأستاذ
رئيساً	أستاذ محاضر قسم "بج"	د. مناد بولنوار إلياس زكرواء
مخبراً ومقرراً	أستاذ محاضر قسم "بج"	د. مسكيني أنس
ممتحناً	أستاذة محاضر قسم "أ"	د. بن حدو أمينة

السنة الجامعية: 2025-2024

قال الله تعالى:
"قُلْ هَلْ يَسْتَوِي الَّذِينَ يَعْلَمُونَ
وَالَّذِينَ لَا يَعْلَمُونَ إِنَّمَا يَتَذَكَّرُ أُولُو الْأَلْبَابِ"
{الزمر: 9}

شكر وتقدير

الشكر أولا الى الله عز وجل القائل في محكم كتابه العزيز

(لئن شكرتم لأزيدنكم)

الحمد لله الذي وهبنا نعمة العقل لينير لنا الطريق ووفقنا
بمشيئته وقدرته الى إتمام هذا العمل.

الحمد لله حبا وشكرا وامتنانا الذي بفضله
نحن اليوم ننظر إلى حلم طال انتظاره وقد أصبح واقعا نفتخر به.
لم تكن الرحلة قصيرة ولا ينبغي لها ان تكون لم يكن
الحلم قريبا ولا الطريق كان محفوفًا بالتسهيلات لكننا فعلناها.

كما نتقدم بالشكر الجزيل للأستاذ المشرف " د. مسكيني أنس " الذي لم يبخل
علينا بأي معلومة أو توضيح في شتى مراحل اعداد هذه المذكرة.
كما نتوجه بالشكر لأعضاء لجنة المناقشة.
وأساتذتنا بقسم العلوم المالية والمحاسبة على
المجهودات المبذولة لإيصالنا إلى ما نحن عليه.



إهداء

قال تعالى: ﴿وَقُلْ اَعْمَلُوا فَسَيَرَى اللهُ عَمَلَكُمْ وَرَسُولُهُ وَالْمُؤْمِنُونَ﴾

إلهي لا يطيب الليل إلا بشكرك و لا يطيب النهار إلا بطاعتك...
و لا تطيب اللحظات إلا بذكرك.. و لا تطيب الآخرة إلا بعفوك...
ولا تطيب الجنة إلا برؤيتك

الله جل جلاله

إلى من كلله الله بالهيبه و الوقار .. إلى من علمني العطاء بدون انتظار .. إلى من أحمل اسمه بكل افتخار.. إلى

الذي ذهب و حمله قلبي بالدعاء.. و مشاعري بالفقد و الحزن
أتمنى أن تصلك مشاعري.. و تفتخر بمن حملوا اسمك.. و أثبتوا أنك خير مُربي
و خير مُعلم و خير أب

أبي الغالي " بوبصلة سعيد " رحمه الله

إلى ملاكي في الحياة.. إلى معنى الحب و الحنان و التفاني...
إلى بسمة الحياة و سر الوجود.. إلى من كان دعائها سر نجاحي.. و حنانها بلسم جراحي
أمي الحبيبة

إلى من تسعد عيني برؤية وجوههن.. إلى من دعموني في الأوقات الصعبة..
لأصل إلى ما أنا عليه

أخواتي الغاليات "حنين" "ياسمين" "نهاد"

إلى أحبباء قلبي أبناء أختي "ميساء" "سام"

إلى الصديقة العزيزة و رفيقة دربي "بوجمعي رميساء" و عائلتها الطيبة
إلى كل من كان لهم أثر إيجابي في حياتي..

فوزية



إهداء

بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ

﴿وَأَخِرُ دَعْوَاهُمْ أَنِ الْحَمْدُ لِلَّهِ رَبِّ الْعَالَمِينَ﴾ سورة يونس (الآية 10)

صدق الله العظيم

الحمد لله الذي يسر البدايات و أكمل النهايات و بلغنا الغايات

الحمد لله ما تم جهد الا بعونه وما ختم سعي الا بفضله

الحمد لله الذي بلغني هذا العلم و اعانني على اكماله

اهدي بكل حب ثمرة تخرجني الى نفسي العظيمة القوية التي تحملت كل العثرات

رغم الصعوبات

الى من لا ينفصل اسمي عن اسمه ذاك الرجل العظيم الذي ساندني و شجعني

للولصول لطموحاتي سندي و مأمني و اغلى ما املك

أبي الغالي "بوجمعي جمال

الى التي تعجز كل الكلمات عن وصفها التي كانت النور في عتمتي ومن كان

دعائها سر نجاحي الى قدوتي و سيدتي العظيمة.....

أمي الحبيبة "بوجمعي نورية"

والى روافد الوفاء و نبع المحبة و الحنان ورفيقاتي في التعب و السهر المؤنسات

الغاليات اخواتي العزيزات "منال ووصال"

و الى فلذت روحي و شعور امومتي الأول اخي الوحيد و صغير البيت

"عبد الكريم"

إلى الصديقة الغالية و رفيقة دربي "بوبصلة فوزية" و عائلتها الطيبة

ولكل من كان عوناً و سنداً في الطريق للاصدقاء و الاوفياء و أصحاب

السنين

رميساء

الصفحة	العناوين
	كلمة شكر
	الإهداء
I-II	فهرس المحتويات
III	قائمة الجداول
IV	قائمة الأشكال
V	قائمة الملاحق
VI-VII	ملخص الدراسة
أ-ز	مقدمة عامة
الفصل الأول: الأدبيات النظرية والتجريبية لسياسة توزيع الأرباح والقيمة السوقية للسهم	
1	مقدمة الفصل
15-2	المبحث الأول: الإطار النظري لسياسة توزيع الأرباح
4-2	I. مفهوم وأهمية سياسة توزيع الأرباح
12-4	II. أنواع وطرق ومحددات سياسة توزيع الأرباح
15-13	III. النظريات المفسرة لسياسة توزيع الأرباح
20-15	المبحث الثاني: التأصيل النظري للقيمة السوقية للسهم
16-15	I. مفهوم القيمة السوقية للسهم
20-16	II. محددات السعر السوقي للسهم والعوامل المؤثرة في القيمة الوقية
46-20	المبحث الثالث: الدراسات السابقة ذات صلة بالموضوع
23-20	I. عرض الدراسات السابقة العربية
30-23	II. مناقشة الدراسات السابقة العربية
35-31	III. عرض الدراسات السابقة الأجنبية
46-35	IV. مناقشة الدراسات السابقة الأجنبية
47-46	V موقع الدراسة الحالية من الدراسات السابقة
48-47	خاتمة الفصل الأول
الفصل الثاني: دراسة قياسية لأثر سياسة توزيع الأرباح على القيمة السوقية للسهم لعينة من بنوك السعودية خلال الفترة 2010-2022	
50	مقدمة الفصل

53-51	المبحث الأول: مجتمع عينة الدراسة
52-51	1. عدد الشركات المدرجة في بورصة السعودية
53-52	2. تحديد عينة الدراسة
60-53	المبحث الثاني: تحليل متغيرات الدراسة
58-54	1. شرح المتغيرات المستعملة في النموذج الدراسة
60-59	2. طريقة التقدير وصياغة نموذج الدراسة
67-60	المبحث الثالث: عرض ومناقشة نتائج الدراسة القياسية واختبار الفرضيات
66-60	I : نتائج قياس أثر سياسة توزيع الأرباح على القيمة السوقية لأسهم عينة من البنوك
62-61	1. الإحصاء الوصفي
62	2. الارتباط بين متغيرات الدراسة
63-62	3. اختبار التجانس
64-63	4. استقرار السلاسل الزمنية المقطعية
65-64	5. اختبار التكامل المشترك
66-65	6. تقدير علاقة التكامل المشترك
67-66	II : مناقشة نتائج الدراسة القياسية واختبار الفرضيات
67	1. التفسير الاقتصادي لنتائج الدراسة القياسية لعينة من البنوك السعودية
67	2. اختبار صحة فرضيات الدراسة
68	خاتمة الفصل الثاني
70-69	خاتمة عامة
74-72	قائمة المراجع
78-77	الملاحق

الصفحة	عنوان الجدول	رقم الجدول
4	مزايا و خصائص سياسة توزيع الأرباح المتبقية	(1-1)
5	أشكال استقرا و مزايا سياسة التوزيع الأرباح المستقرة	(2-1)
6	خصائص و تأثيرات سياسة توزيع نسبة ثابتة من الأرباح	(3-1)
6	خصائص سياسة عدم توزيع الأرباح حاليا و أسباب تبنيها	(4-1)
7	خصائص و مزايا سياسة التوزيعات الإضافية	(5-1)
8-7	خصائص و مزايا سياسة التوزيع الأرباح على شكل أسهم	(6-1)
31-25	ملخص مناقشة الدراسات السابقة العربية	(7-1)
46-38	ملخص مناقشة الدراسات السابقة الأجنبية	(8-1)
51	عدد الشركات المدرجة في السوق حسب القطاعات الاقتصادية	(1-2)
58	المتغيرات المستقلة و التابعة المعتمدة في الدراسة مع إبراز المراجع الداعة لها	(2-2)
61	الإحصاء الوصفي لمتغيرات الدراسة	(3-2)
62	مصفوفة الارتباط بين متغيرات النموذج	(4-2)
63	نتائج اختبار التجانس (Hsiao Test)	(5-2)
64	نتائج اختبار استقرارية السلاسل الزمنية المقطعية	(6-2)
65	نتائج اختبار Kao للتكامل المشترك	(7-2)
66	نتائج تقدير باستخدام طريقة المربعات الصغرى المصححة كليا FMOLS	(8-2)

الصفحة	عنوان الشكل	رقم الشكل
10	السلم الزمني لدفع توزيعات الأرباح	(1-1)
12	معدل توزيع الأرباح في الولايات المتحدة الأمريكية والمنطقة الأوروبية خلال الفترة 1973-2005	(2-1)
17	منحنى الطلب والعرض على أسهم المؤسسة	(3-1)
55	تطور نسبة توزيع الأرباح للبنوك السعودية المختارة خلال الفترة 2010-2022	(1-2)
56	تطور نسبة العائد على السهم للبنوك السعودية المختارة خلال الفترة 2010-2022	(2-2)
57	تطور نسبة سعر الإغلاق للبنوك السعودية المختارة خلال الفترة 2010-2022	(3-2)

الصفحة	عنوان الملحق	رقم الملحق
76	الإحصاء الوصفي لمتغيرات الدراسة	(1)
76	اختبار التجانس لعينة الدراسة	(2)
76	اختبار الارتباط بين متغيرات الدراسة	(3)
77	اختبار KAO للتكامل المشترك لعينة الدراسة	(4)
77	اختبار علاقة التكامل المشترك لعينة الدراسة	(5)

جاءت هذه الدراسة لبيان أثر سياسة توزيع الأرباح على القيمة السوقية للسهم، وذلك من خلال دراسة قياسية لعينة مكوّنة من أربعة بنوك سعودية مدرجة في السوق المالية السعودية والمتمثلة في: بنك الرياض، بنك ساب، البنك الأهلي السعودي، والمصرف العربي الوطني، خلال الفترة الممتدة من 2010 إلى 2022.

ولتحقيق أهداف الدراسة، تم استخدام نموذج بيانات بانل (Panel) باعتماد طريقة المربعات الصغرى المصححة كلياً المناسبة لتحليل البيانات الطولية الأجل. وقد تم قياس سياسة توزيع الأرباح من خلال مؤشر نسبة التوزيعات النقدية إلى صافي الدخل، كما تم استخدام متغير ضابط وهو وربحية السهم (EPS)، في حين تم التعبير عن القيمة السوقية للسهم بسعر الإغلاق السنوي. وتوصّلت الدراسة إلى وجود علاقة إيجابية معنوية بين سياسة توزيع الأرباح والقيمة السوقية للسهم، مما يدل على أن المستثمرين في السوق السعودية يولون اهتماماً كبيراً لتوزيعات الأرباح كإشارة إيجابية عن أداء الشركة واستقرارها المالي. الكلمات المفتاحية: سياسة توزيع أرباح، قيمة سوقية للسهم، ربحية السهم، نموذج بانل، سوق مالية سعودي.

تصنيف JEL: G12، C33 G35.

Abstract:

This study aims to examine the impact of dividend policy on stock market value, by conducting an econometric analysis on a sample of four Saudi banks listed in the Saudi Stock Exchange, namely: Riyadh Bank, SABB, the National Commercial Bank, and the Arab National Bank, over the period 2010–2022.

To achieve the study's objectives, the Panel model was applied using the Ordinary Least Squares method suitable for longitudinal data analysis. The dividend policy was measured using two indicators: the ratio of cash dividends to net income, and earnings per share (EPS). The market value of the stock was represented by the annual closing price.

The results revealed a statistically significant positive relationship between dividend policy and stock market value, indicating that investors in the Saudi market pay close attention to dividends as a positive signal of corporate performance and financial stability, although the degree of impact varies across the selected banks.

Keywords: Dividend policy, Stock market value, Earnings per share, Panel Data, Saudi financial market.

JEL Classification: G35, C33, G12

مقدمة عامة

لا يخفى أن النظم الاقتصادية المعاصرة، ودورها المحوري في توفير مصادر متنوعة للتمويل، أصبحت المؤسسات تسعى جاهدة لاستقطاب أكبر عدد ممكن من المستثمرين لتلبية احتياجاتها المتزايدة من رؤوس الأموال. وقد أدى ذلك إلى تعقيد المهام الملقاة على عاتق إدارات هذه المؤسسات، إذ أصبحت مطالبة بالموازنة بين استغلال الأرباح المحققة في تمويل المشاريع الاستثمارية، وبين تلبية تطلعات المستثمرين الذين يفضلون الحصول على توزيعات أرباح وتدفقات نقدية فورية. وفي هذا السياق، تُعد سياسة توزيع الأرباح عاملاً محفزاً رئيسياً من وجهة نظر المستثمر، لما لها من تأثير مباشر في رفع القيمة السوقية للسهم في البورصة .

مع كل ذلك أصبحت المؤسسات، في ظل بيئة الأعمال المعاصرة التي تتسم بالتغيرات المتسارعة وتزايد متطلبات الأداء الفعال، مطالبة باعتماد استراتيجيات مالية متوازنة تُمكنها من تحقيق أهدافها الاستثمارية وضمان استقرارها المالي. وقد نال موضوع سياسة توزيع الأرباح اهتماماً كبيراً في الدراسات المالية الحديثة، حيث يعد من أبرز المواضيع التي أثارت جدلاً واسعاً بين الباحثين، نتيجة لاختلاف ممارسات الأسواق المالية من دولة إلى أخرى، وتأثيرها بالبيئة الاقتصادية والتنظيمية والاجتماعية التي تنشط فيها المؤسسات وفي هذا السياق، تناولت الأدبيات المالية عدة محددات تؤثر على سياسة توزيع الأرباح، من أبرزها: السيولة، الربحية، المديونية، التقلبات الاقتصادية، توجهات المستثمرين، وطبيعة القرارات التمويلية. كما ظهرت مجموعة من النظريات التي حاولت تفسير سلوكيات المؤسسات في هذا الشأن، من بينها: نظرية "طائر في اليد" (Bird in Hand Theory) ، نظرية تكلفة الوكالة (Agency cost) ، نظرية الإشارات (Signaling Theory)، وغيرها من النظريات التي تعكس تباين الرؤى حول هذا الموضوع.

ورغم تعدد الدراسات والنماذج النظرية، إلا أن السياسة المثلى لتوزيع الأرباح لا تزال محل نقاش واسع، نظراً لتباين نتائج الدراسات التطبيقية، مما يُبرز أهمية البحث في هذا المجال لفهم العوامل المؤثرة بشكل أدق واتخاذ قرارات مالية أكثر فاعلية.

ومن خلال اطلاعنا على الأدبيات والدراسات السابقة، نلاحظ أن سياسة توزيع الأرباح لا تقتصر فقط على كونها وسيلة لإرضاء المساهمين، بل تتجاوز ذلك لتؤثر بشكل مباشر على القيمة السوقية للسهم، إذ يُنظر إليها كمؤشر يعكس استقرار المؤسسة وقدرتها على تحقيق أرباح مستقبلية. وعليه، فإن اختيار المؤسسة لنمط توزيع أرباح معين قد يؤدي إلى تعزيز ثقة المستثمرين، وبالتالي زيادة الطلب على أسهمها وارتفاع قيمتها السوقية في البورصة. وهذا ما دفعنا إلى تناول هذا الجانب في دراستنا بشكل معمق، في محاولة لفهم العلاقة القائمة بين سياسة توزيع الأرباح والقيمة السوقية للسهم في البيئة الاقتصادية التي تنشط فيها المؤسسة.

1. إشكالية الدراسة:

يرى العديد من الباحثين في مجال التمويل أن سياسة توزيع الأرباح تُعد من أبرز السياسات المالية التي تلعب دورًا مهمًا في تشكيل توجهات المستثمرين داخل الأسواق المالية، نظرًا لما تحمله من دلالات على أداء المؤسسة واستقرارها المالي. كما تُعتبر هذه السياسة من بين العوامل المؤثرة على القيمة السوقية لأسهم المؤسسات المدرجة في البورصة، حيث تختلف توجهات المؤسسات بين توزيع الأرباح نقدًا، أو إعادة استثمارها في مشاريع مستقبلية، أو التوفيق بين الخيارين، تبعًا لأهدافها الاستراتيجية والوضع المالي الذي تمر به.

وفي هذا الإطار، جاءت هذه الدراسة لتسليط الضوء على العلاقة القائمة بين سياسة توزيع الأرباح والقيمة السوقية للسهم، من خلال دراسة عينة من المؤسسات المدرجة في السوق المالي، قصد تحليل مدى تأثير هذه السياسة على قرارات المستثمرين، وانعكاساتها على تقييم الأسهم في السوق.

وعليه، يمكننا صياغة الإشكالية الرئيسية في السؤال المحوري التالي:

ما مدى تأثير سياسة توزيع الأرباح على القيمة السوقية للسهم في بنوك محل الدراسة خلال فترة

2022-2010؟

وبغرض الإجابة على الإشكالية الرئيسية، قمنا بصياغة مجموعة من التساؤلات الفرعية والمتمثلة في:

- ما هي العوامل التي تؤثر في قرار توزيع الأرباح داخل المؤسسات؟
- هل توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين سياسة توزيع الأرباح والقيمة السوقية للسهم في عينة الدراسة؟

2. فرضيات الدراسة:

انطلاقًا من نتائج الدراسات السابقة قمنا بصياغة الفرضيات التالية:

- سياسة توزيع الأرباح في بنوك محل الدراسة لها تأثير معنوي على القيمة السوقية للسهم في المدى الطويل؟
- تتأثر القيمة السوقية للسهم في بنوك محل الدراسة بشكل إيجابي بسياسة توزيع الأرباح وهذا في المدى الطويل؟

3- أهمية الدراسة:

تتجلى أهمية هذه الدراسة من خلال أهمية الموضوع المعالج بحد ذاته. ففي ظل التطورات الاقتصادية المتسارعة، يظل موضوع توزيع الأرباح من أهم القرارات المالية التي تؤثر بشكل كبير على القيمة السوقية للأسهم. وقد شهدت الأسواق المالية تغيرات هائلة في الآونة الأخيرة نتيجة للعوامل الاقتصادية المتعددة، مما دفع المؤسسات إلى إعادة التفكير في استراتيجياتها التمويلية.

لقد أصبحت سياسة توزيع الأرباح محورًا أساسيًا في جذب المستثمرين وتعزيز الثقة في الأسواق المالية. فمن جهة، تؤدي هذه السياسة إلى زيادة استقرار المؤسسات ورفع قيمتها السوقية، ومن جهة أخرى قد تكون عاملاً محفزاً للاستثمار على المدى القصير. ورغم أهمية هذه السياسة، فإن هناك تبايناً واسعاً في الآراء حول تأثيرها على القيمة السوقية للأسهم، إذ يرى بعض الباحثين أن توزيع الأرباح المنتظم يعزز من القيمة السوقية للسهم ويجذب الاستثمارات، بينما يعتقد آخرون أن سياسة الاحتفاظ بالأرباح قد تكون أفضل لتحقيق النمو المستدام على المدى الطويل.

ومن هنا، جاءت هذه الدراسة لتبحث تأثير سياسة توزيع الأرباح على القيمة السوقية للأسهم، حيث تم اختيار عينة من الشركات المدرجة في الأسواق المالية لدراسة العلاقة بين هذه السياسة وأداء الأسهم في البورصة، مما سيساهم في إثراء الأدبيات المالية وتوجيه المؤسسات نحو اتخاذ قرارات أكثر فاعلية في سياق بيئة الأسواق المالية المتغيرة.

4- أهداف الدراسة:

- تحليل أثر سياسة توزيع الأرباح على القيمة السوقية للأسهم.
- دراسة العوامل المؤثرة في سياسة توزيع الأرباح، مثل الربحية والسيولة والوضع المالي للمؤسسة.
- توضيح مؤشرات قياس القيمة السوقية للأسهم وتعزيز الفهم النظري للعلاقة بين سياسة التوزيع وقيمة السهم.
- قياس العلاقة الكمية بين سياسة توزيع الأرباح والقيمة السوقية باستخدام نماذج قياسية.
- تحليل بيانات عينة من البنوك السعودية لفهم تأثير سياسة التوزيع على سلوك المستثمرين في السوق المالي.

5- منهج وأدوات الدراسة:

إن اختيار المنهج المناسب لأي دراسة أكاديمية يُعد أمرًا جوهريًا لضمان الوصول إلى نتائج علمية دقيقة تخدم أهداف الدراسة. وبما أن هذه الدراسة تهدف إلى قياس أثر سياسة توزيع الأرباح على القيمة السوقية للسهم، فقد تم اعتماد طريقة IMRAD لمعالجة الموضوع، حيث تم تقسيم الدراسة إلى فصلين رئيسيين.

في الفصل الأول النظري، تم الاعتماد على المنهج الوصفي، والذي مكّننا من عرض الإطار النظري المتعلق بمفهوم توزيع الأرباح، أنواعه، وأهدافه، بالإضافة إلى عرض مفهوم القيمة السوقية للسهم والعوامل المؤثرة فيها. كما استخدمنا أيضًا المنهج التاريخي لتتبع تطور سياسات توزيع الأرباح في الشركات المساهمة والأسس النظرية التي بنيت عليها هذه السياسات.

أما في الفصل الثاني التطبيقي، فقد تم توظيف المنهج التحليلي من خلال تحليل بيانات مالية لعينة من أربعة بنوك في السعودية، وكذا قياس مدى تأثير سياسة توزيع الأرباح على القيمة السوقية للأسهم. وهذا باستخدام أسلوب قياسي يتمثل في نماذج بيانات البانل (Panel Data)، مستعملين في ذلك برنامج EViews10 لتحليل البيانات وتقدير النماذج.

6. حدود الدراسة:

تسعى هذه الدراسة إلى تحليل أثر سياسة توزيع الأرباح على القيمة السوقية للسهم، وقد تم تحديد الإطار المكاني من خلال دراسة أربعة بنوك سعودية مدرجة في السوق المالية السعودية، نظرًا لما تمثله البنوك من أهمية كبرى في الاقتصاد الوطني، بالإضافة إلى توافر البيانات المالية المتعلقة بتوزيعات الأرباح والقيمة السوقية للأسهم لهذه المؤسسات بشكل منتظم.

أما من حيث الإطار الزمني، فقد تم اختيار الفترة الممتدة من 2010 إلى 2022، وذلك بالنظر إلى استقرار نسبي في السياسات المالية خلال هذه السنوات، مع توافر قاعدة بيانات مناسبة تُمكن من إجراء التحليل القياسي المطلوب. وتُعد هذه الفترة كذلك غنية من حيث التغيرات الاقتصادية المحلية والإقليمية، مما يُضفي على الدراسة طابعًا واقعيًا وعمقًا تحليليًا.

تجدر الإشارة إلى أن نتائج هذه الدراسة تبقى محصورة في عينة البنوك الأربعة محل الدراسة، والإطار الزمني المختار، وبالتالي فإن تعميم النتائج على باقي القطاعات أو الأسواق يتطلب دراسات إضافية.

7. مبررات اختيار الموضوع:

تم اختيار هذا الموضوع بناءً على جملة من الاعتبارات، أهمها:

- الأهمية المتزايدة لسياسات توزيع الأرباح في عالم المال والأعمال، خاصة في ظل سعي المؤسسات إلى تحقيق التوازن بين تمويل استثماراتها داخليًا وإرضاء مساهمها بتوزيع أرباح دورية.
- ندرة الدراسات التطبيقية المحلية، خصوصًا تلك التي تربط بين سياسة توزيع الأرباح والقيمة السوقية للسهم باستخدام نماذج قياسية، خاصة في القطاع البنكي السعودي، بالرغم من كونه أحد أكثر القطاعات تأثيرًا في سوق المال.
- الرغبة الأكاديمية في التخصص في هذا المجال الدقيق والمهم في المستقبل، مما يتطلب التعمق في مفاهيم سياسة توزيع الأرباح وتحليل انعكاساتها العملية على أداء الشركات في الأسواق المالية.
- رغبة شخصية في تقديم مساهمة علمية تضيف إلى الأدبيات الاقتصادية العربية دراسة تحليلية قياسية حديثة ومبنية على بيانات واقعية.

8. صعوبات الدراسة:

- عدم توفر البيانات بشكل كامل لجميع السنوات المشمولة بالدراسة، خاصة فيما يتعلق ببعض المتغيرات المالية.
- تباين خصائص البنوك المدروسة من حيث حجم رأس المال وسياسات التوزيع، مما شكل تحديًا في تحقيق درجة عالية من التجانس داخل العينة.

9. هيكل الدراسة:

يهدف الإجابة على الإشكالية الرئيسية المتعلقة بمدى تأثير سياسة توزيع الأرباح على القيمة السوقية للسهم، تم تقسيم هذه الدراسة إلى فصلين رئيسيين، يتناول كل فصل مجموعة من المحاور التي تندرج ضمن الإطار النظري والتطبيقي للموضوع.

يتمثل الفصل الأول في الأدبيات النظرية والتجريبية لسياسة توزيع الأرباح والقيمة السوقية للسهم، ويتضمن ثلاث مباحث رئيسية، حيث خصصنا المبحث الأول للإطار النظري لسياسة توزيع الأرباح، وذلك بالتطرق إلى مختلف المفاهيم المرتبطة بها، وأنواعها، وطرق ومحدداتها، إضافة إلى أبرز النظريات التي تفسر سياسة توزيع الأرباح. أما المبحث الثاني فقد حُصص للتأصيل النظري المتعلق بالقيمة السوقية للسهم، إذ تطرقنا فيه إلى تعريف القيمة السوقية، وأهم العوامل المحددة لها، إلى جانب المحددات

المختلفة لتقييم السعر السوقي. بينما تم تخصيص المبحث الثالث للدراسات السابقة ذات الصلة بموضوع الدراسة، سواء الدراسات التي تناولت سياسة توزيع الأرباح أو تلك التي اهتمت بعلاقتها بالقيمة السوقية للسهم، مما أتاح لنا بناء خلفية معرفية تدعم الجانب التطبيقي.

أما الفصل الثاني والموسوم بالدراسة التطبيقية، فقد خُصص لدراسة قياسية لأثر سياسة توزيع الأرباح على القيمة السوقية للسهم في عينة من البنوك السعودية خلال الفترة 2010-2022، ويتضمن هذا الفصل ثلاث مباحث، حيث تطرقنا في المبحث الأول إلى مجتمع الدراسة قمنا بعرض عام لعينة الدراسة، والمتمثلة في أربعة بنوك سعودية مدرجة في السوق المالية، أما المبحث الثاني فقد خُصص لتحليل متغيرات الدراسة، في حين تطرقنا لشرح المتغيرات المستخدمة في نموذج الدراسة إلى جانب طريقة التقدير و صياغة نموذج الدراسة، أما المبحث الثالث والأخير فقد خُصص لعرض ومناقشة نتائج الدراسة التطبيقية، بالإضافة إلى اختبار الفرضيات

الفصل الأول

الأدبيات النظرية والتجريبية لسياسة توزيع الأرباح
والقيمة السوقية للسهم

مقدمة الفصل:

منذ ظهور نظرية المالية، شهدت الساحة الاقتصادية والمالية تطوراً ملحوظاً في الأفكار والمفاهيم المتعلقة بالمؤسسات والأسواق المالية. فقد ركزت النظرية المالية على دراسة مختلف القرارات التي تؤثر على الأداء المالي للمؤسسات، مثل قرارات الاستثمار، التمويل، وتوزيع الأرباح. وتعد هذه القرارات حجر الأساس في تحقيق الأهداف الاستراتيجية للمؤسسة وتعزيز قيمتها السوقية.

ويُعد توزيع الأرباح من أبرز السياسات المالية التي تعتمد عليها الشركات لتحقيق التوازن بين مصالح المساهمين وضمان استدامة النمو الاقتصادي للمؤسسة. إن الهدف الأساسي لهذه السياسة يتمثل في تحقيق عوائد مُجزية للمستثمرين، مما يُسهم في تعزيز ثقتهم في إدارة الشركة، وزيادة جاذبيتها ومصداقيتها في السوق المالي.

ومع ذلك، تواجه الشركات تحديات كبيرة عند اتخاذ قرارات توزيع الأرباح، حيث تسعى لتحقيق توازن دقيق بين الاحتفاظ بالأرباح لتمويل مشاريع مستقبلية أو تغطية احتياجات التشغيل، وبين تلبية تطلعات المساهمين الراغبين في الحصول على أرباح فورية. هذا التوازن يُعد من أصعب القرارات المالية، نظراً لتأثيره الكبير على قيمة المؤسسة السوقية وعلى قدرتها على استقطاب مستثمرين جدد.

وقد أثار هذا الموضوع اهتمام الباحثين والخبراء الماليين، مما أدى إلى ظهور اتجاهات ووجهات نظر متعددة تناولت تأثير سياسات توزيع الأرباح على القيمة السوقية للسهم. وتباينت هذه الآراء بين من يرون أن التوزيع يزيد من ثقة المستثمرين وبالتالي يرفع قيمة السهم، وبين من يرون أن الاحتفاظ بالأرباح يدعم نمو المؤسسة ويُسهم في رفع قيمتها على المدى الطويل.

ويمكن تقسيم هذا الفصل إلى ثلاثة مباحث وهي:

- المبحث الأول: الإطار النظري لسياسة توزيع الأرباح
- المبحث الثاني: التأصيل النظري للقيمة السوقية
- المبحث الثالث: الدراسات السابقة ذات صلة بالموضوع

المبحث الأول: ماهية سياسة توزيع الأرباح

يحتوي هذا الجزء على ثلاث فروع، سنتطرق في الأول لمفهوم سياسة توزيع الأرباح من خلال تسليط الضوء على ماهيتها وأهميتها، أما الذي يليه سنتطرق لأنواعها وطرق ومحدداتها، وأما الفرع الثالث والأخير سنرى بعض النظريات المفسرة لسياسة توزيع الأرباح.

I. مفهوم وأهمية سياسة توزيع الأرباح

تعمل المؤسسة على تحقيق أهدافها من خلال أنشطتها المختلفة، حيث يُعتبر تحقيق الأرباح أحد أهم مؤشرات النجاح والفعالية. وتتضمن هذه العملية توزيع الأرباح، وهي خطوة ترتبط بتوجهات المؤسسة في تحديد نسب الأرباح الموزعة على المساهمين. لذلك، سيركز هذا البحث على تحليل مفهوم سياسة توزيع الأرباح واستكشاف أهميتها ودورها في تحقيق الأهداف المؤسسية.

1- تعريف سياسة توزيع الأرباح: قبل التطرق إلى تعريف سياسة توزيع الأرباح نعرف الأرباح والتي تمثل الفائض الناتج عن النشاطات الاقتصادية للمؤسسة، والذي يتحقق عندما تتجاوز الإيرادات الإجمالية التكاليف الإجمالية المرتبطة بالإنتاج والتشغيل. وتعد الأرباح معيارًا ماليًا هامًا يعكس كفاءة الإدارة وقدرة الشركة على تحقيق عوائد اقتصادية. بالإضافة إلى ذلك، تُعتبر الأرباح مؤشرًا رئيسيًا على الأداء المالي للمؤسسة ومدى قدرتها على توليد قيمة مضافة من مواردها المتاحة. هذه الأرباح تُخصص بشكل عام لتحقيق أهداف متعددة مثل مكافأة المساهمين، زيادة رأس المال العامل، أو تمويل الاستثمارات المستقبلية. (قارش، 2012)، كما تعددت التعاريف والدراسات بخصوص سياسة توزيع الأرباح ومن جملة التعاريف نذكر منها:

"سياسة توزيع الأرباح هي السياسة التي تتعلق بالقرارات التي تتخذها المؤسسة بشأن الأرباح التي حققتها خلال السنة. وتشمل هذه القرارات إما الاحتفاظ بالأرباح وإعادة استثمارها في الشركة، أو توزيعها على حملة الأسهم، سواء كان ذلك في صورة نقدية أو على هيئة أسهم (جابر، 2010، صفحة 390)".

"هي الطريقة التي يتم بها التعامل مع الأرباح التي تحققها المؤسسة، سواءً من خلال الاحتفاظ بها لإعادة استثمارها في المؤسسة، أو توزيعها على المساهمين بأساليب مختلفة، مثل التوزيع النقدي أو عبر الأسهم (حفصي، 2016)".

"كما يعرف على أنه القرارات المتعلقة بتحديد ما إذا كانت الأرباح ستوزع أم سيحتفظ بها لاستثمارها مجددًا في المؤسسة. والسياسة المثلى هي التي توازن بين توزيعات الأرباح الحالية ومستقبل المؤسسة من حيث النمو وزيادة قيمة السهم (الرب، تشرين الأول 2006)".

" سياسة توزيع الأرباح تمثل رابطاً بين توزيعات الأرباح والنمو. فهذه السياسة تؤثر بشكل كبير على كل من التوزيعات والنمو، حيث يُعتبر النمو جزءاً لا يتجزأ من التوزيعات. وبالتالي، تجد المؤسسات نفسها أمام خيارين: إما توزيع الأرباح على المساهمين في الوقت الحالي، أو الاحتفاظ بها للاستثمار في النمو والتوسع المستقبلي (زرغون، 2010، صفحة 85). "

وانطلاقاً مما سبق يمكن القول أن: سياسة توزيع الأرباح هي مجموعة من القرارات الاستراتيجية التي تتخذها المؤسسة لتحديد كيفية التعامل مع الأرباح المحققة، بما يوازن بين تحقيق رضا المساهمين من خلال توزيعات الأرباح، سواء كانت نقدية أو في صورة أسهم، وبين الاحتفاظ بجزء من الأرباح لدعم خطط النمو والاستثمار المستقبلي، بما يساهم في تعزيز القيمة السوقية للمؤسسة.

2- أهمية سياسة توزيع الأرباح:

✓ سياسة توزيع الأرباح لها أهمية كبيرة في الشركة لأنها تؤثر على عدة قرارات حيوية (الكريم، 2012، صفحة 108):

✓ سياسة التوزيع تؤثر بشكل كبير على قرارات المساهمين. فعندما تتبع الشركة سياسة توزيع تتماشى مع رغبات المساهمين، فإن ذلك يعزز ثقتهم في الشركة ويحفزهم على الاحتفاظ بأسهمهم وعدم بيعها. كما أنها تشجعهم على شراء المزيد من الأسهم إذا قامت الشركة بإصدار أسهم جديدة.

✓ سياسة التوزيع تؤثر على هيكل رأس المال في الشركة.

✓ التوزيعات تتطلب توفر السيولة والتدفقات النقدية، وبالتالي فإنها تؤثر على قدرة الشركة على تمويل عملياتها ونموها.

✓ إذا قررت الشركة احتجاز جزء من الأرباح للتوسع المستقبلي، فإن ذلك يسهم في زيادة معدل النمو وتعظيم القيمة السوقية للأسهم، مما يزيد من ثروة المساهمين على المدى الطويل.

✓ حسب تحليلي سياسة توزيع الأرباح تلعب دوراً مهماً في تعزيز سمعة الشركة في السوق. عندما تحافظ الشركة على سجل مستقر وموثوق في توزيع الأرباح، فإن ذلك يجذب المستثمرين الذين يبحثون عن عوائد مستقرة. هذا يؤدي إلى زيادة الطلب على أسهم الشركة، مما يرفع من قيمتها السوقية. كما أن استمرارية التوزيعات تعطي إشارة إيجابية عن استقرار الأداء المالي للشركة وقدرتها على تحقيق أرباح مستدامة.

✓ بالإضافة إلى ذلك، سياسة توزيع الأرباح يمكن أن تؤثر على قرارات التمويل المستقبلية. إذا اختارت الشركة توزيع نسبة كبيرة من أرباحها، فقد تحتاج إلى الاعتماد على مصادر تمويل خارجية مثل القروض أو إصدار أسهم جديدة لتمويل مشاريع التوسع. أما إذا قررت الشركة احتجاز الأرباح، فيمكنها استخدام تلك الأرباح لتمويل مشاريعها دون الحاجة إلى تمويل خارجي، مما يقلل من المخاطر المالية.

II: أنواع وطرق ومحددات سياسة توزيع الأرباح

أولاً: أنواع سياسة توزيع الأرباح

تعتبر سياسات توزيع الأرباح من أهم القرارات التي تعتمدها الشركات، حيث تختلف هذه السياسات بناءً على طبيعة النشاط الاقتصادي، والاستراتيجية المالية، وأهداف الإدارة. وفيما يلي أبرز أنواع سياسات توزيع الأرباح التي يمكن للشركات تبنيها:

1. سياسة توزيع الأرباح المتبقية (Residual Dividend Policy) :

تركز هذه السياسة على توزيع الأرباح المتبقية بعد أن تقوم الشركة بتغطية احتياجاتها الاستثمارية الأساسية. في هذا الإطار، تعطي الشركة الأولوية لتمويل مشاريعها الحالية والمستقبلية من أرباحها المحتجزة بدلاً من الاعتماد على مصادر تمويل خارجية مثل القروض أو إصدار أسهم جديدة.

الجدول رقم (1-1): مزايا وخصائص سياسة توزيع الأرباح المتبقية

• مزايا السياسة	• خصائص السياسة
- تدعم الاحتفاظ بالسيولة النقدية اللازمة للتوسع والنمو.	- يتم توزيع الأرباح فقط إذا تحقق فائض بعد تغطية احتياجات الاستثمار.
- تقلل الاعتماد على التمويل الخارجي، مما يحد من تكاليف الديون والمخاطر المرتبطة بها.	- قد تكون توزيعات الأرباح غير منتظمة، ما يعكس تقلب أرباح الشركة.

المصدر من اعداد الطالبتين بالاعتماد على: (بوحدرة ع.، 2012)

2. سياسة التوزيعات المستقرة (Stable Dividend Policy):

تعتمد الشركات التي تتبنى هذه السياسة على تحقيق استقرار في التوزيعات، بحيث تضمن توزيع أرباح بشكل منتظم على المساهمين بغض النظر عن تقلب الأرباح السنوية.

الجدول رقم (2-1): أشكال استقرار و مزايا سياسة التوزيع المستقرة

• أشكال الاستقرار	• مزايا السياسة
- استقرار نصيب السهم الواحد يتم تحديد قيمة ثابتة (DPA) : لتوزيع الأرباح لكل سهم، بحيث لا تتغير القيمة بغض النظر عن تغير الأرباح السنوية.	- تمنح المساهمين استقرارًا وثقة في التدفقات النقدية المستقبلية.
- استقرار نسبة الأرباح الموزعة: يتم توزيع نسبة محددة من الأرباح السنوية، مما يجعل نصيب السهم متغيرًا حسب التغيرات في الأرباح.	- تُظهر قدرة الشركة على تحقيق عوائد مستقرة بغض النظر عن ظروف السوق.
- استقرار التوزيعات مع مكافآت إضافية: يتم توزيع مبلغ ثابت سنويًا مع تقديم توزيعات إضافية في السنوات التي تحقق فيها الشركة أرباحًا مرتفعة.	

المصدر من اعداد الطالبتين بالاعتماد على: (حيدر، 2015، صفحة 152)

3. سياسة توزيع نسبة ثابتة من الأرباح (Constant Payout Ratio Policy):

تعتمد هذه السياسة على توزيع نسبة محددة من أرباح الشركة السنوية على المساهمين.

الجدول رقم (1-3): خصائص وتأثيرات سياسة توزيع نسبة ثابتة من الأرباح

• خصائص السياسة	• تأثيراتها
- ترتفع قيمة التوزيعات إذا زادت الأرباح وتنخفض إذا تراجعت. - تُعد من السياسات البسيطة والواضحة للمساهمين، حيث يعرفون نسبة الأرباح المخصصة للتوزيع مسبقاً.	- تؤدي التغيرات في الأرباح إلى تقلب قيمة التوزيعات، ما قد ينعكس على أسعار الأسهم. - تُعتبر مناسبة للشركات التي ترغب في ربط توزيعاتها بأدائها المالي.

المصدر من اعداد الطالبتين بالاعتماد على: (التميمي، 2009، صفحة 483)

4. سياسة عدم توزيع الأرباح حالياً (No Current Dividend Policy):

تلجأ الشركات الناشئة أو تلك التي تمر بمراحل نمو سريع إلى عدم توزيع أرباح في المرحلة الحالية، وذلك بهدف إعادة استثمار الأرباح في تطوير النشاطات الأساسية للشركة.

الجدول رقم (1-4): خصائص سياسة عدم توزيع الأرباح حالياً وأسباب تبنيها

• أسباب تبني السياسة	• خصائص السياسة
- مواجهة التحديات المالية المرتبطة بنقص السيولة أو ارتفاع تكاليف الاقتراض. - جذب مستثمرين يفضلون العوائد طويلة الأجل بدلاً من التوزيعات النقدية المباشرة.	- يتم الاحتفاظ بالأرباح لإعادة استثمارها في المشاريع التوسعية أو لتمويل العمليات التشغيلية. - تركيز على تحقيق أرباح رأسمالية مستقبلية بدلاً من تقديم توزيعات نقدية فورية.

المصدر من اعداد الطالبتين بالاعتماد على: (الكحلوت، 2014، صفحة 29)

5. سياسة التوزيعات الإضافية (Low Regular Dividends with Extra Payouts):

في هذه السياسة، تقوم الشركة بتوزيع أرباح نقدية منخفضة بشكل منتظم، مع إضافة توزيعات إضافية في السنوات التي تحقق فيها أرباحًا استثنائية.

الجدول رقم (5-1): خصائص ومزايا سياسة التوزيعات الإضافية

• مزايا السياسة	• خصائص السياسة
-تمنح الشركة مرونة مالية في التكيف مع الظروف الاقتصادية.	-تضمن الشركة استمرارية توزيع الأرباح الأساسية حتى في سنوات الأداء المالي المتواضع.
-توفر طمأنينة للمساهمين من خلال التوزيعات الأساسية، مع مكافأتهم عند تحقيق نمو ملحوظ.	-الأرباح الإضافية تعكس الأداء المتميز للشركة في بعض السنوات، دون أن تُعطي انطباعًا بأن التوزيعات الإضافية ستكون دائمة.

المصدر من اعداد الطالبتين بالاعتماد على: (زكريا، 2013)

6. سياسة توزيع الأرباح على شكل أسهم (Stock Dividend Policy):

تُعرف أيضًا بسياسة توزيع الأسهم المجانية، حيث تُقدم الشركة أرباحًا على شكل أسهم إضافية بدلًا من توزيعات نقدية.

الجدول رقم (1-6): خصائص ومزايا سياسة توزيع الأرباح على شكل أسهم

• مزايا السياسة	• خصائص السياسة
- تعزز رأس المال العامل للشركة دون التأثير على مواردها النقدية.	- يتم منح المستثمرين أسهما إضافية على حصصهم الحالية.
- ينظر المستثمرين إلى توزيع الأسهم كإشارة إيجابية تعكس توقعات مستقبلية بنمو أرباح الشركة.	- تعتبر هذه السياسة خيارا مناسباً عندما تكون الشركة بحاجة إلى الاحتفاظ بالنقد لتغطية التوسعات أو التزامات أخرى

المصدر من اعداد الطالبتين بالاعتماد على: (زكريا، 2013)

ثانياً: طرق توزيع الأرباح (بوحادة، 2012، الصفحات 110-111)

يقوم مجلس إدارة المؤسسة بتحديد نسبة الأرباح الموزعة على المساهمين بناءً على دراسات متعددة تهدف إلى تقييم الوضع المالي للمؤسسة. تشمل هذه الدراسات التأكد من توفر الموارد المالية الكافية لتنفيذ المشاريع المستقبلية وتحقيق أهداف المؤسسة، مع مراعاة تطلعات المساهمين المتعلقة بالأرباح الموزعة، والتي تعد من العوامل المؤثرة في تحديد النسبة.

✓ مقدار التوزيعات (dividend of Amount): (بوحادة، 2012، صفحة 111)

تحرص المؤسسة على الحفاظ على مستوى معين من أرباحها، ولكن قد تواجه أحياناً ظروفًا تؤدي إلى زيادة أو تقليص هذه الأرباح. بناءً على ذلك، يعمل مجلس الإدارة على تحديد نسبة توزيع تتناسب مع هذه الظروف، سواء برفعها أو تخفيضها.

ويتم الاعتماد على معدلين أساسيين لتحديد مقدار التوزيعات المدفوعة للمستثمرين، ويتمثلان في:

$$\text{مردودية السهم} = \frac{\text{القيمة السنوية من التوزيعات المحولة للسهم}}{\text{سعر السهم}}$$

تُمثل مردودية السهم أحد المؤشرات الرئيسية التي تُساعد في تقييم الوضع المالي للمؤسسة، حيث تعكس قدرتها على تحقيق عوائد مجزية للمستثمرين. وبطبيعة الحال، يفضل المستثمرون عادةً المؤسسات التي تُحقق معدلات مرتفعة من مردودية الأسهم، لما لذلك من إشارة إلى قوتها المالية واستقرار أرباحها. أما المعدل الثاني فيتمثل في:

$$\text{نسبة التوزيعات} = \text{توزيعات الأرباح} \div \text{الأرباح}$$

تُستخدم هذه النسبة بشكل أساسي من قبل المسؤولين لتحديد سياسة توزيع الأرباح، حيث تُعد وسيلة فعّالة للتنبؤ بقيمة التوزيعات المستقبلية. كما تساهم في تحديد الجزء من الأرباح الذي سيتم الاحتفاظ به واستثماره داخل المؤسسة. وتجدر الإشارة إلى أنه بزيادة نسبة التوزيعات يرتفع معدل نمو الأرباح، بينما يؤدي انخفاضها إلى تقليل هذا النمو.

السلم الزمني لدفع التوزيعات: يعتبر تحديد المواعيد المتعلقة بتوزيع الأرباح من المسؤوليات الأساسية للإدارة المالية، ويتضمن هذا الإطار عدة تواريخ رئيسية على النحو التالي:

- تاريخ الإعلان (Declaration Date): في هذا اليوم، يُصدر مجلس الإدارة قرارًا رسميًا بالإعلان عن توزيع الأرباح، متضمنًا النسبة المحددة للتوزيع، سواء بزيادتها أو تخفيضها. يتم توثيق هذا الإعلان في السوق المالي ونشره عبر القنوات الرسمية نظرًا لأهميته. (بوحادة، 2012)

- تاريخ التوزيعات السابق (Ex-dividend date): (الزبيدي، 2008، صفحة 615)

يُحدد هذا اليوم كآخر موعد يُمكن لحامل السهم المطالبة فيه بالأرباح. بعد هذا التاريخ، يفقد المستثمر غير المسجل الحق في الحصول على التوزيعات، بينما يضمن المستثمرون المسجلون مسبقًا أحقيتهم.

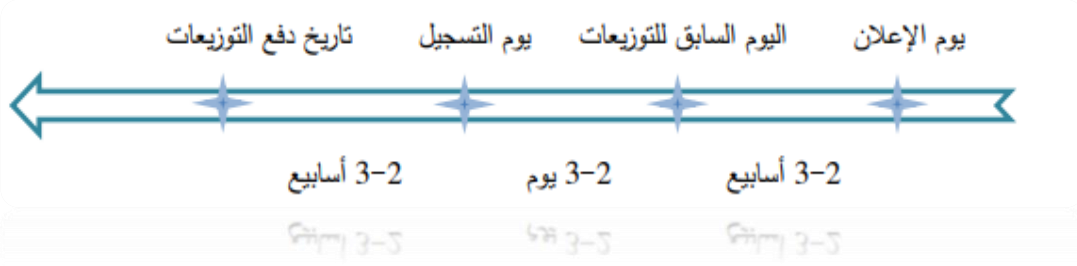
- تاريخ التسجيل (Record Date): (الزبيدي، 2012، صفحة 112)

يُغلق سجل المساهمين في هذا اليوم، حيث تُدرج فيه أسماء المستثمرين المؤهلين للحصول على التوزيعات. فقط المساهمون الذين سجلوا أسماءهم قبل هذا التاريخ يمكنهم المطالبة بالأرباح، بينما يُستثنى من لم يلتزم بالتسجيل ضمن الإطار الزمني المحدد.

- تاريخ الدفع (Payment Date): (قشطة، 2008، صفحة 216)

يُمثل اليوم الذي تقوم فيه المؤسسة بدفع الأرباح فعليًا للمستثمرين المدرجين في السجل. يتم تحديد هذا التاريخ مسبقًا من قبل الإدارة المالية لضمان توزيع الأرباح بشكل منظم وفقًا لحصة كل مساهم

الشكل رقم (1-1): السلم الزمني لدفع توزيعات الأرباح



المصدر (DAMODRARAM.A., 2006)

ثالثًا: محددات سياسة توزيع الأرباح

تتأثر سياسة توزيع الأرباح في المؤسسة بعدة عوامل محيطة، ويجب على الإدارة مراعاة هذه العوامل عند تحديد السياسة الأكثر ملائمة. من بين هذه العوامل، هناك مجموعة من المحددات التي تؤثر بشكل مباشر في اتخاذ القرارات المناسبة.

➤ المحددات القانونية (Legal Constraints): (مرعي، 2013، صفحة 289)

تتأثر سياسة توزيع الأرباح بمجموعة من القوانين واللوائح التي تختلف من دولة إلى أخرى ومن فترة زمنية إلى أخرى هناك العديد من القوانين التي تمنع توزيع الأرباح الناتجة عن بيع الأصول، وذلك بهدف حماية حقوق المستثمرين، حيث يتم اعتبار هذه الأرباح بمثابة استثمار للأموال في المؤسسة وليس مجرد توزيعات، وعادة ما تركز هذه القوانين على أربع قواعد رئيسية وهي:

○ قاعدة صافي الأرباح (The Profit Net Rule): (غزالي، 2017، صفحة 294)

تتطلب هذه القاعدة أن تتوافر أرباح محتجزة كافية قبل اتخاذ قرار بتوزيع الأرباح على المساهمين. لا يُسمح بتوزيع الأرباح إلا إذا كانت المؤسسة قد حققت أرباحًا فعلية وقابلة للتوزيع

○ قاعدة إضعاف قيمة رأس المال (The Impairment Capital Rule): (حيدر، 2015)

بعض التشريعات تضع حدودًا معينة للمبالغ التي يمكن توزيعها نقدًا، ويعتمد ذلك على رصيد الأرباح المحتجزة. تهدف هذه القاعدة إلى حماية حقوق الدائنين وضمان عدم المساس برأس المال اللازم لضمان استمرارية المؤسسة

○ قاعدة الإعسار المالي (The Insolvency Rule): (جهاد، 2015، صفحة 191)

هذه القاعدة تمنع توزيع الأرباح في حالة كان لدى المؤسسة عجز في القدرة على الوفاء بالتزاماتها المالية. يتم تعليق التوزيع إلى أن تصبح المؤسسة قادرة على تغطية ديونها وضمان الاستقرار المالي.

المحددات التعاقدية: (زكريا، 2013، صفحة 289)

قد تضع بعض الاتفاقيات شروطاً خاصة بتوزيع الأرباح لحماية حقوق الدائنين، مما يضمن قدرة المؤسسة على الوفاء بالتزاماتها المالية. غالباً ما يتضمن عقد السند أو اتفاقية القرض شرطاً يقضي بتوزيع الأرباح بناءً على الأرباح المحققة بعد توقيع العقد، وليس بناءً على الأرباح المحتجزة.

المحددات الاقتصادية:

تؤثر مجموعة من العوامل الاقتصادية على اتخاذ قرار توزيع الأرباح في المؤسسة، ومن أبرز هذه العوامل:

- النمو والتوسع: تفضل بعض المؤسسات التي تسعى إلى التوسع والنمو استخدام مصادر التمويل الداخلية بدلاً من اللجوء إلى الاقتراض الخارجي، وذلك بسبب ارتفاع تكاليفه والمخاطر المرتبطة به. لهذا، قد تلجأ إلى احتجاز الأرباح بدلاً من توزيعها إذا كانت تلك الأرباح ضرورية لتحقيق أهداف التوسع. كما تلعب السيولة النقدية دوراً كبيراً في هذا القرار؛ فكلما زادت السيولة في المؤسسة، زادت قدرتها على دفع توزيعات أرباح أكبر. (المومني، 2016، صفحة 44)
- توفر السيولة النقدية: تعتمد قدرة المؤسسة على دفع توزيعات الأرباح بشكل كبير على مقدار السيولة النقدية المتاحة. في حال كانت السيولة وفيرة، يمكن للمؤسسة دفع توزيعات أكبر.
- الفرص الاستثمارية المتاحة أمام المؤسسة: بالنسبة للمؤسسات الجديدة، قد تكون بحاجة إلى إعادة استثمار أرباحها بدلاً من توزيعها. ومن هنا، يمكن أن تقرر المؤسسة احتجاز الأرباح لتعزيز نموها وتوسيع نطاق عملها.
- استقرار الأرباح: المؤسسات التي تتمتع باستقرار في أرباحها عادة ما تكون أكثر قدرة على توزيع أرباح أكبر للمساهمين. بينما تميل المؤسسات ذات الأرباح المتقلبة إلى الاحتفاظ بجزء أكبر من الأرباح كاحتياطي لمواجهة التحديات المستقبلية. (puspitanigtyas.z., 2019)
- الرغبة في السيطرة والرقابة على المؤسسة: إذا كانت الإدارة تخشى فقدان السيطرة على المؤسسة، فقد تتجنب إصدار أسهم جديدة وتفضل احتجاز جزء أكبر من الأرباح. وفي المقابل، إذا كانت الإدارة تتمتع بالسيطرة الكاملة، قد تختار توزيع الأرباح بشكل نقدي أو عيني للحفاظ على

قوتها وزيادة حصتها في المؤسسة. (حيدر، دراسة العلاقة بين سياسة توزيع الأرباح و القيمة السوقية للشركات أطروحة دكتورا كلية الإقتصاد، 2015، الصفحات 32-33)

• تفضيلات المساهمين الحاليين:

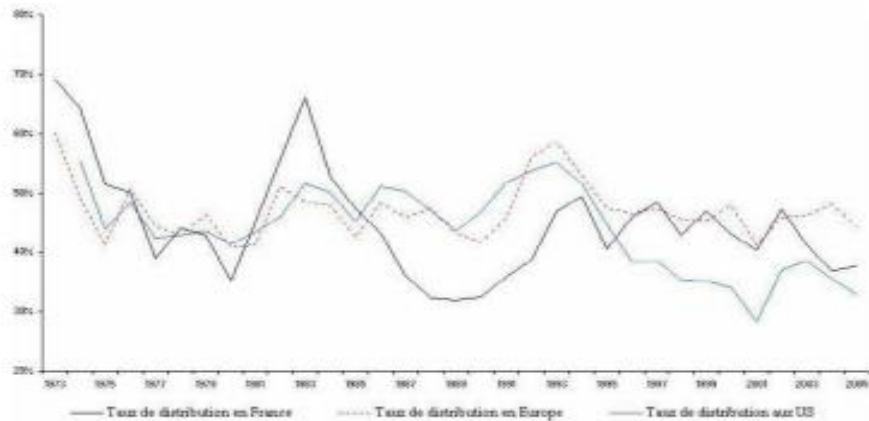
تؤثر تفضيلات المساهمين الحاليين في اتخاذ قرارات توزيع الأرباح. ففي المؤسسات التي تضم عددًا صغيرًا من المساهمين، عادة ما تفضل الإدارة الاحتفاظ بالنصيب الأكبر من الأرباح وتوزيع جزء أقل على المساهمين. ذلك أن المساهمين يفضلون استثمار الأرباح المحتجزة لتمويل احتياجات المؤسسة بدلاً من اللجوء إلى الاقتراض وما يرتبط به من فوائد. كما أنهم يميلون إلى تجنب إصدار أسهم جديدة لتفادي فقدان السيطرة على المؤسسة بسبب دخول مساهمين جدد. (وهاي، 2018، صفحة 7)

• السياسات التي تنتهجها المؤسسات المماثلة:

تسعى بعض المؤسسات إلى تحليل ودراسة معدلات توزيع الأرباح في القطاعات التي تنتمي إليها أو متابعة تطور تلك المعدلات على مر الزمن. ويعود ذلك إلى رغبتها في محاكاة السياسات الناجحة التي تعتمد عليها المؤسسات المشابهة في القطاع، بهدف تحقيق نتائج إيجابية والانسجام مع توجهات السوق. فعلى سبيل المثال، عند مراجعة الأسواق المالية في أوروبا والولايات المتحدة، يظهر ترابط كبير بين معدلات التوزيع، مما يؤكد تأثير السياسات القطاعية الموحدة. (ضب، 2009، صفحة 126) وهو ما يبرزه الشكل التالي:

الشكل رقم (1-2): معدل توزيع الأرباح في الولايات المتحدة الأمريكية والمنطقة الأوروبية خلال الفترة

2005-1973



المصدر: (ضب، 2009، صفحة 126)

يعكس البيان توجهات الشركات في سياسات توزيع الأرباح عبر المناطق المختلفة خلال الفترة 1973-2005. يظهر أن معدلات التوزيع في فرنسا وأوروبا شهدت تقلبات أكبر مقارنة بالولايات المتحدة، التي اتسمت باستقرار نسبي. الانخفاض العام في المعدلات، خاصة بعد الثمانينيات، يشير إلى تغييرات في

استراتيجيات الشركات التي أصبحت تفضل الاحتفاظ بالأرباح لإعادة استثمارها بدلاً من توزيعها، مما يعكس تحولاً نحو تعزيز النمو الداخلي. التأثيرات الاقتصادية، مثل أزمات النفط والتحويلات في الأسواق العالمية، ساهمت أيضاً في هذه التغيرات. بشكل عام، يُظهر البيان اختلاف الفلسفات الاستثمارية بين الشركات الأمريكية التي تركز على إعادة الاستثمار، والشركات الأوروبية التي تتأثر بالسياسات الاقتصادية المحلية.

III: النظريات المفسرة لسياسة توزيع الأرباح

1- نظرية حيادية سياسة توزيع الأرباح:

تم تطوير نظرية حيادية سياسة توزيع الأرباح من قبل Modigliani و Miller عام 1961، وهي ترى أن سياسة توزيع الأرباح لا تؤثر على القيمة السوقية للسهم أو على قيمة الشركة في السوق. وتركز هذه النظرية على أن القيمة السوقية للشركة تعتمد بشكل أساسي على العوائد الناتجة عن إدارة الأصول والاستثمارات، وليس على طريقة توزيع الأرباح بين الأرباح الموزعة والمحتجزة. وفقاً لهذه النظرية، يعتبر المستثمرون أن ثروتهم تبقى ثابتة سواء تم توزيع الأرباح عليهم نقدًا أو تم الاحتفاظ بها لإعادة استثمارها في الشركة. فعندما يتم توزيع أرباح نقدية، ينخفض سعر السهم بمقدار هذه التوزيعات. أما في حالة الاحتفاظ بالأرباح، فإن القيمة السوقية للسهم ترتفع بما يعادل الأرباح المحتجزة، مما يؤدي إلى زيادة القيمة الرأسمالية للمستثمرين. (حفصي، 2016، الصفحات 42-43)

بالتالي، فإن القرار المتعلق بتوزيع الأرباح لا يُعد عاملاً حاسماً في تحديد القيمة السوقية للشركة. الأهم هو الأداء الاقتصادي للشركة وقدرتها على تحقيق أرباح مستدامة من استثماراتها.

2- نظرية التفضيل الضريبي:

نظرية التفضيل الضريبي تعتمد على رفض فرضية غياب الضرائب، حيث تشير إلى أن توزيعات الأرباح النقدية قد تكون غير مرغوبة بسبب المعدلات المرتفعة للضرائب المفروضة على أرباح المساهمين. عندما يحصل المساهمون على أرباح نقدية، يكون عليهم دفع ضرائب كبيرة، مما يجعلهم يفضلون بقاء الأرباح داخل الشركة واستثمارها مجدداً بدلاً من الحصول عليها نقدًا.

وفقاً لهذه النظرية، يميل المستثمرون إلى الاستثمار في الشركات التي تحتفظ بأرباحها أو تقدم توزيعات أرباح محدودة، لتجنب الأعباء الضريبية المرتفعة. ونتيجة لذلك، تختلف سياسات توزيع الأرباح بين الشركات. الشركات التي تقدم توزيعات أرباح كبيرة تحتاج إلى توفير عوائد أعلى لجذب المستثمرين، تعويضاً عن الضرائب التي سيتحملونها على هذه التوزيعات.

وبهذا، فإن الضرائب تلعب دورًا مؤثرًا في تحديد تفضيلات المستثمرين وشكل سياسات توزيع الأرباح في الشركات المختلفة. (الشعار، 2015، الصفحات 35-36)

3- نظرية تفضيل الأرباح "عصفور في اليد" (John Linter & Mayron Gordon) :

نظرية "تفضيل الأرباح"، التي وضعها John Linter و Mayron Gordon، تشير إلى أن المستثمرين يفضلون الحصول على توزيعات أرباح حالية بدلاً من انتظار المكاسب الرأسمالية المستقبلية التي قد تكون محفوفة بالمخاطر. وتعتمد هذه الفكرة على مبدأ "عصفور في اليد أفضل من اثنين على الشجرة"، حيث يُنظر إلى توزيعات الأرباح الحالية على أنها أكثر أمانًا وقيمة مقارنة بالأرباح المستقبلية غير المؤكدة. توضح النظرية أن الشركات التي توزع أرباحًا أعلى تُعتبر أكثر جاذبية للمساهمين، حتى وإن كان ذلك يتطلب منهم قبول عوائد أقل. ويرجع ذلك إلى أن الأرباح الحالية تُعد مصدرًا مضمونًا نسبيًا، بينما المكاسب الرأسمالية المستقبلية تحمل في طياتها درجة أكبر من عدم اليقين. (إسحاق، 2015، صفحة 67)

الافتراضات الأساسية للنظرية: هناك عدم وضوح بشأن تحقيق الأرباح المستقبلية. يفضل المستثمرون الشركات التي تقدم توزيعات أرباح عالية، لأنها أقل عرضة للمخاطر مقارنة بالمكاسب الرأسمالية.

بالتالي، تدعو هذه النظرية الشركات إلى التركيز على سياسة توزيع أرباح سخية لتلبية توقعات المستثمرين وتقليل إحساسهم بالمخاطر المرتبطة باستثماراتهم

4- نظرية تكلفة الوكالة:

تشير إلى أن الشركات قد تواجه تكاليف ناتجة عن وجود تضارب بين مصالح الإدارة ومصالح المساهمين. في بعض الحالات، قد تنحرف إدارة الشركة عن أهداف المساهمين وتعمل بما يتوافق مع مصالحها الشخصية. وفقًا لهذه النظرية، يُعتبر توزيع الأرباح وسيلة فعالة لتقليل هذه التكلفة، حيث يساعد في تقليل الفجوة بين المساهمين والإدارة.

بحسب (1982) Rozeff، يمكن لتوزيعات الأرباح أن تكون أداة فعالة لمراقبة أداء الإدارة وضمان أنها تتصرف بما يتماشى مع مصالح المساهمين (1984) Easterbrook. أشار إلى أن توزيعات الأرباح يمكن أن تقلل من تكاليف الوكالة من خلال الحد من التصرفات غير المرغوب فيها من قبل الإدارة، التي قد تفضل الاحتفاظ بالأرباح بدلاً من توزيعها.

بالإضافة إلى ذلك، قد تلجأ الشركات إلى استراتيجيات أخرى مثل الاقتراض أو إصدار أوراق مالية جديدة أو الدخول إلى أسواق رأس المال لتقليل تكاليف الوكالة. ومع ذلك، قد تُعتبر توزيعات الأرباح أحيانًا

إشارة غير واضحة لبعض الخبراء الماليين، الذين قد يواجهون صعوبة في التمييز بين الشركات ذات النمو المرتفع وتلك التي تركز على إعادة استثمار الأرباح.

بالتالي، تسهم توزيعات الأرباح في تقليل تكاليف الوكالة من خلال تحسين العلاقة بين الإدارة والمساهمين وتعزيز الكفاءة في اتخاذ القرارات داخل الشركة. (زلوم، 2015، صفحة 38)

5-نظرية الإشارة (Signaling Theory):

نظرية الإشارة (Signaling Theory) تُبرز أهمية المعلومات كأداة رئيسية تؤثر في اتخاذ القرارات المالية داخل المؤسسة وخارجها. تُعد هذه المعلومات وسيلة لتمكين مختلف الأطراف، مثل الجهات الحكومية، المستثمرين، العملاء، والموردين، من الوصول إلى البيانات التي تساعدهم في اتخاذ قراراتهم. ويعتبر الإفصاح المالي عن المعلومات من أهم الوسائل لتحقيق هذا الهدف، حيث يُركز على تقديم بيانات دقيقة وذات صلة، مع مراعاة الإجابة عن أسئلة محورية مثل: من هو الجمهور المستهدف بهذه المعلومات؟ وما هو الغرض من الإفصاح؟ وما هي كمية التفاصيل اللازمة لتحقيق الشفافية؟

وفقاً لهذه النظرية، ينظر المستثمرون إلى أي تعديل في سياسة توزيع الأرباح على أنه إشارة تحمل دلالات معينة حول توقعات المؤسسة لأرباحها المستقبلية. فإذا قامت المؤسسة بزيادة توزيعات الأرباح بشكل غير متوقع، فإن ذلك يرسل رسالة إيجابية للمستثمرين حول تحسن أداء المؤسسة وتوقعاتها لنمو الأرباح. أما إذا خفضت المؤسسة التوزيعات بشكل ملحوظ مقارنة بما توقعه المستثمرون، فقد يُفسَّر ذلك كإشارة سلبية تؤدي إلى انخفاض قيمة السهم في السوق. (القادر، بريس، 2013، صفحة 16)

بالتالي، فإن قرارات التوزيع أو الاحتفاظ بالأرباح تلعب دوراً محورياً في التأثير على سعر السهم، حيث يُعد كل تغيير في هذه القرارات بمثابة رسالة واضحة تعكس رؤية الإدارة حول مستقبل الأرباح.

المبحث الثاني: التأصيل النظري للقيمة السوقية

تعد عملية تحديد القيمة السوقية للسهم من الأساسيات المهمة في الأسواق المالية، حيث تساهم في توجيه قرارات المستثمرين والشركات على حد سواء. لذا سنحاول أن نسلط عليها الضوء في هذا المبحث من خلال دراسة ماهيتها والعوامل المؤثرة فيها وأهم محدداتها.

I. مفهوم القيمة السوقية:

❖ مفهوم القيمة: ترتبط قيمة الشيء بشكل عام بسعره أو ثمنه، حيث يعتبر السعر تعبيراً عن القيمة التي يتم تحديدها بناءً على أهمية السلعة أو الخدمة بالنسبة لأولئك الذين يستخدمونها

أو يمتلكونها. وقد تم تعريف القيمة في الأدبيات الاقتصادية على أنها "الصفة الجوهرية والأساسية التي تميز سلعة أو خدمة، وتقدر من قبل المستهلكين أو المستخدمين لها".
أما في سياق الأسواق المالية، فإن السعر يُعرف على أنه القيمة التي يتداول بها السهم خلال جلسات التداول، حيث يتم توثيق هذا السعر وإعلانه بشكل رسمي على لوحات الأسعار بعد انتهاء كل جلسة تداول.

في هذا الإطار، يمكن اعتبار السعر تعبيراً عن القيمة السوقية للسهم، والتي تتغير باستمرار تبعاً لعوامل السوق المختلفة، لا سيما العرض والطلب.

وعلى هذا الأساس، فإن العلاقة بين السعر والقيمة ليست ثابتة، لكنها مترابطة. كلما اقترب سعر السهم من قيمته الحقيقية، كلما كان السوق أكثر كفاءة. في السوق الكفوءة، يُفترض أن يعكس السعر القيمة الحقيقية للسهم، وهي تلك القيمة التي تُعوض المستثمر عن المخاطر المرتبطة بالاستثمار. ومع ذلك، يندر أن يتحقق هذا التساوي بشكل كامل بسبب صعوبة الوصول إلى سوق يتمتع بالكفاءة المثالية (جابر م.، 2005).

يؤدي السعر والقيمة الحقيقية للسهم دورين أساسيين:

1. الدور الداخلي: يكمن في تحديد القيمة الحقيقية للسهم، مما يُظهر الوضع الفعلي للسوق.
2. الدور الخارجي: يتمثل في كونه عنصراً مهماً يدعم عملية النمو والتطور الاقتصادي.

❖ مفهوم القيمة السوقية: تشير القيمة السوقية إلى السعر الذي يمكن من خلاله تداول الأصول بين أطراف مستعدة لإجراء الصفقة، مع توفر معلومات كافية عن السوق وحرية كاملة لعقد الاتفاقيات. (ضرب ب.، 2009، صفحة 3)

يمكن اعتبار القيمة السوقية بمثابة المعيار الأساسي لتحديد قيمة الشركة، حيث تُحسب عادةً من خلال قيمة أسهمها المتداولة في الأسواق المالية.

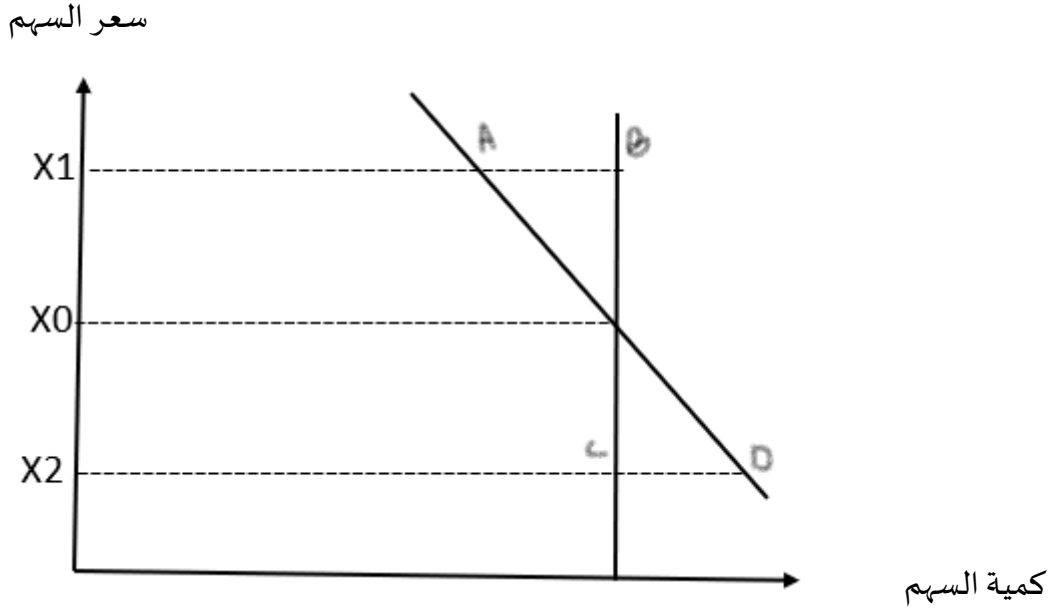
II . محددات السعر السوقي للسهم والعوامل المؤثرة في القيمة السوقية

أولاً: محددات السعر السوقي للسهم

يتحدد السعر السوقي للسهم بناءً على قوى العرض والطلب، كما هو الحال بالنسبة لأي سلعة أخرى. ومع ذلك، يتميز عرض الأسهم الخاصة بمؤسسة معينة بالثبات عند مستوى معين في لحظة زمنية محددة، حيث يعبر عن ذلك بخط رأسي مستقيم. ويعود هذا الثبات إلى أن عدد الأسهم المتداولة في

السوق يكون مرتبطاً بكمية الأسهم التي أصدرتها الشركة للتداول. أما الطلب على الأسهم، فهو يتغير وفقاً للسعر، مما يعكس العلاقة بينهما، كما هو مبين في الشكل التالي:

الشكل رقم (3-1): منحني الطلب والعرض على أسهم المؤسسة



المصدر: (مصطفى، 2007، صفحة 52)

الطلب الكلي على الأسهم يتأثر بالسعر الذي يمكن شراء الأسهم به. وبالتالي، يمكن القول أنه في حال كانت الأسعار مرتفعة، فإن الأفراد الراغبين في شراء الأسهم هم عادة المتفائلون بشأن مستقبل الأسهم، ولا شك أن عددهم يكون قليلاً. (جابر م.، صفحة 52) أما عندما ينخفض سعر السهم، يزيد الطلب عليه، مما يدل على وجود علاقة عكسية بين السعر والطلب على السهم.

يتم تحديد سعر التوازن عندما تتساوى الكمية المطلوبة مع الكمية المعروضة، وهذا يحدث عند النقطة X_0 إذا ارتفع سعر السهم من X_0 إلى X_1 ، سيحتاج المستثمرون إلى الحصول على كمية أسهم أقل من الكمية المعروضة، وهي مقدار AB والعكس يحدث عند انخفاض السعر عن سعر التوازن، حيث يزيد الطلب على السهم وتصبح الكمية المطلوبة أكبر من المعروض بالمقدار CD ، مما يدفع سعر السهم للارتفاع حتى يصل إلى نقطة التوازن X_0 .

كلما اختلفت آراء المستثمرين حول خصائص السهم، كلما انحدر منحني الطلب من الأعلى إلى الأسفل. أما إذا اتفقت الآراء حول هذه الخصائص، فإن منحني الطلب سيكون أفقيًا بغض النظر عن منحني العرض، ويرجع ذلك إلى نوعية وكمية المعلومات المتوفرة للمستثمرين.

لذلك، ينشأ منحني الطلب المنحدر من الأعلى إلى الأسفل بدرجة ميل معينة، ويعكس السعر السوقي الحالي للسهم رأي المستثمر الجاد، الذي سيكون مستعدًا لشراء السهم إذا ارتفع سعره حتى ولو بشكل طفيف عن السعر الحالي.

أما بالنسبة لأسعار التوازن، فإنها تتغير عندما: (هارون، الصفحات 53-54)

1. تصل معلومات جديدة إلى السوق تؤدي إلى تغيير في منحني الطلب؛

2. يتغير مقدار الأسهم المعروضة (باختلاف أداء المستثمرين).

ونلاحظ أن القيمة التي يحددها المستثمر لسهم معين قد تختلف عن قيمته السوقية، لأن المستثمر لا يمتلك نفس المعلومات التي يمتلكها غيره.

ثانياً: العوامل المؤثرة في القيمة السوقية Factors affecting market value

تتأثر القيمة السوقية للأوراق المالية بعدد من العوامل التي تحدد قيمتها في السوق، ومن أبرز هذه العوامل:

1. المعلومات المحاسبية والأرباح: يعد الإعلان عن الأرباح أحد العوامل الأساسية المؤثرة في أسعار

الأوراق المالية. أي تغييرات في الأرباح المعلنة قد تؤثر بشكل كبير على قيمة الأسهم في السوق، سواء

بالإيجاب أو السلب، حيث تتفاعل الأسواق بسرعة مع هذه المعلومات. (محمد، 2018، صفحة

(13)

2. قدرة الشركة على تحقيق أرباح في المستقبل والوضع المالي لها: تلعب قدرة الشركة على توليد

أرباح مستقبلية ودعم مركزها المالي دورًا رئيسيًا في تحديد قيمة أوراقها المالية. الشركات ذات الأداء

المالي القوي والتي تتوقع نتائج إيجابية في المستقبل تجذب المزيد من المستثمرين، مما يعزز قيمتها

السوقية. (بنية، 2018)

3. الطلب والعرض على الورقة المالية: يتحدد سعر الورقة المالية وفقاً لمعدل الطلب عليها. كلما زاد الطلب على السهم، زادت قيمته في السوق. أما في حالة زيادة العرض أو انخفاض الطلب، فإن القيمة السوقية للسهم قد تتراجع. (خليفة، 2017)

❖ قياس مؤشرات القيمة السوقية **Measuring indicators value market**: يتم قياس مؤشرات القيمة السوقية باستخدام عدة طرق:

✓ طريقة أعلى سعر وأدنى سعر: يتم حساب القيمة السوقية من خلال المعادلة التالية:

$$\text{القيمة السوقية} = (\text{أعلى سعر} + \text{أدنى سعر}) / 2$$

حيث يتم أخذ أعلى وأدنى سعر للسهم في الاعتبار لحساب قيمته السوقية بناءً على هذه المعادلة. (صالح، صفحة 492)

✓ طريقة قياس السعر السوقي: يحسب من خلال المعادلة التالية:

$$\text{السعر السوقي للسهم} = \text{نسبة الربح للسهم العادي} / \text{معدل العائد المطلوب}$$

تعكس هذه المعادلة ربحية السهم الواحد في الشركة. إذ ترتفع القيمة السوقية للسهم عندما يزيد معدل أرباحه، بينما تنخفض قيمته السوقية إذا تعرضت الشركة لخسائر.

✓ القيمة السوقية المضافة: تحسب من خلال المعادلة التالية:

$$\text{القيمة السوقية المضافة} = \text{القيمة البيعية للأسهم} - \text{القيمة الدفترية للأسهم}$$

القيمة السوقية المضافة تُعرف بأنها الفارق بين القيمة السوقية للأسهم والقيمة الدفترية لها. وتُعبّر القيمة السوقية المضافة عن الفرق بين المبالغ التي يحصل عليها المستثمرون عند بيع الأسهم بناءً على الأسعار المعروضة في السوق والمبالغ التي استثمرها حملة الأسهم داخل الشركة. كما توضح قدرة إدارة الشركة على استغلال مواردها بكفاءة، وإدارتها لعملياتها، وحفاظها على مركزها التنافسي في السوق.

تُظهر القيمة السوقية المضافة أيضًا مقدار الثروة التي يتم إنشاؤها من خلال رأس المال، وتُعكس توقعات المستثمرين بشأن الإيرادات المستقبلية للشركة. إذا كانت الإيرادات المحققة تفوق تكلفة رأس المال المستثمر، فإن الشركة تحقق قيمة سوقية مضافة إيجابية. أما إذا كانت التوقعات تشير إلى أن الشركة لن تحقق عوائد تفوق تكلفة رأس المال، فلا يتم تحقيق قيمة سوقية مضافة. (محمد ع.، 2018)

وفيما يخص احتمالات القيمة السوقية المضافة للأسهم، هناك احتمالان رئيسيان: (صحن، 2018)

1. زيادة السيولة للسهم نتيجة للمضاربات التي يقوم بها المستثمرون من أجل تحقيق عوائد قصيرة الأجل.

2. فقدان السهم للسيولة بسبب احتفاظ المستثمرين به لفترات طويلة حتى تتحقق العوائد المناسبة.

العلاقة بين سيولة السهم والقيمة السوقية المضافة تعتمد على كفاءة السوق المالي والاستراتيجيات التي يتبعها المستثمرون في التعامل مع الأسهم.

المبحث الثالث: الدراسات السابقة ذات صلة بالموضوع

من خلال هذا المبحث نقوم بعرض مجموعة من الدراسات السابقة العربية والأجنبية، والتي رأيناها أنها مهمة وذات صلة بالموضوع، وهذا بهدف تحديد متغيرات الدراسة والأدوات المستعملة لإجراء الجانب التطبيقي.

I. عرض ومناقشة الدراسات السابقة العربية

بعد تقديم الإطار النظري لموضوع دراستنا بشكل مختصر، كان من الضروري أن نعرض أهم الدراسات السابقة التي تم الاطلاع عليها والتي ترتبط بشكل مباشر بموضوعنا، لقد حظيت موضوعات سياسة توزيع الأرباح باهتمام واسع على المستوى المالي العالمي، وذلك بالنظر إلى الاختلافات في خصائص الأسواق المالية، سواء كانت ناشئة أو متطورة، وكذلك الاختلافات بين المؤسسات والشركات حسب المناطق الجغرافية. من بين الدراسات التي تم الاطلاع عليها، تم اختيار مجموعة من الرسائل الجامعية والمقالات المنشورة التي تتعلق بشكل وثيق بموضوعنا، لما لها من علاقة مباشرة مع أهداف دراستنا.

1- عرض الدراسات السابقة العربية:

فيما يلي سوف يتم عرض الدراسات السابقة العربية التي لها صلة بموضوعنا:

(1) دراسة ("بوغنامة، ديسمبر 2022) مقال بعنوان:

"أثر سياسة توزيع الأرباح على القيمة السوقية للمؤسسات الاقتصادية -دراسة قياسية لعينة من المؤسسات المدرجة في مؤشر-Cac 40".

كان الغرض من هذه الدراسة هو الإجابة على الإشكالية الرئيسية والمتمثلة في: ما هو تأثير سياسة توزيع الأرباح على القيمة السوقية للمؤسسات المدرجة في مؤشر CAC 40؟ وهل تؤثر كل من الربح الموزع للسهم وربحية السهم على القيمة السوقية لتلك المؤسسات؟ بحيث استخدمت الدراسة المنهج الكمي باستخدام نموذج الانحدار الخطي المتعدد لبيانات البانل. هذا النموذج يساعد في تحليل العلاقة بين المتغيرات المستقلة (مثل الربح الموزع للسهم وربحية السهم) والمتغير التابع (القيمة السوقية للسهم). أظهرت النتائج وجود علاقة إيجابية ذات دلالة إحصائية بين سياسة توزيع الأرباح (الربح الموزع وربحية السهم) والقيمة السوقية للسهم، حيث تبين أن توزيعات الأرباح وأرباح السهم لها تأثير إيجابي على قيمة الأسهم. كما تم اكتشاف علاقة إيجابية بين القيمة الدفترية للسهم وكل من الربح الموزع وربحية السهم، مما يعكس تأثير الأداء المالي الجيد على القيمة السوقية والمستقبلية للأسهم.

(2) دراسة (عيطة، 2021) مقال بعنوان:

"أثر سياسة توزيع الأرباح وهيكل رأس المال على القيمة السوقية للمصارف السعودية"

تناولت الدراسة إشكالية تأثير سياسة توزيع الأرباح وهيكل رأس المال على القيمة السوقية للمصارف المدرجة في السوق المالية السعودية، وذلك بهدف فحص كيف يمكن لسياسات توزيع الأرباح وتركيب رأس المال أن تؤثر على تقييم المصارف من قبل السوق، حيث استخدمت المنهج الوصفي لتحليل ظاهرة تأثير السياسات المالية على القيمة السوقية واعتمدت المنهج التحليلي لدراسة البيانات المالية للمصارف السعودية المدرجة في السوق المالية، توصلت الدراسة الى أن سياسة توزيع الأرباح لها تأثير ذو دلالة معنوية على القيمة السوقية للمصارف المدرجة في السوق المالية السعودية، مما يشير إلى أن طريقة توزيع الأرباح تساهم في تقييم السوق لهذه المصارف و عدم وجود أثر ذو دلالة معنوية لهيكل رأس المال على القيمة السوقية للمصارف. وهذا يعكس أن السوق قد لا يعير اهتمامًا كبيرًا للمزيج بين الديون والأموال الذاتية في تقييم المصارف.

(3) دراسة (رحمة، 2024) مقال بعنوان:

"أثر سياسة توزيع الأرباح على خلق وتوزيع القيمة: دراسة للمؤسسات التونسية خفية الاسم"

تناولت الدراسة الإشكالية المتعلقة بكيفية تأثير سياسة توزيع الأرباح على خلق وتوزيع القيمة داخل المؤسسات التونسية خفية الاسم، حيث تمحورت الدراسة حول معرفة العلاقة بين سياسة توزيع الأرباح وخلق وتوزيع القيمة في هذه المؤسسات باستخدام الأسلوب الإحصائي، تم استخدام نموذج Poulain-Rehm (2006) لقياس العلاقة بين سياسة توزيع الأرباح وخلق وتوزيع القيمة، حيث يحدد النموذج كيفية توزيع القيمة بين الشركاء (الموظفين، المساهمين، المقرضين، والدولة) بهدف دراسة التأثير المحتمل لسياسة توزيع الأرباح على القيمة المضافة المخصصة لكل من الموظفين، المساهمين، المقرضين، والدولة. أظهرت الدراسة أنه لا يوجد تأثير لسياسة توزيع الأرباح على خلق القيمة، سواء كان ذلك من خلال قياس القيمة المضافة أو التأثير على الفئات المختلفة وأن ليس لها تأثير على توزيع القيمة المضافة المخصصة للموظفين، المقرضين، والدولة، على الرغم من عدم تأثير سياسة توزيع الأرباح على الفئات الأخرى، إلا أنها أثبتت تأثيراً على القيمة المضافة المخصصة للمساهمين، مما يعكس الأهمية التي توليها هذه الفئة لنمو الأرباح وتوزيعها.

(4) دراسة (الغني، 2021) مقال بعنوان:

"تأثير توزيعات الأرباح على القيمة السوقية لأسهم شركة صيدال المدرجة في بورصة الجزائر خلال الفترة (1999-2019) باستخدام طريقة الانحدار الذاتي للفجوات الزمنية الموزعة ARDL"

بحيث عالجت هذه الدراسة إشكالية تأثير توزيعات أرباح شركة صيدال (المدرجة في بورصة الجزائر) على القيمة السوقية لأسهمها خلال الفترة الممتدة من 1999 إلى 2019. وتتمحور الإشكالية في فهم العلاقة بين توزيعات الأرباح وقيمة السهم في سوق المال، استخدمت الدراسة المنهج الوصفي واعتمدت على منهج الانحدار الذاتي للفجوات الزمنية الموزعة (ARDL)، الذي يتيح دراسة العلاقة بين المتغيرات عبر الزمن. تم استخدام هذا المنهج لتحليل تأثير توزيعات الأرباح على القيمة السوقية لأسهم الشركة خلال الفترة الزمنية المدروسة بحيث كانت توزيعات الأرباح التي قامت بها شركة صيدال خلال الفترة المحددة تعبر عن المتغير المستقل والقيمة السوقية لأسهم الشركة تعبر عن المتغير التابع، توصلت الدراسة إلى وجود علاقة طردية بين هذين المتغيرين ووجود علاقة سببية أحادية الاتجاه، حيث وجد أن توزيعات الأرباح تؤثر على القيمة السوقية للسهم في كل من الأجلين القصير والطويل. ولكن لا يوجد تأثير معكوس من القيمة السوقية للسهم على توزيعات الأرباح. وتؤكد الدراسة على أهمية توزيعات الأرباح كعامل رئيسي في تقييم المستثمرين لأسهم الشركة.

(5) دراسة (الدين، 2019) مقال بعنوان:

"أثر سياسة توزيع الأرباح على القيمة السوقية للمؤسسة - دراسة قياسية للمؤسسات المدرجة في مؤشر داو جونز DJIA"

كان الغرض من هذه الدراسة هو الإجابة على الإشكالية الرئيسية والمتمثلة في: ما مدى تأثير سياسة توزيع الأرباح على القيمة السوقية لأسهم الشركات المدرجة في مؤشر داو جونز، وما هي العوامل المحددة الأخرى التي تؤثر في هذا التفاعل؟ واستخدمت هذه الدراسة المنهج الوصفي بغرض إبراز المفاهيم المتعلقة بسياسة توزيع الأرباح والقيمة السوقية للسهم، بالإضافة للمنهج التحليلي يهدف إلى تحقيق أهداف هذه الدراسة، مستعينة بنموذج قياسي والمتمثل في نموذج الانحدار المتعدد للبيانات "البائل". وهذا لعينة من الشركات المدرجة في مؤشر "داو جونز" الأمريكي (DJIA) والتي تضم 30 مؤسسة خلال فترة 2007-2017 حيث تمثلت المتغيرات المستقلة في الربح الموزع للسهم، وربحية السهم أما المتغير التابع تمثل في السعر السوقي للسهم. إضافة إلى متغيرات أخرى وهي الرفع المائي، حجم الشركة، العائد على حقوق الملكية، معدل نمو الأصول، و المردودية العملية وهي تعتبر متغيرات ضابطة، توصلت الدراسة أن كل من الربح الموزع للسهم (DPS) و ربحية السهم (EPS) كان لهما تأثير إيجابي ومعنوي على القيمة السوقية للأسهم و كانت المتغيرات الضابطة لها تأثير إيجابي ذو معنوية على القيمة السوقية للأسهم.

(6) دراسة (الصمد، 2024) مذكرة ماستر بعنوان:

"أثر سياسة توزيع الأرباح على القيمة السوقية - دراسة قياسية لسياسة توزيع الأرباح على القيمة السوقية لسهم شركة"

عالجت هذه الدراسة الإشكالية الرئيسية التالية: كيف يؤثر توزيع الأرباح على القيمة السوقية لسهم شركة نايكي في الفترة الممتدة من 2014 إلى 2022؟ اعتمدت الدراسة على طريقة الانحدار الذاتي للفجوات الزمنية الموزعة (ARDL) كأداة تحليلية لدراسة العلاقة بين توزيع الأرباح والقيمة السوقية لسهم شركة نايكي، وجدت الدراسة أن هناك علاقة إيجابية معنوية بين توزيع الأرباح والقيمة السوقية للسهم. مما يعني أن زيادة توزيعات الأرباح ترتبط بزيادة قيمة السهم في السوق.

2- مناقشة الدراسات السابقة العربية:

يتضمن هذا الجزء مناقشة الدراسات السابقة من حيث الهدف، الأسلوب، عينة الدراسة، المتغيرات المستخدمة، والنتائج المتوصل إليها.

من حيث الهدف:

اتفقت معظم الدراسات السابقة على هدف مشترك يتمثل في دراسة أثر سياسة توزيع الأرباح على القيمة السوقية للأسهم، لكن مع اختلاف في عينات الدراسة وطرق التحليل، حيث تناولت بعض الدراسات هذا الأثر في شركات مدرجة ببورصات مختلفة مثل دراسة (الغني، 2021) التي ركزت على بورصة الجزائر، ودراسة (الدين، 2019) التي تناولت شركة ناكي، بينما اهتمت دراسة (الصمد، 2024) بالمؤسسات المدرجة في مؤشر داو جونز الأمريكي، ودراسة ("بوغنامة، ديسمبر 2022)، التي شملت شركات فرنسية.

من حيث الأسلوب:

اعتمدت معظم الدراسات السابقة على الأساليب القياسية في تحليل البيانات المالية. فقد استخدمت دراسة (الغني، 2021) ودراسة (الصمد، 2024) طريقة الانحدار الذاتي للفجوات الزمنية الموزعة (ARDL)، في حين اعتمدت دراسة (الدين، 2019) على نموذج خط الانحدار المتعدد لبيانات البانل، وتم تقديره باستخدام نموذج الآثار الثابتة (Fixed Effect Model) بطريقة المربعات الصغرى المصغرة (LSDV). أما دراسة ("بوغنامة، ديسمبر 2022)، فقد استخدمت نموذج الانحدار الخطي المتعدد لبيانات البانل.

من حيث عينة الدراسة:

اختلفت عينات الدراسات السابقة من حيث عدد الشركات والفترة الزمنية المدروسة، حيث ركزت دراسة (الغني، 2021) على شركة صيدال المدرجة في بورصة الجزائر خلال الفترة 1999-2019، بينما اهتمت دراسة (الصمد، 2024) بشركة ناكي للفترة 2014-2022، شملت دراسة (الدين، 2019) 30 مؤسسة أمريكية مدرجة في مؤشر داو جونز للفترة 2007-2017، بينما تناولت دراسة ("بوغنامة، ديسمبر 2022)، 18 شركة فرنسية مدرجة في مؤشر CAC 40 خلال الفترة 2010-2021.

من حيث متغيرات الدراسة:

- المتغير المستقل: سياسة توزيع الأرباح، والتي تم قياسها من خلال توزيعات الأرباح للسهم (DPS) وربحية السهم (EPS).
- المتغير التابع: القيمة السوقية للسهم، والتي تم قياسها باستخدام سعر السهم في السوق.

- المتغيرات الضابطة: شملت بعض الدراسات متغيرات أخرى مثل الرفع المالي، حجم المؤسسة، الربحية التشغيلية، العائد على حقوق الملكية، والقيمة الدفترية للسهم.

من حيث النتائج المتوصل إليها:

توصلت الدراسات إلى نتائج متقاربة، حيث أكدت معظمها وجود علاقة إيجابية بين سياسة توزيع الأرباح والقيمة السوقية للسهم. فقد أثبتت دراسة (الغني، 2021) وجود علاقة سببية أحادية الاتجاه من توزيعات الأرباح إلى القيمة السوقية للسهم، بينما أوضحت دراسة (الصمد، 2024) أن توزيعات الأرباح تعزز العوائد المالية للمستثمرين وتزيد من الثقة في الشركة. توصلت دراسة (الدين، 2019) إلى أن توزيعات الأرباح (DPS) و(EPS) لها تأثير إيجابي معنوي على القيمة السوقية، في حين كان للعائد على حقوق الملكية تأثير سلبي معنوي. من ناحية أخرى، أظهرت دراسة ("بوغنامة، ديسمبر 2022)، أن الربح الموزع للسهم وربحية السهم يؤثران إيجابياً على القيمة السوقية للسهم.

الخلاصة والفجوة البحثية:

رغم اتفاق الدراسات السابقة المحلية على أهمية توزيعات الأرباح كعامل مؤثر في القيمة السوقية للأسهم، إلا أنها ركزت بشكل أساسي على تحليل الأسواق المالية الكبرى مثل السوق الأمريكية والأوروبية، في حين أن هناك نقصاً في الدراسات التي تبحث في تأثير سياسة توزيع الأرباح على القيمة السوقية للأسهم في الأسواق الناشئة، وخاصة السوق الجزائرية أو العربية. لذلك، يمكن اقتراح دراسات مستقبلية تستكشف التأثيرات القطاعية أو المقارنة بين الأسواق المتقدمة والناشئة، أو تحليل تأثير عوامل أخرى مثل هيكل الملكية، الشفافية المالية، أو التغيرات الاقتصادية الكلية على العلاقة بين توزيعات الأرباح والقيمة السوقية للأسهم.

الجدول رقم (7-1) ملخص مناقشة الدراسات السابقة

الدراسة	الهدف	أسلوب المعتمد	متغيرات الدراسة	عينة الدراسة	نتائج الدراسة	الفجوة البحثية
دراسة ("بوغنامة،	معرفة تأثير سياسة توزيع الأرباح	تم الاعتماد على نموذج الانحدار	المتغيرات المستقلة:	شملت الدراسة 18	- وجود علاقة بين سياسة توزيع الأرباح	تبرز أهمية الدراسة في قلة الأبحاث

ديسمبر (2022)	على القيمة السوقية للمؤسسة.	الخطي المتعدد لبينات البائل.	سياسة توزيع الأرباح متمثلة في: -الربح الموزع للسهم DPS - ربحية السهم EPS المتغير التابع: القيمة السوقية للسهم.	مؤسسة فرنسية مدرجة في مؤشر CAC 40 - خلال الفترة من 2010 إلى 2021.. السوقية للسهم. - وجود علاقة إيجابية بين القيمة الدفترية للسهم من جهة والربح الموزع للسهم وربحية السهم من جهة أخرى	وقيمة المؤسسة. - تأثير إيجابي ذو معنوية إحصائية لكل من الربح الموزع للسهم وربحية السهم على القيمة السوقية للسهم. وجود علاقة إيجابية بين القيمة الدفترية للسهم من جهة والربح الموزع للسهم وربحية السهم من جهة أخرى ضمن سوق أوروبي متطور.	التي تناولت تأثير سياسة توزيع الأرباح على القيمة السوقية للمؤسسات الفرنسية المدرجة في CAC 40 باستخدام بيانات حديثة وأساليب تحليل متقدمة، مما يجعلها مساهمة مهمة في فهم العلاقة ضمن سوق أوروبي متطور.
دراسة (عينة، 2021)	معرفة تأثير سياسة توزيع الأرباح على القيمة	تم الاعتماد على نموذج الانحدار الخطي	المتغيرات المستقلة:	شملت الدراسة مجموعة من	لم يتم العثور على تأثير معنوي مباشر لسياسة توزيع	تأتي هذه الدراسة لسد الفجوة التمثلة في

السوقية للمؤسسات المدرجة في السوق المالية الدولية.	المتعدد لتحليل بيانات السوق المالية الدولية.	سياسة توزيع الأرباح متمثلة في : -الربح الموزع للسهم DPS -ربحية السهم EPS	المؤسسات المدرجة في السوق المالية الدولية	الأرباح على القيمة السوقية. عدم وجود تأثير معنوي لحجم الأرباح المحتجزة على القيمة السوقية.	قلة الأبحاث التي تناول تأثير سياسة توزيع الأرباح على القيمة السوقية في الأسواق المالية الدولية، خاصة في ظل اختلاف استراتيجيات الشركات والبيئات الاقتصادية المختلفة، مما يجعل هذه الدراسة ذات أهمية كبيرة لفهم العلاقة بين التوزيعات النقدية والداخلي والخارجي وزيادة كفاءة الاستثمار
--	--	--	---	--	--

دراسة (رحمة، 2024)	إبراز أهمية سياسة توزيع الأرباح داخل المؤسسات التونسية خفية الاسم، من خلال دراسة أثرها على خلق وتوزيع القيمة باستخدام الأسلوب الإحصائي.	تم استخدام نموذج Rehm-Poulain (2006)، الذي يقيس القيمة المضافة لكل شركة ويوزعها على الموظفين، المساهمين، المقرضين، والدولة.	المتغيرات المستقلة: سياسة توزيع الأرباح متمثلة في: -الربح الموزع للسهم DPS -ربحية السهم EPS المتغير التابع: القيمة السوقية للسهم	المؤسسات التونسية خفية الاسم	وتقليل تكلفة رأس المال.	على نطاق دولي.
					لم تثبت الدراسة تأثير سياسة توزيع الأرباح على خلق القيمة أو توزيعها بين الموظفين، المقرضين، والدولة، لكنها أظهرت تأثيراً إيجابياً على القيمة المضافة للمساهمين، مما يعكس أهميتهم داخل المؤسسة.	تساهم الدراسة في سد الفجوة المتمثلة في قلة الأبحاث التي تربط بين سياسة توزيع الأرباح وخلق وتوزيع القيمة داخل المؤسسات التونسية، مما يساعد على فهم تأثير توزيع الأرباح ليس فقط على المساهمين، ولكن أيضاً على مختلف الأطراف المرتبطة بالشركة.

دراسة (الغني، 2021)	اختبار العلاقة بين توزيعات الأرباح وقيمة المؤسسة من خلال تحليل تأثير توزيعات الأرباح على القيمة السوقية للسهم لشركة صيدال خلال الفترة (1999- 2019)	التحليل القياسي للبيانات المالية السنوية	المتغير المستقل: توزيعات الأرباح المتغير التابع: القيمة السوقية للسهم	شركة جزائرية مدرجة في الجزائر وهي المجمع الصناعي صيدال	وجود علاقة سببية أحادية الاتجاه وتأثيرا إيجابيا معنويا من توزيعات الأرباح إلى القيمة السوقية للسهم.	تتمثل في نقص الدراسات التي تركز بشكل محدد على العلاقة بين توزيعات الأرباح والقيمة السوقية لأسهم لشركات معينة في السوق الجزائري بالأخص شركة صيدال.
دراسة (الدين، 2019)	اختبار العلاقة بين سياسة توزيع الأرباح (DPS) وربحية السهم (EPS) مع "البائل".	أسلوب قياسي باستخدام نموذج الانحدار المتعدد للبيانات "البائل".	المتغيرات المستقلة: الربح الموزع للسهم، وربحية السهم المتغير التابع: السعر السوقي للسهم.	الشركات المدرجة في مؤشر "داو جونز" الأمريكي (DIJA) والتي تضم	سياسة توزيع الأرباح وربحية السهم لهما تأثير إيجابي ومعنوي على القيمة السوقية لأسهم بينما	الدراسة تكمن في عدم دراسة تأثير نمو الأصول بشكل دقيق حيث نبين أنه لا يوجد

	القيمة السوقية للأسهم وفحص تأثير الخصائص المالية للمؤسسة على تقييم السوق لأسهمها.	المتغيرات الضابطة: الرفع الماي، حجم الشركة، العائد على حقوق الملكية، معدل نمو الأصول، والمردودية العملية.	30 مؤسسة.	كانت بعض العوامل المالية مثل الرفع المالي، حجم المؤسسة، والربحية العملية أيضا تؤثر إيجابيا على القيمة السوقية للأسهم.	له تأثير معنوي على القيمة السوقية للأسهم.	
دراسة (الصمد، 2024)	فهم العلاقة بين توزيع الأرباح وزيادة قيمة السهم وتأثيرها على قرارات المستثمرين وثقتهم في استدامة أداء شركة ناكي خلال الفترة	أسلوب قياسي باستخدام طريقة الانحدار الذاتي للفتحات الزمنية الموزعة (ARDL)	المتغير المستقل: توزيعات الأرباح المتغير التابع: القيمة السوقية لسهم شركة ناكي.	بيانات شركة ناكي لفترة (2014-2022)	وجود علاقة إيجابية معنوية بين الأرباح والقيمة السوقية للسهم حيث هذه العلاقة تعكس القوة المالية للشركة، زيادة توزيعات الأرباح يرتبط	الدراسة قد أضافت إلى الأدبيات الأكاديمية معرفة جديدة حول كيفية تأثير توزيع الأرباح على الأسواق المالية للشركات الرياضية الكبرى والتي قد تختلف

عن شركات أخرى في قطاعات مختلفة.	بزيادة قيمة السهم.				-2014) (2022).	
--	-----------------------	--	--	--	-------------------	--

المصدر: من إعداد الطالبتين

II. عرض ومناقشة الدراسات السابقة الأجنبية

نقوم من خلال هذا المطلب بعرض مختلف الدراسات الأجنبية ذات صلة بالموضوع.

1- عرض الدراسات السابقة الأجنبية:

فيما يلي سوف يتم عرض مختلف الدراسات السابقة الأجنبية.

(1) دراسة (Erni Alfisah, 2015) مقال بعنوان:

Factors of Dividend Payout Ratio and Influence on Company" Value (Case Study on LQ

45 Companies in Indonesia Stock Exchange on the 2011-2015

تمحورت إشكالية هذه الدراسة في: ما هو تأثير العوامل المختلفة مثل العائد على حقوق الملكية، نمو الشركة، التدفق النقدي الحر، والرافعة المالية على نسبة توزيع الأرباح وقيمة الشركة، واستخدمت الدراسة المنهج الوصفي لتحليل العوامل المؤثرة في توزيع الأرباح. وللوصول إلى نتائج هذه الدراسة، تم استخدام المنهج التحليلي عبر نموذج الانحدار المتعدد البسيط، حيث تم تطبيقه على عينة من شركات LQ 45 في بورصة إندونيسيا خلال الفترة 2011-2015. تم تحديد المتغيرات المستقلة كالعائد على حقوق الملكية، نمو الشركة، التدفق النقدي الحر، والرافعة المالية، بينما تم قياس المتغير التابع (نسبة توزيع الأرباح) وتأثيره على قيمة الشركة. من أهم النتائج التي توصلت إليها الدراسة أن العائد على حقوق الملكية والتدفق النقدي الحر لهما تأثير كبير على نسبة توزيع الأرباح، في حين أن النمو ليس له تأثير ملحوظ، والرافعة المالية لا تؤثر بشكل كبير على هذه النسبة.

(2) دراسة (Seini Odudu Abu, 2016) مقال بعنوان:

Effect of Dividend Policy on Share"Price Of Listed Conglomerate Firms in Nigeria"

هدفت هذه الدراسة للإجابة على الإشكالية الرئيسية والمتمثلة في: ما هو تأثير سياسة توزيع الأرباح على سعر سهم شركات التكتلات المدرجة في بورصة نيجيريا للأوراق المالية؟ استخدمت الدراسة المنهج التحليلي

عبر الانحدار المتعدد لتحليل بيانات 6 شركات تكتل مدرجة في البورصة، معتمدة على بيانات مالية مدققة لمدة 10 سنوات من 2007 إلى 2016. أظهرت نتائج الدراسة أن عائد توزيع الأرباح له تأثير إيجابي وهام على أسعار أسهم شركات التكتلات، بينما كان لعائد الأرباح تأثير سلبي وهام على هذه الأسعار. في المقابل، تبين أن نسبة توزيع الأرباح لها تأثير سلبي غير مهم على أسعار أسهم شركات التكتلات. استخلصت الدراسة أن سياسة توزيع الأرباح تؤثر بشكل كبير على سعر السهم، وأوصت الشركات بتبني سياسة توزيع أرباح ثابتة، حيث أن دفع أرباح عالية يعكس القوة المالية للشركة ويجذب المستثمرين الذين يرون ذلك كدليل على التوقعات الإيجابية للأرباح المستقبلية، مما يزيد من جاذبية السهم.

3) دراسة (Ivan Eryomin, 2021) موقع الكتروني بعنوان:

"Impact of Dividend Policy on the Market Value"Of the company"

عالجت هذه الدراسة إشكالية تأثير توزيعات الأرباح على القيمة السوقية للشركة حيث استخدم الباحث المنهج التحليلي لتقييم تأثير توزيعات الأرباح على رأس المال السوقي للشركات، مستنداً إلى بيانات من تقارير الشركات وإحصاءات بورصة موسكو. شمل التحليل 20 نظاماً من الشركات الروسية و5 من أكبر شركات النفط والغاز خلال الفترة من 2013 إلى 2019، باستخدام تحليل الانحدار. أظهرت نتائج الانحدار أن توزيعات الأرباح لها تأثير إيجابي على رأس المال فقط إذا كانت السياسة تعتمد على مبدأ المتبقي (أي توزيع الأرباح بعد تمويل جميع احتياجات الشركة). وتوصلت الدراسة إلى استنتاجات يمكن تطبيقها عملياً في تحديد سياسات توزيعات الأرباح للشركات، كما تقدم توصيات لتوقع التغيرات في رأس المال بناءً على هذه السياسات.

دراسة (Tifani Titah Dwi Tyastari) مقال بعنوان:

"The Impact of Dividend Policy on Corporate Value: A Meta-Analysis of Indonesian Studies"

عالجت هذه الدراسة إشكالية العلاقة التي تربط سياسة توزيع الأرباح بقيمة الشركات، بالإضافة إلى تحليل تباين نتائج الدراسات السابقة حول هذا الموضوع في إندونيسيا. ولتحقيق أغراض هذه الدراسة، تم استخدام المنهج الوصفي لتوضيح هذه العلاقة من الناحية النظرية، بالإضافة إلى المنهج التحليلي للوصول إلى نتائج الدراسة، وذلك من خلال تحليل الميتا. (Meta-Analysis).

اعتمدت الدراسة على عينة من 70 دراسة منشورة وغير منشورة في إندونيسيا خلال الفترة 2007-2015، حيث تم استخدام نظرية إشارات الأرباح (Dividend Signaling Model) لتفسير العلاقة بين سياسة توزيع الأرباح وقيمة الشركات.

أما فيما يخص متغيرات الدراسة، فقد تم استخدام معدل توزيع الأرباح كمقياس لسياسة توزيع الأرباح، في حين تم قياس قيمة الشركات من خلال قيمتها السوقية.

وتوصلت هذه الدراسة إلى أن سياسة توزيع الأرباح لها تأثير إيجابي وكبير على قيمة الشركات، مما يعزز نتائج الأبحاث السابقة. كما أظهرت أن الاختلافات في نتائج الدراسات السابقة تعود إلى تأثير المتغيرات الوسيطة، مثل طرق قياس قيمة الشركات وسياسات توزيع الأرباح.

(5) دراسة (ghani, 2013) مقالة بعنوان:

"The Impact of Dividend Policy on Market Value: Evidence from Qatar Stock Exchange"

عالجت هذه الدراسة إشكالية العلاقة بين سياسة توزيع الأرباح والقيمة السوقية للشركات الاقتصادية، وذلك من خلال تقدير نموذج يوضح تأثير هذه السياسة على التغيرات العامة في أسعار الأسهم في السوق، أي "قيمة المؤسسة".

ولتحقيق أهداف الدراسة، تم استخدام عينة مكونة من 25 شركة مدرجة في بورصة قطر، تنتمي إلى قطاعات مختلفة، مع استثناء القطاع المالي، وذلك خلال الفترة الممتدة بين 2011 و2012.

اعتمدت الدراسة على تحليل الانحدار الخطي البسيط والمتعدد لاختبار تأثير سياسة توزيع الأرباح على القيمة السوقية للشركات. كما سلطت الضوء على أكثر أشكال سياسة توزيع الأرباح شيوعاً وتأثيرها على القيمة السوقية للشركة

وتوصلت نتائج الدراسة إلى وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين سياسة توزيع الأرباح وقيمة الشركة عند مستوى معنوية 5%. كما بينت النتائج أن الأرباح النقدية تُعد من أكثر أشكال توزيع الأرباح تأثيراً على القيمة السوقية للشركات

(6) دراسة (Jas Bahadur Gurung, 2023) مقال بعنوان:

"The Impact of Dividend Policy on Stock Prices: Evidence from Nepalese Banking Sector"

عالجت هذه الدراسة إشكالية تأثير سياسة توزيع الأرباح على الأسعار السوقية للأسهم في القطاع المصرفي في نيبال. ولتحقيق أهداف الدراسة، تم اختيار 10 بنوك تجارية من أصل 27 بنكا باستخدام أسلوب

العينة المريحة، وتم تحليل بيانات هذه البنوك على مدى عشر سنوات (69/2068 - 78/2077 وفق التقويم النيبالي).

اعتمدت الدراسة على نماذج تحليل البيانات الطولية (Panel Data Regression Models)، وتم استخدام نموذج التأثير العشوائي (Random Effect Model)، بناءً على اختبار Hausman الذي أظهر أنه النموذج الأنسب لوصف العلاقة بين المتغيرات. نتائج الدراسة:

- أظهرت النتائج أن كلاً من ربحية السهم (Earnings per Share)، توزيعات الأرباح لكل سهم (Dividend per Share)، نسبة السعر إلى الربحية (Price-Earnings Ratio)، والأرباح المحتجزة (Retained Earnings) لها علاقة إيجابية مع أسعار أسهم البنوك التجارية.
 - خلصت الدراسة إلى أن سياسة توزيع الأرباح تؤدي إلى ارتفاع السعر السوقي للأسهم، مما يؤكد التأثير الإيجابي لهذه السياسة على القيمة السوقية للشركات.
 - تدعم نتائج نموذج التأثير العشوائي الفرضية القائلة بأن سياسة توزيع الأرباح لها تأثير ملحوظ على أسعار الأسهم، ما يتماشى مع النظريات المالية المتعلقة بتوزيعات الأرباح.
- أهمية الدراسة:

تساهم هذه الدراسة في إثراء الأدبيات المتعلقة بسياسة توزيع الأرباح وأسعار الأسهم، خاصة في سياق القطاع المصرفي في نيبال. كما توفر نتائجها دلالات هامة للمستثمرين، وصانعي السياسات، والشركات فيما يخص اتخاذ القرارات المتعلقة بتوزيعات الأرباح وتأثيرها على أسعار الأسهم في السوق المالي.

(7) دراسة (Raja) مقال بعنوان:

"IMPACT OF DIVIDEND POLICY ON STOCK PRICES OF FIRM"

تناولت هذه الدراسة تأثير سياسة توزيع الأرباح على أسعار الأسهم، حيث تعد سياسة توزيع الأرباح من أهم العوامل التي تؤثر مباشرة على أسعار الأسهم. يقوم مجلس إدارة الشركة بوضع وتنفيذ سياسة توزيع الأرباح من خلال إدارة الأرباح، وتوزيعها على المساهمين، مع الاحتفاظ بجزء من الأرباح لاستثمارات مستقبلية محتملة.

لاختبار تأثير سياسة توزيع الأرباح على أسعار الأسهم، تم اختيار عينة من خمس بنوك في القطاع المصرفي الباكستاني، مع جمع بيانات مالية تمتد لعشر سنوات (2005-2014) من التقارير المالية للبنوك ومن

موقعي البنك المركزي الباكستاني (State Bank of Pakistan) وسوق كراتشي للأوراق المالية (Karachi Stock Exchange)

أظهرت نتائج الدراسة أن سياسة توزيع الأرباح الرشيدة تلعب دورًا هامًا في جذب المستثمرين وتعزيز الهيكل المالي للشركات. استندت الدراسة إلى مراجعة الأدبيات السابقة لفهم تأثير سياسات التوزيع على أسعار الأسهم، كما تم جمع بيانات ثانوية واسعة النطاق حول الهيكل المالي وسياسات التوزيع المختلفة. خلصت الدراسة إلى أن سياسات توزيع الأرباح قد يكون لها تأثير إيجابي وملحوظ على أسعار الأسهم، بشرط أن يتم تصميمها وتنفيذها بناءً على دراسة معمقة لهيكل رأس المال في السوق وسياسات التوزيع المعتمدة من قبل الشركات. تقدم نتائج هذه الدراسة مساهمة قيّمة للمؤسسات التجارية، والطلاب، والباحثين، لفهم العلاقة المتبادلة بين سياسة توزيع الأرباح وأسعار الأسهم.

2- مناقشة الدراسات السابقة الأجنبية:

من خلال هذا الجزء نتبع نفس خطوات مناقشة الدراسات السابقة العربية. من حيث الهدف: اتفقت معظم الدراسات السابقة الأجنبية حول تحليل تأثير سياسة توزيع الأرباح على مجموعة من المتغيرات المالية المختلفة، حيث ركزت بعض الدراسات على أثر توزيع الأرباح على ربحية الشركات، مثل:

- دراسة (Erni Alfisah, 2015) التي بحثت العلاقة بين نسبة توزيع الأرباح وربحية الشركات في إندونيسيا.
- دراسة (Jas Bahadur Gurung, 2023) التي ركزت على تأثير سياسة توزيع الأرباح على أداء البنوك في نيبال.

بينما اهتمت دراسات أخرى بأثر توزيع الأرباح على سعر السهم، مثل:

- دراسة (Seini Odudu Abu, 2016) التي أجرت تحليلاً على شركات التكتلات في بورصة نيجيريا.
- دراسة (ghani, 2013) التي درست العلاقة بين توزيعات الأرباح وقيمة الأسهم في بورصة قطر.
- دراسة (Raja) التي ركزت على أثر توزيعات الأرباح على أداء الشركات المدرجة في بورصة باكستان خلال الفترة 2005-2014.

كما تناولت بعض الدراسات تأثير سياسة توزيع الأرباح على رأس المال السوقي، مثل:

- دراسة (Ivan Eryomin, 2021) التي بحثت تأثير سياسة توزيع الأرباح على رأس المال السوقي للشركات الروسية في قطاع النفط والغاز.

من حيث الأسلوب المعتمد: استخدمت جميع الدراسات السابقة الأجنبية الأساليب القياسية للوصول إلى نتائج دقيقة، حيث:

- اعتمدت دراسة (Erni Alfisah، 2015) على الانحدار المتعدد البسيط لتحليل تأثير العوامل المالية على نسبة توزيع الأرباح في الشركات الإندونيسية.
- استخدمت دراسة (Seini Odudu Abu، 2016) التحليل القياسي باستخدام الانحدار المتعدد لفهم العلاقة بين سياسة توزيع الأرباح وسعر السهم في الشركات المدرجة في بورصة نيجيريا.
- طبقت دراسة (Ivan Eryomin، 2021) تحليل الانحدار (Regression Analysis) لفحص تأثير سياسة توزيع الأرباح على رأس المال السوقي للشركات الروسية.
- اعتمدت دراسة (Jas Bahadur Gurung، 2023) على تحليل السلاسل الزمنية لتقييم تأثير توزيعات الأرباح على الأداء المالي للبنوك النيبالية.
- استخدمت دراسة (ghani، 2013) نموذج الانحدار الذاتي للفجوات الزمنية (ARDL) لدراسة العلاقة طويلة الأجل بين توزيعات الأرباح وسعر السهم.
- اعتمدت دراسة (Raja) على نموذج البانل الديناميكي (Panel GMM) لتحليل العلاقة بين سياسة توزيع الأرباح وقيمة الشركة في السوق الباكستاني.

من حيث عينة الدراسة: تفاوتت عينات الدراسات السابقة تبعًا لاختلاف الأسواق المستهدفة، حيث:

- دراسة (Erni Alfisah، 2015) شملت 45 شركة مدرجة في بورصة إندونيسيا خلال الفترة 2011-2015.
- دراسة (Seini Odudu Abu، 2016) اعتمدت على 6 شركات تكتل مدرجة في بورصة نيجيريا بحلول 31/12/2016.
- دراسة (Ivan Eryomin، 2021) ركزت على 20 شركة روسية، منها 5 من أكبر الشركات في قطاع النفط والغاز.
- دراسة (Jas Bahadur Gurung، 2023) شملت 10 بنوك تجارية في نيبال، وتم تحليل بياناتها خلال عدة سنوات.
- دراسة (ghani، 2013) شملت 25 شركة قطرية مدرجة في البورصة القطرية، وتم تحليل بياناتها خلال فترة زمنية محددة.

- دراسة (Raja) شملت عددًا كبيرًا من الشركات المدرجة في بورصة باكستان خلال الفترة 2005-2014.
- من حيث متغيرات الدراسة: اختلفت المتغيرات التابعة والمستقلة في الدراسات السابقة كما يلي:
 - في دراسة (Erni Alfisah، 2015)، كان المتغير التابع هو نسبة توزيع الأرباح، بينما تضمنت المتغيرات المستقلة العائد على حقوق الملكية، نمو الشركة، التدفق النقدي الحر، والرافعة المالية.
 - في دراسة (Seini Odudu Abu، 2016)، كان المتغير التابع هو سعر السهم، بينما شملت المتغيرات المستقلة عوائد توزيع الأرباح، عوائد الأرباح، ونسبة توزيع الأرباح.
 - في دراسة (Ivan Eryomin، 2021)، كان المتغير التابع هو القيمة السوقية للشركة، بينما تضمنت المتغيرات المستقلة توزيعات الأرباح وسياسة التوزيع.
 - في دراسة (Jas Bahadur Gurung، 2023)، كان المتغير التابع هو أداء البنوك، بينما كانت المتغيرات المستقلة هي توزيعات الأرباح، العائد على الأصول، والسيولة النقدية.
 - في دراسة (ghani، 2013)، كان المتغير التابع هو سعر السهم، بينما كانت المتغيرات المستقلة هي نسبة توزيع الأرباح، العوائد المتراكمة، وسياسة التوزيع.
 - في دراسة (Raja)، كان المتغير التابع هو قيمة الشركة، بينما شملت المتغيرات المستقلة توزيعات الأرباح، نمو الشركة، وهيكل رأس المال.
- من حيث النتائج المتوصل إليها: أظهرت الدراسات السابقة نتائج مختلفة تبعًا للعينة والقطاع الاقتصادي المدروس:
 - دراسة (Erni Alfisah، 2015) كشفت عن علاقة سلبية بين نسبة توزيع الأرباح وربحية الشركات، حيث أن زيادة نسبة التوزيع قد تؤدي إلى انخفاض في الربحية.
 - دراسة (Seini Odudu Abu، 2016) بينت أن عائد الأرباح له تأثير سلبي وهام على أسعار الأسهم، حيث أن الشركات التي تحتفظ بالأرباح ولا توزعها قد تشهد انخفاضًا في سعر السهم بسبب تفضيل المستثمرين للشركات التي تقدم عوائد مستقرة.
 - دراسة (Ivan Eryomin، 2021) توصلت إلى أن توزيعات الأرباح تؤثر إيجابيًا على رأس المال السوقي للشركات فقط إذا كانت سياسة التوزيع تعتمد على مبدأ المتبقي.

- دراسة (Jas Bahadur Gurung, 2023) أظهرت أن البنوك التي تعتمد على سياسات توزيع أرباح متوازنة تحقق أداءً ماليًا أفضل مقارنة بالبنوك التي لديها توزيعات أرباح مرتفعة جدًا أو منخفضة جدًا.
- دراسة (ghani, 2013) بينت أن هناك علاقة إيجابية بين توزيعات الأرباح وسعر السهم في معظم الشركات القطرية، ما يعكس أهمية سياسة التوزيع في تعزيز قيمة الأسهم في الأسواق المالية الناشئة.
- دراسة (Raja) أكدت أن سياسة توزيع الأرباح المستقرة تعزز من قيمة الشركات في المدى الطويل، ولكن التأثير قد يكون ضعيفًا في الأجل القصير.

استنتاج الطلبة:

أظهرت الدراسات السابقة تباينًا في النتائج وفقًا لاختلاف طبيعة العينة والقطاع الاقتصادي المدروس، حيث أظهرت بعض الدراسات أن زيادة نسبة توزيع الأرباح قد تؤدي إلى انخفاض ربحية الشركات، بينما أكدت دراسات أخرى أن توزيعات الأرباح المنتظمة والمستقرة تعزز القيمة السوقية وتزيد من ثقة المستثمرين. كما تبين أن هناك علاقة طويلة الأجل بين سياسة توزيع الأرباح وسعر السهم، مما يعكس أهمية تصميم استراتيجيات توزيع الأرباح بناءً على طبيعة السوق والقطاع الذي تنشط فيه الشركات.

الجدول رقم (8-1): ملخص مناقشة الدراسات السابقة الأجنبية

الدراسة	الهدف	أسلوب المعتمد	متغيرات الدراسة	عينة الدراسة	نتائج الدراسة	الفجوة البحثية
دراسة (Erni Alfisah, 2015)	دراسة تأثير عدة عوامل مالية على نسبة توزيع الأرباح في الشركات المدرجة في بورصة	الأسلوب الإحصائي باستخدام الانحدار المتعدد البسيط.	المتغيرات المستقلة: العائد على حقوق الملكية، نمو الشركة، التدفق النقدي الحر،	شملت 45 شركة مدرجة في بورصة إندونيسيا. تم اختيار هذه الشركات بناءً على توفر البيانات المالية	أظهرت النتائج وجود علاقة سلبية بين نسبة توزيع الأرباح وربحية الشركات، مما يشير إلى	قد تؤثر الظروف الاقتصادية في إندونيسيا على كيفية تأثير توزيع الأرباح على

<p>إندونيسيا خلال الفترة الزمنية من 2011 إلى 2015، وكيف تؤثر هذه النسبة بدورها على قيمة الشركة.</p>		<p>والرافعة المالية المتغير التابع: نسبة توزيع الأرباح.</p>	<p>المتعلقة بالعوامل المذكورة أعلاه خلال الفترة من 2011 إلى 2015.</p>	<p>أن زيادة نسبة توزيع الأرباح قد تؤدي إلى انخفاض في ربحية الشركات.</p>	<p>ربحية الشركات. وقد تختلف تأثيرات توزيع الأرباح على ربحية الشركات باختلاف القطاعات الصناعية، قد تكون هناك قيود في المنهجية المستخدمة في الدراسة، مثل حجم العينة أو الفترة الزمنية المحدودة.</p>
<p>دراسة (Seini Odudu Abu, 2016)</p>	<p>تحليل تأثير سياسة توزيع الأرباح على سعر السهم في</p>	<p>أسلوب قياسي باستخدام الانحدار المتعدد.</p>	<p>المتغيرات المستقلة: عوائد توزيع الأرباح، عوائد الأرباح،</p>	<p>6 شركات تكتل مدرجة في بورصة نيجيريا اعتباراً من</p>	<p>عائد الأرباح له تأثير سلبي وهام على أسعار الأسهم.</p>

شركات التكتلات المدرجة في بورصة نيجيريا. وفهم كيف تؤثر العوامل المختلفة المتعلقة بتوزيع الأرباح على قيمة أسهم الشركات والتوصل إلى استنتاجات حول السياسات التي يمكن أن تحسن جذب المستثمرين وبالتالي تعزيز قيمة	ونسبة توزيع الأرباح. المتغير التابع: سعر السهم.	2016/12/31. نظراً لصغر حجم العينة (6 شركات)، تم استخدام جميع الشركات المدرجة في هذا القطاع.	يشير هذا إلى أن الشركات التي تحقق أرباحاً عالية ولكن لا توزعها على المساهمين قد تشهد انخفاضاً في سعر السهم. يمكن أن يكون السبب في ذلك هو أن المستثمرين يفضلون الشركات التي توزع أرباحاً مستقرة بدلاً من تلك التي تحتفظ بالأرباح ولا تقدم عوائد مباشرة للمساهمين، مما يقلل من جاذبية	نطاقها لتشمل أسواق أخرى أو شركات تكتل إضافية، وكذلك دراسة تأثيرات فترة زمنية أطول وتأثيرات اقتصادية عالمية على العلاقة بين سياسة توزيع الأرباح وسعر السهم.
---	---	---	---	--

الشركات المدرجة.	الأسلوب التحليلي الإحصائي، بالتحديد التحليل الانحداري (Regression Analysis)	المتغير التابع: القيمة السوقية للشركة. المتغيرات المستقلة: توزيعات الأرباح، سياسة التوزيع.	20 نظامًا من الشركات الروسية. 5 أكبر شركات في قطاع النفط والغاز.	السهم ويؤثر سلبيًا على قيمته.	
دراسة (Ivan Eryomin, 2021)	فحص كيفية تأثير سياسة توزيع الأرباح على رأس المال السوقي للشركات الروسية في قطاع النفط والغاز لفترة (2013-2019)، وتحديد ما إذا كانت هذه السياسة تؤدي إلى تحسين في	الأسلوب التحليلي الإحصائي، بالتحديد التحليل الانحداري (Regression Analysis)	المتغير التابع: القيمة السوقية للشركة. المتغيرات المستقلة: توزيعات الأرباح، سياسة التوزيع.	20 نظامًا من الشركات الروسية. 5 أكبر شركات في قطاع النفط والغاز.	السهم ويؤثر سلبيًا على قيمته.
	على الرغم من وجود الكثير من الأبحاث حول تأثير توزيعات الأرباح في أسواق أخرى، لم يتم تركيز الدراسات على الأسواق الناشئة مثل السوق الروسي، وهو ما يجعل هذه الدراسة تقدم		توزيعات الأرباح تؤثر إيجابيًا على رأس المال السوقي للشركات فقط في حال كانت سياسة التوزيع تعتمد على مبدأ المتبقي.		

إضافة جديدة.					القيمة السوقية للشركة.	
تتمثل في التباين الواضح في نتائج الدراسات السابقة حول العلاقة بين سياسة توزيع الأرباح وقيمة الشركات، بالإضافة إلى تحليل تباين نتائج الدراسات السابقة حول هذا الموضوع في إندونيسيا.	توصلت الدراسة إلى أن سياسة توزيع الأرباح لها تأثير إيجابي وكبير على قيمة الشركات، أظهرت أن التباين في نتائج الدراسات السابقة يعود إلى تأثير المتغيرات الوسيطة مثل طرق قياس قيمة الشركات وسياسات توزيع الأرباح المعتمدة.	70دراسة منشورة وغير منشورة في إندونيسيا، تمت خلال الفترة من 2007 إلى 2015.	المتغير المستقل: سياسة توزيع الأرباح (مقاسة من خلال معدل توزيع الأرباح). المتغير التابع: قيمة الشركات (مقاسة من خلال القيمة السوقية للشركة).	الأسلوب التحليلي باستخدام تحليل الميتا (Meta-Analysis).	معالجة العلاقة بين سياسة توزيع الأرباح وقيمة الشركات، بالإضافة إلى تحليل تباين نتائج الدراسات السابقة حول هذا الموضوع في إندونيسيا.	دراسة (Tifani Titah Dwi Tyastari)

دراسة (ghani, 2013)	معالجة إشكالية العلاقة بين سياسة توزيع الأرباح والقيمة السوقية للشركات، من خلال تقدير نموذج يوضح تأثير سياسة توزيع الأرباح على التغيرات العامة في أسعار الأسهم في السوق، مما يعكس قيمة المؤسسة.	الأسلوب الإحصائي باستخدام الانحدار الخطي البسيط والمتعدد	المتغيرات المستقلة: سياسة توزيع الأرباح (مختلف أشكال توزيع الأرباح مثل الأرباح النقدية). المتغير التابع: القيمة السوقية للشركات (تم قياسها من خلال التغيرات في أسعار الأسهم).	25 شركة مدرجة في بورصة قطر، تنتمي إلى قطاعات مختلفة، مع استثناء القطاع المالي، وذلك خلال الفترة الممتدة بين 2011 و2012	أظهرت الدراسة وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين سياسة توزيع الأرباح وقيمة الشركة عند مستوى معنوية 5%. وأن الأرباح النقدية تُعد من أكثر أشكال سياسة توزيع الأرباح تأثيراً على القيمة السوقية للشركات.	عالجت الدراسة تحديد العلاقة الدقيقة بين سياسة توزيع الأرباح (وخاصة الأرباح النقدية) وبين القيمة السوقية للشركات في السوق القطري، مع التركيز على تأثير هذه السياسة على أسعار الأسهم في القطاعات المختلفة.
دراسة (Jas Bahadur)	تحليل العلاقة بين توزيعات	أسلوب تحليلي بالاعتماد	المتغيرات المستقلة: ربحية السهم	تم اختيار 10 بنوك تجارية من أصل 27	أن سياسة توزيع الأرباح تؤدي إلى	اهناك قلة في الدراسات

التي تقارن	ارتفاع السعر	بنكًا في نيبال	Earnings)	على نماذج	الأرباح	Gurung, 2023)
تأثير	السوقي	باستخدام	(per Share	تحليل	وسعر	
سياسة	للأسهم، مما	أسلوب العينة	توزيعات	البيانات	السهم في	
توزيع الأرباح	يعزز التأثير	المريحة، وتم	الأرباح لكل	الطولية	البنوك	
على أسعار	الإيجابي لهذه	تحليل بيانات	سهم	Panel)	التجارية في	
الأسهم بين	السياسة على	هذه البنوك	Dividend)	Data	نيبال على	
القطاع	القيمة	على مدى عشر	(per Share	Regression	مدار فترة	
المصرفي	السوقية	سنوات	نسبة السعر	(Models)،	زمنية	
والقطاعات	للشركات.		إلى الربحية		طويلة.	
الاقتصادية			Price-)			
الأخرى مثل			Earnings			
القطاع			(Ratio			
الصناعي أو			الأرباح			
القطاع			المحتجزة			
الخدمي في			Retained)			
نيبال. قد			(Earnings			
تكون هناك			المتغير التابع:			
فروقات في			أسعار أسهم			
الطريقة			البنوك			
التي تؤثر بها			التجارية.			
سياسة						
توزيع الأرباح						
على أسعار						
الأسهم						
حسب						
طبيعة						

القطاع الاقتصادي.						
دراسة (Raja)	تهدف الدراسة إلى فهم كيف تؤثر السياسة المتبعة في توزيع الأرباح على أسعار أسهم الشركات، وخاصة في القطاع المصرفي الباكستاني. تسعى الدراسة إلى تقديم تحليل ميداني لتحديد ما إذا كانت سياسات توزيع الأرباح لها تأثير	الأسلوب التحليلي، القياسي، بالاعتماد على تحليل البيانات الكمية باستخدام الأساليب الإحصائية والعددية لفحص العلاقة بين المتغيرات (مثل سياسة توزيع الأرباح وأسعار الأسهم).	المتغير المستقل: سياسة توزيع الأرباح. المتغير التابع: أسعار الأسهم (قيم أسهم الشركات في البورصة). المتغيرات الوسيطة: الهيكل المالي للشركات (مثل هيكل رأس المال، والربحية، والعائد على الأصول). المتغيرات الأخرى: البيانات الاقتصادية الكلية (مثل	عينه مكونة من خمس بنوك تعمل في القطاع المصرفي الباكستاني. تم جمع البيانات المالية لهذه البنوك على مدار عشر سنوات (2005-2014) من التقارير المالية للبنوك ومن مصادر أخرى مثل البنك المركزي الباكستاني وسوق كراتشي للأوراق المالية.	أن سياسة توزيع الأرباح الرشيدة تلعب دوراً هاماً في جذب المستثمرين وتعزيز الهيكل المالي للشركات. علاوة على ذلك، أظهرت الدراسة أن سياسة توزيع الأرباح قد يكون لها تأثير إيجابي وملحوظ على أسعار الأسهم، بشرط أن تتم تصميمها وتنفيذها بناءً على دراسة معمقة لهيكل	ساهمت هذه الدراسة بتقديم بيانات وتحليلات دقيقة حول تأثير سياسات توزيع الأرباح في بيئة اقتصادية خاصة.

إيجابي أو سلبي على قيمة الأسهم، بالإضافة إلى التحقق من كيفية تأثير هذه السياسات على جذب المستثمرين وتعزيز الهيكل المالي للشركات.	معدلات الفائدة، والتضخم، والظروف الاقتصادية العامة).	رأس المال في السوق، وتحديد السياسات المثلى التي تتناسب مع الظروف الاقتصادية للشركة والمستثمرين
--	--	--

المصدر: من إعداد الطالبين

V .موقع الدراسة الحالية من الدراسات السابقة من خلال عرض ومناقشة الدراسات السابقة ذات الصلة بموضوع البحث، تبين أن هذه الدراسات تنوعت من حيث البيئة الجغرافية والقطاع الاقتصادي والمنهج التحليلي المستخدم، مما سمح بتكوين خلفية نظرية قوية حول أثر سياسة توزيع الأرباح على القيمة السوقية للسهم. ومع ذلك، فإن الدراسة الحالية تميزت عن معظم الدراسات السابقة في عدة جوانب

تبين أن دراستنا تختلف عن هذه الدراسات من حيث الهدف فإن معظم الدراسات السابقة كانت تركز على دراسة العلاقة العامة بين سياسة توزيع الأرباح والقيمة السوقية في مؤسسات إنتاجية أو خدمية أو مدرجة في مؤشرات عامة مثل دراسة ("بوغنامة، ديسمبر 2022) ودراسة (الغني، 2021)، بينما تهدف دراستنا إلى تسليط الضوء على القطاع البنكي السعودي بصفة خاصة، وذلك لما يتمتع به من خصوصية مالية وتنظيمية تؤثر في سياسات توزيع الأرباح وآليات تقييم الأسهم، كما اعتمدت دراستنا على المنهج القياسي باستخدام بيانات Panel Data وتحليلها عبر نماذج انحدار مناسبة، وهو ما يتماشى مع توجهات

حديثاً ظهرت في دراسات مثل دراسة ("بوغنامة، ديسمبر 2022) ودراسة (الدين، 2019). كما تميزت دراستنا باستخدام بيانات حقيقية من السوق المالية السعودية (تداول) تغطي فترة طويلة نسبياً (2010-2022)، ما يمنحها دقة وواقعية في النتائج. كما اختلفت الدراسة الحالية عن الدراسات السابقة من حيث عينة الدراسة، فإن أغلب الدراسات السابقة تناولت عينات تشمل شركات صناعية أو متعددة القطاعات، في حين ركزت دراستنا على عينة مكونة من أربعة بنوك سعودية، هي: بنك الرياض، بنك ساب، البنك العربي الوطني، والبنك السعودي الفرنسي. هذا التوجه يمنح الدراسة طابعاً متخصصاً وواقعياً، خاصة في ظل التغيرات التي يعرفها القطاع البنكي من حيث الأنظمة واللوائح الخاصة بتوزيع الأرباح. أما بالنسبة لمتغيرات الدراسة، فقد اعتمدت دراستنا على متغيرات رئيسية مثل: سياسة توزيع الأرباح والعائد على السهم (المتغيرين المستقلين) وسعر الإغلاق (المتغير التابع). وأخيراً، فإن دراستنا تتفق مع عدد من الدراسات السابقة في التأكيد على وجود علاقة إيجابية ذات دلالة معنوية بين سياسة توزيع الأرباح والقيمة السوقية للسهم، لكنها تضيف بعداً جديداً من خلال تحليل هذه العلاقة داخل قطاع مالي حساس كالبنوك، وفي بيئة اقتصادية مستقرة نسبياً كالاقتصاد السعودي.

بناءً على ما سبق، يمكن القول إن الدراسة الحالية جاءت مكتملة لما قدمته الدراسات السابقة من معارف، ولكنها تميزت في تركيزها القطاعي والجغرافي والمنهجي، وهو ما يمنحها أهمية علمية وتطبيقية في مجال تقييم الأسهم وسياسات توزيع الأرباح

خاتمة الفصل:

من خلال ما تم عرضه في هذا الفصل بشقيه النظري، وبالاستناد إلى الدراسات السابقة ذات الصلة، يمكن القول إن سياسة توزيع الأرباح تُعد من أهم القرارات المالية التي تتخذها المؤسسات، لكونها ترتبط ارتباطاً مباشراً بتخصيص الأرباح بين الاحتفاظ بها للاستثمار أو توزيعها على المساهمين. وتتنوع هذه السياسات بين التوزيع النقدي وتوزيع الأسهم المجانية وإعادة شراء الأسهم، ويخضع اختيار كل منها إلى مجموعة من العوامل الداخلية والخارجية، مثل الربحية، احتياجات التمويل، السياسة الضريبية، وحتى توقعات السوق. كما أظهرت مختلف النظريات المالية - على غرار نظرية عدم المفاضلة، ونظرية الطير في اليد، ونظرية الإشارة - تفسيرات متعددة لدور سياسة توزيع الأرباح في التأثير على القيمة السوقية للسهم.

أما بخصوص القيمة السوقية للسهم، فقد تبين أنها تمثل السعر الذي يرغب المستثمرون في دفعه مقابل السهم في السوق المالية، وهي متغيرة باستمرار نتيجة تأثير مجموعة من العوامل مثل الأداء المالي

للشركة، التوزيعات السابقة، التوقعات المستقبلية، إضافة إلى ظروف السوق العامة. وتعد هذه القيمة انعكاسًا للثقة التي يضعها المستثمرون في المؤسسة، مما يجعلها من المؤشرات الهامة التي تُعتمد في تقييم الشركات المدرجة.

كما أظهرت الدراسات السابقة نتائج متباينة حول العلاقة بين سياسة توزيع الأرباح والقيمة السوقية للسهم، فبعضها أظهر وجود علاقة إيجابية ودالة إحصائية، مما يعكس ثقة المستثمرين في الشركات التي توزع أرباحًا بانتظام، بينما أشارت دراسات أخرى إلى علاقة سلبية، خاصة في الحالات التي تفضل فيها الشركات الاحتفاظ بالأرباح لتمويل النمو بدلاً من التوزيع، وهو ما يتماشى مع الرغبة في تعظيم القيمة المستقبلية.

وعليه، فإن هذه الأسس النظرية والتجريبية تشكل قاعدة معرفية صلبة سيتم الاعتماد عليها في الفصل الثاني من هذه الدراسة، والذي سيتناول الجانب التطبيقي المتمثل في قياس أثر سياسة توزيع الأرباح على القيمة السوقية للسهم لعينة من البنوك السعودية. وسيتم استخدام أسلوب قياسي يعتمد على بيانات السلاسل الزمنية والبيانات المقطعية، وبالإستعانة ببرنامج EViews10، قصد الوصول إلى نتائج دقيقة واختبار فرضيات الدراسة بشكل علمي.

الفصل الثاني

دراسة قياسية لأثر سياسة توزيع الأرباح على القيمة
السوقية للسهم لعينة من بنوك السعودية خلال الفترة

2022-2010

مقدمة الفصل الثاني:

في ظل التغيرات التي شهدها العالم المالي والمصرفي، أصبح من الضروري على المؤسسات المالية تبني سياسات فعالة لإدارة أرباحها، لما لهذه السياسات من تأثير مباشر على قرارات المستثمرين، وبالتالي على القيمة السوقية لأسهم هذه المؤسسات. وتُعد سياسة توزيع الأرباح واحدة من أهم السياسات التمويلية التي تعتمد عليها الشركات المدرجة في البورصات، نظراً لعلاقتها المباشرة بقرارات الاستثمار، وتمويل المشاريع، وتحقيق التوازن بين مصلحة الشركة ومصلحة المساهمين.

وانطلاقاً من أهمية هذا الموضوع، وضمن الإطار النظري الذي عرضناه في الفصل الأول حول مفاهيم سياسة توزيع الأرباح والقيمة السوقية للسهم، بالإضافة إلى الدراسات السابقة التي بينت التباين في نتائج العلاقة بين المتغيرين، قمنا في هذا الفصل بإجراء دراسة قياسية تهدف إلى معرفة أثر سياسة توزيع الأرباح على القيمة السوقية للسهم في عينة مكونة من أربعة بنوك سعودية، وذلك خلال الفترة الممتدة من سنة 2010 إلى سنة 2022، باستخدام أساليب إحصائية وقياسية دقيقة من خلال بيانات Panel.

وقد جاءت هذه الدراسة لتساهم في سد فجوة معرفية على المستوى المحلي، خاصة في السوق المالية السعودية، التي تعرف تطوراً ملحوظاً ونشاطاً متزايداً، وتُعد من أهم أسواق المال في المنطقة العربية.

وبناء على ذلك، قسمنا هذا الفصل إلى ثلاثة مباحث كما يلي:

- المبحث الأول: مجتمع وعينة الدراسة
- المبحث الثاني: تحليل متغيرات الدراسة
- المبحث الثالث: عرض ومناقشة نتائج الدراسة القياسية واختبار الفرضيات

المبحث الأول: مجتمع وعينة الدراسة

من خلال هذا المبحث نقوم بالتعريف بمجتمع الدراسة المتمثل في الشركات المدرجة في بورصة السعودية، مع التركيز على قطاع البنوك باعتباره من القطاعات الحيوية التي لها تأثير مباشر على الأداء الاقتصادي. كما يتم تحديد عينة الدراسة المكونة من أربعة بنوك سعودية، مع توضيح أسباب اختيارها بما يتناسب مع أهداف البحث المتعلق بدراسة أثر سياسة توزيع الأرباح على القيمة السوقية للسهم.

1. عدد الشركات المدرجة في بورصة السعودية

تعد المملكة العربية السعودية من بين أكبر الاقتصادات في منطقة الشرق الأوسط، ويُشكل القطاع المصرفي أحد الأعمدة الأساسية لهذا الاقتصاد، حيث يلعب دورًا محوريًا في دعم النمو الاقتصادي وتمويل المشاريع التنموية. وقد شهد هذا القطاع تطورًا ملحوظًا خلال العقود الأخيرة، مدفوعًا بالإصلاحات الاقتصادية، والتحول الرقمي، وتبني استراتيجيات حديثة في مجال الخدمات المالية. من خلال هذا المبحث نقوم بتحليل بعض المؤشرات المتعلقة بواقع الشركات المدرجة في السوق المالية السعودية (تداول)، مع التركيز على توزيعها حسب القطاعات الاقتصادية المختلفة. وتُعد بورصة السعودية من أكبر الأسواق المالية الإقليمية، حيث تتنوع الشركات المدرجة بها لتشمل قطاعات مصرفية، صناعية، زراعية، خدمية، وغيرها، مما يعكس حيوية الاقتصاد السعودي وتنوع قاعدته الإنتاجية.

وفيما يلي توزيع الشركات المدرجة حسب القطاعات وعددها حتى نهاية الربع الأول من عام 2025:

الجدول رقم (1-2): "عدد الشركات المدرجة في السوق حسب القطاعات الاقتصادية"

عدد الشركات المدرجة	القطاع
11	القطاع المصرفي (بنوك)
6	القطاع الزراعي
41	القطاع الصناعي
7	قطاع الطاقة
4	قطاع الاتصالات
29	قطاع التأمين

5	قطاع الخدمات التجارية والمهنية
6	قطاع الاستثمار والتمويل
8	قطاع العقارات
6	قطاع النقل
3	قطاع الإعلام والترفيه
9	قطاع السلع الاستهلاكية
10	قطاعات أخرى متنوعة

المصدر: من إعداد الطالبتين اعتماداً على (تداول السعودية، وجهتك الاستثمارية، 2025)

II. عينة الدراسة

يتكون القطاع المصرفي السعودي من مجموعة من البنوك الوطنية والأجنبية، تقدم خدمات مصرفية واستثمارية متوافقة مع الشريعة الإسلامية أو ضمن الإطار التقليدي، وتخضع لرقابة البنك المركزي السعودي (ساما). ويتميز هذا القطاع بمؤشرات قوية على مستوى السيولة، والربحية، والامتثال للمعايير الدولية.

وفي إطار هذه الدراسة، تم اختيار أربعة بنوك سعودية كعينة للدراسة، نظراً لأن القطاع المالي يتعامل بشكل رئيسي بالأموال ويعتمد بشكل كبير على استراتيجيات توزيع الأرباح في تحديد القيمة السوقية للأسهم. دراسة سياسة توزيع الأرباح في هذا القطاع تتيح فهماً أعمق لتأثير هذه السياسات على الأداء المالي والتقييم السوقي للبنوك، التي تتمتع بخصوصيات في التعامل مع السيولة المالية وأرباحها. وتتمثل هذه البنوط في: (بيوت السعودية)

- بنك الرياض: أحد أقدم البنوك في المملكة، تأسس سنة 1957، ويبلغ رأس ماله 30 مليار ريال سعودي، ويقدم خدمات مصرفية شاملة عبر شبكة تضم أكثر من 335 فرعاً داخل المملكة وخارجها، مع اعتماد كبير على الخدمات الرقمية.

- بنك ساب (البنك السعودي البريطاني): تأسس سنة 1978 كشركة مساهمة، ويبلغ رأس ماله 29.1 مليار ريال سعودي، ويُعد من البنوك الرائدة في تقديم الخدمات المصرفية المتكاملة التي تلي المعايير المحلية والدولية عبر قنوات تقليدية ورقمية.
- مصرف الإنماء: يُعتبر من أحدث المصارف الإسلامية في المملكة، حيث تأسس سنة 2008، ويهدف إلى تقديم خدمات مصرفية واستثمارية متوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية، من خلال أكثر من 100 فرع موزع على مختلف مدن المملكة.
- البنك العربي الوطني: تأسس سنة 1979، ويملك 197 فرعاً داخل المملكة بالإضافة إلى فرع دولي بلندن. يُقدم خدمات مصرفية واستثمارية إسلامية متنوعة ويبلغ رأسماله حوالي 6.5 مليار ريال سعودي.

صب اختيارنا على أربعة بنوك:

تمثل هذه البنوك عينة متنوعة من حيث تاريخ التأسيس، حجم العمليات، نوعية الخدمات (إسلامية وتقليدية)، وطبيعة هيكل الملكية (محلي ودولي)، مما يمنح الدراسة شمولية وموضوعية في تقييم سياسات التوزيع وتأثيرها على القيمة السوقية. وتوفر البيانات المالية المطلوبة بشكل منتظم وموثوق خلال فترة الدراسة، خاصة فيما يتعلق بالأرباح، توزيعاتها، وسعر الإغلاق. كما تظهر هذه البنوك تبايناً واضحاً في سياساتها المتعلقة بتوزيع الأرباح (من حيث الحجم، الاستقرار، والمنهج المتبع)، ما يساعد على قياس الأثر بطريقة دقيقة وتحليل الفروقات بين الاستراتيجيات المعتمدة. بحيث تعد هذه المؤسسات من البنوك النشطة والمؤثرة في السوق المالية السعودية، وتمثل شريحة معتبرة من النشاط البنكي والاستثماري، وبالتالي فإن نتائج الدراسة حولها ستكون ذات دلالة عملية يمكن تعميمها جزئياً. ووجود بنك مثل مصرف الإنماء إلى جانب بنوك تقدم خدمات مصرفية تقليدية أو مختلطة يعزز من تنوع العينة، ويتيح فهمًا أوسع لأثر سياسة توزيع الأرباح في بيئات مصرفية مختلفة.

المبحث الثاني: تحليل متغيرات الدراسة

من خلال هذا المبحث، قمنا بعرض الإطار العملي للدراسة، حيث بدأنا بتحديد المتغيرات المعتمدة في النموذج، سواء منها المتغير المستقل المتمثل في سياسة توزيع الأرباح والعائد على السهم. أما المتغير التابع المتمثل في سعر الإغلاق، كما قمنا بشرح طريقة تقدير النموذج باستخدام بيانات بانل (Panel Data) التي تجمع بين البعدين الزمني والمقطعي، وهو ما يسمح بتحليل أكثر دقة لتأثير المتغيرات على عينة

من البنوك السعودية المدرجة. وقد اعتمدنا على نموذج بانل ساكن باستخدام طريقة المربعات الصغرى العادية (OLS) بعد إجراء الاختبارات الأساسية المتمثلة في اختبار تجانس العينة، استقرارية السلاسل الزمنية المقطعية، واختبار التكامل المشترك، لضمان صلاحية النموذج ودقة النتائج.

I. متغيرات الدراسة

تم اختيار متغيرات الدراسة بناءً على الإطار النظري لهذه الدراسة، بالإضافة إلى الاعتماد على الدراسات التطبيقية السابقة في مجال تقييم أثر سياسة توزيع الأرباح على أداء الأسهم، مع تجميع البيانات من مختلف المصادر الرسمية المتاحة مثل التقارير السنوية للبنوك وقواعد بيانات تداول السعودية.

1. شرح المتغيرات المستخدمة في نموذج الدراسة:

لقد تم الاعتماد في هذه الدراسة على متغيرين رئيسيين، أحدهما مستقل يتمثل في سياسة توزيع الأرباح، والعائد على السهم والآخر تابع وهو سعر الإغلاق، وذلك بهدف دراسة أثر السياسة المتبعة من قبل البنوك المدرجة في سوق الأسهم السعودية على أداء أسهمها من حيث تحقيق العائد للمساهمين. وفيما يلي شرح للمتغيرات:

➤ المتغيرين المستقلين

سياسة توزيع الأرباح X1: يعبر هذا المتغير عن نسبة الأرباح التي تقرر الشركة توزيعها على المساهمين من صافي أرباحها السنوية. تتخذ سياسة توزيع الأرباح عدة أشكال، سواء من خلال توزيع نقدي منتظم، أو توزيع أسهم مجانية، أو احتجاز الأرباح لدعم التوسع والاستثمار. ويُقاس هذا المتغير من خلال نسبة الأرباح الموزعة إلى صافي الربح.

$$X1 = \text{الأرباح الموزعة} / \text{صافي الربح}$$

العائد على السهم (EPS) X2: يمثل العائد على السهم (Earnings Per Share) أحد أهم مؤشرات الأداء المالي للمساهمين، إذ يقيس مقدار الربح الذي يحققه السهم الواحد بعد خصم جميع المصاريف

والالتزامات. ويتم حسابه بقسمة صافي الربح السنوي للشركة على عدد الأسهم القائمة. كلما كان العائد على السهم مرتفعاً، دل ذلك على قوة الأداء المالي وجاذبية السهم في السوق المالي.

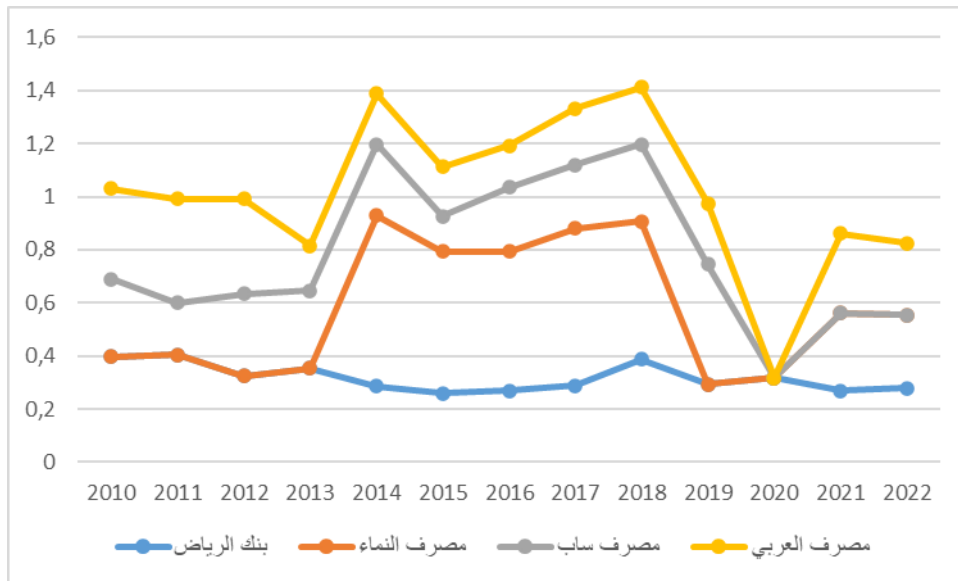
$$X2 = \text{صافي الربح} / \text{عدد الأسهم القائمة}$$

➤ المتغير التابع:

سعر الإغلاق (Y):

يمثل هذا المتغير القيمة السوقية التي يُغلق عندها السهم في نهاية يوم التداول في السوق المالية. يُعد سعر الإغلاق مؤشراً مهماً يعكس تقييم المستثمرين لأداء السهم، ويتأثر بعدة عوامل داخلية وخارجية، أبرزها ربحية الشركة وسياسة توزيع الأرباح. وغالباً ما يُستخدم سعر الإغلاق كمرجع لتحديد الاتجاه العام للسهم في السوق، إذ أن ارتفاعه يدل على وجود طلب قوي وثقة من المستثمرين، في حين أن انخفاضه قد يُشير إلى ضعف في أداء الشركة أو توقعات سلبية. يتم قياس هذا المتغير من خلال القيمة الرقمية لسعر السهم في نهاية كل سنة مالية.

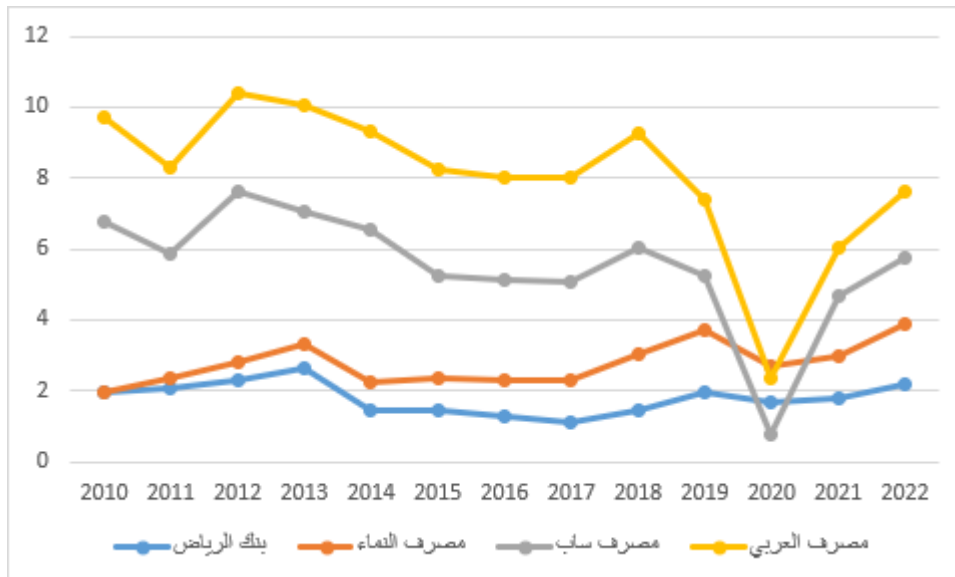
الشكل رقم (1-2): تطور نسبة توزيع الأرباح للبنوك السعودية المختارة خلال الفترة 2010-2022



المصدر: من إعداد الطالبتين

يوضح الشكل أعلاه تطور نسبة توزيع الأرباح للبنوك السعودية المختارة، بحيث نجد أن المصرف العربي لديه أعلى نسبة طيلة فترة الدراسة مقارنة بباقي البنوك، حيث انتقلت هذه النسبة من حوالي 1.0 في سنة 2010 إلى 0.9 في سنة 2022، مع تسجيل أعلى قيمة بلغت حوالي 1.5 سنة 2018. أما مصرف ساب فقد انتقلت نسبة توزيعه من 0.7 في سنة 2010 إلى 0.6 في سنة 2022، مع تسجيل ارتفاع ملحوظ بين سنتي 2014 و2018. أما الحديث عن مصرف الإنماء، فقد انتقلت نسبة توزيع أرباحه من 0.4 في سنة 2010 إلى حوالي 0.2 في سنة 2022، مع تسجيل ذروة في سنة 2014 بلغت قرابة 0.9. أما بنك الرياض، فقد حافظ على نسبة منخفضة مقارنة بباقي البنوك طيلة فترة الدراسة، حيث تراوحت بين 0.2 و0.4 دون تسجيل تغيرات كبيرة.

الشكل رقم (2-2): تطور نسبة العائد على السهم للبنوك السعودية المختارة خلال الفترة 2010-2022"



المصدر: من إعداد الطالبتين

يوضح الشكل أعلاه تطور العائد على السهم لدى البنوك السعودية المختارة خلال الفترة الممتدة من سنة 2010 إلى سنة 2022. ومن خلال المنحنى، نلاحظ أن المصرف العربي حافظ على أعلى مستويات العائد مقارنة بباقي البنوك طيلة فترة الدراسة، حيث بلغ حوالي 9.6 في سنة 2010، وسجل ذروة العائد في

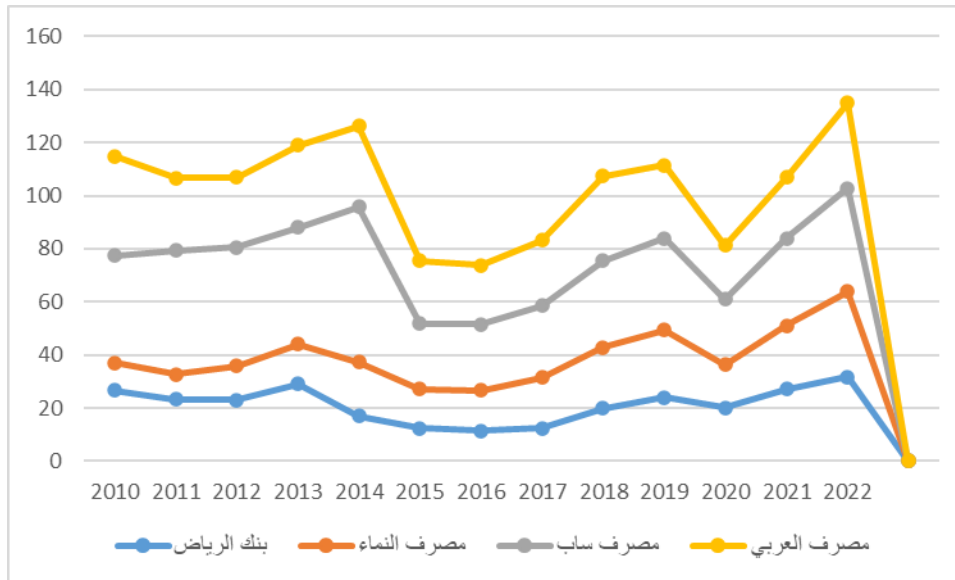
سنة 2012 بنحو 10.5، قبل أن يشهد تراجعاً تدريجياً ليستقر عند 7.6 سنة 2022، مع تسجيل انخفاض حاد سنة 2020.

أما مصرف ساب، فقد عرف عائدته على السهم نوعاً من الاستقرار النسبي خلال الفترة من 2010 إلى 2014، ثم شهد ارتفاعاً ملحوظاً إلى حدود سنة 2018، ليصل إلى حوالي 6.0، قبل أن يتراجع سنة 2020 إلى أدنى مستوياته (قرابة 3.3)، ثم يعود للارتفاع تدريجياً إلى 6.0 سنة 2022.

وفيما يخص مصرف الإنماء، فقد عرف تطوراً تدريجياً في العائد على السهم، منتقلاً من 1.9 في سنة 2010 إلى حوالي 3.7 سنة 2022، مع تسجيل نمو مستمر منذ 2016، باستثناء انخفاض طفيف في سنة 2020.

أما بنك الرياض، فقد تميز بعائد على السهم منخفض نسبياً مقارنة بباقي البنوك، حيث تراوحت قيمته بين 1.7 و 2.7 خلال كامل فترة الدراسة، مع استقرار نسبي دون تقلبات كبيرة.

الشكل رقم (2-3): تطور نسبة سعر الإغلاق للأسهم البنوك السعودية المختارة خلال الفترة 2010-2022"



يوضح الشكل أعلاه تطور نسبة سعر الإغلاق للأسهم البنوك السعودية المختارة خلال الفترة 2010-2022، حيث يُلاحظ تفاوت واضح في مستويات الأسعار بين البنوك الأربعة.

يتضح أن المصرف العربي سجّل أعلى نسبة سعر إغلاق خلال أغلب سنوات الدراسة، حيث انتقل من حوالي 115 في سنة 2010 إلى ما يقارب 25 في سنة 2022، مع تسجيل قمة واضحة بلغت حوالي 135 في سنة 2021. هذا الانخفاض الحاد في 2022 قد يشير إلى تراجع مفاجئ في أداء السهم أو تأثيرات خارجية.

أما مصرف ساب، فقد بدأ بنسبة تقارب 80 سنة 2010، وشهد ارتفاعاً تدريجياً ليصل إلى ذروة حوالي 100 سنة 2021، قبل أن ينخفض بدوره سنة 2022. ويُلاحظ أن ساب حافظ على مستوى متوسط مستقر نسبياً مقارنة بباقي البنوك.

فيما يخص مصرف الإنماء، فقد سجّل تطوراً ملحوظاً؛ حيث ارتفعت نسبة سعر إغلاقه من حوالي 37 سنة 2010 إلى 64 سنة 2021، مع تقلبات طفيفة بين السنوات، مما يدل على تحسّن تدريجي في أداء السهم، قبل أن يشهد أيضاً انخفاضاً سنة 2022.

أما بنك الرياض، فقد حافظ على أدنى مستوى من حيث سعر الإغلاق طيلة فترة الدراسة، حيث تراوحت نسبته بين 20 و30 تقريباً، مع ارتفاع طفيف سنة 2021 ليصل إلى حوالي 31، ثم تراجع إلى 0 سنة 2022، ما يعكس ربما مشكلة تقنية في البيانات أو تراجعاً كبيراً في قيمة السهم

الجدول رقم (2-2): المتغيرات المستقلة والتابعة المعتمدة في الدراسة مع أبرز المراجع الداعمة لها

المصدر	الدراسات التي استخدمت المؤشر	المتغيرات	
الأدبيات التجريبية	(sons, 2009)	Y: سعر الإغلاق	المتغيرات
الأدبيات المالية والمحاسبية	بناء على الطرح النظري، دراسات مثل (Gordon) بناء على الطرح النظري (مبادئ التمويل) دراسات مثل (Al-malkawi)	X1: سياسة توزيع الأرباح X2: العائد على السهم	المتغيرات المستقلة

المصدر: من إعداد الطالبتين

II. طريقة التقدير وصياغة نموذج الدراسة

بعد أن قمنا بتوضيح عينة الدراسة ومتغيراتها، نقوم في هذا المطلب بتبيان الطريقة التي سيتم الاعتماد عليها من أجل الوصول إلى نتائج تبرز أثر سياسة توزيع الأرباح على العائد على السهم لعينة من البنوك المدرجة في سوق الأسهم السعودية.

1. طريقة التقدير:

بناءً على العرض الأولي للبيانات المالية لعينة البنوك المختارة، تبين وجود تفاوت واضح في سياسات توزيع الأرباح والعوائد على الأسهم فيما بينها، وهو ما يستلزم تحليل العلاقة بدقة عالية. وعليه، تم اعتماد نموذج بيانات بانل (Panel) باستخدام طريقة المربعات الصغرى العادية (OLS)، وذلك بعد إجراء اختبار التجانس للتأكد من ملاءمة طريقة التقدير.

وسوف يتم المفاضلة بين النماذج الثلاثة الأساسية لبيانات بانل (النموذج التجميعي، نموذج التأثيرات الثابتة، نموذج التأثيرات العشوائية)، مع اعتماد الاختبارات المناسبة لذلك.

كما سيتم اختبار مدى استقرارية السلاسل الزمنية المقطعية للمتغيرات المدروسة، وفي حال تبين وجود علاقة تكامل مشترك بين المتغيرات (بين سياسة توزيع الأرباح، العائد على السهم و سعر الإغلاق)، سيتم استخدام طريقة المربعات الصغرى المصححة كلياً (Fully Modified OLS - FMOLS) من أجل تقدير أثر سياسة توزيع الأرباح على العائد على السهم في الأجل الطويل.

ويجدر التنويه إلى أنه خلال المراحل الأولية من الدراسة تم تجربة عدة نماذج قياسية، إلا أن ظهور بعض المشكلات مثل التباين الخاطئ والارتباط الذاتي استوجب الاعتماد النهائي على طريقة المربعات الصغرى المصححة كلياً لضمان الحصول على نتائج دقيقة.

2. صياغة نموذج الدراسة:

من خلال هذه الدراسة سيتم استخدام نموذج قياسي واحد يوضح أثر سياسة توزيع الأرباح (Dividend Policy) على العائد على السهم (Earnings Per Share - EPS)، بالاعتماد على نموذج بيانات بانل. ويمكن صياغة النموذج القياسي للدراسة كما يلي:

$$Y_{i,t} = \alpha_i + \beta_1 X1_{it} + \beta_2 X2_{it} + \varepsilon_{it}$$

بحيث أن:

$Y_{i,t}$: سعر الإغلاق و هو يمثل المتغير التابع.

$X1_{i,t}$: نسبة توزيعات الأرباح وهي تمثل المتغير المستقل.

$X2_{i,t}$: العائد على السهم وهو المتغير المستقل.

ε_{it} : حد الخطأ.

ويحتوي هذا النموذج على أربعة بنوك أي أن $n=4$ ، والتي تعرف بعدد الوحدات المقطعية i ، في حين تحتوي كل وحدة مقطعية على سلسلة زمنية لعدد $t=12$ ، بحيث أن t تغطي الفترة الزمنية من 2010 إلى غاية 2022، وبالتالي يكون عدد المشاهدات المستخدمة في التحليل ($t*n$) هو 48 مشاهدة لكل نموذج.

المبحث الثالث: عرض ومناقشة نتائج الدراسة القياسية واختبار الفرضيات

بعد أن قمنا بتعريف النموذج المستخدم وتحديد المتغيرات الدراسة، تأتي مرحلة تقدير النموذج القياسي وهذا لكل عينة، بحيث سوف نتبع نفس خطوات التي تطرقنا لها في المبحث الذي خصص لوصف نموذج بانل، وبعد ذلك ننهي هذا المبحث بعد مناقشة نتائج الدراسة القياسية.

I. نتائج قياس أثر سياسة توزيع الأرباح على القيمة السوقية لأسهم عينة من البنوك
من خلال هذا المطلب، نقوم بعرض مراحل تقدير أثر سياسة توزيع الأرباح على القيمة السوقية لأسهم عينة مختارة من البنوك، وذلك باستخدام بيانات بانل تغطي فترة زمنية محددة. تبدأ الخطوات الأولى بإجراء التحليل الإحصائي الوصفي ودراسة الارتباط بين المتغيرات الأساسية (مثل نسبة التوزيعات النقدية، العائد على السهم، وسعر الإغلاق)، يلي ذلك إجراء اختبار التجانس الذي يعد خطوة محورية للتحقق من ملاءمة استخدام بيانات البانل. ولضمان مصداقية النتائج وعدم انحرافها، نختبر استقرارية السلاسل الزمنية المقطعية، بالإضافة إلى اختبار وجود علاقة تكامل مشترك بين المتغيرات. في حال أثبتت النتائج وجود تكامل مشترك، نلجأ إلى تقدير علاقة المدى الطويل بين سياسة توزيع الأرباح والقيمة السوقية باستخدام طريقة المربعات الصغرى المصححة كلياً.

1. الإحصاء الوصفي:

قبل القيام بعملية التقدير نقوم بإجراء اختبار الوصفي لمتغيرات الدراسة، ونتائج هذا الاختبار مبينة في الجدول الموالي:

الجدول رقم (2-3): الإحصاء الوصفي لمتغيرات الدراسة

	X1	X2	Y
Mean	0.254730	2.013077	25.92558
Max	0.640683	4.840000	58.35000
Min	0.000000	-1.90000	9.350000
Std.Dev	0.162904	1.200422	9.990864
Obser	48	48	48

المصدر: من إعداد الطالبتين اعتماداً على مخرجات EViews10

بين الجدول رقم (2-3) الإحصاء الوصفي لمتغيرات الدراسة بحيث أن:

➤ توزيعات الأرباح: (X1)

بلغ متوسط توزيعات الأرباح للبنوك المدرجة في العينة قيمة 0.2547، مما يدل على أن معظم البنوك توزع حوالي ربع أرباحها. وقد سجلت أعلى قيمة لتوزيعات الأرباح 0.6407، وهو ما يعكس أن بعض البنوك توزع نسبة كبيرة من أرباحها على المساهمين. في المقابل، سُجلت أدنى قيمة لتوزيعات الأرباح عند 0.0000، مما يعني أن بعض البنوك لم تقم بتوزيع أي أرباح خلال فترة الدراسة. أما فيما يخص درجة تقلب توزيعات الأرباح، فقد بلغ الانحراف المعياري 0.1629، وهو ما يشير إلى وجود تباين متوسط في سياسات توزيع الأرباح بين البنوك المدروسة.

➤ العائد على السهم: (X2)

بلغ متوسط العائد على السهم في العينة قيمة 2.0131، مما يدل على تحقيق البنوك المدرجة لمتوسط عائد جيد نسبياً. وقد بلغت أعلى قيمة للعائد على السهم 4.8400، في حين سجلت أدنى قيمة له 1.9000 خلال فترة الدراسة، مما يشير إلى تفاوت واضح في مستويات العائد بين البنوك. كما بلغ الانحراف المعياري للعائد على السهم 1.2004، وهو ما يعبر عن وجود درجة معتدلة من التقلب في العائدات بين البنوك المشمولة بالدراسة.

➤ سعر الإغلاق (Y)

سجل متوسط سعر الإغلاق قيمة 25.9256، ما يعكس أن متوسط الأسعار السوقية لأسهم البنوك محل الدراسة كان مقبولاً خلال فترة الدراسة. وقد بلغت أعلى قيمة للسهم 58.3500، في حين سجلت أدنى قيمة له 9.3500. أما الانحراف المعياري فقد بلغ 9.9909، وهو ما يدل على وجود تباين مرتفع نسبياً في أسعار الأسهم بين البنوك.

2. الارتباط بين متغيرات الدراسة

من أجل تفادي ظهور المشاكل القياسية كالارتباط الذاتي بين بواقي التقدير، نقوم بإجراء اختبار الارتباط الذاتي بين المتغيرات المستقلة والتابعة، وهذا عن طريق مصفوفة الارتباط، ونتائج هذا الاختبار مبينة في الجدول الموالي:

الجدول رقم (2-4): مصفوفة الارتباط بين متغيرات النموذج

	X1	X2	Y
X1	1.000000		
X2	0.160676	1.000000	
Y	0.053979	0.718245	1.000000

المصدر: من إعداد الطالبتين اعتماداً على مخرجات EViews10

كشفت مصفوفة الارتباط بين متغيرات الدراسة أن توزيعات الأرباح (X1) ترتبط طردياً بالعائد على السهم (X2) و سعر الإغلاق (Y)، إلا أن هذا الارتباط يبدو ضعيفاً حيث لم تتجاوز معاملات الارتباط نسبة مرتفعة تدل على علاقة قوية. كما بينت النتائج أن أعلى قيمة الارتباط كانت بين العائد على السهم (X2) و سعر الإغلاق (Y)، مما يعكس وجود علاقة موجبة بين قدرة الشركات على تحقيق عوائد لمساهميها وارتفاع سعر الإغلاق لأسهمها. من ناحية أخرى، تشير نتائج مصفوفة الارتباط إلى عدم وجود مشكلة التداخل الخطي بين المتغيرات المستقلة، حيث أن معاملات الارتباط لم تتجاوز النسب التي يمكن أن تثير مخاوف حول وجود علاقة ارتباط قوية جداً بين المتغيرات، وهو ما يعد مؤشراً جيداً لاستكمال التحليل الإحصائي والوصول إلى نتائج موثوقة.

3. اختبار التجانس

يُعد اختبار تجانس العينة خطوة أساسية تُسبق اعتماد بيانات البانل، وذلك بهدف التحقق من مدى ملاءمة استخدام السلاسل الزمنية المقطعية. وفي إطار هذه الدراسة، سيتم اعتماد اختبار Hsiao

الذي يتضمن سلسلة من المراحل تتيح التأكد من مناسبة البيانات لهذا النوع من التحليل، وذلك استناداً إلى ثلاث فرضيات سبق تناولها. للوصول إلى نتائج هذا الاختبار، نعتمد على برنامج EViews10 الذي يوفر لنا قيمة واختبار الاحتمالية للإحصاء F، وقد أسفرت مخرجات البرنامج عن النتائج التالية:

الجدول رقم (2-5): نتائج اختبار التجانس (Hsiao Test)

التعليق	القرار	قيمة واحتمالية F	الفرضيات
لا يوجد تجانس كلي	رفض فرضية العدم	4.093367 (0.000874)	H_0^1
المعلومات الانحدارية للمتغيرات التفسيرية متماثلة بين الدول	قبول فرضية العدم	1.909130 (0.103034)	H_0^2
الثوابت غير متجانسة لكل دول محل الدراسة	رفض فرضية العدم	7.564791 (0.000325)	H_0^3

المصدر: من إعداد الطالبتين اعتماداً على مخرجات EViews10

بلغت احتمالية F_1 المحسوبة للنموذج (0.000325) وهي أصغر من المستوى المعنوية 5%، مما يؤدي إلى رفض فرضية العدم التي تنص على أن هناك تجانس تام بين البنوك محل الدراسة. بحيث بلغت احتمالية F_2 المحسوبة للنموذج قيمة (0.103034) وهي أكبر من المستوى المعنوية 5%، ومنه نقبل فرضية العدم، أي أن المعلومات الانحدارية (التي تمثل اثر توزيعات الأرباح على العائد على السهم) متشابهة بين البنوك، وعليه فإن هذه النتيجة تمكننا من الانتقال إلى الخطوة الثالثة، بحيث بلغت احتمالية المحسوبة F_3 للنموذج (0.000325) وهي أصغر من المستوى المعنوية عند 5%، ومنه نرفض فرضية العدم التي تفترض تجانس الثوابت بين البنوك، مما يعني أن الثوابت تختلف من بنك إلى آخر، ومن خلال نتائج هذا الاختبار يمكن القول أن نموذج بانل الساكن صالح لهذه الدراسة، كما أشار اختبار Hsiao إلى أن نموذج الأثر الثابت أو العشوائي هو المناسب للدراسة.

4. استقرارية السلاسل الزمنية المقطعية:

هناك عدة اختبارات لمعرفة ما إذا كانت السلسلة مستقرة أم لا، ومن خلال هذه الدراسة سوف نستخدم اختبار Levin, Lun & Chu Test، واختبار Im, Pesaran and Shin، بحيث نقوم بتطبيق هاذين الاختبارين على كل متغير على حدى.

الجدول رقم (2-6): نتائج اختبار استقرارية السلاسل الزمنية المقطعية

		Level I (0)			1es Difference		
		Individual intercept	Individual intercept and trend	None	Individual intercept	Individual intercept and trend	None
		Prob	Prob	Prob	Prob	Prob	Prob
X1	LLC	0.0566no	0.0079***	0.5700no	0.0000***	0.0002**	0.0000***
	IPS	0.1983no	0.4072no	-	0.0023**	0.0612no	-
X2	LLC	0.0970no	0.0021***	0.2643no	0.0002**	0.0021**	0.0000***
	IPS	0.5707no	0.2911no	-	0.0070**	0.1037**	-
Y	LLC	0.0021no	0.0438**	0.3163no	0.0000***	0.0000**	0.0000**
	IPS	0.3348no	0.8211no	-	0.0055**	0.0000**	-

Notes: ***Significant at the 1%; **Significant at the 5%; *Significant at the 10%. and no Not Significant

المصدر: من إعداد الطالبتين اعتمادا على مخرجات EViews10

ما يمكن ملاحظته من النتائج المتحصل عليها بعد تطبيق اختبارين (LLC) و (IPS)، أن جميع متغيرات الدراسة غير مستقرة عند المستوى (0) L، حيث تجاوزت القيم الاحتمالية لكلا الاختبارين مستويات الدلالة الإحصائية 1%، 5%، و 10%. غير أنه بعد أخذ الفرق الأول للمتغيرات (First Difference)، أصبحت جميع السلاسل الزمنية المقطعية مستقرة عند مستويات الدلالة 1% و 5%. وبناءً على ذلك، يمكن الاستنتاج أن متغيرات الدراسة متكاملة من نفس الدرجة (1) L، مما يستدعي الانتقال إلى اختبار وجود علاقة تكامل مشترك فيما بينها.

5. اختبار التكامل المشترك:

أظهرت نتائج اختبار استقرارية بيانات السلاسل الزمنية المقطعية أن متغيرات الدراسة لا تتمتع بالاستقرار عند المستوى، لكنها تصبح مستقرة بعد الفرق الأول. وهذا يدل على أن هذه المتغيرات متكاملة من نفس الدرجة، مما يعني أنها تتجه في مسار مشترك على المدى الطويل. وبناءً على ذلك، يصبح من المناسب التحقق من وجود علاقة تكامل مشترك فيما بينها، ويتم ذلك باستخدام اختبار Kao المعتمد على إحصائية ADF، وذلك ضمن إطار الفرضيتين التاليتين:

H_0 : لا يوجد تكامل مشترك.

H_1 : يوجد تكامل مشترك.

ومن مخرجات EViews10 حصلنا على النتائج التالية:

الجدول رقم (2-7): نتائج اختبار Kao للتكامل المشترك

النموذج: المتغير المستقل		
	T-Statistic	Prob
ADF	-0.385184	0.0005***
Notes: ***Significant at the 1%; **Significant at the 5%; *Significant at the 10%. and no Not Significant		

المصدر: من إعداد الطالبتين اعتماداً على مخرجات EViews10

من خلال نتائج اختبار Kao للتكامل المشترك نرفض الفرضية العدمية ونقبل الفرضية البديلة والتي تشير إلى وجود علاقة تكامل مشترك، بحيث بلغت احتمالية ADF (-0.385184) بحيث أن هذه القيمة أصغر من المستوى المعنوية عند 5%، وبالتالي يمكن أن هناك علاقة توازنية طويلة الأجل بين المتغيرين المستقلين (X1) (X2) والمتغير التابع (Y)

6. تقدير علاقة التكامل المشترك:

بعد التأكد من وجود علاقة تكامل مشترك لنموذجين الدراسة، نقوم من خلال هذا الجزء بتقدير نموذج الانحدار لمنهجية التكامل المشترك، وهذا باستخدام طريقة المربعات الصغرى تام التعديل (FMOLS)، بحيث أن هذه الطريقة تفترض تكامل متغيرات الدراسة من نفس الدرجة، كما تتميز هذه الطريقة بكونها تصحح مشكلة الارتباط الذاتي بين الأخطاء، بالإضافة لمعالجتها لمشكلة الضمنية endogeneity والتي تعني وجود متغيرات تتحدد داخلياً، وهو الأمر الذي يضمن الحصول على نتائج غير متحيزة، وعليه فإن نتائج هذه الطريقة موضحة في الجدول الموالي:

الجدول رقم (2-8): نتائج تقدير باستخدام طريقة المربعات الصغرى المصححة كليا FMOLS

النموذج: المتغير المستقل	
X1	4.282975 (0.0000) *
X2	4.258226 (0.0000) *
R-Squared	0.664099
Adjus R- Squared	0.624110
Notes: (Prob);*Significant at the 1%; **Significant at the 5%; *** Significant at the 10%. and no Not Significant	

المصدر: من إعداد الطالبتين اعتماداً على مخرجات EViews10

تشير نتائج تقدير نموذج FMOLS إلى وجود علاقة معنوية وإيجابية بين كل من المتغيرين المستقلين X1 و X2، حيث بلغ معامل X1 نحو 4.282975 وكان معنوياً عند مستوى 1%، في حين بلغ معامل X2 نحو 4.25 وكان معنوياً عند مستوى 5%. وهذا يعكس أن زيادة كل من X1 و X2 تؤدي إلى ارتفاع في القيمة السوقية للسهم، مما يؤكد تأثير سياسة توزيع الأرباح على هذه القيمة. كما بلغ معامل التحديد R-Squared قيمة 0.664099، ما يعني أن 66% من التغيرات في القيمة السوقية للسهم يمكن تفسيرها من خلال المتغيرات المستقلة في النموذج. وتشير قيمة معامل التحديد المصحح (Adjusted R-Squared) التي بلغت 0.624110 إلى ملاءمة النموذج بشكل جيد، مما يدعم مصداقية النتائج المتوصل إليها.

II. مناقشة نتائج الدراسة القياسية واختبار الفرضيات

في هذا الفرع، سيتم مناقشة النتائج التي توصلنا إليها من خلال الدراسة، حيث تم الاعتماد على بيانات بانل بهدف الوصول إلى نتائج دقيقة وموثوقة. ومن أجل تعزيز دقة التحليل، تم تقسيم مجتمع الدراسة إلى أربعة بنوك، كما أشرنا سابقاً إلى مبررات هذا التقسيم. بعد ذلك، تم تحديد متغيرات الدراسة، ثم أتت الخطوات المنهجية الخاصة باستخدام نموذج البانل. غير أن نتائج اختبار استقرارية السلاسل الزمنية المقطعية أشارت إلى احتمال وجود علاقة طويلة الأجل بين المتغيرات المستقلة والمتغيرات التابعة، وهو ما تم تأكيده لاحقاً باستخدام اختبار KAO بناءً على ذلك، تم اعتماد طريقة المربعات الصغرى المصححة كليا (FMOLS) لتحليل العلاقة في الأجل الطويل، نظراً لقدرتها على تقديم تقديرات دقيقة في هذا السياق.

1- التفسير الاقتصادي لنتائج الدراسة القياسية لعينة من البنوك السعودية:

أظهرت نتائج التقدير في الأجل الطويل وجود تأثير معنوي وموجب لتوزيعات الأرباح النقدية على القيمة السوقية للأسهم في البنوك محل الدراسة، ما يعكس ثقة المستثمرين في البنوك التي تعتمد سياسة توزيع منتظمة ومستقرة، ويؤكد على أن الأرباح الموزعة تعتبر إشارة إيجابية عن الأداء المالي للبنك. وقد تبين أيضًا أن سياسة التوزيع تلعب دورًا مهمًا في قرارات المستثمرين، خاصة في سوق مالي مثل السوق السعودي الذي يتميز بتركيبه استثمارية يغلب عليها الأفراد، والذين يُفضلون التوزيعات النقدية المنتظمة كدخل مباشر، كما أن مؤشر ربحية السهم له تأثير إيجابي ومعنوي على سعر السهم السوقي في المدى الطويل، وهذه النتيجة توافق الأدبيات النظرية، بحيث أن زيادة في ربحية السهم سوف تؤدي إلى جذب المزيد من المستثمرين لشراء الأسهم وبالتالي يرتفع سعر السهم في البورصة.

وبناءً على ما سبق، يمكن القول إن سياسة توزيع الأرباح تشكل أحد العوامل الأساسية التي تؤثر في القيمة السوقية للأسهم في البنوك السعودية، ولكن هذا التأثير يتأثر أيضًا بجملة من العوامل الداخلية المتعلقة بأداء البنك، والخارجية المرتبطة بظروف السوق والاقتصاد الكلي.

2- اختبار صحة فرضيات الدراسة:

➤ سياسة توزيع الأرباح في بنوك محل الدراسة لها تأثير معنوي على القيمة السوقية للسهم في المدى الطويل؟

➤ تتأثر القيمة السوقية للسهم في بنوك محل الدراسة بشكل إيجابي بسياسة توزيع الأرباح وهذا في المدى الطويل؟

بعد تحليل نتائج الدراسة القياسية وتفسيرها، ننتقل إلى مرحلة اختبار صحة فرضيات الدراسة. فيما يخص الفرضية الأولى والتي سياسة توزيع الأرباح في بنوك محل الدراسة لها تأثير معنوي على القيمة السوقية للسهم في المدى الطويل، فإن نتائج الدراسة تؤكد صحة هذه الفرضية،

أما الفرضية الثانية والتي تشير إلى تتأثر القيمة السوقية للسهم في بنوك محل الدراسة بشكل إيجابي بسياسة توزيع الأرباح وهذا في المدى الطويل، فتبين من النتائج أن هذه افتراضنا صحيح.

خاتمة الفصل الثاني:

تناول هذا الفصل دراسة قياسية لأثر سياسة توزيع الأرباح على القيمة السوقية للسهم في عينة مكونة من أربعة بنوك سعودية مدرجة في السوق المالية، وذلك خلال الفترة الممتدة من سنة 2010 إلى سنة 2022، بالاعتماد على بيانات Panel وأساليب قياسية مناسبة لطبيعة البيانات والعينة. ففي المبحث الأول، تم التعريف بمجتمع الدراسة ومواصفاته الأساسية، مع التركيز على الأسباب التي دفعت لاختيار هذه العينة وتحديد الفترة الزمنية المناسبة. ثم انتقلنا في المبحث الثاني إلى تحليل متغيرات الدراسة وتوصيفها إحصائياً، بما يسمح بفهم العلاقات الأولية بين المتغيرات المستقلة (مقاييس سياسة توزيع الأرباح) والمتغير التابع (القيمة السوقية للسهم). أما في المبحث الثالث، فقد قمنا بعرض النموذج القياسي المستخدم، وتقدير المعلمات باستخدام طريقة المربعات الصغرى المصححة كلياً، مع التأكد من استيفاء الشروط القياسية الأساسية كالتجانس، وأظهرت نتائج الدراسة إلى وجود أثر إيجابي ومعنوي لسياسة توزيع الأرباح على القيمة السوقية للسهم. وقد بينت النتائج أن لسياسة توزيع الأرباح دوراً مهماً في التأثير على قيمة السهم السوقية. كما أن مؤشر ربحية السهم له تأثير إيجابي ومعنوي على القيمة السوقية للسهم، وهذه النتيجة تؤيد نتائج الدراسات السابقة.

خاتمة عامة

الخاتمة:

في خضم التحولات الاقتصادية والتقلبات التي تشهدها الأسواق المالية، تبرز سياسة توزيع الأرباح كأحد أهم القرارات الاستراتيجية التي تتخذها المؤسسات، بالنظر إلى تأثيرها المباشر على سلوك المستثمرين وعلى القيمة السوقية للأسهم. وهدفت هذه الدراسة إلى تحليل أثر سياسة توزيع الأرباح على القيمة السوقية للأسهم، من خلال الجمع بين الإطار النظري والتحليل القياسي التطبيقي، اعتماداً على بيانات عينة مكونة من أربعة بنوك سعودية مدرجة في السوق المالية خلال الفترة 2010-2022.

في الجانب النظري، تناولنا المفاهيم الأساسية المرتبطة بسياسة توزيع الأرباح، من حيث أنواعها وأهميتها ومحدداتها، كما تم استعراض أبرز النظريات المفسرة لهذه السياسة، مثل نظرية عدم التأثير لمودigliاني وميلر، ونظرية الإشارة، ونظرية الأفضلية الضريبية. كما قمنا بتوضيح مفهوم القيمة السوقية للأسهم والعوامل المؤثرة عليها، واستعرضنا مجموعة من الدراسات السابقة ذات الصلة.

وتوصلنا من خلال هذه الدراسة الى النتائج التالية:

- سياسة توزيع الأرباح تُعد من العوامل المؤثرة في تقييم الأسهم.
- معظم الدراسات السابقة التي تم عرضها في الإطار النظري توصلت الى أن سياسة توزيع الأرباح تؤثر بشكل إيجابي على القيمة السوقية للأسهم.
- تعد بورصة السعودية من الأسواق الأوراق المالية الناشئة والمنفتحة على العالم بحيث يضم سوق الأولي حوالي 140 شركة من مختلف القطاعات.
- لبنوك محل الدراسة استراتيجية واضحة وسليمة في المدى الطويل فيما يخص توزيع الأرباح، وهو الأمر الذي أثبتته نتائج دراستنا، بحيث توصلنا الى أن سياسة توزيع الأرباح تؤثر بشكل إيجابي على سعر السهم في السوق المالي.

آفاق الدراسة:

بعد الغوص في هذا الموضوع الشيق، خاصة وأن هذا الموضوع اختلف فيه الباحثين من حيث أثر سياسة توزيع الأرباح على القيمة السوقية للسهم، ولهذا تشكلت لنا مواضيع يمكن أن تكون أبحاث علمية في المستقبل، وتتمثل هذه المواضيع في:

- ❖ أثر سياسة توزيع الأرباح على أسعار الأسهم في البنوك السعودية في المدى الطويل والقصير.
- ❖ تحليل العلاقة بين سياسة توزيع الأرباح وأداء البنوك السعودية في ظل المتغيرات الاقتصادية (دراسة مقارنة بين البنوك الحكومية والخاصة).
- ❖ أثر توزيعات الأرباح على جذب الاستثمارات الأجنبية في البنوك السعودية

قائمة المراجع

❖ مراجع باللغة العربية:

أولاً: كتب

- ✓ محمد صالح جابر. (2005). الاستثمار بالأسهم والسندات وإدارة المحافظ الاستثمارية. عمان: دار وائل للنشر الطبعة الثالثة.
- ✓ يونس محمود، وأحمد، نعمة الله رمضان. (2007). مقدمة في علم الاقتصاد. مصر: المكتب العربي الحديث.

ثانياً: المذكرات

- ✓ - أثر سياسة توزيع الأرباح على القيمة السوقية للسهم -دراسة قياسية لسهم شركة نايكي. (2024). الصمد، م.ن. جامعة بلحاج بوشعيب -عين تموشنت. (مذكرة ماستر)
- ✓ - بوحادرة، ع. ا. (2012). أثر اختيار الهيكل المالي على قيمة المؤسسة: دور سياسة توزيعات الأرباح في تحديد القيمة السوقية للسهم (مذكرة ماجستير) قسنطينة: كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، قسنطينة: جامعة المنتوري.
- ✓ عبد الكريم بوحادرة. (2012). أثر اختيار الهيكل المالي على قيمة المؤسسة: دور سياسة توزيعات الأرباح في تحديد القيمة السوقية للسهم (مذكرة ماجستير). قسنطينة.

ثالثاً: الأطروحات

- ✓ مليك محمودي. (2018). نمذجة النمو الاقتصادي خارج قطاع المحروقات في الجزائر خلال الفترة الممتدة بين 1993-2015. أطروحة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم التجارية. المسيلة، جامعة محمد بوضياف.

رابعاً: المجلات:

- ✓ - حاج شريف هشام، حريري عبد الغني. (2021, 05 12). تأثير توزيعات الأرباح على القيمة السوقية لأسهم شركة صيدال المدرجة في بورصة الجزائر خلال الفترة (1999-2019) باستخدام طريقة الانحدار الذاتي للفجوات الزمنية الموزعة ARDL. مجلة مجاميع المعرفة، 7(2)، 318-334.
- ✓ - د. قدام جمال ط.د. ترفاس جمال الدين. (أوت , 2019). أثر سياسة توزيع الأرباح على القيمة السوقية للمؤسسة -دراسة قياسية للمؤسسات المدرجة في مؤشر داو جونز DJIA. مجلة البشائر الاقتصادية، المجلد الخامس(العدد2)، 46.
- ✓ - رحمة، ب. (2024, 01 23). أثر سياسة توزيع الأرباح على خلق وتوزيع القيمة: دراسة للمؤسسات التونسية خفية الاسم. مجلة البشائر الاقتصادية (01) 10 , 114-129.

- ✓ رشيد حفصي. (01 06, 2016). دراسة وتحليل تأثير سياسة توزيع الأرباح على أداء أسهم المؤسسات المدرجة في السوق المالي-حالة سوق دبي المالي في الفترة ما بين 2011-2014. المجلة الجزائرية للدراسات المحاسبية والمالية، 2(1)، 39-52.
- ✓ أحمد لمين "أ.د. رفيق يوسف" "بوغنامة". (ديسمبر 2022). أثر سياسة توزيع الأرباح على القيمة السوقية للمؤسسات الاقتصادية -دراسة قياسية لعينة من المؤسسات المدرجة في مؤشر Cac 40-. (المجلد 05 العدد 02، المحرر) مجلة دراسات في الاقتصاد وإدارة الأعمال.
- ✓ عيطة، م. ا. (31 12, 2021). أثر توزيعات الأرباح وهيكل راس المال على القيمة السوقية للمصارف السعودية. مجلة البحوث في العلوم المالية والمحاسبة 475-513.

خامسا: المواقع الإلكترونية:

- ✓ بيوت السعودية: (s.d.). Récupéré sur bayut.sa.
<https://www.bayut.sa/about/aboutus.html>
- ✓ تداول السعودية، وجهتك الاستثمارية (28 04, 2025).
<https://www.saudiexchange.sa/wps/portal/saudiexchange?locale=ar>

❖ المراجع باللغة الأجنبية:

- Al-malkawi. (s.d.). determinants of corporate dividend policy in Jordan: an application of the tobit model. *journal of economic and administrative sciences*, 23(2), 44-70.
- Erni Alfisah, a. K. (2015). Factors of Dividend Payout Ratio and Influence on Company Value (Case Study on LQ 45 Companies in Indonesia Stock Exchange on the 2011-2015). *Asian Journal of Business and Management*.
- Ghani, d. k. (2013). "The Impact of Dividend Policy on Market Value: Evidence from Qatar Stock Exchange. university kasdi merbah ourgela.
- Gordon, M. (s.d.). Dividends, Earnings, and Stock Price. *The Review of Economics and Statistics*, 41(2), 99-105.
- Ivan Eryomin, O. L. (2021). *Impact of Dividend Policy on the Market Value of the Company*. Récupéré sur SHS Web of Conferences 91.01013(2021) IFS2020:
<https://doi.org/10.105/shsconf/20219101013>

- Jas Bahadur Gurung, R. C. (2023). The Impact of Dividend Policy on Stock Prices: Evidence from. *Contemporary Research: An Interdisciplinary Academic Journal*, 88-109.
- Raja, A. B.-U.-D. (s.d.). IMPACT OF DIVIDEND POLICY ON STOCK PRICES OF FIRM. SECTION 31. Economic research, finance, innovation, risk management.
- Seini Odudu Abu, E. A. (2016). Effect of Dividend Policy on Share Price of Listed Conglomerate Firms in Nigeria. *African Journal of Management Research (ALMR)*, 39-55.
- sons, J. w. (2009). *finance: Capital Markets Financial management and investment Management*. Hoboken New Jersey. USA: 1st edition.
- Tifani Titah Dwi Tyastari, R. E. (s.d.). Dividend Policy and Corporate Value (A Meta-Analysis). *Jl. M.T. Haryono No.165 Malang, 65145, Indonesia*. Department of Accounting, Faculty of Economics and Business, University of Brawijaya.

الملاحق

الملاحق رقم (1): الإحصاء الوصفي لمتغيرات الدراسة

	X1	X2	Y
Mean	0.254730	2.013077	25.92558
Median	0.273164	1.860000	24.73500
Maximum	0.640683	4.840000	58.35000
Minimum	0.000000	-1.900000	9.350000
Std. Dev.	0.162904	1.200422	9.990864
Skewness	0.042939	-0.157897	0.783005
Kurtosis	2.769550	4.362476	3.937911
Jarque-Bera	0.131045	4.238145	7.219474
Probability	0.936578	0.120143	0.027059
Sum	13.24595	104.6800	1348.130
Sum Sq. Dev.	1.353425	73.49171	5090.686
Observations	52	52	52

الملاحق رقم (2): اختبار التجانس لعينة الدراسة

	Hypotheses	F-Stat	P-Value
6	H1	4.093367	0.000874
7	H2	1.909130	0.103034
8	H3	7.564791	0.000325
9			

الملاحق رقم (3): اختبار الارتباط بين متغيرات الدراسة

View	Proc	Object	Print	Name	Freeze	Sample	Sheet	Stats	Spec
Correlation									
	X1	X2	Y						
X1	1.000000	0.160676	0.053979						
X2	0.160676	1.000000	0.718245						
Y	0.053979	0.718245	1.000000						

الملاحق رقم (4): اختبار KAO للتكامل المشترك لعينة الدراسة

Kao Residual Cointegration Test
 Series: Y X1 X2
 Date: 04/27/25 Time: 13:34
 Sample: 2010 2022
 Included observations: 52
 Null Hypothesis: No cointegration
 Trend assumption: No deterministic trend
 User-specified lag length: 1
 Newey-West automatic bandwidth selection and Bartlett kernel

	t-Statistic	Prob.
ADF	-0.385184	0.0005
Residual variance	41.01289	
HAC variance	15.14407	

الملاحق رقم (5): اختبار علاقة التكامل المشترك لعينة الدراسة

Dependent Variable: Y
 Method: Panel Fully Modified Least Squares (FMOLS)
 Date: 04/27/25 Time: 13:36
 Sample (adjusted): 2011 2022
 Periods included: 12
 Cross-sections included: 4
 Total panel (balanced) observations: 48
 Panel method: Weighted estimation
 Cointegrating equation deterministics: C
 Long-run covariance estimates (Bartlett kernel, Newey-West fixed bandwidth)

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
X1	4.282975	0.174908	24.48705	0.0000
X2	4.258226	0.122442	34.77744	0.0000
R-squared	0.664099	Mean dependent var		25.69021
Adjusted R-squared	0.624110	S.D. dependent var		9.792210
S.E. of regression	6.003588	Sum squared resid		1513.809
Long-run variance	27.97884			

