

سياسة توزيع الأرباح وتقلب سعر السهم في عينة من الشركات المدرجة في السوق السعودي

Dividend policy and stock price volatility in the Saudi market

براني مختارية، جامعة معسكر، mokhtaria.berrani@univ-mascara.dz

حسيني إسحاق، جامعة معسكر، ishaq_zida@yahoo.fr

تاريخ النشر: 2020/06/29

تاريخ القبول: 2020/06/08

تاريخ الاستلام: 2020/02/03

ملخص:

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

الكلمات المفتاحية: توزيع الأرباح؛ سعر السهم؛ ربحية السهم؛ السوق المالي السعودي.

تصنيف JEL: G12، G32

Abstract:

This study aims to study the relationship between the dividend policy and the stock price. A sample of companies listed in the Saudi Stock Exchange was used during the period 2008-2018, where the sample includes 20 companies. The stock price is the dependent variable, and the dividends per share is independent variable, the total equity and the total debt and earnings per share are control variables. The study found a significant positive effect of the dividends on the stock price. Besides, the positive effects of the earnings per share and total debt on the stock price. The total equity has a negative effect on the stock price.

Keywords: Dividend policy; Stock price; Stock earning; Saudi market.

JEL classification code: G12; G32

المؤلف المرسل: حسيني إسحاق ishaq_zida@yahoo.fr

1. مقدمة :

يعتبر قرار الموازنة بين الأرباح المحتجزة والأرباح الموزعة من أصعب القرارات التي تواجه إدارة الشركة، لما لهذا القرار من تأثير مباشر على الشركة والمستثمر، بناء على عدة عوامل منها السيولة المتوفرة، نسبة الأرباح السنوية، ديون الشركة وغيرها من العوامل الأخرى، فبالرغم من العديد من الدراسات (Miller, Modigliani 1961)، (Lintner, 1956)، (Gordon, 1963)، (Angelo, 1996)، (El malkawi, 2007)، (El hussainey, 2009)، لا يزال تأثير سياسة توزيع الأرباح على ثروات المساهمين دون حل، حيث يجب أن يكون هدف الإدارة المالية هو اكتشاف سياسة توزيع مثالية تزيد من قيمة الشركة. (Thanwarat , 2012,p722).

وقد ظهرت في هذا الصدد ثلاث آراء عالجت سياسة توزيع الأرباح، أولها مبني على الحيادية حسب (Modigliani , Miller, 1961)، حيث يرون أن سياسة توزيع الأرباح ليست لها أي علاقة وتأثير على القيمة السوقية لثروة المساهمين، في حين يرى البعض الآخر أمثال (Gordon) أن سياسة توزيع الأرباح تؤثر على القيمة السوقية للشركة، كما أن هناك اتجاه ثالث يرى أن سياسة توزيع الأرباح تعتبر من بين القرارات الإستراتيجية والهامة في المؤسسة ومن بين هذه النظريات : نظرية الوكالة، نظرية التفضيل الضريبي، نظرية الإشارة ونظرية الزبون، حيث قامت هذه النظريات على فرضيات تسمح لها بتبرير موقفها . ففي الواقع ليس هناك توافق في الآراء بأن هناك سياسة توزيع مثلى، حيث تبقى قرارات توزيع الأسهم غير واضحة إلى حد كبير ونظراً لتعقيد هذه المسألة فقد أشار إليها (Black , 1976) بلغز أرباح الأسهم "Dividend puzzle". (مصطفى، 2017، ص195).

إن تأثير سياسة توزيع الأرباح على أسعار الأسهم هو مسألة ذات أهمية كبيرة، ليس فقط بالنسبة لإدارة الشركة التي تقرر أي سياسة تتبعها ولكن أيضاً بالنسبة للمستثمرين. (Merton, Franco, 2014)، فمن جانب المستثمرين، أكدت دراسات سابقة على أن أسعار الأسهم تتأثر ايجابياً بمقدار التوزيعات النقدية التي تقوم بها الشركات (Ofer ,Thakor , 1987, p).

ويعد السوق المالي السعودي من بين أهم الأسواق العربية من حيث تطور الأداء المالي له حسب التقارير السنوية للسوق المالي تداول، باعتباره يضم عددا معتبرا من الشركات المختلفة وفي شتى القطاعات، كما أنها في تزايد مستمر من سنة لأخرى. حيث تهدف هذه الدراسة إلى إيجاد العلاقة بين سياسة توزيع الأرباح وأسعار الأسهم في الشركات المدرجة في السوق المالي السعودي خلال الفترة 2008-2018. بناء على ما تقدم طرح الإشكالية التالية :

هل تؤثر سياسة توزيع الأرباح على سعر السهم في شركات المساهمة المدرجة في السوق المالي السعودي خلال الفترة 2008-2018؟

ونسعى إلى اختبار الفرضيات التالية :

H_{01} : توزيع الأرباح لا يؤثر على سعر السهم. H_{02} : ربحية السهم لا تؤثر على سعر السهم.

H_{03} : حقوق المساهمين لا تؤثر على سعر السهم. H_{04} : الديون لا تؤثر على سعر السهم.

1.1 الدراسات السابقة :

دراسة أسامة علي شراب، 2006: هدفت هذه الدراسة إلى معرفة أثر كل من صافي الأرباح، الأرباح النقدية الموزعة والأرباح المحتجزة، الأسهم في سوق فلسطين على شراء أسهم الشركات المدرجة التي تحقق أرباحا، خلال الفترة 1997-2005 وقد شملت عينة الدراسة 28 شركة مدرجة في السوق الفلسطيني. توصلت الدراسة إلى أن نصيب السهم من الأرباح يؤثر على سعر السهم السوقي وتأثير نصيب السهم من الأرباح النقدية الموزعة أكبر من نصيب السهم من الأرباح المحتجزة.

دراسة القتامي، 2010: هدفت هذه الدراسة إلى الكشف عن ممارسات إدارة الأرباح في شركات المساهمة السعودية واختبار تأثير بعض العوامل المؤثرة على اتجاه الشركات تتداول أسهمها في السوق المالي السعودي في ممارسة إدارة الأرباح، أجريت الدراسة على 78 شركة مدرجة بالسوق المالي السعودي. توصلت الدراسة إلى عدة نتائج أهمها أن الشركات ذات الربحية تمارس إدارة الأرباح بشكل سالب والشركات ذات الخسائر تمارس إدارة الأرباح بشكل موجب، كذلك توصلت الدراسة إلى عدم وجود تأثير لحجم الشركة ونوع القطاع الذي تنتمي إليه على إدارة الأرباح وأشارت النتائج أيضا لوجود تأثير لكلا من عاملي المديونية والربحية على ممارسة الشركة لإدارة الأرباح.

دراسة الكحلوت 2014 : هدفت هذه الدراسة إلى التعرف على العوامل المؤثرة على سياسة توزيع الأرباح في شركات قطاع الخدمات المدرجة في سوق فلسطين، خلال الفترة 2007-2012، شملت عينة الدراسة 8 شركات. توصلت الدراسة إلى وجود علاقة طردية بين كلٍ من (ربحية السهم، معدل العائد على الأصول، السيولة النقدية للسهم، نمو الشركة، حجم الشركة، نسبة القيمة السوقية إلى الدفترية، عمر الشركة) ومبلغ التوزيعات النقدية للسهم، كذلك عدم وجود أثر للرفع المالي على مبلغ التوزيعات النقدية للسهم في الشركات الموزعة للأرباح.

دراسة Hussaine, 2011: الهدف من هذه الدراسة هو معرفة العلاقة بين سياسة توزيع الأرباح وتغيرات أسعار الأسهم في سوق الأسهم في المملكة المتحدة، حيث قامت الدراسة بتحليل عينة من الشركات العامة المدرجة في السوق المالي للمملكة المتحدة خلال عشر سنوات (1998-2007). توصلت الدراسة إلى وجود علاقة إيجابية بين عائد توزيعات الأرباح وتغيرات أسعار الأسهم والعلاقة السلبية بين نسبة توزيع أرباح الأسهم وتغيرات سعر السهم.

دراسة Safian , Ali, 2012 : تبحث هذه الدراسة تأثير سياسة توزيع الأرباح علي تقلب أسعار الأسهم في بورصة ماليزيا خلال الفترة (2002-2011). توصلت نتائج الدراسة إلى وجود علاقة سلبية كبيرة بين عائد الأرباح وتقلب أسعار الأسهم في ماليزيا، كما تم العثور على علاقة إيجابية كبيرة بين الرافعة المالية وتقلب سعر السهم.

دراسة Al-Malkawi, Twaish , Harery, 2013: دراسة العوامل المحددة لاحتمالات دفع أرباح الشركات المدرجة في سوق الأسهم السعودي خلال الفترة 2005-2011، شملت عينة الدراسة الشركات غير المالية وعددها 69 شركة. من بين النتائج المتوصل إليها، أن الشركات الكبيرة والمربحة تقوم بدفع توزيعات أرباح نقدية على عكس الشركات ذات الديون والمخاطر لا تقوم بتوزيع الأرباح، توصلت الدراسة أيضا إلى أن هيكل الملكية، فرص النمو، قابلية تحويل الأصول ليست محددات هامة لقرارات أرباح الشركات.

دراسة Sharif , Ali , Jan 2015: الهدف من الدراسة هو معرفة ما إذا كانت هناك أي علاقة بين سياسة توزيع الأرباح وأسعار الأسهم. حيث قامت الدراسة بتحليل 45 شركة غير مالية مدرجة في السوق الباكستاني، خلال الفترة 2001-2012، شملت الدراسة عدة متغيرات تمثلت في الأسهم الموزعة للسهم الواحد، نسبة الاستبقاء، الربح بعد الضرائب، ربحية السهم،

عائد الأسهم، أسعار سوق الأسهم . توصلت الدراسة إلى أن توزيع الأرباح لكل سهم ونسبة الاحتفاظ بهما لا علاقة لهما مع أسعار سوق الأسهم، بينما نسبة توزيع أرباح الأسهم لها علاقة إيجابية مهمة مع أسعار الأسهم. الربح بعد الضريبة له علاقة ضئيلة بأسعار الأسهم، الأرباح لكل سهم لها علاقة إيجابية كبيرة بأسعار الأسهم، هناك علاقة سلبية مهمة بين العائد على الأسهم وأسعار الأسهم.

2. أدبيات الدراسة:

1.2. تعريف سياسة توزيع الأرباح: تتمثل سياسة توزيع الأرباح في اتخاذ قرار بتوزيع الأرباح أو احتجازها و استثمارها للرفع من قيمة الشركة المستقبلية. تكون التوزيعات إما نقداً أو أسهم مجانية، وما يتبقى يسمى بالأرباح المحتجزة. (المصري، 2017 ، ص 140).

- قرارات الأرباح هي من قرارات التمويل التي تؤثر على مقدار التوزيعات على المساهمين مقابل المبلغ الذي يتم احتجازه وإعادة استثماره. تشير سياسة توزيع الأرباح إلى السياسة التي تتبعها الشركة في تحديد التوزيعات للمساهمين مع مرور الوقت. (Baker,2009 , p3)

- تتعلق سياسة توزيع الأرباح بقرار تقسيم الأرباح الصافية للشركة ما بين أرباح موزعة على المساهمين وأرباح محتجزة بحيث يتم الموازنة بين التوزيعات الحالية والأرباح المستقبلية في سبيل تعظيم سعر السهم. (مرعي، زكريا، 2013 ، ص 287) .

2.2. العوامل المؤثرة على سياسة توزيع الأرباح: هناك عوامل عديدة تؤثر على سياسة توزيع الأرباح، نذكر منها بإيجاز ما يلي :

1.2.2. الفرص الاستثمارية المتاحة للشركة (Investment opportunities)

(available to the company): تلجأ الشركات إلى التقليل من توزيعات الأرباح، كلما كانت أمام فرص استثمارية مربحة نظراً لتفضيل الإدارة تمويل الاستثمارات ذاتياً بدلاً من اللجوء إلى التمويل الخارجي. (أبو ناصر، 2004 ، ص 3).

2.2.2. العوامل القانونية (Legal factors): هناك عدة قواعد قانونية تؤثر على سياسة توزيع الأرباح منها، إلزام الشركة بعدم توزيع أرباح ناتجة عن بيع الأصول الثابتة حماية للمالكين وحفاظاً على أصول الشركة، إضافة إلى عدم توزيع أرباح من الأرباح المحتجزة من السنوات السابقة. (الظاهر، 2011، ص 23) .

3.2.2. حجم الأرباح (Volume of profits): إن ثبات معدل ربح الشركة نسبيا يمكن أن يؤدي بالشركة إلى توزيع نسبة عالية من الأرباح، لأنها تكون قادرة على التنبؤ بالأرباح المستقبلية والعكس في حالة تذبذب الأرباح، فإن ذلك يدفع بالشركة إلى الاحتفاظ بجزء كبير من الأرباح، لعدم قدرتها على التنبؤ بالأرباح مستقبلا . (علي، 2017، ص46)

4.2.2. السيولة (Liquidity): توفر السيولة هو عنصر أساسي لإجراء التوزيعات النقدية، فكلما ارتفعت السيولة لدى الشركة زادت نسبة الأرباح الموزعة، كما تؤثر المرحلة العمرية للشركة على هذا العامل، فالمؤسسات التي تكون في مرحلة النمو تحتاج إلى سيولة كبيرة وبالتالي لا توزع أرباحا على المساهمين. (بوحادة، 2012، ص120) .

5.2.2. حجم الشركة (Company size): تتميز الشركات الكبيرة بتوزيع نسب أرباح عالية على المساهمين، مقارنة بالشركات الصغيرة والجديدة التي تتميز باحتجاز نسبة كبيرة من الأرباح، نظرا لقدرتها المحدودة على الاقتراض والتمويل. (نادر، حيدر، 2015، ص155) .

6.2.2. قيود على عقود الدين (Restrictions on debt contracts): تتمثل في القيود التي تفرض على الشركة في حالة لجوئها إلى الدين، كتحديد نسبة توزيع الأرباح، أو حتى الطلب من الشركة بعدم توزيع أي أرباح حتى تقوم بسداد الديون المستحقة عليها جميعا وذلك من أجل حماية دائني الشركة . (أبو الرب، الظاهر، 2006، ص260) .

3.2. أنواع سياسة توزيع الأرباح :تتمثل فيما يلي

1.3.2. سياسة فائض التوزيعات (Residual dividend policy): تعني دفع الشركة توزيعات أرباح للمساهمين من صافي ربحها بعد اقتطاع الأرباح المحتجزة المطلوب منها .

2.3.2. سياسة تعتمد نسبة توزيع ثابتة (Constant –payout-ratio dividend policy): تتمثل في دفع الشركة توزيعات أرباح للمساهمين على شكل توزيعات نقدية، تكون ثابتة . تحسب بمقدار توزيع أرباح السهم الواحد على ربحية السهم الواحد .

3.3.2. سياسة توزيع أرباح منتظمة (Regular dividend Policy):تعتمد هذه السياسة على دفع مبالغ ثابتة، كتوزيعات أرباح خلال كل فترة يتم فيها اتخاذ قرار بتوزيع الأرباح وبما

أن التوزيعات للمساهمين ستكون ثابتة نسبياً، فإن هؤلاء المستثمرون يشعرون بدرجة عالية نسبياً من الثقة باستقرار وانتظام الأرباح مما ينعكس بالاستقرار النسبي في سعر السهم.

4.3.2. سياسة مبالغ منتظمة قليلة مع توزيعات أرباح غير اعتيادية (low regular and extra dividend Policy): تعتمد الشركات التي تمر بحالة من تقلبات الأرباح الدورية، تكون التوزيعات عبارة عن دفعات ثابتة وقليلة، إلى جانب القيام بتوزيع أرباح أخرى إضافية في حالة تحقيق أرباح استثنائية في إحدى الفترات. (قشطة، 2017، ص 24).

4.2. نظريات سياسة توزيع الأرباح :

1.4.2. نظرية اللاصلة (عدم ملائمة التوزيعات): (Miller , Modigliani , 1961)، يعرفون ب (M, M)، حسب هذه النظرية فإن نسبة توزيع الأرباح ليس لها أي تأثير على قيمة السهم، فهي لا تؤثر على ثروة المساهمين . حيث يجادل (M,M) بأن قيمة الشركة تحدد بقوة أصولها، أو بسياستها الاستثمارية وأن التصرف في الأرباح سواء بتوزيعها أو احتجازها لا يؤثر على قيمة الشركة . لهذه النظرية افتراضات تتمثل في: مثالية أسواق رأس المال وأن جميع المستثمرين عقلانيين، تكون المعلومات متاحة للجميع، بدون تكلفة، لا يوجد مستثمر يمكنه السيطرة على سعر الأوراق المالية، عدم وجود تكاليف التعويم على الأوراق المالية الصادرة عن الشركة، لا وجود للضرائب، سياسة استثمار ثابتة للشركة، اليقين التام من قبل كل مستثمر بالاستثمارات والأرباح المستقبلية للشركة. (James, Van, 2011 p311)

2.4.2 نظرية تفضيل الأرباح " عصفور في اليد " (John linter , Mayron gordon): حسب هذه النظرية فإن مخاطر السهم تنخفض مع زيادة الأرباح الموزعة، حيث أن توزيعات الأرباح الحالية أقل مخاطرة من الأرباح الرأسمالية المستقبلية، معناه أن عصفور في اليد أفضل من اثنين على الشجرة، لذلك يفضل المساهمون توزيعات الأرباح وهم على استعداد لقبول أدنى عائد مطلوب. (Ehrhardt ,Engenef , p566)، من افتراضات هذه النظرية:

- عدم اليقين من حيث الأرباح في المستقبل. (Bezawada , Tati, 2017, p1236).
- تفضيل المساهمين للشركات ذات توزيعات الأرباح العالية بدرجة أكبر، لأن توزيعات الأرباح أقل مخاطرة من المكاسب الرأسمالية (Gordon, Shapiro, 1956)، (Gordon , 1959). (Kilınçarslan , 2018, p78)

3.4.2. نظرية التفضيل الضريبي: حسب هذه النظرية، فإن المؤسسات عليها احتجاز نسبة أكبر من الأرباح، بالتالي فإن المستثمر يفضل احتجاز الأرباح على توزيعها، بسبب التفضيل الضريبي، حيث يرى باحثون مثل (Brennan , 1970)، (Miller, Scholes, 1978)، (John , Williams, 1985)، تأثير التفضيل الضريبي، الذي يفضل الأرباح الرأسمالية المستقبلية لخضوعها لمعدل ضريبة منخفض مقارنة بالتوزيعات الحالية ويشيرون إلى أن انخفاض نسبة التوزيعات النقدية سيؤدي إلى زيادة القيمة للمساهمين. (Hassonn , Train , 2016, p31)، فحسب دراسة (Ramaswamy, Lizemberger, 1979) ، فإن المستثمرون يفضلون الشركات التي توزع أرباح أقل لأسباب ضريبية (نسبة ضريبة منخفضة على الأرباح الرأسمالية مقارنة بالتوزيعات الحالية، تأجيل الضريبة إلى غاية بيع السهم مستقبلا) وأن الآثار المترتبة عن نظرية الأفضلية الضريبية هي زيادة أسعار أسهم الشركات عن طريق التقليل من الأرباح الموزعة. (Kazmierska, Waik , 2014, p474)، يمكن أن يطلق جوازا على هذه النظرية عصفور على الشجرة (محمد، 2010 ، ص20) .

4.4.2. نظرية تكلفة الوكالة: (Rozeff, 1982)، (Easterbrook, 1984)، أظهر أصحاب هذه النظرية أن تكلفة الوكالة تنشأ عندما تخدم الإدارة مصالحها الخاصة بدلا من مصالح المساهمين وحسب هذه النظرية، فإن الشركات تقوم بتوزيع الأرباح للتقليل من تكاليف الوكالة. حيث يرى (Rozeff , 1982) بأن توزيعات الأرباح طريقة لمراقبة أداء الشركة وتعمل على تقليل تكاليف الوكالة، كما يسرد (Easterbrook, 1984) بعض الآليات التي من خلالها يمكن لتوزيعات الأرباح وما يترتب عليها من زيادة رأس المال التحكم في تكلفة الوكالة، خاصة إذا كانت الشركة تبحث عن التمويل ولجوءها إلى الاقتراض، فإنها ستدخل السوق للحصول على رأس مال جديد، أو إصدار أوراق مالية جديدة وبالتالي يتدخل خبراء البنوك الاستثمارية لدراسة الوضع المالي للشركة والتدقيق في القرارات المالية المتخذة من قبل المستثمرين، إضافة إلى أنه يتدخل كمراقب للمصلحة الجماعية للمساهمين وبالتالي التأثير على قرارات الإدارة سواء بالامتناع عن شراء إصدارات المؤسسة أو بيع أسهمها، في حين أنه إذا لم تكن هناك عملية تحقق من طرف خبير، فقد تكون توزيعات الأرباح إشارة غامضة لأنها لا تميز الشركات النامية عن شركات الاستثمار. (Amidu, 2007, p106) .

5.4.2. نظرية التدفق النقدي الحر: (Jensen, 1986)، ترى هذه النظرية، أن المديرين الذين يتمتعون بتدفق نقدي كبير يمكنهم زيادة الأرباح، من خلال دفع مبالغ نقدية وإهدارها في مشاريع استثمارية منخفضة العائد، بمعنى آخر فإن زيادة التوزيعات قد تؤدي إلى تقليل مشاكل الوكالة للتدفقات النقدية. (Da Silva, Goergen, Rennboog, 2004, p45-46)

6.4.2. نظرية الإشارة : تفترض هذه النظرية، أن المديرين يستخدمون التغيير في دفع توزيعات الأرباح لإيصال المعلومات حول التدفقات النقدية المستقبلية للشركة، للمستثمرين الخارجيين وحملة الأسهم والتخفيف من أوجه عدم التماثل في المعلومات بين المديرين والمالكين . (Raie, Moradi, Eskender, 2012, p14)

7.4.2. نظرية تأثير العملاء من توزيع الأرباح : أشار Miller, Modigliani (1961) إلى تأثير الزبون على سياسة توزيع الأرباح، فمن وجهة نظرهم أن المستثمرون يختارون الشركات على أساس تفضيل دفع الأرباح، كل نسبة دفع تميل إلى جذب فئة من المستثمرين أو العملاء، فبالنسبة لفئة المستثمرين الذين لا يحتاجون إلى سيولة فإنها تفضل الشركات التي لا تدفع توزيعات أرباح أو تلك التي تدفع نسبة منخفضة من التوزيعات وبالتالي تفضيل الأرباح الرأسمالية التي تخضع لمعدل ضريبة منخفض مقارنة بالمعدل المفروض على توزيعات الأرباح الحالية، في حين يميل المستثمرين في الحالة الأخرى إلى تفضيل توزيعات الأرباح للشركات وكلا الحالتين تؤثر على سعر السهم للشركة سواء بالانخفاض أو الارتفاع وهو ما يعني أن المستثمرين سيستثمرون في الشركات التي تتناسب سياسة توزيع أرباحها مع رغباتهم واحتياجاتهم الخاصة. (Bostanci, Kadioglu, Sayilgan, 2018, p3). لقد أثبتت عدة دراسات أن بعض فئات المستثمرين قد يفضلون مستويات مختلفة من الأرباح بسبب مستويات الضرائب المختلفة، حيث استخدمت دراسة (Lawellen, Lease, 1976, Schlarbaun) البيانات اللوحية (panel data) لتحليل الخصائص الديمغرافية ومكونات محافظ الأوراق المالية لمجموعة واسعة من المستثمرين الأفراد، ووفقاً للنتائج فضل المستثمرون من القطاع الخاص المكاسب الرأسمالية طويلة الأجل تليها إيرادات الأرباح ثم مكاسب رأس المال قصيرة الأجل. (Gupta, Dogra, Vashisht, 2011, p16)

5.2. سياسة توزيع الأرباح وأسعار الأسهم: قبل التطرق إلى العلاقة بين سياسة توزيع الأرباح وسعر السهم، سنتطرق إلى مفهوم السهم أولاً.

1.5.2. تعريف السهم: هو صك يثبت ملكية المساهم، حيث يقسم رأس مال الشركة عند تأسيسها إلى أجزاء يمثل كل جزء منها سهماً. يكون لهذا السهم قيمة اسمية، قيمة إصدار، قيمة دفترية، قيمة حقيقية، قيمة سوقية وقيمة تصفية. (بن سليمان، 2005، ص 114).

أ. **القيمة الاسمية (Par value):** هي قيمة السهم عند إصداره أول مرة في عقد التأسيس، تحدد حصة السهم الواجب في ملكية الشركة. (بوكساني، 2006، ص 54).

ب. **قيمة الإصدار (Version value):** يقصد بها القيمة التي يصدر بها السهم وغالباً ما تكون مساوية للقيمة الاسمية. (الخليل بدون ذكر السنة، ص 61).

ج. **القيمة الدفترية (Book value):** تحسب بالفرق بين جميع أصول الشركة وبين التزاماتها، ثم يجري تقسيم الناتج على عدد الأسهم العادية. (بوكساني، 2006، ص 55).

د. **القيمة الحقيقية (The real value):** عبارة عن العائد المتوقع تحقيقه، يتمثل العائد بالتوزيعات النقدية والأرباح الرأسمالية التي يحققها المستثمر. (جابو، 2012، ص 15).

هـ. **القيمة السوقية (Market value):** هي القيمة التي يباع بها السهم في سوق رؤوس الأموال وهي تتغير بحسب حالة العرض والطلب. (بن سليمان، 2010، ص 114).

و. **قيمة التصفية (Filter value):** تتمثل في حصة السهم من قيمة موجودات الشركة بعد تصفيتها. (سمية، 2010، ص 11).

2.5.2. العلاقة بين سياسة توزيع الأرباح وأسعار الأسهم: تعتبر سياسة توزيع الأرباح من أهم السياسات التمويلية في الشركة، لما لها من أثر على المساهمين وانعكاسات على سعر السهم، حيث يتأثر هذا الأخير بمعدل النمو للشركة الذي بدوره يتأثر بسياسة توزيع الأرباح من خلال نسبة الأرباح المحتجزة وإعادة استثمارها مستقبلاً، مما ينعكس بالارتفاع في سعر السهم والعكس صحيح. حيث تسعى الشركة إلى تحقيق التوازن بين نسبة التوزيع وبين معدل النمو للأرباح، لأن هدف المستثمرين هو الاستفادة في كلا الحالتين، سواء بالحصول على توزيعات الأرباح الدورية أو الاستفادة من الأرباح الرأسمالية. (قوشقجي، 2018، ص 14)

اقترح (Khan et, 2011)، أن قرار توزيع الأرباح هو أهم قرار يمكن أن يتخذه المديرين، لأنه يؤثر على تعظيم ثروة المساهمين من خلال السياسة المتبعة للشركة، لذلك يتعين على الشركات تحقيق التوازن بين نسبة التوزيع ونسبة الاحتجاز. (Mulafare, Jahfer,

(p98, 2016)، فالشركات تشارك المستثمرين في الأرباح التي تحققها، سواء من خلال التوزيعات النقدية أو من خلال إعادة استثمار الأرباح المحتجزة مما يرفع أسعار الأسهم، حيث أن زيادة الأرباح يؤدي إلى زيادة التوزيعات وقد يفضل المستثمر إعادة استثمار التوزيعات النقدية، وبذلك يكون مهتما بقيمة السهم أكثر من العائد الجاري.

3. منهجية الدراسة :

يحاول هذا البحث تحليل سياسة توزيع الأرباح في عينة من الشركات المدرجة في السوق المالي السعودي خلال الفترة 2008-2018 (قطاع البنوك و التأمينات)، من خلال الدراسة الإحصائية لمتغيرات الدراسة المتمثلة في (الربح الموزع للسهم الواحد "قيمة التوزيع ") كمتغير مستقل، و (سعر السهم) كمتغير تابع، إضافة إلى متغيرات التحكم المتمثلة في ربحية السهم، حقوق المساهمين، مجموع الديون.

سنقوم في دراستنا بتحليل المعطيات لعينة من الشركات المدرجة في السوق المالي السعودي والمتكونة من 20 شركة (10 بنوك و 10 شركات تأمين) والتي تم الحصول عليها من مختلف التقارير السنوية، من موقع تداول، موقع أرقام وغيرها . حيث تتم معالجة هذه المعطيات من خلال استخدام نموذج البيانات اللوحية (Panel Data) وهي عبارة عن بيانات يتم جمعها في نقاط زمنية مختلفة، من أمثلتها الدراسة الاستقصائية لبيانات المستهلكين والمنظمات في نقاط زمنية مختلفة، عادة ما يتم اختبار البيانات اللوحية، باستخدام نماذج التأثير الثابت والتأثير العشوائي لتحليل الانحدار. من أجل الحصول على نموذج العلاقة محل الدراسة . (Sharif, Ali, Jan, 2015 , p55)

1.3 متغيرات الدراسة :

- **سعر السهم** : يمثل سعر الإغلاق في نهاية السنة .
- **الربح الموزع للسهم الواحد** : حاصل التوزيعات النقدية للأرباح إلى عدد الأسهم العادية.
- **ربحية السهم** : يمثل نصيب السهم العادي من الأرباح الصافية للمؤسسة.
- **حقوق المساهمين** : هي إجمالي أصول الشركة مطروحا منها إجمالي الخصوم. تمثل حقوق الملكية القيمة الصافية للشركة أو المبلغ الذي سيتم إعادته للمساهمين إذا تم تصفية جميع أصول الشركة وسداد جميع ديونها.
- **مجموع الديون**: وهي عبارة عن مجموع القروض خلال السنة .

2.3 نظرة عامة على السوق المالي السعودي

من خلال الجدول نلاحظ أن عدد الشركات في تزايد مستمر وتحسن ملحوظ خلال الفترة 2008-2018 وهذا راجع إلى تطور السوق المالي السعودي وانفتاحه على العالم، إضافة إلى زيادة عدد المستثمرين الأجانب.

من خلال الجدول نلاحظ تحسن وارتفاع في القيمة السوقية خلال سنوات 2008-2009-2010 وهذا راجع لعدة أسباب منها ازدياد عدد شركات المساهمة في السوق السعودي، الذي أدى إلى زيادة عدد المستثمرين، ثم بدأ بالانخفاض سنة 2011، حيث بلغت القيمة السوقية 1270.84 مقابل 1325.39 سنة 2010 وبنسبة انخفاض بلغت 4.12 % .

الجدول 1 : عدد الشركات المدرجة و القيمة السوقية و مؤشر التداول للسوق السعودي

السنة	عدد الشركات	القيمة السوقية (مليار ريال)	المؤشر العام
2008	126	924.53	4802.99
2009	135	1195.51	6121.76
2010	146	1325.39	6620.75
2011	150	1270.84	6417.73
2012	158	1400.34	6801.22
2013	163	1752.86	8535.60
2014	169	1812.89	8333.30
2015	171	1579.06	6911.76
2016	176	1681.95	7210.43
2017	179	1689.60	7226.32
2018	190	1858.95	7826.73

المصدر : التقارير السنوية للسوق المالي السعودي تداول

ابتداء من سنوات 2012-2013-2014 بدأ المؤشر في الارتفاع نتيجة لطرح أسهم جديدة مما أدى إلى ارتفاع القيمة السوقية للسهم ب 10.19 % و 25.17% خلال 2012-2013 على التوالي، حيث بلغ عدد الأسهم المتداولة 1.40034 مليار ريال و 1.470000 مليار ريال لسنتي 2012، 2013 على التوالي، وفقاً للتقارير السنوية للسوق السعودية " تداول " .

ثم بدأ في الانخفاض بدءاً من سنة 2015 بنسبة انخفاض 12.90 %، وذلك لعدة أسباب أبرزها انخفاض أسعار البترول، باعتبار أن السعودية أحد أكبر الدول المنتجة للنفط . ثم بدء في الارتفاع تدريجياً، حيث كانت القيمة السوقية 1681.95 سنة 2016 لترتفع بارتفاع طفيف سنة 2017 ب 0.45 %، بينما كان هناك تحسن ملحوظ سنة 2018 بنسبة 10.02 % . من خلال الجدول نلاحظ أن مؤشر تداول الأسهم خلال سنة 2008 إلى سنة 2018، كان متذبذباً فترارة ينخفض وتارة يرتفع، حيث كانت أعلى نسبة له سنة 2009 ب 27.46 %، بينما كانت أقل نسبة له سنة 2015 بنسبة انخفاض قدرت ب : 17.06 % وكان ذلك بسبب تأثر الاقتصاد السعودي بانخفاض سعر البترول في الأسواق العالمية .

4. النتائج ومناقشتها :

1.4 الوصف الإحصائي للدراسة : يعرض الجدول الإحصاءات الوصفية لمتغيرات الدراسة، المتمثلة في سعر السهم، الربح الموزع للسهم الواحد أو قيمة التوزيع للسهم، ربحية السهم الواحد، مجموع الديون، حقوق المساهمين.

الجدول 2 : الوصف الإحصائي لمتغيرات الدراسة

مجموع الديون	توزيعات	حقوق الملكية	ربحية السهم	سعر السهم	
2.50E+15	0.519818	1.09E+10	1.692282	30.51268	الوسط الحسابي
1.90E+09	0.000000	3.05E+09	1.505000	25.20000	الوسيط
2.34E+16	5.000000	5.58E+10	8.070000	168.9100	أعلى قيمة
0.000000	0.000000	22000000	9.700000	6.030000	أدنى قيمة
5.58E+15	0.766101	1.36E+10	2.311442	21.41103	الانحراف المعياري
2.094589	2.325267	1.164016	0.428651	2.558124	الالتواء
6.302214	10.47533	3.302424	5.931494	12.61501	التفطح
5.50E+17	114.3600	2.40E+12	372.3020	6712.790	المجموع
220	220	220	220	220	المشاهدة

بالنسبة للمتغير التابع والذي يمثل سعر السهم لنهاية الفترة وجدنا المتوسط بقيمة 30.51268 وانحراف معياري قدره 21.41103 . أما بالنسبة للمتغير المستقل والمتمثل في متغير الربح الموزع للسهم الواحد (أو قيمة التوزيعات للأرباح النقدية) فقد كان المتوسط 0.519818، بينما كان الانحراف المعياري 0.766101.

وفيما يخص متغيرات التحكم والمتمثلة في ربحية السهم، حقوق الملكية، المديونية فقد كان المتوسط 1.692282، 1.09E+10، 2.50E+15 على التوالي، في حين كان الانحراف المعياري 2.311442، 1.36E+10، 5.58E+15 على التوالي. أما نسبة المشاهدة فقد قدرت ب 220 مشاهدة لجميع متغيرات الدراسة .

2.4 قياس استقرارية المتغيرات :

سوف يتم قياس إستقرارية المتغيرات على مجموعة من الاختبارات، حيث سوف نعتمد على اختبار Levin , Lin & Chut، اختبار Pesaran، اختبار ADF - Fisher Chi-square. وتكون فرضية النفي H_0 : السلسلة غير مستقرة عند المستوى. تشير نتائج التحليل إلى أن القيمة الاحتمالية لمتغير الربح الموزع للسهم الواحد أقل من القيمة المعنوية المعمول بها والمتمثلة في 0,05، وبالتالي يتم رفض الفرضية الصفرية، ونستنتج انه لا يوجد جذور وحدة والسلسلة مستقرة عند المستوى.

الجدول 3: إستقرارية المتغيرات

PP	ADF	IPSW-stat	L LC	
167.283 (0.0000)	160.779 (0.0000)	-10.4722 (0.0000)	-18.6079 (0.0000)	الربح الموزع للسهم الواحد
144.674 (0.0000)	150.518 (0.0000)	-10.0646 (0.0000)	-19.6048 (0.0000)	سعر السهم
168.091 (0.0000)	135.941 (0.0000)	-8.23697 (0.0000)	-12.5790 (0.0000)	ربحية السهم
107.992 (0.0000)	122.464 (0.0000)	-10.5091 (0.0000)	-23.1338 (0.0000)	حقوق الملكية
114.103 (0.0000)	105.247 (0.0000)	-42.5230 (0.0000)	-170.945 (0.0000)	مجموع الديون

تشير نتائج التحليل إلى أن القيمة الاحتمالية لمتغير سعر السهم أقل من القيمة المعنوية المعمول بها والمتمثلة في 0,05، وبالتالي يتم رفض الفرضية الصفرية، ونستنتج انه لا يوجد جذور وحدة والسلسلة مستقرة عند المستوى.

تشير نتائج التحليل إلى أن القيمة الاحتمالية لمتغير ربحية السهم أقل من القيمة المعنوية المعمول بها والمتمثلة في 0,05، وبالتالي يتم رفض الفرضية الصفرية ونستنتج انه لا يوجد جذور وحدة والسلسلة مستقرة عند المستوى.

تشير نتائج التحليل إلى أن القيمة الاحتمالية لمتغير حقوق الملكية أقل من القيمة المعنوية المعمول بها والمتمثلة في 0,05، بالتالي يتم رفض الفرضية الصفرية ونستنتج انه لا يوجد جذور وحدة والسلسلة مستقرة عند المستوى.

تشير نتائج التحليل إلى أن القيمة الاحتمالية لمتغير مجموع الديون أقل من القيمة المعنوية المعمول بها والمتمثلة في 0,05، بالتالي يتم رفض الفرضية الصفرية ونستنتج انه لا يوجد جذور وحدة والسلسلة مستقرة عند المستوى.

3.4 اختبار Hausman:

لتحديد الأثر قمنا باختبار Hausman للاختبار بين نموذج التأثيرات الثابتة ونموذج التأثيرات العشوائية وذلك وفق الفرضية H_0 : نموذج التأثيرات العشوائية هو النموذج الملائم.

الجدول 4: اختبار Hausman لتحديد الأثر

Test Summary	Chi-Sq. Statistic	Chi-Sq. d.f.	Prob.
Cross-section random	10.060546	4	0.0394

تشير نتائج هذا الاختبار أن القيمة المحسوبة بلغت 10.060546 والقيمة الاحتمالية 0,0394 وهي أصغر من القيمة المعنوية المعمول بها والمتمثلة في 0,05، بالتالي فإننا نرفض الفرضية الصفرية H_0 وأن النموذج الملائم هو نموذج التأثيرات الثابتة .

4.4 تقدير النموذج :

أظهرت نتائج التحليل أن معامل التحديد (R –Square) بلغ 0,494795، أي أن التغيرات تفسر ب 49.47% من متغيرات الدراسة و هي معنوية، أما القيمة الباقية 50.53% تعود إلى عوامل أخرى .

الجدول 5: نموذج التأثيرات الثابتة

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	21.52723	1.110214	19.39017	0.0000
DEVIS	11.22133	3.418680	3.282358	0.0012
PROFS	3.659286	1.561687	2.343162	0.0201
EQUIT	-4.55E-10	1.57E-10	-2.887975	0.0043
DEPT	7.65E-16	2.34E-16	3.272309	0.0013
R-squared	0.494795		F-statistic	8.346137
AdjustedR	0.435510		Prob(F-statistic)	0.000000
Durbin-Watson	1.958116			

5.4 نتائج اختبار الفرضيات :

حسب نتائج التحليل الإحصائي يظهر أن سياسة توزيع الأرباح DEVIS تؤثر على سعر السهم وذلك من خلال العلاقة الايجابية بينهما والمتمثلة في القيمة الموجبة المقدرة ب 11.22133، أي أن التغير بقيمة 11.22133 في سعر السهم ناتج عن التغير في نصيب السهم من التوزيعات النقدية للأرباح أما فيما يخص اختبار t فإن $\alpha = 5\%$ (أي 0.05)، قيمة الاحتمال = 0.0012، إذن $\alpha > \text{prob}$. بينما بلغت القيمة المحسوبة لاختبار F 8.346137 والاحتمال المقابل لها 0.000000، إذن $\alpha > \text{prob}$ ، وبالتالي من خلال النتائج نرفض الفرضية الصفرية والتي تنص على أنه سياسة توزيع الأرباح لا تؤثر على سعر السهم. ونقبل الفرضية البديلة .

حسب نتائج التحليل الإحصائي يظهر أن هناك تأثير بين ربحية السهم PROFS وسعر السهم وذلك من خلال العلاقة الايجابية بينهما والمتمثلة في القيمة الموجبة المقدرة ب 3.659286، أي أن التغير بقيمة 3.659286 في سعر السهم ناتج عن التغير في ربحية السهم. أما فيما يخص اختبار t فإن $\alpha = 5\%$ (أي 0.05)، قيمة الاحتمال = 0.0201، إذن $\alpha > \text{prob}$. بينما بلغت القيمة المحسوبة لاختبار F 8.346137 والاحتمال المقابل لها 0.000000، إذن $\alpha > \text{prob}$. بناء على هذه النتائج فإننا نرفض الفرضية الصفرية والتي تنص على أن ربحية السهم لا تؤثر على سعر السهم. ونقبل الفرضية البديلة .

حسب نتائج التحليل الإحصائي يظهر أن هناك تأثير بين حقوق المساهمين EQUIT وسعر السهم وذلك من خلال العلاقة السلبية بينهما والمتمثلة في القيمة السالبة والمقدرة ب (4.55E-10)، أي أن التغير بقيمة (4.55E-10) في سعر السهم ناتج عن التغير في حقوق المساهمين.

أما فيما يخص اختبار t فإن $\alpha = 5\%$ (أي 0.05)، وقيمة الاحتمال = 0.0043، إذن $\alpha > \text{prob}$. بينما بلغت القيمة المحسوبة لاختبار F 8.346137 والاحتمال المقابل لها 0.000000، إذن $\alpha > \text{prob}$. بناء على هذه النتائج، فإننا نرفض الفرضية الصفرية والتي تنص على أن حقوق المساهمين لا تؤثر على سعر السهم. ونقبل الفرضية البديلة .

حسب نتائج التحليل الإحصائي يظهر أن هناك تأثير بين مجموع الديون DEPT وسعر السهم وذلك من خلال العلاقة الايجابية بينهما والمتمثلة في القيمة الموجبة والمقدرة ب $7.65E-16$ أي أن التغير بقيمة $(7.65E-16)$ في سعر السهم ناتج عن التغير في حقوق المساهمين.

أما فيما يخص اختبار $\alpha = 5\%$ (أي 0.05)، قيمة الاحتمال = 0.0013، إذن $\alpha > \text{prob}$. بينما بلغت القيمة المحسوبة لاختبار F 8.346137 والاحتمال المقابل لها 0.000000، إذن $\alpha > \text{prob}$. بناء على هذه النتائج، فإننا نرفض الفرضية الصفرية والتي تنص على أن مجموع الديون لا تؤثر على سعر السهم. ونقبل الفرضية البديلة. من خلال قيمة F في الدراسة والمقدرة ب 0.000000 وهي أقل من القيمة المعنوية المعمول بها (5%)، يتضح لنا أن النموذج المقدر معنوي إحصائياً. أما بالنسبة لاختبار Durbin Watson: فقد بلغت قيمته 1.95 وهي قريبة من 2، بالتالي لا يوجد ارتباط تلقائي في العينة.

6.4 تفسير النتائج :

حسب التحليل الإحصائي، فإن سعر السهم يتأثر بصورة أكبر بسياسة توزيع الأرباح (11.22133)، بينما يتأثر بصورة أقل بربحية السهم (3.659286)، بالتالي فإن توزيعات الأرباح تؤثر على سعر السهم، فكلما زادت توزيعات الأرباح زادت قيمة السهم، كما أن هناك علاقة طردية بين المتغير التابع والمتغير المستقل (أي بين قيمة التوزيع النقدي للسهم وسعر السهم) وهذا ما يتفق مع دراسة Rachim , Allen , 1996. ووجود علاقة ايجابية بين سياسة توزيع الأرباح وسعر السهم، على عكس دراسة Khaled Hussainey 2011 ودراسة Basken 1989 التي توصلت إلى وجود علاقة سلبية بينهما، توصلت الدراسة أيضا إلى وجود علاقة ايجابية بين سعر السهم وربحية السهم، حيث أن ربحية السهم تعد محددًا لسعر السهم وارتفاع سعر السهم راجع إلى مدى تحقيق الشركة للأرباح، التغيرات في الأرباح تؤدي إلى تقلبات في أسعار الأسهم وأن هناك علاقة طردية بين المتغير التابع ومتغيرات التحكم، ما عدا حقوق المساهمين. من خلال نتائج الدراسة يتبين لنا أن المستثمرين في السوق السعودي يهتمون بتوزيعات الأرباح بدلا من الربح المستقبلي، وهذا ما يتفق مع نموذج Gordon والمتعلق بتفضيل المستثمرين لتوزيعات الأرباح بدلا من الربح الرأسمالي.

5. الخاتمة :

كان الهدف من هذه الدراسة اختبار العلاقة بين سياسة توزيع الأرباح وتقلب سعر السهم، خلال الفترة 2008-2018، لعينة مكونة من 20 شركة مالية وغير مالية مدرجة بالسوق المالي السعودي، كما درس العلاقة بين سعر السهم والمتغيرات الأخرى المتمثلة في ربحية السهم، حقوق الملكية، مجموع الديون .

توصلت الدراسة إلى مجموعة من النتائج تمثلت في وجود تأثير لسياسة توزيع الأرباح على سعر السهم، إضافة إلى تأثير متغيرات أخرى تمثلت في ربحية السهم، مجموع الديون، حقوق المساهمين، وجود علاقة ايجابية بين التوزيعات النقدية للأرباح وسعر السهم، وجود علاقة ايجابية بين ربحية السهم وسعر السهم، وجود علاقة ايجابية بين مجموع الديون وسعر السهم، كما توصلت أيضا إلى وجود علاقة سلبية بين حقوق المساهمين وسعر السهم . من خلال نتائج هذه الدراسة يمكن تقديم الاقتراحات التالية:

تطوير الدراسة من خلال إعادة إجرائها على عينة أخرى وتوسيع العينة لتشمل عدة قطاعات للوصول إلى نتائج أكثر وضوح ودقة ، إضافة متغيرات أخرى للدراسة ، زيادة فترة الدراسة (عدد سنوات الدراسة) ، تحليل البيانات نصف سنوية أو ربعية بدلا من السنوية ، تحليل العلاقة بين متغيرات الدراسة خلال كل سنة أو ربع سنة ومقارنتها ببعضها البعض

6. المراجع :

1. أبو الرب ن، و الظاهر م. (2006). أثر قرار توزيع الأرباح على سعر السهم وحجم التداول للشركات المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية. مجلة جامعة القدس للأبحاث والدراسات (28)، 260-290.
2. أبو ناصر م. (2004). دراسة تحليلية للعوامل المؤثرة على سياسة توزيع الأرباح النقدية. مجلة البحوث الحاكمة، كلية الأعمال، جامعة الأردن، 02 (03)، 3-20.
3. الخليل أ. (2005). الأسهم والسندات وأحكامها في الفقه الإسلامي. السعودية. السعودية : دار ابن الجوزي للنشر والتوزيع.
4. السوق المالية السعودية. (03 فبراير، 2020). السوق المالية السعودية. تم الاسترداد من موقع تداول: sa.www.tadawul . com

5. بن سليمان م. (2005). أحكام التعامل في الأسواق المالية المعاصرة. الرياض: دار كنوز إشبيليا للنشر والتوزيع.
6. بن سليمان م. (2010). الأسواق المالية من منظور إسلامي. جدة: مركز النشر العلمي.
7. بوحادرة ع. (2012). أثر اختيار الهيكل المالي على قيمة المؤسسة - دور سياسة توزيعات الأرباح في تحديد القيمة السوقية للسهم " دراسة حالة". (أطروحة ماجستير). جامعة قسنطينة. قسنطينة.
8. بوكساني ر. (2006). معوقات أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيلها. (أطروحة دكتوراة). جامعة الجزائر. الجزائر.
9. سمية ب. (قسنطينة). أثر التضخم على عوائد الأسهم " دراسة تطبيقية لأسهم مجموعة من الشركات المسعرة في بورصة عمان للفترة 1996 - 2006. (أطروحة ماجستير). جامعة قسنطينة. قسنطينة.
10. علي أسود ج. (2017). أثر الإعلان عن توزيعات الأرباح على أسعار أسهم الشركات المدرجة في سوق العراق. (أطروحة ماجستير). جامعة النيلين. مصر.
11. قشقة ح. (2017). أثر الإعلان عن توزيعات الأرباح على أسعار وقيم تداول أسهم الشركات المدرجة في بورصة فلسطين. (أطروحة ماجستير). جامعة غزة. غزة.
12. قوشقجي ن. (2018). أثر محددات سياسة توزيع أرباح الشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية وأثرها في القيمة السوقية للأسهم. مجلة جامعة البعث، 2(3)، 14.
13. محمد ز. (2010). أثر الاكتتاب العام على سياسة توزيع الأرباح. مجلة الباحث(8)، 20-45.
14. مرعي ع، و زكريا ن. (2013). أثر سياسة توزيع الأرباح على القيمة السوقية للسهم، "دراسة ميدانية". مجلة جامعة تشرين للبحوث والدراسات العلمية، سلسلة العلوم الاقتصادية والقانونية، 53(5)، 280-298.

15. مصطفى ص. (2017). العلاقة بين الأرباح المحاسبية وعوائد الأسهم، دراسة
قياسية لعينة من الشركات المدرجة في بورصات الخليج. أطروحة دكتوراة، جامعة
تلمسان. تلمسان.
16. موقع أرقام. (7 يناير، 2020). تم الاسترداد من موقع أرقام:
www.argaam.com
17. نادر ن، و حيدر و. (2015). العوامل المؤثرة في سياسة توزيع الأرباح النقدية
للشركات المدرجة في سوق دمشق للأسواق المالية. مجلة جامعة تشرين للبحوث
والدراسات العلمية، سلسلة العلوم الاقتصادية والقانونية، 37(3)، 155-170.
18. Allen Dave E و Rachim V. (2010). Dividend policy and stock
price volatility: Australian evidence. *Journal Applied Financial
Economics*. 192-174، (2)6،
19. Amidu M. (2007). How does dividend affect performance of the
firm on ghanatock exchange ? *Investement Management and
Financial Innovation*. 125-104، (2)4،
20. Baker K. (2009). *Dividends and dividend policy*. united states of
America :Kolb series in finance.
21. Bezawada B و Tati Ravi K. (2017). Dividend policy and firm
valuation – A study of Indian electrical equipment
manufacturing industry. *Theoretical Economics Letters*، (7)
.1245-1233
22. Bostanci F، Kadioglu E، Sayilgan G. (2018). Diterminants of
dividend payout decisions : Adynamic panel data analysis of
turkish stock market. *Internnational Journal of Financial
Studies*. 20-03،
23. Da silva L، Goergen M و Rennboog L. oxford university press
Inc. (*Dividend policy and corporate governance* .New york:
oxford university press Inc.
24. Gupta S و BandVashisht A. (2011). An emprical study on
relationship between dividend and value of firm in Indian
engineering industry. *Ims Manthan*. 30-10، (2)71،
25. Hassonn A، Tran H و Hao q. (2016). the determinants of
corporate dividend policy : Evidence from palestine. *Journal of
Finance and Investement Analysis*. 40-28، (4)5،

26. Ilyas S ،Adnan A و ،Farzand A .(2015) .Effect of Dividend Policy on Stock Prices .*Journal of Management Info-* 55 ،(1)6 ، .85
27. Jahfer A و ،Mulafara A .(2016) .Dividend policy and share price volatility: evidence from Colombo stock market .*Journal Managerial and Financial Accounting*.119-96 ،(2)8 ،
28. James C .(2002) .*Financial management and policy* .(الإصدار 12) India: Pearson Education.
29. Kazmierska B و ،Waik J .(2014) .determinants of dividend policy : Evidence from polish listed companies .*global conference on business economics management and tourism*.
30. Kiliñarçarlan E .(2018) .the factors determining the dividend policy of financial firms listed on the borsa Istanbul .*Journal Review of Socioeconomic and Administrative Studies* ،(1)32 ، .90-75
31. Ofer A و ،Thakor V .(1987) .A theory of stock price resopuses to alternative corporate cash disbursement mettdodes :stock repurchases and dividends .*Journal of Finance*.380-365 ،(6)
32. Raei R ،Moradi M و ،Eskender H .(2012) .Do dividend policies signal corporate opirating characteristics .*Journalofapplied Finance and Banking*.30-11 ،(4)2 ،
33. Thanswarat S .(2012) .Impact of dividend annonncement on stockreturn .*the 2012international (spring) , coference on asia pacific business innovation and technology management*.