

دراسة وتحليل تأثير سياسة توزيع الأرباح على أداء أسهم المؤسسات المدرجة في السوق المالي
- حالة سوق دبي المالي في الفترة ما بين 2011 - 2014 -

**Study and analysis of the influences of the profits distribution policy on stocks
exchange performance of the companies listed on the Financial Market
- case of Dubai Financial Market 2011-2014-**

رشيد حفصي

جامعة قاصدي مرباح ورقلة، الجزائر

rachid83h@gmail.com

ملخص :

يحاول هذا المقال تحليل تأثير سياسة توزيع الأرباح على القيمة السوقية لأسهم المؤسسات المدرجة في سوق دبي المالي، حيث شملت العينة 30 مؤسسة مدرجة في السوق خلال الفترة الممتدة من سنة 2011-2014 موزعة على كافة القطاعات في السوق، ومن أجل معالجة الموضوع وإختبار فرضياته تم الإعتماد على نماذج الإنحدار الخطي المتعدد والبسيط. وتبين من خلال الدراسة أن هناك علاقة ذات دلالة إحصائية بين سياسة توزيع الأرباح ممثلة في (نصيب السهم من التوزيعات النقدية، ربحية السهم) وقيمة أسهم المؤسسات المدرجة في سوق دبي المالي، بينما لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين الأرباح المحتجزة وقيمة السهم. **الكلمات المفتاحية :** قيمة سهم، سياسة توزيع الأرباح، توزيعات نقدية، ربحية سهم، أرباح محتجزة، سوق دبي المالي.

Abstract:

The main objective of this research is to analyze the influences of the distribution profits on the market value of company stocks exchange listed in Dubai Stock Exchange, 30 companies have been involved in this study from the year 2011 to the year of 2014, which encompassed all sectors in the market, In order to address this topic and test its hypotheses, we count on using a simple and multiple regression model.

The results has shown that there is relationship between the dividend policy represented in the (per share dividend, Earning per share) and the stock market value of the companies listed on the Dubai Financial Market, whereas, and doesn't any relationship between the Retained Earnings Ratio and the stock market value.

Keywords: Evaluate shares, dividend policy, cash dividends, profit shares, Dubai Financial Market.

تمهيد :

أفضت التغيرات الحاصلة في الميدان الإقتصادي والمالي إلى دفع المؤسسات الإقتصادية للبحث عن طرق وأساليب تمكنها من الإستمرارية وتحقيق مستويات مقبولة للأداء بكافة أنواعه خاصة المتعلق بالأداء المالي ويرتبط هذا الأخير حسب العديد من الباحثين بالقرارات المالية التي تتخذها هذه الأخيرة، فالنظرة الحديثة للإدارة المالية تعتمد على تعظيم ثروة الملاك من خلال تعظيم القيمة السوقية للمؤسسة، ولا يكون هذا إلا من خلال توزيع الأرباح المجزية لهؤلاء المالكين غير أن الظروف الغير المستقرة التي تعيشها المؤسسة تجعل من الصعوبة بمكان اتخاذ بعض القرارات التي يمكن أن يكون لها أثر كبير على القيمة السوقية للمؤسسة.

لذلك تعتبر سياسة توزيع الأرباح إحدى القرارات المالية التي من شأنها تأثير على القيمة السوقية للمؤسسة، غير أن هذا الأخيرة عادة ما ترتبط بقرار التمويل باعتبار الأرباح المحتجزة أحد العناصر التي تدخل في التمويل الذاتي من جهة، وقرار استثماري من جهة أخرى إذا اعتمدت على النقدية المتاحة الناتجة عن العمليات التشغيلية، وقد تشمل آثار هذه القرارات الفرص الاستثمارية المتاحة للمؤسسة، وعلى الرغم من ذلك فإنه لا يزال هذا الأخير مثار جدل بين الباحثين والمحللين الماليين ويمتاز بالغموض وعدم استكمال جميع جوانبه، وهو ما تؤكد الدراسات التي أجريت حول هذا الموضوع ومن أشهرها فرضية (Miller (M&M, 1961) and Modigliani التي أكدت على أن سياسة توزيع الأرباح ليست لها أي تأثير على القيمة السوقية للمؤسسة، ثم توالى بعد ذلك الدراسات لتثبت تأثير سياسة توزيع الأرباح على القيمة السوقية للمؤسسة أم لا ومن بين هذه الدراسات نجد دراسة (Myron Gordon & John Litner) والتي توصلت إلى أن سياسة توزيع الأرباح لها تأثير مباشر على القيمة السوقية للمؤسسة. تعد بورصة دبي من بين أهم الأسواق المالية العربية الناشطة والتي تضم عدد لا بأس به من المؤسسات المختلفة ضمن قطاعات مختلفة، حيث تولى هذه الأخيرة أهمية كبيرة لسياسة توزيع الأرباح.

بناء على ما سبق، تتجسد مشكلة البحث في السؤال الرئيسي التالي: هل تؤثر سياسة توزيع الأرباح على سعر السوقي لأسهم مؤسسات المساهمة العامة المدرجة في سوق دبي المالي خلال الفترة الممتدة من سنة 2011 إلى 2014 ؟ تسعى هذه الدراسة إلى اختبار الفروض التالية:

H1: توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين التوزيعات النقدية وسعر السهم.

H2: توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين ربحية السهم وسعر السهم.

H3: توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين الأرباح المحتجزة وسعر السهم.

1 - الإطار النظري لسياسة توزيع الأرباح:

تقوم المؤسسة بعدة نشاطات تسعى من خلالها لتحقيق الأرباح، ففي حال تحقيق ربح نجد المؤسسة نفسها أمام خيارين للتصرف بهذه الأموال التي حصلت عليها، إما توزيع جزء منها على المستثمرين أو احتجاز جزء من تلك الأرباح لإعادة استثماره فيما بعد لغايات التوسع والنمو، وباعتبار قرار توزيع الأرباح مهم جدا للملاك فقد أخذت حظا كبيرا من اهتمامات الباحثين والدارسين لهذا الموضوع، ومن جملة التعاريف المقدمة نجد التعريف الذي قدمه الباحث عاطف جابر لسياسة توزيع الأرباح على أنها: "كيفية التصرف في الأرباح التي حققتها المؤسسة، وذلك إما باحتجازها ومن ثم إعادة استثمارها في المؤسسة، أو توزيعها على المساهمين بإتباع شكل من أشكال التوزيعات المختلفة، وذلك إما في شكل نقدي أو عن طريق أسهم"¹. وتُعرف كذلك على أنها "تلك الدفعات المقررة توزيعها على حملة الأسهم العادية وفقا لربحية المؤسسة التي تحققها من أنشطتها المختلفة وسيولتها"².

وأيضا يمكن أن تعرف سياسة توزيع الأرباح على أنها "الحلقة المفقودة بين التوزيعات والنمو، باعتبارها تؤثر في ذات الوقت على مستوى كل من التوزيعات ومعدل النمو، بحيث يعتبر النمو أحد مكونات نموذج التوزيعات، وبذلك ينظر إلى مسألة التوزيعات على أساس اختيار بين توزيعات نقدية حالية ومعدل النمو المستقبلي"³. ومن خلال هذه التعاريف نجد أن سياسة توزيع الأرباح هي تلك السياسة التي تضعها المؤسسة، والمرتبطة بطبيعتها والمتوافقة مع قراراتها الحالية، بخصوص التوزيع الأرباح على حملة الأسهم في شكل نقدي أو عيني (أسهم)، أو احتجاز جزء من الأرباح لضرورة قراراتها المستقبلية المرتبطة بالتوسع وفرص النمو والاستثمار.

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

- ويرى Pascal François أن هناك مجموعة من العوامل التي يمكن أن تؤثر في سياسات توزيع الأرباح لخصها فيما يلي:
- **توافر السيولة النقدية:** تعتبر مؤشر هام لأن الأرباح الموزعة تمثل تدفقات نقدية خارجية، وبالتالي فإنه كلما كانت المؤسسة ذات موقف جيد من حيث السيولة كلما زادت قدرتها على دفع توزيعات الأرباح؛⁴
 - **النمو والتوسع:** حيث إذا كانت المؤسسة تمر بمرحلة نمو، فإنها سوف تحتاج إلى موارد مالية متاحة لتمويل عملية التوسع والنمو، ومن ثم الاعتماد على مصادر التمويل الذاتي قد يكون أفضل من اللجوء إلى مصادر تمويل خارجية (الاستدانة)، وهذا ما يدعو المؤسسات إلى القيام باحتجاز الأرباح بدلا من توزيعها، ما يعفيها من مصاريف التي قد تنجم عن الاستدانة؛⁵
 - **تفضيلات المساهمين الحاليين:** تعتبر تفضيلات المساهمين الحاليين للمؤسسة من أهم محددات سياسة توزيع الأرباح، ففي المؤسسات التي تنحصر ملكيتها في مجموعة صغيرة من الأفراد المستثمرين يكون هنالك اتجاه واضح نحو احتجاز نسبة عالية من الأرباح وتوزيع نسبة صغيرة على المساهمين، حيث أن المساهمين الحاليين يفضلون تأمين احتياجات التمويل بالملكية عن طريق الأرباح المحتجزة بدلا من إصدار أسهم جديدة، حتى لا يخسروا سيطرتهم على المؤسسة بدخول مساهمين جدد، وعدم الاقتراض حتى لا يتحملوا مصاريف (فوائد) القروض.
 - **التشريعات القانونية:** تختلف القواعد والتشريعات القانونية التي تؤثر على سياسة توزيع الأرباح من بلد إلى بلد آخر، ومن زمن إلى آخر، وعادة ما تركز هذه القوانين على أربعة قواعد رئيسية وهي: قاعدة الأرباح الصافية، قاعدة إضعاف رأس المال، قاعدة الإعسار، قاعدة العقوبة الضريبية، وتعتبر هذه القواعد تعتبر قيودا ملزمة للمؤسسات عندما تضع الإطار العام لسياسة توزيع الأرباح التي تتبناها؛
 - **الفرص الإستثمارية المربحة أمام المؤسسات:** إذا لم تتوفر للمؤسسة أي فرص استثمارية مربحة تقوم بتوزيع الأرباح التي تحققت على المساهمين، أما إذا توفرت الفرص الاستثمارية المربحة للمؤسسة، فإنها تلجأ إلى استخدام الأرباح المحققة لتمويل تلك الفرص.

2- أشكال توزيعات الأرباح:

- هناك العديد من الطرق لتوزيع الأرباح في المؤسسات ومن جملتها نجد ما يلي:
- **الأسهم المجانية Stock Dividend:** تلجأ العديد من المؤسسات إلى توزيع أسهم جديدة على المساهمين بدلا من دفع توزيعات نقدية، فهذا الإجراء يتطلب أن تمتلك المؤسسة احتياطات وأرباح محتجزة بشكل كبير، وترغب في احتجاز المزيد من الأرباح على شكل احتياطات في المستقبل، كأن يكون لها فرص استثمارية واعدة، ومن بين الآثار الجوهرية لهذه السياسة هو انخفاض القيمة السوقية للسهم، لذا تلجأ إليها المؤسسة عندما ترتفع القيمة السوقية للسهم بدرجة كبيرة، ويخشى معها تناقص عدد المستثمرين الراغبين في شراء أسهمها.⁶
 - وكذلك فإن هذا النوع من التوزيع يتميز بعدم خضوعه للضريبة، وأن هذه العملية تقوم بتعديل ملكية المساهمين بحيث يكون لكل مساهم نسبة أكبر من السابق، وبدون إحداث أي تغيير على ثروة المساهم.
 - **اشتقاق الأسهم Stock Splits:** يُعتبر اشتقاق الأسهم بديلا آخر لتوزيع الأرباح النقدية، فعند قيام المؤسسة بهذا الإجراء ينتج عن كل سهم أسهم إضافية، الأمر الذي يؤدي إلى زيادة عدد أسهم المؤسسة من خلال تخفيض القيمة الاسمية للسهم، ويتم استخدام هذا البديل عادة لإعطاء الأسهم مرونة في التداول ولخلق زيادة في الطلب على الأسهم، وذلك من خلال أن زيادة عدد الأسهم في رأسمال المؤسسة من خلال تلك العملية يؤدي إلى تخفيض توزيعات السهم الواحد عند ثبات مبلغ التوزيعات، أو إلى ثبات توزيعات السهم الواحد مع زيادة مبلغ التوزيعات الإجمالية.

وتجدر الإشارة إلى أن هناك تشابه بين اشتقاق الأسهم وبين التوزيعات الأسهم من الناحية المالية، ولكن من وجهة نظر محاسبية هناك اختلاف، حيث أن المبادئ المحاسبية تعالج توزيع الأسهم بنسبة 25% من الحصص على أنها تجزئة للسهم في حين أن هناك توزيعات أقل يمكن تصنيفها على أنها توزيع أرباح على شكل أسهم.⁷

- **معكوس الاشتقاق Reverse Stock Splits**: تلخص فكرة معكوس الاشتقاق في قيام المؤسسة بعملية تخفيض عدد أسهمها، وهو كما يظهر من اسمه ينطلق من نفس مبدأ عملية اشتقاق الأسهم لكن بطريقة عكسية الأمر الذي يؤدي إلى رفع القيمة الاسمية للسهم، وبالتالي لا يحدث أي تغيير على مستوى الهيكل المالي للمؤسسة عدا عدد الأسهم الذي ينخفض، لذلك تعتبر طريقة الاشتقاق العكسي سياسة لمنع انخفاض سعر السهم إلى مستويات متدنية جدا.⁸

- **إعاد الشراء الأسهم Stock Repurchase**: تعتبر هذه الطريقة من الطرق البديلة لتوزيع الأرباح حيث يقصد بعملية إعادة شراء المؤسسة لأسهمها هو أن تقوم باستعمال فائض النقد لديها في شراء أسهمها المتداولة، ومثل هذه الإجراءات تؤدي إلى خلق ما يسمى بالأسهم النقدية Treasury Stock وهي عبارة عن أسهم سبق إصدارها ثم أعيد شرائها بأحد الطريقتين، فقد يشتري من سوق المفتوحة Open Market وهذا بعد إعلان عن ذلك كأني مستثمر آخر، وقد يتم الشراء من خلال ما يسمى بعروض المناقصات Tender offer لعدد من الأسهم وبسعر محدد، ويكون هذا السعر في الأغلب أكبر من السعر السائد في السوق خلال فترة محددة، كما توجد طريقة أخرى والتي تسمى بإعادة شراء الأسهم المستهدفة والتي من خلالها تدخل إدارة المؤسسة في عملية التفاوض مع حاملي النسبة الكبيرة لأسهم المؤسسة لشراء حصصهم من خلال تحفيزهم بعرض مميز، وفي العادة تقوم المؤسسة بهذا الإجراء لمواجهة السيطرة بعض المستثمرين على المؤسسة، أو إذا كان سعر السهم السوقي أقل من قيمته الحقيقية.

ولقد شهدت سياسة إعادة شراء الأسهم نموا مذهلا في الولايات المتحدة الأمريكية وفي أوروبا، ويرى كل من (LEE ET SUH 2009) أنه يوجد ميول واضح في الولايات المتحدة لعملية إعادة شراء الأسهم والتي تعتبر بديلا لعملية التوزيعات النقدية، وهذا الميول بلغ أعلى قيمة له في سنة 2002 وقدر بنسبة 50% من التوزيعات للمساهمين، ثم انخفضت هذه النسبة إلى 36% في سنة 2006، كما لوحظ أن معدل إعادة الأسهم (قيمة إعادة شراء الأسهم مقسومة على النتيجة الإجمالية) وصل إلى 41.8% سنة 2000.⁹

ويظهر من خلال الشكل رقم (01) أن سياسة إعادة شراء الأسهم وسياسة توزيع الأرباح النقدية لهما تأثير على مضاعف الربحية Per، إذ أن توزيعات الأرباح النقدية تؤدي إلى تذبذب سعر السهم في السوق المالي بافتراض الثبات النسبي لأرباح المؤسسة مستقبلاً، في حين أن سياسة إعادة الشراء تؤثر إيجابياً على كل من سعر السهم في السوق المالي، وربحية السهم الواحد.¹⁰

- **توزيعات العينية للأرباح**: وتسمى أيضا بتوزيعات النوعية بحيث تقوم إدارة المؤسسة بإجراء توزيعات بضاعة أو عقار أو استثمار وهذا عوضا عن التوزيعات النقدية، بحيث تلجأ المؤسسات إلى هذا النوع من التوزيعات في حالة العسر المالي وعدم توفر السيولة اللازمة، ولكن هذا النوع من التوزيع غير مرغوب فيه لدى المساهمين بحيث أن التوزيع النقدي هو الذي يتيح قدرا أكبر من الحرية للمساهمين في إشباع رغباتهم.¹¹

3- النظريات المفسرة لسياسة توزيع الأرباح:

أثار موضوع تأثير سياسة توزيع الأرباح على القيمة السوقية للمؤسسة جدل كبير بين الباحثين فيما يتعلق بتأثير هذه الأخيرة على قيمة السوقية للمؤسسة أو عدم تأثيرها لذلك قام بعض الباحثين بمحاولة تفسير هاته الأخيرة من خلال جملة من النظريات أهمها:

- **نظرية حيادية سياسة توزيع الأرباح**: يعود الفضل في إكتشاف هذه النظرية إلى إقتصاديان Miller and Modigliani 1961 حيث بموجب هذه النظرية فإن قرار توزيع الأرباح لا أثر له على سعر السهم في السوق -القيمة السوقية للمؤسسة-، وإنما تتأثر قيمة المؤسسة فقط بالأرباح التي تحققها ومخاطر أصولها أو استثماراتها، أي أن القيمة

السوقية للمؤسسة تتأثر فقط بالدخل المتولد من إدارة الأصول وليس بكيفية تقسيم هذا الدخل إلى توزيعات نقدية على المساهمين وأرباح محتجزة، وأكدوا أن كفاءة الاستثمارات هي المحدد الرئيس لثروة المساهمين، لهذا نجد أن المستثمرين لا يميزون بين الحصول على توزيعات نقدية وبين إعادة استثمار المؤسسة لأرباحها المحققة لتحقيق النمو، الذي بدوره يؤدي إلى زيادة المكاسب الرأسمالية لهم عن طريق زيادة الأسعار السوقية للأسهم التي بحوزتهم، وتقوم فكرة (M&M) على أن ثروة الملاك تُقيل إجراء التوزيعات تتمثل في قيمة الأسهم العادية في السوق المالي، مضافا إليها قيمة التوزيعات التي أعلن عنها، فإذا حققت المؤسسة أرباحا وقررت توزيع جزء منها فإن القيمة السوقية للسهم ستنخفض بمقدار التوزيعات، وأما إذا تقرر احتجاز الأرباح فإن القيمة السوقية للأسهم سترتفع بمقدار الأرباح المحتجزة، وللإشارة فإن الافتراضات التي تقوم عليها هذه النظرية غير واقعية، بحيث جادل (M&M) بأن صلاحية النظرية لا تعتمد على أرض الواقع بقدر ما تتحدد بالاختبارات العلمية.¹²

- **نظرية العصفور في اليد:** تنسب هذه النظرية إلى كل من (Myron Gordon & John Litner)، وجاءت كانتقاد لنظرية (M&M)، التي قامت عليها النظرية الأولى ألا وهي عدم وجود علاقة بين سياسة توزيع الأرباح ومعدل العائد المطلوب على الأموال المملوكة، وتشير هذه النظرية إلى أن سياسة توزيع الأرباح لها تأثير مباشر على قيمة السوقية للمؤسسة من خلال تأثيرها في سعر السهم السوقي وهذا من خلال أن معدل العائد المطلوب على الأموال المملوكة ينخفض بارتفاع توزيعات الأرباح، وهذا راجع إلى أن درجة تأكد المستثمرين حول حصولهم على مكاسب الرأسمالية المتحققة من الأرباح المحتجزة أقل من درجة تأكد حصولهم على التوزيعات، حيث تزداد درجة المخاطرة نتيجة ارتفاع حالة عدم التأكد المصاحبة لاحتجاز الأرباح وإعادة استثمارها، مما يعني تفضيل المستثمرين لتوزيع الأرباح على تحقيق مكاسب رأسمالية في المستقبل، كون الأرباح الموزعة في الوقت الحاضر أكثر تأكداً من احتمالية الحصول على مكاسب رأسمالية في المستقبلية.¹³

- **نظرية التفضيل الضريبي:** طبقا لهذه النظرية إذا كانت الأرباح الرأسمالية المتعلقة ببيع الأسهم لا تخضع للضريبة، أو كانت نسبة الضرائب على هذه الأرباح أقل من نسبة الضرائب على الأرباح النقدية الموزعة فإن المستثمرين يفضلون المؤسسات التي لا توزع أرباحا نقدية، والتي تقوم بالاحتفاظ بالأرباح على شكل أرباح غير موزعة، وكلما انخفضت نسبة التوزيعات النقدية على حساب الأرباح غير الموزعة، ارتفعت ثروة المساهمين، هذا مع بقاء العوامل الأخرى ثابتة، وعليه فإن المستثمرين سوف يطالبون المؤسسات التي تقوم بتوزيع أرباح نقدية كبيرة بعائد أكبر مما يقبلون به في المؤسسات التي لا توزع أرباحا نقدية، وذلك لتعويض قيمة الضرائب التي سوف يدفعونها على أرباحهم النقدية.

- **نظرية الإشارة:** تنص هذه النظرية على أن المسيرين يستخدمون التغير في دفع توزيعات الأرباح كوسيلة لإيصال معلومات خاصة عن المؤسسة للمستثمرين الخارجيين وحملة الأسهم حول الأرباح المستقبلية للمؤسسة، وبالتالي فإن التوزيع الأعلى سوف يعطي إشارة للمستثمرين بأن تنبؤ المؤسسة للأرباح المستقبلية يكون إيجابيا، وبمعنى آخر لو كان المستثمرون يتوقعون من المؤسسة أنها توزع نسبة أقل من توزيعات الأرباح - بينما قامت بدفع نسبة أعلى - فإن سعر السهم سوف يرتفع، والعكس صحيح، لو توقع المستثمرون نسبة عالية من توزيعات الأرباح، في حين أن المؤسسة دفعت نسبة أقل بكثير، فإن سعر السهم سوف ينخفض في سوق المالي.¹⁴

4 - منهجية الدراسة:

يتضمن هذا الجزء كيفية إختيار مجتمع الدراسة، العينة المختارة وتحديد المتغيرات، كيفية قياسها وطريقة جمعها، طرق المعالجة وتحليل البيانات.

1.4 - مجتمع وعينة الدراسة:

يتكون مجتمع الدراسة من جميع مؤسسات المساهمة المدرجة في سوق دبي المالي والبالغ عددها 65 مؤسسة خلال الفترة الممتدة ما بين 2011-2014، أما فيما يتعلق بعينة الدراسة فقد تم إختيار هذه العينة مكونة من 30 مؤسسة مدرجة في سوق دبي المالي تنتمي لمختلف قطاعات الإقتصاد إماراة دبي، ومع إلغاء المؤسسات التي تنتمي للقطاع المالي وعددها 28 مؤسسة وقد تم إختيار هذه العينة كذلك بناء على الإعتبارات التالية:

- أن تكون المؤسسة قائمة ومدرجة في سوق دبي المالي، وأن تكون أسهمها متداولة خلال فترة الدراسة؛
- أن لا يكون قد حدث لمؤسسة أحداث يمكن أن تؤثر في وضعيتها المالية مثل الإندماج أوالإتحاد... الخ خلال فترة الدراسة؛
- أن يتوافر معلومات عن حركة تداول أسهمها في السوق المالي أثناء فترة الإختبار؛
- أن تكون البيانات حول هذه المؤسسة متاحة؛
- أن تكون السنة المالية المعتمدة من N/01/01 إلى N/12/31.

2.4- أساليب جمع البيانات:

قام الباحث بجمع البيانات اللازمة لهذه الدراسة من خلال البيانات المالية المتعلقة بالمؤسسات الواقعة ضمن عينة الدراسة، بحيث تم الحصول عليها من خلال التقارير الإحصائية الصادرة عن هذه المؤسسات بشكل سنوي، ومن دليل الشركات ومن منشورات سوق دبي المالي في موقع الرسمي للبورصة ابتداء من سنة 2010 إلى سنة 2014، مع متابعة حركة تداول أسهم المؤسسات للحصول على حجم التداول، التقارير السنوية وأخبار السوق التي تبين فيها أهم الأحداث التي تواجه المؤسسة مثل الاندماج، والتصفية... الخ.

3.4- متغيرات الدراسة وكيفية قياسها:

إشتملت متغيرات الدراسة ثلاثة متغيرات مستقلة ومتغير تابع، وحددت المتغيرات المستقلة في نصيب السهم من الأرباح النقدية الموزعة، نصيب السهم من صافي الأرباح، نصيب السهم من الأرباح المحتجزة والتي تعتبر مهمة من وجهة نظر الباحث في انعكاس تأثيرها على قيمة السهم، أما المتغير التابع فتمثل في سعر السهم حيث يعكس هذا الأخير أداء سهم المؤسسة وقيمتها السوقية حيث اعتمدنا على متوسط سعر السهم خلال الفترة 2010-2014، وفيما يلي تعريف بمتغيرات الدراسة:

- نصيب السهم من الأرباح النقدية الموزعة DPA: تدل هذه النسبة على العائد الذي يمكن أن يحصل عليه المستثمر أوالمؤسسة في شكل توزيعات نقدية وهي حصيلة قسمة الأرباح النقدية الموزعة على عدد الأسهم المكتتب فيها؛
- نصيب السهم من الأرباح المحتجزة RRC: هي عبارة عن قيمة التي تحتجزها المؤسسة وتمثل في الفرق بين الأرباح المحققة والتوزيعات الأرباح، ويمكن الحصول عليها من خلال قسمة الأرباح غير الموزعة السنوية على عدد الأسهم المكتتب فيها؛
- نصيب السهم من صافي الأرباح BPA: (ربحية السهم) وتسمى كذلك نسبة العائد على السهم، ويقاس هذا المعدل ما يستحق لحملة الأسهم من أرباح والتي نحصل عليها من قسمة الأرباح الصافية السنوية على عدد الأسهم المكتتب فيها؛
- سعر السهم للسهم PRIX: من أجل الحصول على أفضل تمثيل لهذا المتغير فقد اعتمدنا متوسط سعر السهم معبرا عنه بمتوسط سعر الإغلاق للسهم لكل مؤسسة من المؤسسات ضمن العينة خلال الفترة الممتدة من 2011 إلى غاية 2014، وتعتبر القيمة السوقية للسهم المعيار الأساسي بالنسبة للمستثمر لتقييم الوضعية المالية للمؤسسة ومدى إمكانية استمرارها ونموها.

- الخطأ العشوائي: يرجح وجود هذا الخطأ إلى عدة أسباب مختلفة منها ما تعلق بإهمال بعض المتغيرات المستقلة الممكن تأثيرها على المتغير التابع، الصياغة الرياضية غير السليمة للنموذج، أو نتيجة حدوث خطأ في كل من تجميع بعض البيانات وقياس المتغيرات المالية.

4.4- الأساليب والأدوات الإحصائية المستعملة:

تم الإعتماد في هذه الدراسة على أسلوب الانحدار الخطي البسيط والمتعدد للاختبار وإثبات مدى صحة فرضيات الدراسة عند مستوى دلالة $(\alpha > 0.05)$ ودرجة ثقة (95%) ، ومن أجل ذلك تم الإستعانة بالبرنامج الإحصائي **EViews 5** والبرنامج الإحصائي **NCSSGESS 2007** لتقدير النموذج في ظل وجود مشكلة التعدد الخطي وذلك باستعمال طريقة مقدرات انحدار الحرف العادية (Ordinary Ridge Regression) ORR) بدلا من مقدرات طريقة المربعات الصغرى، وذلك باستخدام البرنامج الإحصائي **NCSSGESS 2007**.

5.4- عرض النتائج:

بعد تحديد طريقة وأدوات الدراسة سنتناول في ما يلي عرض النتائج المتوصل إليها وتحليلها ومناقشتها، من أجل الوصول إلى النتيجة النهائية ومقارنتها مع نتائج الدراسات السابقة.

قبل الشروع في بناء النموذج، واختبار فرضياته، نقوم بعرض نموذج الدراسة.

1.5.4- تقدير النموذج الانحدار المتعدد وعرض النتائج:

يكون النموذج المقدر المقترح لدالة الانحدار المتعدد للمتغيرات قيد الدراسة كما هو مبين في المعادلة التالية:

$PRIX_{i,t}$: سعر السوقي للسهم i للمؤسسات العينة في الفترة t ومعبّر عنه بمتوسط سعر السهم خلال الفترة المحددة؛

$DPA_{i,t-1}$: نصيب السهم i من الأرباح النقدية الموزعة في الفترة $t-1$ ؛

$BPA_{i,t-1}$: ربحية السهم الواحد للمؤسسة i في الفترة $t-1$ ؛

$RRC_{i,t-1}$: نصيب السهم i من الأرباح المحتجزة في الفترة $t-1$ ؛

$\varepsilon_{i,t}$: الخطأ العشوائي لنموذج الانحدار المتعدد؛

وننوه هنا انه تم استخدام فاصل زمني مقدره فترة واحدة (سنة واحدة) بين المتغيرات المستقلة والمتغير التابع في الدراسة حيث تقاس توزيعات السهم الواحد وربحية السهم الواحد ونصيب السهم من الأرباح المحتجزة في الفترة السابقة على فترة قياس التغيرات بالنسبة للسعر السهم.

1.1.5.4- تحليل نتائج الارتباط:

بناء على نتائج تحليل الارتباط لعينة الدراسة والواردة في الجدول رقم (01) والذي يتضمن معاملات الارتباط بين المتغيرات المستقلة والمتغير التابع لمعرفة مدى ارتباط المتغيرات (BPA ، DPA ، RRC) مع المتغير التابع $PRIX$ وقد كشفت نتائج مصفوفة معاملات الارتباط وجود علاقة ارتباط قوية بين المتغير التابع سعر السهم السوقي $PRIX$ والمتغير المستقل ربحية السهم الواحد BPA حيث بلغ معامل الارتباط 0.763، وكذلك كشفت النتائج عن وجود علاقة ارتباط قوية ولكنها أقل من سابقتها بين نصيب السهم من الأرباح المحتجزة RRC والسعر السوقي للسهم بمعامل ارتباط 0.754 ، وعن وجود علاقة ارتباط قوية بين توزيعات السهم الواحد DPA والسعر السوقي للسهم بمعامل ارتباط بلغ 0.731.

كذلك كشفت نتائج تحليل الارتباط عن وجود علاقات بين بعض المتغيرات المستقلة للدراسة، فقد أظهرت معاملات الارتباط عن وجود علاقة ارتباط قوية بين ربحية السهم الواحد BPA والمتغير نصيب السهم من التوزيعات DPA و نصيب السهم من الأرباح المحتجزة RRC حيث معامل الارتباط على التوالي 0.971، 0.991، وعن وجود علاقة ارتباط قوية بين توزيعات السهم الواحد DPA ونصيب السهم الواحد من الأرباح المحتجزة RRC حيث بلغ معامل الارتباط 0.934.

2.1.5.4 - تحليل الإنحدار:

توضح نتائج تحليل الإنحدار المتعدد الواردة في الجدول (02)، من أجل تقدير معالم النموذج وتحديد القدرة التفسيرية للنموذج أن المتغيرات المستقلة تفسر 60.49% من التغير في السعر السوقي للسهم (أداء السهم) حيث بلغ معامل التحديد 60.49% ومعامل التحديد المعدل 59.47%.

أما فيما يتعلق بالمعنوية الإحصائية للمعالم فيمكن قبول مقدرات نصيب السهم من التوزيعات DPA ونصيب السهم من الأرباح المحتجزة RRC وربحية السهم الواحد BPA، كأساس لمعالم المجتمع الإحصائي، وإنطلاقاً من نتائج التقدير وبالنظر إلى عمود قيم الاحتمالات Prob يمكن تحديد المتغيرات المستقلة المفسرة للمتغير التابع وهي نصيب السهم من التوزيعات DPA ونصيب السهم من الأرباح المحتجزة RRC وربحية السهم الواحد BPA فهي تختلف معنوياً عن الصفر بسبب أن قيم المرافقة لعمود الاحتمالات هي أقل من معنوية الإحصائية 0.05.

3.1.5.4 - إختبار المعنوية الكلية للنموذج:

نهدف من خلال هذا الإختبار قياس مدى إمكانية قبول هذا النموذج إحصائياً وذلك من خلال إختبار المعنوية الإحصائية الكلية له من خلال مستوى الدلالة المرفقة بإحصائية فيشر والموجودة في الجدول رقم 02 والمقدرة ب: 0.00000، فهي أقل من نسبة المعنوية (05%)، ومنه للنموذج معنوية إحصائية.

4.1.5.4 - إختبار الذاتي للأخطاء:

نعتمد لإختبار وجود علاقة الارتباط الذاتي بين الأخطاء على إختبار Breusch-Godfrey الذي يتركز على مضاعف لاغرانج والذي يتوزع توزيع كاي دو، بحيث يسمح باختبار وجود ارتباط ذاتي من درجة أكبر من الواحد، وتبين النتائج الواردة في الجدول رقم 03 أن إحصائية مضاعف لاغرانج المحسوبة تساوي $LM = n \cdot R^2 = 45.62$ فهي أكبر تماماً من القيمة المحدولة لتوزيع $X^2 P$ أي بدرجة حرية 1 ونسبة معنوية 5% والتي تساوي 3.841، وهذا ما تبينه القيمة الاحتمالية المرفقة حيث بلغت $prob = 0.00000$ وهي أقل تماماً من المعنوية الإحصائية 0.05، وبالتالي نرفض الفرضية العدم H_0 ونقبل الفرضية H_1 أي أن هناك ارتباط ذاتي بين الأخطاء من الدرجة الثانية.

5.1.5.4 - إختبار تجانس تباين الأخطاء:

نستعمل لإختبار ARCH من أجل إختبار تجانس تباين الأخطاء، وذلك بالإعتماد على مضاعف لاغرانج والذي يتوزع توزيع كاي دو، وإنطلاقاً من النتائج الواردة في الجدول رقم 04 نجد أن القيمة المحسوبة للمضاعف لاغرانج $Obs \cdot R\text{-squared} = 34$ فهي أكبر تماماً من القيمة المحدولة لتوزيع أي بدرجة حرية 1 ونسبة معنوية 5% والتي تساوي 3.841، وهذا ما تبينه القيمة الاحتمالية المرفقة حيث بلغت $prob = 0.00000$ وهي أقل تماماً من المعنوية الإحصائية 0.05 وبالتالي نرفض الفرضية العدم H_0 ونقبل الفرضية H_1 وهذا يدل على عدم ثبات تباين البواقي.

وبناء عليه فإنه، يمكن كتابة معادلة الانحدار المتعدد من خلال نتائج التي تظهر في الجدول رقم (2) على النحو التالي:

$$PRIX = 5.344 + 25.398 DPA + 32.988 BPA - 29.821 RRC$$

$$R^2 = 60.49 \quad F_{STAT} = 59.20 \quad (.) : t\text{-Statistic} \quad n : 120$$

وكما هو معلوم أنّ من بين الشروط قبول نموذج المقدر هو عدم وجود تداخل في المتغيرات المستقلة فيما بينها، وكذلك عدم وجود ارتباط ذاتي بين حدود المتغير العشوائي من جهة، وأنّ هذا المتغير العشوائي يتوزع توزيعاً طبيعياً، وبعد أن تم التأكد من هذه الاختبارات أظهرت النتائج المتحصل عليها وجود تداخل بين المتغيرات المستقلة وارتباط ذاتي بين الأخطاء وعدم وجود توزيع طبيعي لهذا المتغير العشوائي، مما يعني أن هذا النموذج غير صالح للتفسير العلاقة بين المتغيرات الدراسة، وبالتالي لا بد من تعديله أو اللجوء إلى الانحدار الخطي البسيط.

ولمعالجة هذه المشاكل خاصة مشكلة التعدد الخطي تم الإعتماد على طريقة إنحدار الحرف العادية (Ordinary Ridge Regression ORR) والتي إقتترحت عام 1970 من قبل Horel and Kennard وأصبحت من الطرق الشائعة لتقدير مقدرات **B** عند وجود مشكلة التعدد الخطي.¹⁵

2.5.4 - نتائج إعادة التقدير وفق طريقة إنحدار الحرف العادية:

قبل إجراء عملية التقدير تم تحويل البيانات المتعلقة بالمتغيرات التفسيرية (RRC ،BPA ،DPA) إلى الصورة القياسية (ZRRRC ،ZBPA ،ZDPA) باستخدام طريقة إنحدار الحرف العادية وبالإستعانة بالبرنامج الإحصائي NCSSGESS 2007 أظهرت النتائج من خلال الشكل رقم 02 أن المعلمات تستقر عند قيمة $K=10^{-2}$.

تعتمد هذه الطريقة على إضافة حد الثابت (K) إلى العناصر القطرية للمصفوفة $(X'X-1)$ ويدعى الحد الثابت بأثر الحرف (Ridge Trace) وبالتالي يؤدي ذلك إلى تقليل درجة ترابط بين المتغيرات المستقلة.¹⁸ وإن احد الأساليب التي يتم به اختبار التداخل بين المتغيرات المستقلة، هو معامل تباين التضخم (VIF) Variance Inflationary Factor من خلال المعادلة التالية:

حيث: R^2 : تمثل معامل التحديد للمتغير التفسيري X_j المستخرج من إنحدار X_j على بقية المتغيرات التفسيرية الأخرى في النموذج.

وقاعدة القرار، إنه إذا كان معاملتباين التضخم VIF لمتغير مستقل معين يساوي واحدا، فإن ذلك يعني أن المتغير المستقل، مستقل تماما عن المتغيرات المستقلة الأخرى، أو أن التداخل ليس له تأثير معنوي على علاقة المتغيرات المستقلة مع المتغير التابع، ويكون المتغير المستقل غير مستقل ومتداخل مع المتغيرات المستقلة الأخرى، إذا كان معامل تباين التضخم لذلك المتغير أكبر من عشرة.

تظهر النتائج الواردة في الجدول رقم 05 أن قيمة معامل تباين التضخم VIF بين المتغيرات المستقلة أقل من 10، مما يدل على أنه لا يوجد مشكل التعدد الخطي، كما أظهرت ذات النتائج أن نلاحظ من خلال نتائج تقدير النموذج بطريقة الانحدار الحرف العادية (Ridge) أن المتغيرات المستقلة للدراسة تفسر 58.28% من التغير في السعر السوقي للسهم، هذا ما يؤكد معامل التحديد والذي بلغ 58.28%، إلا أن هذه النسبة تبين أن سعر السوقي للسهم لا تفسره فقط التغيرات التي تحدث في متغيرات الدراسة بل تفسره متغيرات أخرى لم تدخل في النموذج.

أما فيما يتعلق بالمعنوية الإحصائية للمعالم، وإطلاقا من نتائج ذات الجدول نلاحظ أن القيمة الإحصائية t-Statistic للمتغيرات المستقلة DPA ،BPA ، والتي بلغت على التوالي (2.50418)، (3.57625)، (1.52208) هي أكبر تماما من القيمة الجدولة للتوزيع الطبيعي (1.98) عند مستوى معنوية 5%، ومنه نرفض الفرضية H_0 ونقبل الفرضية H_1 أي أن المعاملات تختلف معنويا عن الصفر، وبالتالي هناك علاقة ذات دلالة إحصائية بين المتغيرات المستقلة السابقة والمتغير التابع PRIX، أما فيما يتعلق بالمتغير RRC فنلاحظ أن القيمة الإحصائية t-Statistic بلغت (1.52208) هي أقل تماما من القيمة الجدولة للتوزيع الطبيعي (1.98) عند مستوى معنوية 5%، ومنه نرفض الفرضية H_1 ونقبل الفرضية H_0 .

تبين نتائج تحليل الانحدار الواردة في الجدول 05 إلى أن النموذج مقبول من الناحية الإحصائية ويتضح هذا من خلال مستوى الدلالة المرفقة بإحصائية فيشر في الجدول (F-Statistic)، والمقدرة 0.0000، فهي أقل من نسبة المعنوية 5%. في حين بلغت قيمة F-Statistic بـ(54.0141) وهي أكبر من القيمة الجدولة بدرجتي حرية 3 و 116 ونسبة معنوية 5% أي $F_c = 54.0141 < 2.68$ ، ومنه نرفض الفرضية H_0 ونقبل H_1 أي أن المعلمة المقدرة للنموذج لها معنوية إحصائية كلية، وأن قيمة R^2 لها دلالة إحصائية، وهذا يدل على المعنوية الإحصائية الكلية للنموذج.

وبناء عليه فإنه، يمكن كتابة معادلة الانحدار من خلال نتائج التي تظهر في الجدول رقم (05) على النحو التالي:

$$\text{Prix} = 3.647 + 4.718 \text{ DPA} + 1.805 \text{ BPA} + 2.726 \text{ RRC}$$

t-stat n=120 Fstat=54.01 R²=58.28

5- مناقشة النتائج:

سعت هذه الدراسة إلى معرفة مدى تأثير سياسة توزيع الأرباح على أداء أسهم المؤسسات المسجلة في البورصة، وقد أخذنا متغير سعر السوقي للسهم كمتغير يعكس ويفسر أداء السهم، أي كفاءة وأداء المؤسسة، أما فيما يتعلق بسياسة توزيع الأرباح فقد أخذنا ثلاثة متغيرات رئيسية ممثلة في المتغيرات المستقلة في الدراسة لسنوات من 2011-2014، حيث يعكس المتغير الأول والممثل في نصيب السهم من التوزيعات قيمة الأرباح التي سيتم توزيعها من قبل المؤسسة، المتغير الثاني الممثل بربحية السهم الواحد والذي يعكس القاعدة التي يتم من خلالها تحديد قيمة الأرباح الموزعة، أما فيما يتعلق بالمتغير الثالث والممثل في نصيب السهم من الأرباح المحتجزة باعتباره من بين السياسات التي تستعملها المؤسسة إما لإستخدامه لإعادة شراء الأسهم أو تمويل النمو وإعادة الإستثمار، وقد تم أخذ المتغيرات الثلاثة السابقة لتعكس سياسة توزيع الأرباح من أجل معرفة أكثرها وأقلها تأثيراً بين توزيعات النقدية وإحتجاز الأرباح.

وقد تم اخذ فاصل زمني بفترة واحدة مقارنة بسعر السوق للسهم كون المعلومات المعلن عنها في سنة 2010 تنعكس على سعر السهم سنة 2011، لإعطاء نتائج أكثر دقة وأكثر معنوية، وبعد التحليل يمكن الإشارة إلى مايلي:

- فيما يتعلق بالفرض الأول الذي يقر بوجود علاقة إحصائية ذات دلالة معنوية بين المتغير المستقل نصيب السهم من التوزيعات النقدية والمتغير التابع سعر السهم، فقد أظهرت النتائج أن قيمة VIF المرافقة لهذه المتغيرة والبالغة 8.0194 هي الأعلى بين المتغيرات السابقة مما يدل على أن هذا المتغير يفسر بدرجة كبيرة أداء السهم وهو ما تؤكد درجة التأثير بالغة (4.718)، وهذا يعني أن الزيادة بقيمة واحدة في نصيب السهم من الأرباح النقدية الموزعة DPA يؤدي إلى زيادة سعر السهم السوقي بقيمة (4.718) وحدة، وبالتالي قبول الفرض الأول.

- قبول الفرض الثاني على مستوى المتغير المستقل الخاص بربحية السهم والذي يقر بوجود علاقة إحصائية ذات دلالة معنوية بين المتغير المستقل والمتغير التابع حيث توصلت الدراسة إلى أن ربحية السهم تفسر التغير في عائد السهم وإن كانت بنسبة أقل من سابقتها وهذه النتيجة تتفق مع نتائج كل من دراسة "Raymond A, Ezejiofor, et All" ودراسة "Kanwal Iqbal Khan" ودراسة "Otman Al Omar" التي توصلت إلى وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين ربحية السهم وسعر السهم السوقي.¹⁶

- رفض الفرض الثالث المتعلق بالمتغير المستقل نصيب السهم من الأرباح المحتجزة والذي يقر بوجود علاقة إحصائية ذات دلالة إحصائية معنوية بين المتغير المستقل والمتغير التابع.

- كشفت نتائج تحليل الإنحدار المتعدد على أن متغيرات سياسة توزيع الأرباح تفسر أداء السهم بنسبة 54%، برغم من وجود دلالة إحصائية ضعيفة بين ربحية السهم والمتغير التابع، وعدم وجود دلالة إحصائية معنوية بين متغير نصيب السهم من الأرباح المحتجزة والمتغير التابع، غير أن هذا لا يعني بالضرورة عدم وجود أثر لهذه المتغيرات على سعر السهم.

- كشفت نتائج التحليل أن متغير نصيب السهم من التوزيعات المحدد الرئيسي للسعر السوقي للسهم وهو ما يؤكد أهمية المعلومات المحاسبية المتعلقة بسياسة توزيع الأرباح وتأثيرها على أداء السهم.

- يتأثر سعر السهم بتوزيعات النقدية بصورة كبيرة ورباحية السهم بصورة أقل، ويمكن تفسير ذلك أن المستثمرين الإماراتيين يهتمون بالتوزيعات النقدية أكثر من اهتمامهم بالأرباح مما يؤكد اهتمامهم أكثر بالسيولة.

- يمكن أن يرجع السبب في عدم وجود علاقة بين نصيب السهم من الأرباح المحتجزة وسعر السهم بأن موقف المساهمين من سياسة توزيع الأرباح التي تؤدي بالضرورة إلى رفع من القيمة السوقية لأسهم المؤسسات الموزعة عكس المؤسسات التي تحتجز الأرباح التي يكون المستثمرين عادة لا يملكون معلومات كافية حول حاضر ومستقبل أنشطة المؤسسة الشيء الذي ينتج عنه حذر من قبل هؤلاء المستثمرين ويترجم في عدم اتخاذ أي مبادرات حتى تفرز المؤسسة عن خططها إزاء الأرباح المحتجزة.

- يمكن أن يرجع السبب كذلك لعدم وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين نصيب السهم من الأرباح المحتجزة وسعر السهم إلى أخطاء القياس أو أخطاء في المعلومات المتحصل عليها أو أن متغيرات أخرى مهمة لم يتم أخذها بعين الاعتبار في النموذج.

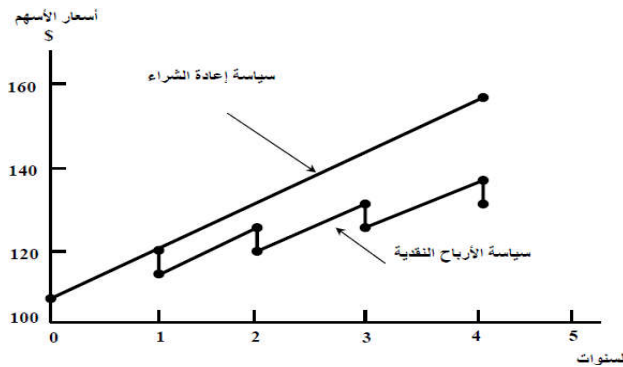
- تتفق النتائج المتحصل عليها مع ما جاءت به نموذج قوردن وليتنر فيما يتعلق بتفضيل المستثمرين الإماراتيين للتوزيعات النقدية الآن بدلا من تأجيلها لوقت آخر للحصول على الأرباح الرأسمالية.

الخلاصة:

حاولنا من خلال هذه الدراسة الإجابة على الإشكالية المتعلقة بمدى تأثير سياسة توزيع الأرباح على أداء الأسهم المؤسسات المسعرة في سوق دبي المالي خلال الفترة الممتدة من 2011 - 2014، حيث خلصت الدراسة عن وجود تأثير لكل من نصيب السهم من الأرباح الموزعة وربحية السهم الواحد على سعر السهم عند مستوى معنوية 0.05، بينما كشفت نتائج إختبار الإنحدار المتعدد كذلك عن عدم وجود تأثير لسياسة الأرباح المحتجزة على أداء أسهم المؤسسات المسعرة في البورصة، ويمكن أن يرجع السبب إلى تفضيل المستثمرين للأرباح النقدية الموزعة عوض الأرباح المحتجزة أي أن المستثمرين يميلون إلى السيولة أكثر والتي تلبي حاجاتهم. وكشفت نتائج الدراسة أن سياسة توزيع الأرباح هي السياسة التي يهتم بها المستثمرون في سوق دبي المالي وأن التوزيعات النقدية وربحية السهم هما المحددان لسعر السهم السوقي وبالتالي أغلب المؤسسات تقوم بعمليات توزيع الأرباح في هاته البورصة.

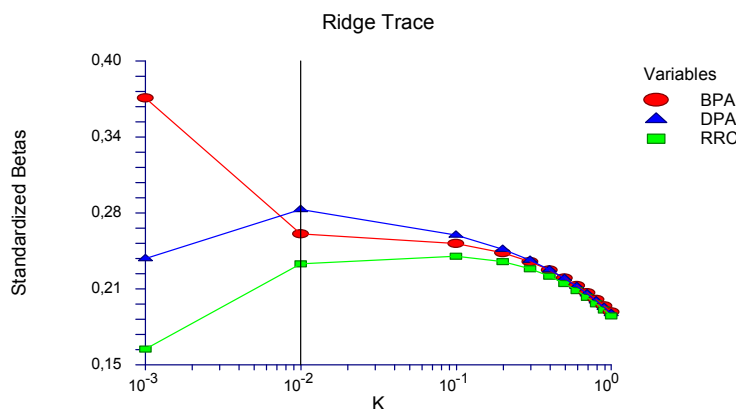
ملحق الجداول والأشكال البيانية:

الشكل رقم 1: تأثير سياسة إعادة الشراء مقابل سياسة توزيع الأرباح النقدية على قيمة السهم في السوق المالي



المصدر: بريجهام، أوجين، إيرهاردت، نقلا عن أياد طاهر محمد الجبوري، تأثير سياسة إعادة الشراء في تداول الأسهم في الأسواق، مجلة العراقية للعلوم الإدارية والاقتصادية، كلية الإدارة والاقتصاد، المجلد السابع عشر، العدد 62، جامعة بغداد، العراق، 2010، ص 100.

الشكل رقم 2: تغيرات مقدرات انحدار الحرف العادية بدلالة قيم k



الجدول رقم (01): مصفوفة معاملات الارتباط للمتغيرات المدروسة

	PRIX	RRC	DPA	BPA
PRIX	1.000000	0.754910	0.731407	0.763898
RRC		1.000000	0.934354	0.991350
DPA			1.000000	0.971187
BPA				1.000000

المصدر: مخرجات النظام EViews 5

الجدول رقم (02): نتائج الانحدار المتعدد باستعمال طريقة المربعات الصغرى

Dependent Variable: PRIX				
Method: Least Squares				
Date: 04/22/15 Time: 23:40				
Sample: 1 120				
Included observations: 120				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	5.343601	4.226774	1.264227	0.2087
DPA	25.39824	10.21606	2.486110	0.0143
BPA	32.98777	11.17379	2.952244	0.0038
RRC	-29.82087	12.48025	-2.389446	0.0185
R-squared	0.604920	Mean dependent var		18.07630
Adjusted R-squared	0.594702	S.D. dependent var		69.48610
S.E. of regression	44.23693	Akaike info criterion		10.44976
Sum squared resid	227001.1	Schwarz criterion		10.54268
Log likelihood	-622.9857	F-statistic		59.20379
Durbin-Watson stat	0.798535	Prob(F-statistic)		0.000000

الجدول رقم (03): نتائج إختبار الارتباط الذاتي بين الأخطاء

Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test:				
F-statistic	70.53451	Probability	0.000000	
Obs*R-squared	45.62031	Probability	0.000000	
Test Equation:				
Dependent Variable: RESID				
Method: Least Squares				
Date: 03/23/15 Time: 18:47				
Presample missing value lagged residuals set to zero.				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	1.185506	3.345128	0.354398	0.7237
RRC	2.202425	9.871727	0.223104	0.8239
DPA	-3.303076	8.087497	-0.408418	0.6837
BPA	-0.421427	8.835361	-0.047698	0.9620
RESID(-1)	0.632942	0.075364	8.398483	0.0000
R-squared	0.380169	Mean dependent var		3.09E-15
Adjusted R-squared	0.358610	S.D. dependent var		43.67577
S.E. of regression	34.97854	Akaike info criterion		9.988120
Sum squared resid	140702.3	Schwarz criterion		10.10427
Log likelihood	-594.2872	F-statistic		17.63363
Durbin-Watson stat	1.703274	Prob(F-statistic)		0.000000

الجدول رقم (04): نتائج اختبار تجانس التباين

ARCH Test:				
F-statistic	46.81303	Probability	0.000000	
Obs*R-squared	34.00676	Probability	0.000000	
Test Equation:				
Dependent Variable: RESID^2				
Method: Least Squares				
Date: 03/23/15 Time: 18:42				
Sample (adjusted): 2 120				
Included observations: 119 after adjustments				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	887.7662	710.8331	1.248910	0.2142
RESID^2(-1)	0.534575	0.078131	6.842005	0.0000
R-squared	0.285771	Mean dependent var	1907.405	
Adjusted R-squared	0.279667	S.D. dependent var	8933.341	
S.E. of regression	7581.946	Akaike info criterion	20.72159	
Sum squared resid	6.73E+09	Schwarz criterion	20.76830	
Log likelihood	-1230.935	F-statistic	46.81303	
Durbin-Watson stat	1.618291	Prob(F-statistic)	0.000000	

الجدول رقم (05): نتائج التقدير باستعمال طريقة انحدار الحرف العادية

Page/Date/Time 5 06/04/2015 14:31:00					
Database					
Dependent prix					
Included observations: 120					
Ridge Regression Coefficient Section for k = 0,010000					
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Student	Stand'zed Regression Coefficient	VIF
C	3,646504				
DPA	4,718247	1,884148	2,50418	0,2778	8,0194
BPA	1,804997	0,504718	3,57625	0,2578	1,4443
RRC	2,726416	1,791237	1,52208	0,2331	6,5212
F=54,0141 R ² =0,5828 DW=1,981 Prob Level = 0,000000					

المصدر: مخرجات البرنامج الإحصائي NCSSGESS 2007

الهوامش والمراجع:

- 1- عاطف جابر طه عبد الرحيم، أساسيات التمويل والإدارة المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2010، ص 390.
- 2- عدنان تايه النعيمي، أرشد فؤاد التميمي، الإدارة المالية المتقدمة، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2009، ص 457.
- 3- علام محمد موسى حمدان، العلاقة بين الحاكمية المؤسسية وتوزيعات الأرباح وتأثيرها بصعوبات التمويل الخارجي، دراسة ميدانية، مجلة الأردنية في إدارة الأعمال، المجلد العاشر، العدد واحد، الأردن، 2014، ص 258.
- 4- Othaman al Omari, Determinants of dividend policy- the case of jordanian companies- Master of Banking & Finance, Yarmouk Univesity, jordon, 2005, p 36.
- 5- عماد زياد رمضان، أثر سياسات توزيع الأرباح على قيمة السوقية للشركات الأردنية، أطروحة دكتورة غير منشورة، كلية الدراسات الإدارية والمالية العليا، جامعة عمان العربية، الأردن، 2004، ص 42.
- 6- منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في هيكل تمويل الشركات، ط 2، منشأة المعارف، الإسكندرية، مصر، 2005، ص 349.
- 7- عدنان تايه النعيمي وآخرون، الإدارة المالية، النظرية والتطبيق، دار المسيرة للنشر والتوزيع، الطبعة الرابعة، عمان، الأردن، 2011، ص 462.

-8 Raymond A, Ezejiofor, et All, "Relevance of Corporate Dividend Policy on the Shareholder's Wealth", Scholars Journal of Economics, Business and Management, Nigeria, 1(10), 2014.

9- Stephen A. Ross, Randolph W. Westerfield, Bradford D. Jordan, Fundamentals of Corporate Finance, Fifth Edition, McGraw-Hill, USA, 2001, P 542.

10- Sébastien Dereeper, Frédéric Romon, Rachats d'actions versus dividendes-effet de substitution sur le marché boursier français ?, Finance Contrôle Stratégie – Volume 9, n° 5, mars 2006, p 157-186.

- 11- عبد الغفار حنفي، الإدارة المالية، مدخل اتخاذ القرارات، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، مصر، 2007، ص 237.
- 12- أيمن أحمد حسين أبو الهيجاء، سياسات توزيع الأرباح وأثرها على القيمة السوقية للسهم، دراسة ميدانية في سوق عمان المالي، مذكرة ماجستير غير منشورة، كلية الاقتصاد والعلوم الإدارية، جامعة آل البيت، عمان، الأردن، 2004،
- 13- عبد الوهاب دادن، حورية بديدة، تأثير سياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسات المسعرة، حالة المؤشر CAC40 خلال الفترة الممتدة ما بين 2007-2009، مجلة الباحث للعلوم الاقتصادية، العدد العاشر، ورقة، 2012.
- 14- نضال عمر زلوم، اسحق محمود الشعار، أثر توزيعات الأرباح على قرار الاستثماري في ضوء جودة التقارير المالية، دراسة ميدانية، مجلة الأردنية للعلوم الاقتصادية، المجلد الثاني، العدد واحد، الأردن، 2015، ص 35.
- 15- نظرا لعدم إمكانية إضافة عدد آخر من المشاهدات وذلك لأن الدراسة اقتصرت على عينة قوامها 30 مؤسسة وفق شروط مذكورة سابقا وخلال الفترة الممتدة من سنة 2011-2014، وكما أنه لا يمكن إضافة أي متغير آخر عدا المتغيرات المذكورة سابقا أو حذفه تم اللجوء إلى طريقة الحرف (Ridge).
- 16- نزار مصطفى جواد، غفران إسماعيل كمال، مقارنة طرق تقدير معالم نموذج الانحدار في حالة ظهور مشكلة التعدد الخطي و القيم الشاذة، مجلة العراقية للعلوم الإدارية والاقتصادية، كلية الإدارة و الاقتصاد، المجلد الخامس عشر، العدد 5، جامعة بغداد، العراق، 2010، ص 154.