

## أثر سياسة توزيع الأرباح على القيمة السوقية للمؤسسات الاقتصادية

### –دراسة قياسية لعينة من المؤسسات المدرجة في مؤشر CAC 40–

The impact of dividend policy on the market value of economic institutions  
- An econometric study of a sample of companies listed in the index CAC 40-

ط.د. أحمد لمين بوغنامة<sup>1\*</sup>، أ.د. رفيق يوسف<sup>2</sup>

<sup>1</sup> مخبر المقاوالتية وإدارة المنظمات، جامعة العربي التبسي -تبسة-

boughenama.ahmedlamine@univ-tebessa.dz

<sup>2</sup> مخبر المقاوالتية وإدارة المنظمات، جامعة العربي التبسي -تبسة-

yousfi.rafik@univ-tebessa.dz

تاريخ القبول: 2022/11/03

تاريخ الاستلام: 2022/09/10

#### ملخص:

تهدف هذه الدراسة الى معرفة تأثير سياسة توزيع الأرباح على القيمة السوقية للمؤسسة، حيث شملت الدراسة على 18 مؤسسة فرنسية مدرجة في مؤشر CAC 40 خلال الفترة من 2010 الى 2021، وذلك بالاعتماد على نموذج الانحدار الخطي المتعدد لبيانات البانل.

توصلت الدراسة الى وجود علاقة بين سياسة توزيع الأرباح وقيمة المؤسسة، حيث تشير النتائج الى وجود تأثير إيجابي ذو معنوية إحصائية لكل من الربح الموزع للسهم وربحية السهم على القيمة السوقية للسهم، أما بخصوص القيمة الدفترية للسهم فقد أشارت النتائج الى وجود علاقة إيجابية بينها وبين الربح الموزع للسهم وربحية السهم.

**كلمات مفتاحية:** سياسة توزيع الأرباح، ربحية السهم، القيمة السوقية للسهم، القيمة الدفترية للسهم، بيانات البانل.

**تصنيف JEL:** G32; G35

#### Abstract:

This study aims to find out the impact of the dividend policy on the market value of the institution, as the study included 18 French institutions included in the CAC 40 index during the period from 2010 to 2021, based on the multiple linear regression model of panel data

The study concluded that there is a relationship between the dividend policy and the value of the institution, where the results indicate a positive and statistically significant effect of each of the dividend Per Share and the earnings per share on the market value per share, as for the book value per share, the results indicated a positive relationship between it and the dividend Per Share and earnings per share.

**Keywords :** Dividend policy, earnings per share, Market Value Per Share, Book Value Per Share, panel data.

**Jel Classification Codes :** G35 ; G32

## 1. مقدمة

مع تمركز الأسواق المالية في النظم الاقتصادية المعاصرة ومساهمتها الفعالة في توفير مصادر مختلفة للتمويل، إضافة الى الاحتياجات المتزايدة لرؤوس الأموال التي دفعت المؤسسات الى استقطاب أكبر عدد ممكن من المستثمرين، مما جعل إدارة هذه المؤسسات تواجه صعوبات أكثر لتلبية احتياجاتها الاستثمارية وتوفير وضعية مالية مستقرة للمؤسسة وذلك باستغلال الأرباح المحققة من جهة ومن جهة أخرى تحقيق رغبات المستثمرين بضرورة توزيع الأرباح والحصول على التدفقات النقدية في الفترة الحالية من جهة أخرى، حيث يعتبر المستثمر سياسة توزيع الأرباح محفز قوى يؤدي الى الرفع من القيمة السوقية للسهم في البورصة

من خلال ما سبق يمكن طرح الإشكالية الدراسة كما يلي: ما مدى تأثير سياسة توزيع الأرباح على القيمة السوقية للمؤسسات الاقتصادية المدرجة في البورصة الفرنسية؟  
وللإجابة على هذه الإشكالية تم طرح جملة من الأسئلة الفرعية كما يلي:  
-هل يمكن برهنة وجود علاقة بين سياسة توزيع الأرباح والقيمة السوقية للمؤسسة من الناحية النظرية؛  
-ما مدى تأثير متغيرات سياسة توزيع الأرباح على القيمة السوقية للمؤسسات الاقتصادية؛  
-ما هي طبيعة العلاقة بين كل من الربح الموزع للسهم، ربحية السهم من ناحية وبين القيمة السوقية والدفترية للمؤسسات الاقتصادية.

### الفرضيات:

انطلاقاً من الإشكالية الرئيسية يمكن صياغة الفرضية الرئيسية لتحقيق أهداف الدراسة:  
-توجد علاقة ذات دلالة إحصائية عند مستوى معنوية 5% بين المتغيرات المفسرة لسياسة توزيع الأرباح ومتغيرات القيمة السوقية للمؤسسة.  
وانطلاقاً مما سبق يمكن صياغة الفرضيات الفرعية كما يلي:  
الفرضية الفرعية الأولى: "توجد للربح الموزع للسهم وربحية السهم تأثير ذو معنوية إحصائية على قيمة السوقية للمؤسسة".  
الفرضية الفرعية الثانية: "يوجد للربح الموزع للسهم وربحية السهم تأثير ذو معنوية إحصائية على القيمة الدفترية للمؤسسة".

أثر سياسة توزيع الأرباح على القيمة السوقية للمؤسسات الاقتصادية -دراسة قياسية لعينة من المؤسسات المدرجة في مؤشر CAC 40 - ط.د. أحمد لمين بوغنامة / أ.د. رفيق يوسف

أهداف الدراسة:

تهدف الدراسة إلى معرفة الأسس النظرية لسياسة توزيع الأرباح والدور المهم الذي تقدمه لدفع بطلب على أسهم المؤسسة من جهة وخلق ثقة وسمعة جيدة بين المستثمرين، والقاء الضوء على أهم النظريات المفسرة للعلاقة بين سياسة توزيع الأرباح والقيمة السوقية، إضافة الى محاولة قياس مدى تأثير هذه السياسة على القيمة السوقية للمؤسسة الاقتصادية المدرجة في بورصة باريس.

منهج الدراسة:

تم استخدام المنهج التحليلي من خلال تفسير وجود علاقة بين المتغيرات المستقلة والمتغيرات التابعة وذلك بتحليل العلاقات الرياضية، كذلك تم الاعتماد على المنهج التحليل الاحصائي من خلال جمع البيانات ومعالجتها وتحليل هذه النتائج.

الدراسات السابقة:

دراسة (عبد الحق قنون، عبد الغني دادن، 2019) بعنوان "أثر سياسة توزيع الأرباح على القيمة البورصية للمؤسسات الاقتصادية -دراسة حالة سوق قطر للأوراق المالية خلال الفترة 2013-2016"

قامت الدراسة بتسليط الضوء على سياسة توزيع الأرباح واختبار تأثير هذه السياسة على القيمة السوقية لعينة مكونة من 26 مؤسسة خلال الفترة من 2013-2016 مدرجة في سوق قطر للأوراق المالية، وذلك عن طريق استخدام كل من الانحدار الخطي البسيط والانحدار الخطي المتعدد لقياس طبيعة العلاقة بين المتغيرات، وقد خلصت الدراسة الى النتائج الموالية:

- أشارت النتائج الى تحقيق علاقة ذات دلالة إحصائية بين سياسة توزيع الأرباح وقيمة المؤسسة، وبالتحديد بين المتغيرات التفسيرية والمتمثلة في "التوزيعات النقدية، احتجاز الأرباح، التوزيعات المجانية" على القيمة السوقية للمؤسسة.

- تعتبر التوزيعات النقدية من أكثر أشكال توزيعات الأرباح تأثيرا على قيمة المؤسسة البورصية، وذلك نتيجة تقضيل المستثمرين للأرباح الجارية، في حين تؤثر التوزيعات المجانية للأسهم بشكل ضعيف على قيمة المؤسسة.

دراسة (عبد الوهاب دادن، حورية بديدة، 2012) بعنوان "تأثير سياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسات -حالة المؤشر CAC 40 خلال الفترة الممتدة ما بين 2007 و2009-

تهدف هذه الدراسة الى معالجة تأثير سياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة، وذلك بالاعتماد على التوزيعات النقدية، إعادة شراء الأسهم وربحية السهم كمتغيرات تفسيرية لدراسة تأثيرها على قيمة المؤسسة، كما تم إضافة المحتوى الإعلامي لسياسة توزيع الأرباح وقياس تأثيرها على قيمة المؤسسة، وقد تم استخدام الانحدار الخطي البسيط والانحدار الخطي المتعدد لعينة مكونة من 40 مؤسسة مدرجة في بورصة باريس للأوراق المالية حيث توصل الباحثين الى عدة نتائج أهمها:  
-وجود تأثير لسياسة توزيع الأرباح النقدية على قيمة المؤسسة وعدم وجود علاقة خطية بين كل من إعادة شراء الأسهم وربحية السهم على قيمة المؤسسة.  
-عدم تسجيل أي تأثير لمحتوى الإعلامي بسياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسات المدرجة في بورصة باريس للأوراق المالية.

**دراسة (Sorin Gabriel ANTON، 2016)** بعنوان "تأثير سياسة توزيع الأرباح على قيمة الشركة. تحليل بيانات البانل للشركات المدرجة في بورصة رومانيا للأوراق المالية"  
تهدف هذه الدراسة الى معالجة تأثير سياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة، وذلك بالاعتماد على نسبة توزيعات الأرباح، نسبة الديون، حجم الشركة، الربحية والسيولة كمتغيرات تفسيرية لدراسة تأثيرها على قيمة المؤسسة، وقد تم استخدام نموذج التأثيرات الثابتة لعينة مكونة من 63 مؤسسة مدرجة في بورصة رومانيا للأوراق المالية حيث تم التوصل الى عدة نتائج أهمها:  
- هنالك تأثير إيجابي بين متغيرات توزيع الأرباح وقيمة الشركة، إضافة الى تسجيل تأثير إيجابي بين الرافعة المالية وحجم الشركة على قيمة الشركة.

## 2. الخلفية النظرية للدراسة

### 1.2 مفهوم قيمة السهم:

**1.1.2 تعريف السهم:** تعرف الأسهم بأنها "أداة مالية قابلة للتداول في أسواق رأس المال، وهو عبارة عن صك يعطى للمستثمر نظير مساهمته في رأس مال المؤسسة، ويمنح لمالكه حقوقاً خاصة" (الغالي و محمد عدنان، 2019، صفحة 151) ويكون بهذا السهم مجموعة من القيم من أهمها (حنان، 2020، صفحة 32):

أ- القيمة الاسمية: وهي القيمة الأولية التي يصدر بها السهم أثناء عملية الاكتتاب، اذ يقوم المستثمرين بشراء الأسهم بسعر الاسمي وتنتقل بعد ذلك للتداول وبالتالي استبدال القيمة الاسمية للسهم بالقيمة السوقية.

ب- القيمة الدفترية: وتعتبر القيمة الدفترية تقييماً دقيقاً لقيمة المؤسسة وفق لدفاتها المحاسبية أو بيانها المالي.

ت- القيمة السوقية: وهي القيمة التي يتم تحديدها على أساس حركة الأسهم في سوق رأس المال، والتي تتغير باستمرار نتيجة العديد من العوامل منها ما يتعلق بالمؤسسة ومنها ما يعود بشكل كبير على الوضع الاقتصادي

ث- قيمة التصفية: عند انتهاء دورة حياة المؤسسة الاقتصادية أو في حالة عجز هذه الأخيرة عن الوفاء بالتزاماتها اتجاه الغير، فإنها تلجأ الى بيع جميع أصولها من أجل سداد جميع الالتزامات بما فيها الأسهم الممتازة، وما تبقى يتم تقسيمها بين المساهمين العاديين.

## 2.2 سياسة توزيع الأرباح

### 1.2.2 تعريف سياسة توزيع الأرباح:

تعبر سياسة توزيع الأرباح عن طريقة التي تتبعها المؤسسة لإدارة أرباحها، فالمستثمرون من جهة يفضلون الحصول على أكبر قيمة ممكنة من التوزيعات في الوقت الحالي، ومن جهة أخرى ترغب المؤسسة باحتجاز نسبة من الأرباح بغرض إعادة استثمارها، وبالتالي التركيز على معدل النمو المستقبلي. (عبد الله و بويكر ، 2022، صفحة 235)

2.2.2 العوامل المحددة لتوزيع الأرباح: هناك عوامل عديدة تؤثر على سياسة توزيع الأرباح، نذكر منها بإيجاز ما يلي (محمد أحمد عبد الله و السهلاوي، 2017، صفحة 464):

أ- عدم توفر السيولة: ضمان توزيع الأرباح بالنسبة للمساهمين مرهون بمدى توفر المؤسسة على سيولة نقدية، ففي حالة إرادة المؤسسة القيام بالإعلان عن توزيع الأرباح واقترانها بعدم توفر السيولة التي تسمح بذلك، فإن المؤسسة ستتراجع عن هذا القرار وتستفيد من الأرباح المحققة لتمويل هذا العجز.

ب- الجوانب القانونية والتشريعات: تفرض القواعد القانونية على المؤسسة الحفاظ على أصولها وحماية حقوق الغير، فقد تلجأ المؤسسة الى القيام بعملية بيع الأصول من جهة أو تأخير حقوق الدائنين من جهة أخرى وذلك بهدف الحصول على السيولة النقدية للقيام بتوزيع الأرباح، ولهذا السبب تم حظر هذه التصرفات وفق القوانين المنظمة لعمل هذه المؤسسات (مختارية و اسحاق ، 2020، صفحة 65).

ت- تفضيلات المساهمين: ان الاستمرار في عملية توزيع الأرباح بقيمة ثابتة أو بقيمة متصاعدة يجعل أسهم هذه المؤسسة أكثر تداول بين المساهمين مما يؤدي بأسعار الاسهم الى الارتفاع، ولكن في المقابل على المؤسسة ترشيد سياسة توزيع الأرباح بحيث أن توزيع نسبة كبيرة من الأرباح بدون احتجاز جزء مناسب لتمويل العجز المحتمل يجبر المؤسسة الى اللجوء الى سوق الأوراق المالية وذلك بطرح أسهم جديدة أو اللجوء الى المؤسسات المالية، وهذا ما يؤثر سلبا على المساهمين وذلك بانخفاض الأرباح المستقبلية بسبب توجيه جزء من هذه الاخيرة الى مصدر التمويل الخارجي.

ث- حجم المؤسسة: يرتبط حجم المؤسسة ارتباطا وثيقا مع سياستها في توزيع الأرباح، بحيث أن المؤسسة الصغيرة لا تستطيع الذهاب مباشرة للاقتراض في حالة احتياجها للتمويل والتوسع وذلك بسبب العديد من الشروط التي تفرضها مؤسسات القرض من مخاطرة عالية والى غاية عدم امتلاك المؤسسة لوسائل الضمان المكافئة لنسبة التمويل الذي ستحصل عليه، وبالتالي تلجأ لسياسة احتجاز الأرباح من أجل الاستفادة منها في تمويل هذه المشاريع التوسعية.

### 3.2.2 نظريات المفسرة لسياسة توزيع الأرباح:

أ- نظرية عدم ملاءمة التوزيعات:

تم انشاءها من قبل ميلر ومدكلياني (1961)، وتقوم هذه النظرية على أساس وجود علاقة عكسية بين سياسة توزيع الأرباح وقيمة المؤسسة، بحيث أنه في حالة رغبة المؤسسة بتوزيع أرباحها على المستثمرين والاعلان عن ذلك سوف تتخفف القيمة السوقية لأسهم المؤسسة بنفس قيمة التوزيعات، وفي المقابل بالنسبة للمؤسسة التي ترغب باحتفاظ بالأرباح سوف ترتفع القيمة السوقية لهذه المؤسسة بنفس قيمة هذه التوزيعات. (منير ابراهيم، 1999، صفحة 691) وقد ارتكزت هذه النظرية على عدد من الفروض أهمها سوق رأس المال في حالة التأكد التام، انعدام الضرائب وعدم وجود عمولات للتعامل في الأسهم. (عيسى و هدى، 2016، صفحة 345)

ب- نظرية عصفور في اليد:

تسبب هذه النظرية الى Lintner and Walter وتم دعمها بنظرية علاقة الأرباح التي اقترحها Gordon (1959)، وتقوم نظرية عصفور في اليد على أساس وجود علاقة طردية بين سياسة توزيع الأرباح والقيمة السوقية للمؤسسة وبالتالي عند تأكد المستثمرين من رغبة المؤسسة في توزيع أرباحها فان حالة عدم اليقين التي تسود عادة الأسواق المالية تتخفف لديهم مما يؤدي الى ارتفاع القيمة السوقية للمؤسسة، ويعود ذلك لتفضيل المستثمرين للأرباح الحالية والتي تكون أقل مخاطرة من

أثر سياسة توزيع الأرباح على القيمة السوقية للمؤسسات الاقتصادية -دراسة قياسية لعينة من المؤسسات المدرجة في مؤشر CAC 40- ط.د. أحمد لمين بوغنامة / أ.د. رفيق يوسف

المكاسب رأس المال المستقبلية. وكما هو ملاحظ فإن هذه النظرية تعارض نظرية عدم ملاءمة التوزيعات لميلر ومدكلياني (1961) (Morni , Mirzza Iskandar, & Banchit, 2019, p. 68).

#### ت- نظرية التفضيل الضريبي:

المستثمر وخلال قيامه بعملية الاستثمار فإنه يحاول قدر الإمكان تجنب دفع نسبة ضرائب عالية وعلى هذا الأساس فإن المستثمر يختار أن يقوم بالحصول على نسبة قليلة من الأرباح في مقابل الرفع من أرباحه المستقبلية عن طريق استثمار النسبة المتبقية من التوزيعات لتمويل مشاريع المؤسسة، ويعود هذا الاختيار بسبب وجود علاقة طردية بين الضرائب وتوزيع الأرباح بحيث كلما ارتفعت الأرباح يؤدي بالضرورة الى ارتفاع الضرائب المطبق عليها. (عبد القادر و عيسى، 2013، صفحة 14)

#### ث- نظرية الوكالة:

تنص هذه النظرية على وجود علاقة طردية بين سياسة توزيع الأرباح والقيمة السوقية للمؤسسة، بحيث كلما توجهت قيمة الأرباح الموزعة نحو الارتفاع فإن أسعار الأسهم ستشهد كذلك ارتفاعا في قيمتها، وذلك بسبب تأكيد المستثمرين أن المؤسسة لا تقوم باحتجاز نسب كبيرة من الأرباح والذي يطرح إمكانية اهتمام المسيرين بتحقيق أهدافهم الشخصية وإعادة استخدامها في استثمارها أقل ربحية للمحافظة على هامش أمان ومخاطرة أقل (Quiry, Dallochio, Le Fur, & Salvi, 2014, p. 670)

#### ج- نظرية الإشارة:

طبقا لهذه النظرية فإن القيمة السوقية للمؤسسة مرتبطة بقيمة التوزيعات المدفوعة وكذلك توقعات المستثمرين، بحيث أن ارتفاع القيمة الحقيقية للأرباح الموزعة عن القيمة المتوقعة عند المستثمرين يؤدي الى ارتفاع القيمة السوقية لأسهم هذه المؤسسة، وفي المقابل لو انخفضت القيمة الحقيقية للأرباح الموزعة عن القيمة المتوقعة للمستثمرين فإن القيمة السوقية للسهم سوف تنخفض، ولكن لا تتم هذه العملية بشكل مباشر بعد الإعلان عن التوزيعات بل تكون عن طريق استغلال المسيرين للتغير في دفع توزيعات الأرباح كوسيلة من أجل إيصال هذه الإشارة لحملة الأسهم خارج المؤسسة. (حفصي، 2016، صفحة 43)

أثر سياسة توزيع الأرباح على القيمة السوقية للمؤسسات الاقتصادية -دراسة قياسية لعينة من المؤسسات المدرجة في مؤشر CAC 40- ط.د. أحمد لمين بوغنامة / أ.د. رفيق يوسف

### 3. الدراسة التطبيقية لأثر سياسة توزيع الأرباح على القيمة السوقية للمؤسسات

#### 1.3 عينة الدراسة

تتكون العينة التي ستجرى عليها الدراسة القياسية من 18 شركة مدرجة في مؤشر CAC40 الفرنسي للفترة الممتدة من 2010 الى غاية 2021 مشكلة بذلك 216 مشاهدة وذلك بناء على جملة من الاعتبارات منها:

-ألا تكون المؤسسة قامت بعملية الاندماج أو الاتحاد خلال فترة الدراسة؛

-أن تكون السنة المالية المعتمدة N/1/1 الى N/12/31؛

- لم يتم توقيف تداول أسهمها خلال الفترة؛

- أن تتوفر المعلومات والبيانات المالية المطلوبة خلال فترة إقامة هذه الدراسة.

#### 2.3 متغيرات الدراسة

من أجل توضيح فيما إذا كان هنالك أثر لسياسة توزيع الأرباح على القيمة السوقية للمؤسسة تم الاعتماد على متغيرين تابعين هما القيمة السوقية للسهم الواحد MVPS والقيمة الدفترية للسهم BVPS، في حين تم وضع كل من المتغيرات التالية (الربح الموزع للسهم DPS ، ربحية السهم EPS) كمتغيرات مستقلة للدراسة ولها تأثير على المتغيرات التابعة للدراسة.

#### الجدول 1: طرق قياس متغيرات الدراسة

المتغيرات	القياس	المصدر
القيمة السوقية (متغير تابع)	المتوسط الحسابي للسعر السهم السوقي خلال كل سنة	موقع Euronext Paris, 2022) وموقع yahoo! finance, 2022)
القيمة الدفترية للسهم (BVPS)	اجمالي حقوق الملكية عدد الأسهم العادية	قاعدة بيانات موقع GuruFocus إضافة الى القوائم المالية
توزيع الأرباح (متغير مستقل)	الربح الموزع للسهم (DPS)	القوائم المالية الخاصة بالمؤسسات عينة الدراسة Euronext

أثر سياسة توزيع الأرباح على القيمة السوقية للمؤسسات الاقتصادية -دراسة قياسية لعينة من المؤسسات المدرجة في مؤشر CAC 40-  
 ط.د. أحمد لمين بوغنامة / أ.د. رفيق يوسف

القوائم المالية الخاصة بالمؤسسات عينة الدراسة Euronext	النتيجة المالية (NR) اجمالي الأسهم المتداولة	ربحية السهم (EPS)	
--	---	----------------------	--

المصدر: من اعداد الباحثين بالاعتماد على الدراسات السابقة

### 3.3 نموذج الانحدار الخطي المتعدد لبيانات البانل

يهدف نموذج الانحدار الخطي المتعدد لبيانات البانل الى تحديد وقياس التأثيرات التي لا يمكن تقديرها ببساطة الى من خلال التجميع بين خصائص البيانات المقطعية والتي تقوم عند فترة زمنية واحدة بوصف سلوك لعدد معين من الوحدات المقطعية أو مفردات (دول أو شركات) وبين السلاسل الزمنية والتي بدورها تقوم بتجميع فترات زمنية معينة مع المحافظة على وصف سلوك مفردة واحدة فقط، كما يسمح هذا التجميع بدراسة الاختلافات والفوارق في السلوك بين هذه المفردات، إضافة الى التحكم في عدم تجانس الفردي (نوال و نور الدين، 2022، صفحة 630)، وعليه فقد توصلنا الى صياغة نماذج رياضية وهي كالتالي:

$$MVPS_{it} = \beta_0 + \beta_1 DPS_{it} + \beta_2 EPS_{it} + \varepsilon_{it}$$

$$BVPS_{it} = \beta_0 + \beta_1 DPS_{it} + \beta_2 EPS_{it} + \varepsilon_{it}$$

حيث تمثل :

MVPS: القيمة السوقية للسهم الخاص بشركة  $i$  في الفترة الزمنية  $t$ ؛

BVPS: القيمة الدفترية للسهم الخاص بشركة  $i$  في الفترة الزمنية  $t$ ؛

DPS: الربح الموزع للسهم الخاص بشركة  $i$  في الفترة الزمنية  $t$ ؛

EPS: ربحية السهم للشركة  $i$  في الفترة الزمنية  $t$ ؛

$\beta t$ : معلمات النموذج؛

$\varepsilon_{it}$ : البواقي.

### 4.3 مصفوفة الارتباط بين المتغيرات التفسيرية

تقوم مصفوفة الارتباط بتنظيم وتوضيح درجة وقوة الارتباط بين المتغيرات التفسيرية بالإضافة الى قوة الارتباط بين المتغيرات التابعة والمتغيرات المستقلة للدراسة.

الجدول 2: مصفوفة الارتباط بين المتغيرات التفسيرية

المتغيرات	السعر السوقي	القيمة الدفترية	الربح الموزع	ربحية السهم
القيمة السوقية	1.000000			
القيمة الدفترية	0.668882*	1.000000		
الربح الموزع	0.748950*	0.727270*	1.000000	
ربحية السهم	0.846696*	0.709743*	0.772761*	1.000000

المصدر: من اعداد الباحثين بالاعتماد على برنامج Eviews12

\* معنوي عند 1%، \*\* معنوي عند 5%، \*\*\* معنوي عند 10%

من خلال معطيات الجدول رقم 2، وجدنا أن معامل الارتباط بين متغيرات النموذج الأول والمتمثل في القيمة السوقية للسهم والربح الموزع للسهم قوي وموجب وقدره 74.89%، في المقابل وجدنا أن معامل الارتباط يساوي 84.66% بين القيمة السوقية للسهم وربحية السهم وبالتالي ارتباط قوي وموجب، أما بالنسبة لمتغيرات النموذج الثاني فقد تم تحقيق نسبة 72.72% كمعامل ارتباط بين القيمة الدفترية للسهم والربح الموزع للسهم، في حين تم تحقيق نسبة 70.97% بين القيمة الدفترية للسهم وربحية السهم وبالتالي المحافظة على نفس درجة القوة وبنفس نوعية العلاقة المسجلة بين المتغيرات في النموذج الأول، أما بخصوص العلاقة بين المتغيرات التفسيرية للدراسة قدرت ب 77.27% وكانت بين الربح الموزع للسهم وربحية السهم.

5.3 تقدير النموذج الأول (أثر سياسة توزيع الأرباح على القيمة السوقية للسهم)

الجدول 3: نتائج تقدير معاملات نموذج الدراسة

المتغير التابع: يمثل السعر السوقي للسهم (MVPS)			
الفترة: 2010-2021 T=12 N=18 مجموع مشاهدات البانل: 12×18=216			
المتغيرات التفسيرية	نموذج الانحدار التجميعي	نموذج الانحدار الثابتة	نموذج الاثار العشوائية
C	-22.62898 (-2.960496)*	-27.48477 (-3.103162)*	-26.23496 (-2.051398)**
DPS	19.70710 (4.261504)*	26.38574 (5.964782)*	25.19046 (5.935717)*

أثر سياسة توزيع الأرباح على القيمة السوقية للمؤسسات الاقتصادية -دراسة قياسية لعينة من المؤسسات المدرجة في مؤشر CAC 40- ط.د. أحمد لمين بوغنامة / أ.د. رفيق يوسف

19.38320	19.11532	21.12109	EPS
(12.50470)*	(12.00360)*	(12.06278)*	
0.661452	0.842947	0.739135	معامل التحديد
0.658273	0.827722	0.736686	معامل التصحيح
208.0783	55.36771	301.7572	إحصائية فيشر (F)
0.000000	0.000000	0.000000	احتمالية (F)

المصدر: من اعداد الباحثين بالاعتماد على برنامج Eviews12

\* معنوي عند 1%، \*\* معنوي عند 5%، \*\*\* معنوي عند 10%

### 1.5.3 اختبار مضاعف لاغرانج (breusch-pagan):

من خلال الاعتماد على قيمة الاحتمالية لإحصائية مضاعف لاغرانج (LM) من أجل اختبار عدم التجانس والذي يستند في تطبيقه على نموذج الانحدار التجميعي، وقد تم اقتراح الاختبار من قبل Breusch and pagan (1980) وللمساعد على اختيار بين انحدار نموذج التأثيرات العشوائية وانحدار التجميعي (بالاطرش، دادن، و دادن، 2017، صفحة 122)، وتتمثل فرضيات اختبار مضاعف لاغرانج فيما يلي:

$H_0$ : نموذج الانحدار التجميعي هو النموذج الملائم

$H_1$ : نموذج التأثيرات الثابتة أو العشوائية هو الملائم

#### الجدول 4: نتائج اختبار مضاعف لاغرانج (breusch-pagan) للنموذج الاول

نوع الاختبار	قيمة الاختبار	p-value
Breusch-Pagan	134.1771	0.0000

المصدر: من اعداد الباحثين بالاعتماد على برنامج Eviews12

وقد أظهرت نتائج اختبار مضاعف لاغرانج (الجدول رقم4) على مستوى النموذج الأول، أن احتمالية الإحصائية والتي قدرت ب0.0000 أصغر من مستوى معنوية 5%، إذن نرفض فرضية العدم  $H_0$  ونقبل الفرضية البديلة  $H_1$ ، وبالتالي نموذج التأثيرات الثابتة أو العشوائية هو النموذج الملائم لتقدير سياسة توزيع الأرباح على القيمة السوقية للسهم.

### 2.5.3 اختبار Hausman:

يوفر اختبار (1978) Hausman إرشادات أكثر للاختيار بين نموذج التأثير الثابت ونموذج التأثير العشوائي وذلك في حالة وجود اختلاف في مقدرات النماذج السابقة (عبد السلام و بوكثير، 2018، صفحة 138)، تم اقتراحه بواسطة (1973) Wu وتم تمديده Hausman and Taylor (1982) في

$H_0$ : نموذج التأثيرات العشوائية هو النموذج الملائم.

$H_1$ : نموذج التأثيرات الثابتة هو النموذج الملائم.

#### الجدول 5: نتائج إختبار (Hausman) للنموذج الاول

Chi-Sq. Statistic	Chi-Sq. d.f	Prob
3.578411	2	0.1671

المصدر: من اعداد الباحثين بالاعتماد على برنامج Eviews12

وفقا لاختبار Hausman للنموذج الأول وذلك من خلال الجدول رقم 5 يظهر الاحتمال المرافق لإحصائية Chi-Sq. Statistic بقيمة قدرها 0.1671 وهي أكبر من مستوى معنوية 5%، مما يجعلنا نقبل الفرضية الصفرية  $H_0$  ونرفض الفرضية البديلة  $H_1$ ، وبالتالي نموذج التأثيرات العشوائية هو النموذج الملائم لتفسير العلاقة وعلى هذا الأساس نعلم على نتائج نموذج التأثيرات العشوائية في تحليل هذا النموذج القياسي، ويمكن صياغة النموذج المقترح على النحو التالي:

$$MVPS_{it} = -26.2349557194 + 25.1904595873 DPS_{it} + 19.3832014157 EPS_{it} + \varepsilon_{it}$$

### 6.3 تقدير النموذج الثاني (أثر سياسة توزيع الأرباح على القيمة الدفترية للسهم)

الجدول الموالي يوضح نتائج تقدير معاملات النموذج الثاني لأثر متغيرات سياسة توزيع الأرباح (الربح الموزع للسهم، ربحية السهم) على القيمة الدفترية للسهم:

#### الجدول 6: نتائج تقدير معاملات نموذج الدراسة

المتغير التابع: يمثل القيمة الدفترية للسهم (BVPS)			
الفترة: 2010-2021	T=12	N=18	مجموع مشاهدات البانل: 12×18=216
المتغيرات التفسيرية	نموذج الانحدار التجميعي	نموذج الانحدار الثابتة	نموذج الاثار العشوائية
C	13.91270	23.16669	21.14873

أثر سياسة توزيع الأرباح على القيمة السوقية للمؤسسات الاقتصادية -دراسة قياسية لعينة من المؤسسات المدرجة في مؤشر CAC 40 - ط.د. أحمد لمين بوغنامة / أ.د. رفيق يوسف

(8.645100)*	(16.45571)*	(9.721870)*	
3.074022	2.413863	5.513377	DPS
(4.493336)*	(3.433036)*	(6.367911)*	
1.150526	0.980846	1.724751	EPS
(4.626720)*	(3.874995)*	(5.261342)*	
0.289507	0.819092	0.583103	معامل التحديد
0.282836	0.801555	0.579188	معامل التصحيح
43.39599	46.70659	148.9585	إحصائية فيشر (F)
0.000000	0.000000	0.000000	احتمالية (F)

المصدر: من اعداد الباحثين بالاعتماد على برنامج Eviews12

\* معنوي عند 1%، \*\* معنوي عند 5%، \*\*\* معنوي عند 10%

بعد عملية التقدير والتأكد من وجود اختلاف في معلمات كل نموذج من النماذج الثلاث ننقل لعملية المفاضلة فيما بينها.

1.6.3 اختبار مضاعف لاغرانج (breusch-pagan): الجدول الموالي يوضح نتائج اختبار مضاعف لاغرانج (breusch-pagan) للنموذج الثاني:

الجدول 7: نتائج اختبار مضاعف لاغرانج (breusch-pagan) للنموذج الثاني

نوع الاختبار	قيمة الاختبار	p-value
Breusch-Pagan	187.2519	0.0000

المصدر: من اعداد الباحثين بالاعتماد على برنامج Eviews12

تشير نتائج اختبار مضاعف لاغرانج (الجدول رقم 7) على مستوى النموذج الثاني، أن احتمالية الإحصائية والتي قدرت بـ 0.0000 أصغر من مستوى معنوية 5%، اذن نرفض فرضية العدم  $H_0$  ونقبل الفرضية البديلة  $H_1$ ، وبالتالي نموذج التأثيرات الثابتة أو العشوائية هو النموذج الملائم لتقدير سياسة توزيع الأرباح على القيمة الدفترية للسهم.

2.6.3 اختبار Hausman: الجدول الموالي يوضح نتائج اختبار Hausman للمفاضلة بين نموذج التأثيرات الثابتة ونموذج التأثيرات العشوائية للنموذج الثاني:

الجدول 8: نتائج إختبار (Hausman) للنموذج الثاني

Chi-Sq. Statistic	Chi-Sq. d.f	Prob
18.367150	2	0.0001

المصدر: من اعداد الباحثين بالاعتماد على برنامج Eviews12

تبين نتائج اختبار Hausman للنموذج الثاني، أن القيمة الاحتمالية Prob تساوي 0.0001 وهي أصغر من مستوى معنوية 5%، مما يجعلنا نرفض الفرضية الصفية  $H_0$  ونقبل الفرضية البديلة  $H_1$  وبالتالي نموذج التأثيرات الثابتة هو النموذج الملائم وعلى هذا الأساس نتمتع على نتائج نموذج التأثيرات الثابتة في تحليل هذا النموذج القياسي، ويمكن صياغة النموذج المقترح على النحو التالي:

$$BVPS_{it} = 23.16669146 + 2.41386300842 DPS_{it} + 0.980846278603 EPS_{it} + \varepsilon_{it}$$

4. تحليل نتائج النماذج القياسية:

1.4 تحليل نتائج النموذج الأول

انطلاقاً من نموذج التأثيرات العشوائية والذي يعتبر النموذج الملائم لتقدير العلاقة بين سياسة توزيع الأرباح والقيمة السوقية للسهم واستناداً الى الجدول رقم سيتم تحليل النتائج على النحو التالي:

- بلغ معامل التحديد المصحح (0.658273)، أي أن المتغيرات التفسيرية للنموذج والمتمثلة في كل من الربح الموزع للسهم وربحية السهم تفسر 65.82% من التغيرات الحاصلة في القيمة السوقية للسهم، أما نسبة 34.18% تعود لعوامل أخرى، وتشير كذلك احتمالية إحصائية فيشر أقل من مستويات الدلالة وبالتالي تأثير المتغيرات المستقلة معاً على المتغير التابع مما يؤكد صحة النموذج المفسر.

- بالنسبة للربح الموزع للسهم (DPS) فقد تمتع بمعنوي احصائياً عند المستوى 1% وبإشارة موجبة وبالتالي وجود علاقة طردية بين متغير الربح الموزع للسهم والقيمة السوقية للسهم، بحيث تؤدي الزيادة في ربحية السهم بوحدة واحدة الى زيادة القيمة السوقية للسهم ب 25.19046 وحدة، وتتسأ هذه العلاقة الطردية نتيجة التحفيز الذي يخلق لحظة تأكد المستثمرين من أن المؤسسة تقوم بتوزيع أرباحها، هذا التحفيز يجعل الاقبال أكبر على شراء أسهم هذه المؤسسة وبالتالي زيادة الطلب والذي يؤدي بدوره الى ارتفاع قيمة السوقية للسهم، وعلى العكس تماماً بالنسبة للمؤسسة التي تقوم بعدم توزيع أرباحها بهدف اعادة استثمارها فان ردة فعل بعض المستثمرين هي بيع حصصهم من أسهم هذه المؤسسة وفي

المقابل غياب التحفيز المناسب لدخول مستثمرين جدد وبالتالي عرض أقل علي هذه الأسهم مما يجعل قيمة السوقية لهذه المؤسسة تتخفض.

- جاءت إشارة ربحية السهم (EPS) إيجابية وبمعنوية إحصائية عند المستوى 1% أي أن هنالك علاقة طردية بين متغير ربحية السهم والقيمة السوقية للسهم، فكلما ازدادت ربحية السهم بوحدة واحدة يؤدي الى زيادة القيمة السوقية للسهم ب 19.3832 وحدة، وتفسر هذه العلاقة الطردية نتيجة زيادة الطلب في سوق الأوراق المالية على أسهم المؤسسات التي تتمتع بربحية كبيرة للسهم وذلك في حدود نسبة مخاطرة مقبولة، وبدورها تقوم هذه الربحية المرتفعة التي تحققها المؤسسة لكل سهم من أسهمها باستقطاب المستثمرين لشراء هذه الأسهم مما يجعل قيمة الأسهم السوقية ترتفع بسبب الطلب المرتفع على هذه الأسهم كما ذكرنا سابقا.

#### 2.4 تحليل نتائج النموذج الثاني

انطلاقا من نموذج التأثيرات الثابتة والذي يعتبر النموذج الملائم لتقدير العلاقة بين سياسة توزيع الأرباح والقيمة الدفترية للسهم واستنادا الي الجدول رقم سيتم تحليل النتائج على النحو التالي:  
- بلغ معامل التحديد المصحح (0.801555)، أي أن المتغيرات التفسيرية للنموذج والمتمثلة في كل من الربح الموزع للسهم وربحية السهم تفسر 80.15% من التغيرات الحاصلة في القيمة الدفترية للسهم، أما نسبة 19.85% تعود لعوامل أخرى، وتؤكد صحة النموذج المفسر وذلك من خلال تحقيق الاحتمالية الاحصائية لفيشر أقل مستوى لها من مستويات الدلالة الإحصائية.

- بالنسبة للربح الموزع للسهم (DPS) فقد تمتع بمعنوي احصائيا عند المستوى 1% وبإشارة موجبة وبالتالي وجود علاقة طردية بين متغير الربح الموزع للسهم والقيمة الدفترية للسهم، بحيث تؤدي الزيادة في ربحية السهم بوحدة واحدة الى زيادة القيمة الدفترية للسهم ب 2.413863 وحدة، تنشأ هذه العلاقة لسببين رئيسين، الأول وهو ارتباط القيمة الدفترية للسهم مع الأرباح المحققة أي أن كل ارتفاع في هذه الاخيرة يؤدي الى ارتفاع في القيمة الدفترية نظرا للأموال التي تم ضخها في الميزانية (الأرباح) ، والسبب الثاني يعود للتحفيز الذي تم تفسيره عند التطرق الى علاقة الربح الموزع للسهم والقيمة السوقية للسهم فان ذلك التحفيز يؤثر ايضا بعلاقة طردية بين الربح الموزع للسهم والقيمة الدفترية للسهم، بحيث أن التوزيعات المستمرة للأرباح تعطى سمعة جيدة لاسهم المؤسسة مما يجعلها تحافظ على حجم تداولها في سوق الأوراق المالية (عدد الأسهم) وعدم لجوء المؤسسة الى إعادة شراء أسهمها،

وبالتالي الحافظة على حجم التداول من جهة وارتفاع الأرباح من جهة أخرى يؤدي الى ارتفاع القيمة الدفترية للسهم.

- جاءت إشارة ربحية السهم (EPS) إيجابية وبمعنوية إحصائية عند المستوى 1% أي أن هنالك علاقة طردية بين متغير ربحية السهم والقيمة الدفترية للسهم، فكلما ازدادت ربحية السهم بوحدة واحدة يؤدي الى زيادة القيمة الدفترية للسهم ب 0.980846 وحدة، وتفسر هذه العلاقة الطردية نتيجة قيام المؤسسة بدعم نشاطها من خلال ضخ أموال إضافية والتي كانت ناتجة عن الأرباح المحققة من الأسهم والتي تؤثر بدورها على اجمالي حقوق الملكية وبالتالي ارتفاع القيمة الدفترية للمؤسسة.

**5. الخاتمة:**

حاولت هذه الدراسة الاجابة على الإشكالية المتعلقة بتأثير سياسة توزيع الأرباح على قيمة السوقية للمؤسسة، لعينة مكونة من 18 مؤسسة فرنسية مدرجة في مؤشر CAC 40 خلال الفترة من 2010 الى 2021، ويمكن تلخيص النتائج والملاحظات المتوصل اليها فيما يلي:

-توجد علاقة طردية ذات دلالة إحصائية عند المستوى 5% بين متغير الربح الموزع للسهم وبين القيمة السوقية للمؤسسة، وذلك بسبب رغبة المستثمرين في الحصول على مستحقاتهم من الأرباح في الأجل القصيرة نسبيا وبالتالي ارتفاع القيمة السوقية للسهم.

- توجد علاقة طردية ذات دلالة إحصائية عند المستوى 5% لمتغير ربحية السهم على القيمة السوقية للمؤسسة فارتفاع مستوى ربحية السهم ينتج عنه ارتفاع في القيمة السوقية للسهم.

- العلاقة بين الربح الموزع للسهم والقيمة الدفترية للسهم معنوية عند مستوى 5% وذات تأثير إيجابي، وتشأ هذه العلاقة نتيجة المحافظة على حجم الأسهم المتداولة في السوق من جهة، ومن جهة أخرى استثمار جزء من الربح الموزع للسهم في ميزانية مشاريع المؤسسة وبالتالي ارتفاع قيمة الدفترية للسهم.

- العلاقة بين ربحية السهم والقيمة الدفترية للسهم معنوية عند مستوى 5% وذات تأثير إيجابي، وذلك نتيجة للأرباح المحققة في المؤسسة والتي تسمح بتخصيص جزء منها لإعادة استثماره، مما يؤدي الى ارتفاع القيمة الدفترية للسهم.

من خلال نتائج الدراسة يمكن تقديم اقتراح التالي:

-نقترح إعادة الدراسة في قطاعات مختلفة ولعينة أكبر من أجل تأكيد ودعم نتائج الدراسة الحالية.

- Morni , F., Mirzza Iskandar, A., & Banchit, A. (2019, 12). The Relevance of Bird-in-Hand Theory to Shariah Inclined Investors: A Case Study of Malaysia. *Journal of International Business, Economics and Entrepreneurship*, pp. 72-67.
- ANTON, S. (2016). THE IMPACT OF DIVIDEND POLICY ON FIRM VALUE. A PANEL DATA ANALYSIS OF ROMANIAN LISTED FIRMS. *Journal of Public Administration, Finance and Law*, pp. 112-107.
- Euronext Paris. (2022, 09 09). Retrieved from Euronext Paris: <https://www.euronext.com/fr/markets/paris>
- Quiry, P., Dallochio, M., Le Fur, Y., & Salvi, A. (2014). *Pierre Vernimmen Corporate Finance THEORY AND PRACTICE*. United Kingdom: John Wiley & Sons.
- yahoo! finance. (2022, 09 09). Retrieved from yahoo! finance: <https://finance.yahoo.com/>
- براني مختارية، و حسيني اسحاق . (2020 ,06 29). سياسة توزيع الأرباح وتقلب سعر السهم في عينة من الشركات المدرجة في السوق السعودي. *مجلة أبحاث اقتصادية وإدارية*، الصفحات 81-61.
- بريش عبد القادر، و بدروني عيسى. (2013 ,06 30). محددات سياسة توزيع الأرباح في المؤسسات الخاصة الجزائرية. *الأكاديمية للدراسات الاجتماعية والإنسانية*، الصفحات 22-11.
- بن ابراهيم الغالي، و بن ضيف محمد عدنان. (2019). *الأسواق المالية الدولية (تقييم الأسهم والسندات)*. الجزائر: دار علي بن زيد للطباعة والنشر.
- حجاب عيسى، و حافي هدى. (2016 ,06 20). مساهمة مبادئ حوكمة الشركات في ترشيد سياسة توزيع الأرباح. *مجلة البديل الاقتصادي*، الصفحات 351-333.
- رشيد حفصي. (2016 ,06 30). دراسة وتحليل تأثير سياسة توزيع الأرباح على أداء أسهم المؤسسات المدرجة في السوق المالي -حالة سوق دبي المالي في الفترة بين 2014-2011-. *المجلة الجزائرية للدراسات المحاسبية والمالية*، الصفحات 52-39.

أثر سياسة توزيع الأرباح على القيمة السوقية للمؤسسات الاقتصادية -دراسة قياسية لعينة من المؤسسات المدرجة في مؤشر CAC 40 - ط.د. أحمد لمين بوغنامة / أ.د. رفيق يوسف

سايب عبد الله، و سلالى بوبكر . (22, 04, 2022). أثر سياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة وقرار المستثمر، دراسة ميدانية للمؤسسات المسعرة في بورصة الجزائر. مجلة البشائر الاقتصادية، الصفحات 249-243.

سعيدى حنان. (30, 03, 2020). دور قياس القيمة الحقيقية للأسهم العادية باستخدام نموذج مضاعف الربحية في اتخاذ القرار الاستثماري -دراسة تطبيقية للأسهم المدرجة في بورصة الجزائر-. مجلة الحوكمة، المسؤولية الاجتماعية والتنمية المستدامة، الصفحات 50-25.

عبد الحق قنون، و عبد الغني دادن. (2019). أثر سياسة توزيع الأرباح على القيمة البورصية للمؤسسات الاقتصادية -دراسة حالة سوق قطر للأوراق المالية خلال الفترة 2013-2016-. مجلة الدراسات الاقتصادية الكمية، الصفحات 38-27.

عبد القادر محمد أحمد عبد الله، و خالد بن عبد العزيز السهلاوي. (2017). الإدارة المالية الطبعة الخامسة. جدة (المملكة العربية السعودية): مطابع السروات.

عبد الوهاب دادن، و حورية بديدة. (2012). تأثير سياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسات - حالة مؤشر cac 40 خلال الفترة من 2007 و 2009-. مجلة الباحث، الصفحات 238-225.

عطية عبد السلام، و جبار بوكثير. (30, 11, 2018). نمذجة علاقة أسعار النفط بالنمو الاقتصادي باستخدام بيانات البنابل حالة الدول العربية الاعضاء في الاوبك خلال الفترة (2016-2000). مجلة الباحث، الصفحات 149-135.

غربي نوال ، و محرز نور الدين. (25, 06, 2022). أثر قرار الاستثمار على تعظيم ثروة المساهمين -دراسة قياسية لعينة من الشركات المدرجة في مؤشر NASDAQ 100 -. مجلة دراسات في الاقتصاد وإدارة الأعمال، الصفحات 623-642.

مريم بالاطرش، عبد الغفور دادن، و عبد الوهاب دادن. (04, 04, 2017). أثر استخدام القيمة العادلة على ترشيد قرار الاستثمار في الأوراق المالية -دراسة تطبيقية على سوق الدار البيضاء خلال الفترة (2014-2000)-. مجلة الباحث، الصفحات 127-117.

هندي منير ابراهيم. (1999). الإدارة المالية: مدخل تحليلي معاصر (الطبعة الرابعة). الاسكندرية: المكتب العربي الحديث.