

سياسة توزيع الأرباح وأثرها على سعر السهم

(دراسة تطبيقية على عينة من الشركات المدرجة بسوق دبي المالي)

Dividend Distribution Policy and its Impact on the share price (An Applied Study On a Sample of Companies Listed on the Dubai Financial Market)

بن دومة بن عمر،

جامعة جيلالي ليايس بسيدي بلعباس (الجزائر)،

benamar.bendouma@univ-sba.dz

الشيخ فخر الدين

جامعة مصطفى اسطمبولي بمعسكر (الجزائر)،

dadasidi954@gmail.com

ملخص:

هدفت هذه الدراسة إلى قياس تأثير سياسة توزيع الأرباح على سعر السهم للمؤسسة المدرجة بسوق دبي المالي، حيث شملت الدراسة 20 شركة مدرجة بالسوق تمثل كل من قطاع البنوك والتأمين وهذا خلال الفترة الممتدة من 2013 إلى 2017، وذلك بالاعتماد على برنامج Panel Data في تحليل البيانات وقد أظهرت نتائج هذه الدراسة إلى أن سياسة توزيع الأرباح ليس لها تأثير على سعر السهم في سوق دبي المالي.

الكلمات المفتاحية: الأسواق المالية، السهم، توزيعات الأرباح، تصنيفات JEL؛

Abstract:

This Study aimed to measure the impact of the dividend policy on the share price of an institution listed on the Dubai Financial Market, Where the study included 20 companies listed in the market representing each of the banking and insurance sectors during the period from 2013 to 2017, This is based on the panel data program in analuzing the data, The results of this study showed that the dividend policy has no effect on the share price in the Dubai market financial.

Keywords: Financial markets; arrow; dividend.

JEL Classification Codes.

مقدمة:

تعتبر الأسواق المالية القلب النابض لاقتصاديات الدول فهي تمثل نقطة الاتصال بين المستثمرين والشركات من خلال حشد المدخرات وتحويلها إلى استثمارات تساهم في التنمية الاقتصادية وبالتالي توفر قاعدة صلبة للاقتصاد الوطني، ويعتبر الاستثمار بالأسهم العادية أحد أنواع الاستثمار بالأوراق المالية وقد تبلورت مفاهيمه نتيجة لتطور ونضوج الأسواق المالية.

كما أفضت التطورات الحاصلة في الميدان المالي والاقتصادي إلى دفع المؤسسات الاقتصادية للبحث عن طرق وأساليب جديدة تمكنها من الاستمرارية وتحقيق مستويات جيدة خاصة المتعلقة بالأداء المالي، فالنظرة الحديثة للإدارة المالية تعتمد على تعظيم ثروة الملاك من خلال تعظيم القيمة السوقية للسهم ولا يكون هذا إلا من خلال توزيع الأرباح للملاك.

وتعتبر سياسة توزيع الأرباح من أهم سياسات الوظيفة المالية في المؤسسة الاقتصادية، نظراً لعلاقتها المباشرة بالمساهمين ولانعكاسات على سعر أسهم المؤسسة في السوق المالية، كما تعدّ من القضايا التي ما زالت تخضع للكثير من الجدل في حقل الإدارة المالية والاستثمارات المالية، وتتعلق سياسة توزيع الأرباح بقرار تقسيم صافي دخل الشركة ما بين أرباح موزعة على المساهمين وأرباح محتجزة، مع الأخذ بعين الاعتبار أن سياسة توزيع الأرباح تتم في إطار الأهداف الاقتصادية للمؤسسة وبما يساهم في تعظيم ثروة المساهمين.

وعلى غرار الأسواق المالية يعتبر السوق المالي لدبي من أهم الأسواق العربية الناشطة والذي يضم عدد كبير من المؤسسات المختلفة ضمن قطاعات متعددة المدرجة في هذا السوق على رأسها المؤسسات المصرفية وشركات التأمين، حيث تولي هذه الأخيرة أهمية كبيرة لسياسة توزيع الأرباح.

❖ الإشكالية:

- هل تؤثر سياسة توزيع الأرباح على سعر أسهم الشركات المدرجة في سوق دبي المالي (القطاع المصرفي وقطاع التأمين)؟

❖ الفرضيات:

- لا تؤثر سياسة توزيع الأرباح على أسعار الأسهم في الشركات المدرجة في سوق دبي المالي.

❖ أهمية الدراسة:

تستمد هذه الدراسة أهميتها من أهمية توزيعات الأرباح وانعكاساتها على سعر السهم وعلى القيمة السوقية للمؤسسة، بالإضافة إلى اعتبار أن سياسة توزيع الأرباح من القرارات التي تهتم المستثمر والتي تزيد من إقبال الجمهور على الاستثمار في الأسواق المالية.

❖ الدراسات السابقة:

✓ دراسة (صباح أسامة علي شراب) دراسة بعنوان " اثر الإعلان عن توزيعات الأرباح على أسعار أسهم الشركات المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية - دراسة تطبيقية- " (2006).

حاولت هذه الدراسة معرفة مدى تأثير كل من صافي الأرباح، والأرباح النقدية الموزعة، والأرباح المحتجزة، والأسهم العينية، وتاريخ الإعلان عن توزيع الأرباح النقدية على إقبال المستثمرين في الأسهم على شراء أسهم الشركات المدرجة التي تحقق أرباحا وهذه في سوق فلسطين للأوراق المالية. خلال الفترة من سنة 1997 إلى سنة 2005.

وخلصت هذه الدراسة إلى أنّ نصيب السهم من الأرباح يؤثر على سعر السهم السوقي، وتأثير نصيب السهم من الأرباح النقدية الموزعة أكبر من تأثير نصيب السهم من الأرباح المحتجزة على كل من سعر وقيم تداول السهم في السوق، ونصيب السهم من صافي الربح يفوق التغير في السعر السوقي له.

✓ دراسة (أمجد إبراهيم البراجنة) تحت عنوان " اختبار العلاقة بين توزيع الأرباح وكل من القيمة السوقية والدفترية للأسهم المتداولة في سوق فلسطين للأوراق المالية"، (2009).

حاولت هذه الدراسة معرفة تأثير التوزيعات على القيمة السوقية والقيمة الدفترية للأسهم المتداولة في سوق فلسطين للأوراق المالية بالإضافة إلى محاولة الإجابة على ما مدى استجابة وتأثر كل من القيمة السوقية والقيمة الدفترية للأسهم بقيمة الأرباح المعلن عن توزيعها وما إذا كانت هناك علاقة ذات دلالة إحصائية بين عدد الأسهم المتداولة والقيمة السوقية للسهم، وتمّ تحديد مجتمع الدراسة بالشركات العاملة في سوق فلسطين للأوراق المالية والتي بلغت 35 شركة مدرجة داخل السوق وهذا خلال الفترة 2000-2008.

وتوصلت هذه الدراسة إلى وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين كل من معدل توزيع الأرباح والقيمة السوقية للأسهم المتداولة في سوق فلسطين للأوراق المالية في حين غياب العلاقة بين معدل توزيع الأرباح والقيمة الدفترية للأسهم كما توصلت هذه الدراسة أيضا إلى وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين كل من كمية الأسهم المتداولة والقيمة السوقية للأسهم المتداولة في سوق فلسطين للأوراق المالية.

✓ دراسة (Husam-Aldin Nizar Al-Malkawi) بعنوان «Determinants of Corporate Dividend Policy in Jordan: An Application of the Tobit Model»، (2007).

حاولت هذه الدراسة إلى البحث عن محددات سياسة توزيع أرباح الشركات في الأردن. بالاعتماد على عينة مكونة من 160 شركة مدرجة في بورصة عمان والتي تغطي أربعة قطاعات هي قطاع الصناعة، القطاع الخدماتي، قطاع التأمين والبنوك وهذا خلال الفترة من 1989 إلى غاية 2000 وهذا باستخدام الحد الأقصى لتقدير احتمالية التأثيرات العشوائية (TOBIT).

وتوصلت هذه الدراسة إلى أن عمر الشركة وحجمها وربحيتها تؤثر تأثيرا ايجابيا وهاما على سياسة توزيع الأرباح، كما توصلت هذه الدراسة أيضا إلى أن النفوذ المالي للشركة يرتبط بشكل كبير وسلبى بسياسة توزيع الأرباح.

2. سياسة توزيع الأرباح والأسواق المالية.

1.2 تعريف سياسة توزيع الأرباح:

قبل التطرق إلى مفهوم سياسة توزيع الأرباح لابد من الإشارة إلى مفهوم الربح في الاقتصاديات الرأسمالية حافزا على القيام بالاستثمارات وهدفا لها فهو الدافع الأساسي إلى القيام بالمشروعات الاقتصادية وهو المحرك الأول، ويمكن تعريفه على أنه العائد الذي يحصل عليه وأيضا التكاليف الضمنية وبعد خصم جميع التكاليف فهو صافي الخسارة.¹

تُعرف سياسة توزيع الأرباح بأنها "معدل التدفق النقدي الذي يتلقاه المساهمون كمردود على استثماراتهم في أسهم المؤسسة التي يحملونها، تمثل هذه الأرباح دخلا بالنسبة للمستثمرين دخلا جاريا ينتظره ويتوقعه العديد من المساهمين لينفقوه على استهلاكهم من السلع والخدمات، كما تؤثر سياسة توزيع الأرباح على السعر السوقي للسهم".²

كما عرّفها (Rao) على أنها "توزيعات الملكية لحملة الأسهم من الأرباح الحالية أو المتراكمة عن السنوات السابقة وأن توقيت التوزيع يخضع لمصادقة مجلس الإدارة".³

كما تعرف أيضا على أنها مضمون لاتخاذ القرار بتوزيع الأرباح وإعادة احتجازها لإعادة استثمارها في المؤسسة، وتشمل السياسة المثلى للتوزيعات الحالية والأرباح المستقبلية التي ينتج عنه تعظيم سعر السهم.⁴

وفي تعريف آخر هي عبارة عن تعيين جزء من الأرباح الجارية أو المحجوزة مع توافر النية لتوزيع قيمة مماثلة من أصول المشروع على حملة الأسهم أو من لهم الحق في هذه التوزيعات.⁵

انطلاقا من التعاريف السابقة يمكن أن نقدم تعريف شامل لسياسة توزيع الأرباح على أنها:

جزء من الأرباح التي يقوم المسير بتوزيعها على حملة الأسهم في شكل نقدي أو عيني (أسهم) بعد موافقة الجمعية العامة، وهذه الأرباح هي توزيعات الملكية لحملة الأسهم الناتجة عن نشاط الدورة الحالية أو تراكم الدورات السابقة، وتكون هذه التوزيعات من الموارد الداخلية أو الخارجية (الاستدانة).

2.2 الأسواق المالية:

تعتبر الأسواق المالية وسيلة مهمة للاستثمار وذلك خلال وظيفتها الرئيسية المتمثلة في انتقال الأموال من أصحاب الفائض إلى أصحاب العجز المالي بالإضافة إلى دورها الاقتصادي الفعال في التنمية الاقتصادية، وهناك عدة تعاريف للأسواق المالية نذكرها فيما يلي:

قبل التطرق إلى تعريف السوق المالي لابد من الإشارة إلى تعريف السوق حيث يعرف على أنه المكان أو المؤسسة التي يلتقي عندها البائعون والمشترون، إلا أنه لا يعتبر شرطاً أساسياً لقيام السوق بحيث اختلف تعريف السوق من الجانب الاقتصادي عن الجانب التجاري حيث يقصد بكلمة السوق من الجانب التجاري المكان الذي يتم فيه التقاء العرض مع الطلب أما من ناحية الجانب الاقتصادي لا يقتصر على مكان معين وإنما القيام بعملية تجارية سواء تعلق الأمر على المستوى المحلي أو الدولي.⁶

انطلاقاً من تعريف السوق يمكن تعريف السوق على أنه المكان الذي يتم فيه التقاء بائعي الأوراق المالية مع مشتريها بغض النظر عن الوسيلة التي يتم بها، بشرط وجود قنوات اتصال فعالة ما بين الأطراف المتعاملة في السوق.⁷

كما يمكن تعريفه على أنه أسلوب أو أداة يتم من خلالها أو بواسطتها تبادل الأوراق المالية بين البائع والمشتري ويساهم السوق المالي في تحويل الأموال بكفاءة من أصحاب الفائض المالي إلى أصحاب العجز المالي بغض النظر عن المكان أو الوسيلة الذي تتم فيه العملية.⁸

وانطلاقاً من هذه التعاريف يمكن تعريف السوق المالي على أنه المكان الذي يقوم على تسهيل تدفق الأموال من أصحاب الفائض المالي إلى أصحاب العجز المالي، دون مراعاة المكان أو الوسيلة التي يتم من خلالها التبادل حيث نجد في هذه السوق تداول مجموعة من الأدوات منها السندات، الأسهم، العمولات، أدوات الخزينة، السندات الحكومية... الخ، وبالتالي السوق المالي يمثل حلقة وصل ما بين الأطراف التي تحتاج إلى تمويل ومن مصادر التمويل لذا فوجود السوق المالي يعتبر ركيزة ضرورية للتقدم الاقتصادي في أي اقتصاد.⁹

3. السوق المالي لدبي والإطار العام للدراسة القياسية.

1.3 السوق المالي لدبي:

✓ نبذة عن السوق المالي لدبي:

تم تأسيس سوق دبي المالي كمؤسسة عامة لديها الشخصية الاعتبارية المستقلة بموجب قرار وزارة الاقتصاد رقم 14 لعام 2000.

يعمل سوق دبي المالي كسوق ثانوي للتعامل بالأوراق المالية الصادرة عن شركات المساهمة العامة والسندات الصادرة عن الحكومة الاتحادية أو أية حكومات محلية والمؤسسات العامة في الدولة ووحدات صناديق الاستثمار وأية أدوات مالية

أخرى سواء كانت محلية أو أجنبية والتي تكون معتمدة لدى سوق دبي المالي، بدأ سوق دبي المالي مزاولته نشاطه بتاريخ 26 مارس 2000.

وفي 27 ديسمبر 2005 قرر المجلس التنفيذي لإمارة دبي تحويل سوق دبي المالي كشركة مساهمة عامة في الإمارات المتحدة برأس مال قدره ثمانية مليارات درهم وتم طرح نسبة 20% من رأس مال السوق أي ما يعادل 1.6 مليار درهم للاكتتاب العام. لقد شهد الاكتتاب العام إقبالا كبيرا ومتميزا فاق كل التوقعات حيث وصل المبلغ المكتتب به إلى ما يقارب 201 مليار درهم.

وتم إدراج شركة سوق دبي المالي في السوق بتاريخ 07 مارس 2007 برمز تداول (DFM)، ويعتبر سوق دبي المالي أول سوق مالي يتم طرح أسهمه للاكتتاب العام في الشرق الأوسط وبهذا تكون حكومة دبي رائدة في مجال تخصيص المؤسسات الحكومية المنطقة. كما يعتبر سوق دبي المالي متوافق مع الشريعة الإسلامية وأحكامها في العالم.¹⁰

✓ مراحل تطور السوق:

تأسس سوق دبي المالي 26 مارس 2000 وقد استطاع ان يحقق خلال مدة زمنية قصيرة نجاحات وتطورات بارزة، ويعود سبب ذلك بشكل عام إلى الدعم والتعاون السخي من جانب المشاركين والشركاء والموظفين الأعضاء، ويشير التسلسل الزمني التاريخي أدناه على أهم المبادرات التي اعتمدها سوق دبي المالي خلال ممارسة نشاطه على مدى الأعوام الماضية.

حققت دبي صاحبة التاريخ التجاري العريق نموا وازدهارا كبيرا بفضل الرؤية الحكيمة لقيادتها الرشيدة وقد شكل افتتاح السوق في 26 مارس 2000 أحد التطورات المهمة حيث أسهم سوق دبي المالي في إحداث نقلة نوعية غيرت وجه الأسواق المالية في المنطقة.

سنة 2001 سار سوق دبي المالي على طريق النمو بوتيرة سريعة فقد حقق نمو غير مسبوق في قيمة التداول ووقع أول اتفاقية وصاية مع بنك أتش أس بي سي، بالإضافة إلى حصول السوق على جائزة الأيزو لإدارة نظام الجودة. في سنة 2002 نمو قيمة التداول في السوق ويعود ذلك بشكل عام إلى الإدراجات الجديدة والتوسع في المنتجات والخدمات.

أطلق سوق دبي المالي عام 2003 أول خدمة للإبلاغ الإلكتروني في المنطقة والذي وفر للمستثمرين سهولة ومرونة إعداد التقارير.

شهد السوق المالي لدبي سنة 2004 نموا سريعا نظرا لارتفاع الطلب وازدياد متطلبات القدرة. كما قام بتحديد بنيته التحتية التقنية لتوفير أعلى قدرة للتداول وتطوير المؤشر العام لسوق دبي المالي.

بحلول عام 2005 أصبحت البورصة الأسرع نموا في العالم وطرح أول مبادرة في الشرق الأوسط من خلال توفير نظام البوابة الإلكترونية الصوتية لأسعار الأسهم.

شهدت سنة 2006 عمليات إدراج مزدهرة وإطلاق عدد كبير من المبادرات والبرامج ومنها إطلاق التداول الإلكتروني لأول مرة في المنطقة.

أصبح سوق دبي المالي سنة 2007 خامس أكبر بورصة في العالم من حيث القيمة السوقية وذلك من خلال إدراج 16 ورقة مالية جديدة، بالإضافة إلى أول بورصة تطرح أسهمها للاكتتاب العام.

وفي سنة 2008 تزايدت وتيرة النمو من خلال وضع هيكل تنظيمي جديد مماثل للبورصات الدولية وزيادة الشفافية على نطاق الأعمال، بالإضافة إلى تشكيل لجان إستراتيجية بهدف العمل على تعزيز مستويات السيولة.

شملت سنة 2009 الابتكارات التكنولوجية التي استهدفت مواكبة أفضل الممارسات على المستوى الدولي ونظام الرقابة الجديد "X-Stream" وتعزيز الشفافية، إطلاق منصة التداول الجديدة عالية القدرة بالإضافة إلى حصول السوق على جائزة أفضل بورصة لعلاقات المستثمرين، وقد اختتم العام بخطوة نوعية تمثلت في تقديم شركة سوق دبي المالي عرضاً لشراء بورصة ناسداك دبي، والذي من شأنه تشكيل محور قوي في أسواق رأس المال.

تمكن سوق دبي المالي سنة 2010 من توحيد المقاصة وتوسيع محفظة الشركات المدرجة وفئات الأصول المعروضة على المستثمرين، وتقديم خدم عالمية من خلال بطاقة أيفستر لتسديد أرباح الأسهم، بالإضافة إلى إطلاق نظام صوتي يمكن المستثمرين من متابعة حساباتهم.

تم في عام 2011 هوية مؤسسية جديدة لسوق دبي المالي تتماشى مع خطته وتوجهاته الإستراتيجية والاستعداد لمرحلة من النمو المستدام، وتم إطلاق قطاع الخدمات المالية المتخصصة في تقديم خدمات متميزة وفريد للمتعاملين مع السوق بما في ذلك إدارة توزيع أرباح الشركات المساهمة، وإطلاق الخدمة الهاتفية للاستعلام عن محفظة الأسهم.

سنة 2012 جاء سوق دبي المالي في صدارة الأسواق المالية الإقليمية من حيث الأداء وبلغ معدل نمو المؤشر العام بنسبة 20% وارتفع إجمالي قيمة التداولات نسبة 52%، وفي إطار الحرص على تحقيق أعلى مستويات الإفصاح والشفافية قام السوق خلال سنة 2012 بإطلاق نظام الإفصاح الإلكتروني "إفصاح" ويمثل النظام الجديد نقلة نوعية أسهمت في الوصول بمعدلات الإفصاح عن البيانات الفصلية والسنوية إلى 100%.

من خلال العمل الجاد لتطوير البنية التحتية وما يتماشى مع الممارسات العالمية الأمر الذي وضعه بين أفضل الأسواق العالمية من حيث الأداء. بالإضافة إلى استمرار السوق في تطوير خطته التطويرية وإعداد قواعد "إقراض واقترض الأوراق المالية" كما توسع في خدمة التداول بالهامش والعمل من أجل تشجيع عمليات الإصدار وتداول

الصكوك في أسواق المال الأمر الذي أسهم في استقطاب العديد من الإدراجات الجديدة في السوق.¹¹

2.3 الإطار العام للدراسة القياسية:

أولاً: تصميم الدراسة.

تم الاعتماد في هذه الدراسة على بيانات سنوية حول 20 شركة مدرجة تمثل القطاع البنكي وقطاع التأمين في سوق دبي المالي وهذا خلال الفترة الممتدة من 2013 إلى غاية 2017 تتعلق بالمتغيرات التالية:

bpa: ربحية السهم

dpa: توزيعات السهم

سنعتمد في هذه الدراسة على برنامج **EVIIEWS 10** من خلال نموذج بيانات السلاسل الزمنية المقطعية أو ما يسمى بنموذج **Panel** والذي يتمثل في مجموعة من المشاهدات التي تتكرر عند مجموعة من الأفراد في عدة فترات من الزمن، بحيث أنه تجمع بين خصائص كل من البيانات المقطعية والسلاسل في نفس الوقت، فبالنسبة للبيانات المقطعية فهي تصف سلوك عدد من المفردات أو الوحدات المقطعية عند فترة زمنية واحدة بينما تصف بيانات السلاسل الزمنية سلوك مفردة واحدة خلال فترة زمنية معينة، وهنا تكمن أهمية استخدام بيانات **panel** كونها تحتوي على معلومات ضرورية تتعامل مع ديناميكية الوقت وعلى مفردات متعددة، فإذا كانت الفترة الزمنية نفسها لكل الأفراد تسمى نموذج **panel** بـ "المتوازن" أما إذا اختلفت الفترة الزمنية من فرد لآخر يكون نموذج **panel** غير متوازن.

ثانياً: تقديم مجتمع الدراسة

جاء اختبار هذه العينة بناء على المعطيات المالية المنشورة في موقع سوق دبي

المالي (DFM).

✓ قطاع البنوك:

1- مصرف عجمان: تأسس في 17 أبريل 2008، وتم تسجيل المصرف في هيئة الأوراق المالية والسلع في 12 يوليو 2008، كما حصل على الترخيص المصرفي للفروع من مصرف الإمارات العربية المتحدة المركزي وبدأ عملياته في 22 ديسمبر 2008.

2- بنك دبي التجاري: تم تأسيسه سنة 1969 وهو مسجل كشركة مساهمة عامة، وفقاً للقانون الاتحادي سنة 2004.

3- مصرف الإمارات الإسلامي: بنك الشرق الأوسط سابقاً تأسس في إمارة دبي في 3 أكتوبر 1975 وتم إعادة تسجيل المصرف كشركة مساهمة عامة في يوليو 1995.

4- بنك الإمارات: الاستثمار تأسس في دبي عام 1976 يقوم بالأعمال المصرفية التنموية والاستثمارات المصرفية وإدارة محافظ الاستثمار يعد البنك الفطيم الخصوصية والتي تملك 50.26 من أسهم البنك.

- 5- **بنك الإمارات دبي الوطني:** تم تأسيسه في دولة الإمارات المتحدة بتاريخ 16 يوليو 2007 وقد تم تأسيس البنك بصورة أساسية لتفعيل بين بنك الإمارات الدولي وبنك دبي الوطني.
 - 6- **بنك المشرق:** تأسس في إمارة دبي بموجب المرسوم الصادر عن صاحب السمو حاكم دبي.
 - 7- **بنك دبي الإسلامي:** تأسس بنك دبي الإسلامي 12 مارس 1975 بغرض تقديم خدمات مصرفية والخدمات المتعلقة بها تم إدراجها بتاريخ 16 ماي 2008.
- ✓ **قطاع التأمين:**
- **أليونس للتأمين:** تأسس في 1 يوليو 1975 كشركة محدودة المسؤولية بدبي تحت اسم شركة الاعتماد والتجارة والتأمين وتحولت الشركة إلى شركة مساهمة عامة في يناير 1995.
 - **دبي الإسلامية للتأمين وإعادة التأمين:** هي شركة مساهمة عامة تم إدراجها في السوق المالي لدبي في جويلية 2004، تقوم بأعمال التكافل العامة كما أنها مرخصة للقيام بأعمال إعادة التأمين وأعمال التكافل على الحياة، بدأت أنشطتها في 8 أبريل 2003.
 - **المجموعة العربية للتأمين:** هي شركة تأمين عالمية مسجلة في مملكة البحرين كشركة مساهمة بحرينية، وتتخذ من مبنى أريج، المنامة، مملكة البحرين، مقرا لمكتبها ولقد تم إدراجها في السوق المالي في 2004/12/08.
 - **الشركة العربية الاسكندنافية:** تأسست في دبي كشركة مساهمة عامة في دولة الإمارات العربية المتحدة في عام 1992، يتمثل نشاط الشركة الرئيسي في مزاوله أعمال التأمين بكافة أنواعه والتأمين على الحياة تم إدراجها في السوق المالي في 2005/07/12.
 - **شركة الصقر الوطنية للتأمين:** تأسست في 1979/12/25 كشركة مساهمة عامة، يتمثل نشاط الشركة الرئيسي في مزاوله أعمال التأمين بكافة أنواعه، تمارس الشركة نشاطها من خلال مركزها الرئيسي في دبي وفروعها في كل من دبي والشارقة وأبو ظبي وعجمان ورأس الخيمة والعين في دولة الإمارات العربية المتحدة، تم إدراجها في السوق المالي في 2005/12/04.
 - **دار التكافل:** تأسست كشركة مساهمة عامة في 2007 وحصلت على رخصتها التجارية في 23 يوليو 2008، وبدأت عملياتها في 2008/09/01، تم إدراجها في السوق المالي في 2008/08/03.
 - **دبي الوطنية للتأمين وإعادة التأمين:** هي شركة مساهمة عامة تأسست في دبي بتاريخ 1992/01/06، ولها فرع خارجي في بيروت-لبنان وتم إدراجها في 2000/03/25.

- الشركة الوطنية للتأمينات العامة: هي شركة مساهمة في إمارة دبي وذلك اعتباراً من 2001/09/12، تقوم الشركة بجميع أنواع التأمين على الحياة والتأمينات العامة، ولقد تم إدراجها في السوق المالي في 2002/11/10.
 - شركة عمان للتأمين: تأسست كشركة مساهمة عامة كما أن هذه الشركة تابعة لبنك المشرق والذي تأسس في إمارة دبي، يتمثل نشاطها في إصدار عقود تأمين قصيرة وطويلة الأجل، تم إدراجها في السوق المالي في 2004/10/01.
 - الشركة الإسلامية العربية للتأمين: هي عبارة عن شركة مساهمة عامة، مسجلة في إمارة دبي، ويتمثل نشاطها الرئيسي بتقديم كافة أنواع أعمال التكافل العامة وتكافل الأسرة، وتم إدراجها في 2005/09/16.
 - تكافل الإمارات: تأسست كشركة مساهمة عامة في دبي تقوم الشركة بممارسة نشاط التأمين تكافلي الخاص بالتأمين الصحي والتأمين على الحياة والتأمين على الادخار وتكوين الأموال وذلك وفقاً لأحكام الشريعة الإسلامية، تم إدراجها في 2008/07/19.
 - دبي للتأمين: تأسست في 04 يوليو 1997 في دبي ورأس مالها المصرّح به هو 100.000.000.00 درهم، ورئيس مجلس الإدارة السيد بطي عبيد الملا، تم إدراجها في السوق المالي في 2006/08/04.
 - أورينت يو أن بي تكافل: وهي شركة مساهمة عام، لقد حصلت هذه الشركة على ترخيص هيئة الأوراق المالية والسلع بتاريخ 2017/01/23، تحت رقم 1047، وأسهم الشركة مدرجة في سوق دبي المالي من تاريخ 2006/10/04.
- ثالثاً: اختبار استقرارية السلاسل الزمنية**
- بناءً على النتائج المستخرجة من برنامج **EVIEWS 10** يمكننا تلخيص النتائج المتحصل عليها حول استقرارية السلاسل الزمنية في الجدول التالي:

الجدول رقم (01): نتائج اختبار استقرارية السلاسل الزمنية

النتيجة	بعد الفرق الأول	عند المستوى	المتغيرات
	النموذج 1	النموذج 1	
I(0)	-	وجود جذر الوحدة	bpa
I(0)	-	وجود جذر الوحدة	dpa

المصدر: من إعداد الدكتور والباحث، بناءً على مخرجات **EVIEWS 10** من خلال نتائج الاختبارين والموضحة في الجدول أعلاه تبين أن السلسلتين مستقرتين في المستوى.

رابعاً: تقدير النموذج واختباره.

1- دراسة السببية:

الجدول التالي يوضح العلاقة السببية بين Logbpa و logdpa كما يلي:
الجدول رقم (02): نتائج العلاقة السببية بين Logbpa و logdpa

Pairwise Granger Causality Tests
 Date: 05/21/18 Time: 18:33
 Sample: 2013 2017
 Lags: 2

Null Hypothesis:	Obs	F-Statistic	Prob.
LOGDPA does not Granger Cause LOGBPA	60	5.91422	0.0047
LOGBPA does not Granger Cause LOGDPA		0.35367	0.7037

المصدر: من إعداد الدكتور والباحث، بناء على مخرجات EVIEWS 10

2- تقدير النموذج ذو الآثار الثابتة:

بناء على النتائج المستخرجة من برنامج EVIEWS 10 والموضحة في الجدول التالي، يمكننا تقدير النموذج ذو الآثار الثابتة.

الجدول رقم (03): نتائج تقدير النموذج ذو الآثار الثابتة

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	1.692256	0.038360	44.11501	0.0000
LOGDPA	0.068361	0.047846	1.428751	0.1570

Effects Specification

Cross-section fixed (dummy variables)			
R-squared	0.976253	Mean dependent var	1.666496
Adjusted R-squared	0.970241	S.D. dependent var	1.962767
S.E. of regression	0.338590	Akaike info criterion	0.856226
Sum squared resid	9.056831	Schwarz criterion	1.403312
Log likelihood	-21.81131	Hannan-Quinn criter.	1.077642
F-statistic	162.3888	Durbin-Watson stat	1.646931
Prob(F-statistic)	0.000000		

المصدر: من إعداد الدكتور والباحث، بناء على مخرجات EVIEWS 10

معادلة الانحدار البسيط لتفسير Logbpa بدلالة logdpa بطريقة تقدير الآثار

الثابتة.

$$\text{Logbpa} = 1.692256 + 0.068361 \text{ logdpa}$$

3- تقدير النموذج ذو الآثار العشوائية:

بناء على النتائج المستخرجة من برنامج EVIEWS 10 والموضحة في الجدول التالي يمكننا تقدير النموذج ذو الآثار العشوائية.

الجدول رقم (04): نتائج تقدير النموذج ذو الآثار العشوائية

Dependent Variable: LOGBPA				
Method: Panel EGLS (Cross-section random effects)				
Date: 05/22/18 Time: 01:59				
Sample: 2013 2017				
Periods included: 5				
Cross-sections included: 20				
Total panel (balanced) observations: 100				
Swamy and Arora estimator of component variances				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	1.720172	0.299168	5.749848	0.0000
LOGDPA	0.142443	0.043918	3.243395	0.0016
Effects Specification				
		S.D.	Rho	
Cross-section random		1.327263	0.9389	
Idiosyncratic random		0.338590	0.0611	
Weighted Statistics				
R-squared	0.085704	Mean dependent var	0.188899	
Adjusted R-squared	0.076374	S.D. dependent var	0.377013	
S.E. of regression	0.362330	Sum squared resid	12.86577	
F-statistic	9.186267	Durbin-Watson stat	1.187525	
Prob(F-statistic)	0.003119			
Unweighted Statistics				
R-squared	0.254331	Mean dependent var	1.666496	
Sum squared resid	284.3928	Durbin-Watson stat	0.053723	

المصدر: من إعداد الدكتور والباحث، بناء على مخرجات EVIEWS 10 معادلة الانحدار البسيط لتفسير Logbpa بدلالة logdpa بطريقة تقدير الآثار الثابتة.

$$\text{Logbpa} = 1.692256 + 0.068361 \text{ logdpa}$$

4- اختبار هوسمان:

نستخدم اختبار هوسمان لاختيار النموذج الأمثل من بين النموذجين السابقين 1*2، والجدول التالي يوضح ذلك:

الجدول رقم (05): نتائج اختبار هوسمان

Correlated Random Effects - Hausman Test				
Equation: Untitled				
Test cross-section random effects				
Test Summary	Chi-Sq. Statistic	Chi-Sq. d.f.	Prob.	
Cross-section random	15.224220	1	0.0001	
Cross-section random effects test comparisons:				
Variable	Fixed	Random	Var(Diff.)	Prob.
LOGDPA	0.068361	0.142443	0.000360	0.0001
Cross-section random effects test equation:				
Dependent Variable: LOGBPA				
Method: Panel Least Squares				
Date: 05/22/18 Time: 02:01				
Sample: 2013 2017				
Periods included: 5				
Cross-sections included: 20				
Total panel (balanced) observations: 100				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	1.692256	0.038360	44.11501	0.0000
LOGDPA	0.068361	0.047846	1.428751	0.1570
Effects Specification				
Cross-section fixed (dummy variables)				
R-squared	0.976253	Mean dependent var	1.666496	
Adjusted R-squared	0.970241	S.D. dependent var	1.962767	
S.E. of regression	0.338590	Akaike info criterion	0.856226	
Sum squared resid	9.056831	Schwarz criterion	1.403312	
Log likelihood	-21.81131	Hannan-Quinn criter.	1.077642	
F-statistic	162.3888	Durbin-Watson stat	1.646931	
Prob(F-statistic)	0.000000			

المصدر: من إعداد الدكتور والباحث، بناءً على مخرجات EVIEWS 10 نلاحظ أن $prob = 0.001$ أقل من 5% نقبل فرضية أن النموذج ذو آثار فردية ونرفض الفرضية البديلة.

النموذج ذو آثار عشوائية إذن نحلل العلاقة بين المتغيرين في المدى الطويل. لتحديد الانحدار بين المتغيرين نستخدم النموذج الأول أي النموذج ذو الآثار الثابتة.

نلاحظ في علاقة الانحدار البسيط بين $Logbpa$ و $logdpa$ بطريقة الآثار الثابتة أن $r = 0.97$ وأن $prob\ de\ f = 0$ وهذا ما يفسر معنوية النموذج لكن معامل $Logbpa = 0.068$ موجب لكنه غير معنوي وهذا ما يوحي لنا أن $Logbpa$ لا يفسر $logdpa$ في المدى الطويل.

وانطلاقاً من نتائج الاختبارات السابقة نلاحظ أنه في المدى الطويل logdpa لا يفسر Logbpa لكن في المدى القصير logdpa يفسر Logbpa وهذا حسب اختبار سببية غرانجر.

4. خاتمة:

عالجت هذه الدراسة توزيعات الأرباح وأثرها على سعر السهم "حالة بورصة دبي" والإلمام بأهم جوانب البحث، حيث تم التطرق إلى الجانب النظري لهذه الدراسة إلى تعريف سياسة توزيع الأرباح كما تم تعريف الأسواق المالية، ثم قدمنا نبذة تاريخية لسوق المالي لدبي بالإضافة إلى مراحل تطور السوق، ثم في الأخير توجهنا هذه الدراسة بدراسة قياسية حول أثر توزيعات الأرباح على سعر السهم خلال الفترة من 2013 إلى غاية 2017 متعلقة بـ 20 شركة مدرجة في سوق دبي تمثل كل من القطاع البنكي وقطاع التأمين، وخلصت الدراسة إلى أنه في المدى الطويل توزيعات السهم لا يفسر ربحية السهم لكن في المدى القصير توزيعات السهم يفسر ربحية السهم وهذا حسب اختبار السببية لغرانجر.

إنّ النتائج المتوصل إليها تقودنا إلى قبول فرضية الدراسة القائلة بأن سياسة توزيع الأرباح لا تؤثر على أسعار الأسهم في سوق دبي المالي لكن هذا القبول يقتصر على المدى القصير فقط في حين يتم رفض هذه الفرضية في المدى الطويل. وفي إطار هذه النتائج المتوصل إليها سوف يتم تقديم بعض التوصيات المتعلقة بموضوع يمكن حصرها فيما يلي:

- ضرورة العمل على تطوير صناعة الخدمات المالية في سوق دبي المالي.
- الأخذ بعين الاعتبار عامل رغبات المساهمين، بما يحقق مصالح الشركة ومصالح المساهمين.
- العمل على زيادة الوعي الاستثماري لدى المستثمرين من أجل استقطاب رؤوس الأموال وتوظيفها في السوق المالي.
- نشر وتبسيط البيانات والتقارير والنشرات بصفة دورية وسنوية حول الشركات المدرجة في سوق دبي المالي.
- حث الشركات على زيادة التوزيعات على المساهمين وعدم احتجازها بغية تشجيع الجمهور على الاستثمار في الأسواق المالية.
- العمل على إرساء وتطوير الصناديق الاستثمارية التي تمكن صغار المستثمرين من استثمار أموالهم في البورصة بكل ثقة وأمان.

5. المراجع

- 1- إبراهيم متولي، حسن المغربي متولي، دور حوافز الاستثمار في تعجيل النمو الاقتصادي، الطبعة الأولى، دار الفكر الجامعي للنشر، الإسكندرية، 2011م.
- 2- محمد زرقون، أثر الاكتتاب العام على سياسة توزيع الأرباح في المؤسسات الاقتصادية المسعرة في البورصة، مجلة الباحث، العدد 08، 2010م.
- 3- حسن حسين هاشم، العوامل المؤثرة على سياسة توزيع الأرباح في شركات المساهمة، العدد 17، 2008م.

- 4- عبد الحق قنون، دراسة أثر سياسة توزيع الأرباح على القيمة البورصة للمؤسسة الاقتصادية، مذكرة ماستر، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، 2013م.
- 5- لزهارى زوايدي، دراسة تأثير توزيع الأرباح على السلوك التمويلي للمؤسسة الاقتصادية المدرجة في البورصة، مذكرة ماستر في العلوم المالية والمحاسبية، تخصص مالية المؤسسة، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، 2012م.
- 6- محمد عبد الله شاهين، الأسواق المالية العربية، دار الجامعة الجديدة للنشر، الإسكندرية، 2016م.
- 7- أحمد أبو موسى رسمية، الأسواق المالية والنقدية، الطبعة الأولى، دار المعنز للنشر والتوزيع، عمان -الأردن، 2015م.
- 8- كمال آل شبيب دريد، الأسواق المالية والنقدية، الطبعة الأولى، دار المسيرة للنشر والتوزيع، عمان-الأردن، 2012م.
- 9- سهيل مقابلة، كيف تستثمر بسوق الأسهم؟ "حالة سلطنة عمان"، الطبعة الأولى، دار الراية للنشر والتوزيع، عمان-الأردن، 2013م.
- 10- الكتيب التعريفي للمستثمرين "نظرة عامة على السوق المالي لدبي" ، www.dfm.ae (15:42:24 Lundi 30 Avril 2018)
- 11- <https://www.dfm.ae/ar/about-dfm/about-dfm> (Lundi 30 Avril 2018 15:42:24)

الهوامش:

- 1 إبراهيم متولي، حسن المغربي متولي، دور حوافز الاستثمار في تعجيل النمو الاقتصادي، الطبعة الأولى، دار الفكر الجامعي للنشر، الإسكندرية، 2011م، ص226.
- 2 محمد زرقون، أثر الاكتتاب العام على سياسة توزيع الأرباح في المؤسسات الاقتصادية المسعرة في البورصة، مجلة الباحث، العدد 08، 2010م، ص04.
- 3 حسن حسين هاشم، العوامل المؤثرة على سياسة توزيع الأرباح في شركات المساهمة، العدد 17، 2008م، ص212.
- 4 عبد الحق قنون، دراسة أثر سياسة توزيع الأرباح على القيمة البورصة للمؤسسة الاقتصادية، مذكرة ماستر، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، 2013م، ص07.
- 5 لزهارى زوايدي، دراسة تأثير توزيع الأرباح على السلوك التمويلي للمؤسسة الاقتصادية المدرجة في البورصة، مذكرة ماستر في العلوم المالية والمحاسبية، تخصص مالية المؤسسة، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، 2012م، ص11.
- 6 محمد عبد الله شاهين، الأسواق المالية العربية، دار الجامعة الجديدة للنشر، الإسكندرية، 2016م، ص13.
- 7 أحمد أبو موسى رسمية، الأسواق المالية والنقدية، الطبعة الأولى، دار المعنز للنشر والتوزيع، عمان -الأردن، 2015م، ص11.
- 8 كمال آل شبيب دريد، الأسواق المالية والنقدية، الطبعة الأولى، دار المسيرة للنشر والتوزيع، عمان-الأردن، 2012م، ص37.
- 9 سهيل مقابلة، كيف تستثمر بسوق الأسهم؟ "حالة سلطنة عمان"، الطبعة الأولى، دار الراية للنشر والتوزيع، عمان-الأردن، 2013م، ص16.
- 10 الكتيب التعريفي للمستثمرين "نظرة عامة على السوق المالي لدبي" ص02، (15:42:24) www.dfm.ae (Lundi 30 Avril 2018)
- 11 <https://www.dfm.ae/ar/about-dfm/about-dfm> (Lundi 30 Avril 2018 15:42:24)